

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

ÜLKE RİSKİNİN PROMETHEE YÖNTEMİ İLE
DEĞERLENDİRİLMESİ

Okan ÖZ

Danışman

Prof. Dr. Nevser Mine TÜKENMEZ

İZMİR – 2020

TEZ ONAY SAYFASI



YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum ‘Ülke Riskinin PROMETHEE Yöntemi ile Değerlendirilmesi’ adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

...../...../.....

Okan ÖZ

ÖZET
Yüksek Lisans Tezi
Ülke Riskinin PROMETHEE Yöntemi ile Değerlendirilmesi
Okan ÖZ

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı
Finans Programı

Küreselleşen günümüz dünyasında yatırımlar ve sermaye hareketleri, ülkelerin kredi notlarına göre şekillenmektedir. Bu nedenle uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, fon ihtiyacı içerisindeki ülkelerin ihtiyaç duydukları fona erişmelerinde kilit rol üstlenmektedir. Bu kuruluşların açıkladığı kredi notları, ülkelerin borç ödeme kapasitesini ortaya koymaktadır. Bu notların verilmesinde ülke riski de kriter olarak kullanılmaktadır. Ülke riski, ülkelerin ekonomik ve mali durumunun yanı sıra sosyopolitik koşullarını da içermektedir. Bu çalışmada Türkiye ile benzer niteliklere ve risklere sahip 14 ülkenin ülke riski PROMETHEE yöntemi ile değerlendirilmiş ve elde edilen bulgular, kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladıkları notlar ile karşılaştırılmıştır. Çalışmada iki farklı senaryo incelenmiştir. Her iki senaryo sonucunda da Hindistan ve Çin'in ülke riski açısından en iyi alternatifler olduğu, bu ülkelerin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından sağlanan kredi notlarının da en iyi olduğu görülmüştür. Senaryo 1, neredeyse tamamen kredi derecelendirme kuruluşları ile tutarlı sonuçlar üretirken, Senaryo 2'de sürpriz bulgulara da rastlanmıştır. Türkiye, her iki senaryoda da ve kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarına ilişkin sıralamada da son sıralarda yer almıştır. Çalışma sonucunda kredi derecelendirme kuruluşlarına yapılan taraflı olma eleştirilerinin ağır olduğu değerlendirilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Risk, lke riski, kredi derecelendirme, kredi derecelendirme kuruluşları, PROMETHEE.



ABSTRACT
Master's Thesis
Assessment of Country Risk by PROMETHEE Method
Okan ÖZ

Dokuz Eylül University
Graduate School of Social Sciences
Department of Business
Finance Programme

In today's globalizing world, investments and capital movements are shaped according to the credit ratings of countries. Therefore, international credit rating agencies play a key role in the countries in need of fund access to the fund they need. The credit ratings announced by these institutions reveal the debt payment capacity of the countries. Country risk is also used as a criterion in giving these grades. Country risk includes the socio-political conditions as well as the economic and financial situation of the countries. In this study, 14 countries which are in similar qualifications and risk with Turkey evaluated with the help of PROMETHEE. Findings obtained by PROMETHEE method was compared notes issued by the credit rating agencies. Two different scenarios are examined in the study. As a result of both scenarios, it has been observed that India and China are the best alternatives in terms of country risk and the credit ratings provided by the credit rating agencies of these countries are the best. While Scenario 1 produces results almost entirely consistent with credit rating agencies, surprise findings were also found in Scenario 2. Turkey has taken place in the last row in both two scenarios and credit ratings rankings. As a result of the study, the criticism of being biased to credit rating agencies was evaluated as severe.

Keywords: Risk, country risk, credit rating, credit rating agencies, PROMETHEE.

ÜLKE RİSKİNİN PROMETHEE YÖNTEMİ İLE DEĞERLENDİRİLMESİ

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	ii
YEMİN METNİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	vii
KISALTMALAR	x
TABLOLAR LİSTESİ	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM ÜLKE RİSKİ

1.1. RİSK KAVRAMI	3
1.2. ÜLKE RİSKİ KAVRAMI	3
1.3. ÜLKE RİSKİNİN KAYNAKLARI VE SINIFLANDIRILMASI	11
1.3.1. Ülke Riskinin Kaynakları	12
1.3.2. Ülke Riskinin Sınıflandırılması	13
1.3.2.1. Transfer Riski	15
1.3.2.2. Politik Risk	23
1.4. YATIRIM TÜRLERİ	27
1.5. ÜLKE RİSKİ DEĞERLENDİRMESİNDE KULLANILAN METODOLOJİLER	28
1.5.1. Kalitatif Yöntemler	29
1.5.2. Kantitatif Yöntemler	31
1.5.2.1. Diskriminant Analizi	32
1.5.2.2. Temel Bileşenler Analizi	33

1.5.2.3. Logit ve Probit Analizler	33
1.5.2.4. CART Yöntemi	34

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

2.1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI	35
2.2. KREDİ DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ	37
2.3.KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE KREDİ DERECELENDİRME YÖNTEMLERİ	40
2.3.1. Standard & Poor's	40
2.3.2. Fitch Ratings	44
2.3.3. Moody's	46
2.3.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Derecelerinin Karşılaştırılması	50
2.4. TÜRKİYE'NİN KREDİ NOTU GEÇMİŞİ	51
2.5. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA YÖNELİK ELEŞTİRİLER	52
2.6. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI İLE İLGİLİ ÖNCEKİ ARAŞTIRMALAR	53

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PROMETHEE YÖNTEMİ İLE ÜLKE RİSKİ DEĞERLENDİRMESİ VE NOT KURULUŞLARIYLA KARŞILAŞTIRMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI	58
3.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	58
3.2.1. Alternatiflerin, Kriterlerin, Kriter Ağırlıklarının ve Tercih Fonksiyonlarının Belirlenmesi	59
3.2.2. Karar Matrislerinin Oluşturulması	63

3.3. BULGULAR	67
3.3.1. PROMETHEE I'e İlişkin Bulgular	67
3.3.2. PROMETHEE II'ye İlişkin Bulgular	69
3.3.3. PROMETHEE I ve PROMETHEE II Bulgularının Karşılaştırılması	71
3.3.4. GAIA Düzlemine İlişkin Bulgular	74
3.3.5. Promethee Network'e İlişkin Bulgular	77
3.3.6. Promethee Rainbow'a İlişkin Bulgular	79
3.4. TARTIŞMA	81
SONUÇ	88
KAYNAKÇA	91

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
MIGA	Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı (Multilateral Investment Guarantee Agency)
STK	Sivil Toplum Kuruluşu
GAIA	Etkileşimli Yardım İçin Geometrik Analiz (Geometrical Analysis for Interactive Aid)
WGI	Dünya Çapında Yönetim Göstergeleri (Worldwide Governance Indicators)



TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1. İçsel veya Dışsal Risk Kaynakları	s. 12
Tablo 2. Politik Risk Faktörleri	s.26
Tablo 3. Standard & Poor's Kredi Derecelendirme Sistemi	s.42
Tablo 4. Standard & Poor's Uzun ve Kısa Vadeli Kredi Dereceleri	s.43
Tablo 5. Fitch Derecelendirmesinde Kullanılan Faktörler ve Ağırlıkları	s.45
Tablo 6. Fitch Uzun ve Kısa Vadeli Kredi Dereceleri	s.46
Tablo 7. Moody's Kredi Derecelendirme Faktör ve Ağırlıkları	s.48
Tablo 8. Moody's Uzun ve Kısa Vadeli Kredi Notları	s.49
Tablo 9. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sistemlerinin Karşılaştırılması	s.50
Tablo 10. Türkiye'nin Son 10 Yılda Kredi Notu Geçmişi	s.51
Tablo 11. Katsayılar	s.60
Tablo 12. Senaryo 1'de Freedom House Endeksinin Kullanıldığı Matris	s.64
Tablo 13. Senaryo 2'de WGI Endeksinin Kullanıldığı Matris	s.66
Tablo 14. Senaryolara İlişkin Net Üstünlük Değerleri	s.72
Tablo 15. Net Üstünlük Değerlerine Göre Sıralamaların Ortalama Değerleri	s.73
Tablo 16. Ülkelerin Kredi Notları ve Açıklamaları	s.83
Tablo 17. Ülkelerin Moody's Kredi Derecelendirmesine Göre Sıralaması	s.84
Tablo 18. Ülkelerin Standard & Poor's'a Göre Sıralaması	s.84
Tablo 19. Ülkelerin Fitch Kredi Derecelendirmesine Göre Sıralaması	s.85

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Moody's'in Derecelendirme Kriterleri	s.47
Şekil 2. Senaryo 1'e İlişkin Ekran Görüntüsü	s.65
Şekil 3. Senaryo 2'ye İlişkin Ekran Görüntüsü	s.67
Şekil 4. Senaryo 1'e Ait PROMETHEE I Sonuçları	s.68
Şekil 5. Senaryo 2'ye Ait Promethee I Sonuçları	s.69
Şekil 6. Senaryo 1'e Ait PROMETHEE II Sonuçları	s.70
Şekil 7. Senaryo 2'ye Ait PROMETHEE II Sonuçları	s.71
Şekil 8. Ortalama Risk Değerlerine Göre Oluşturulan Risk Dağılımı Haritası	s.74
Şekil 9. Senaryo 1'e Ait GAIA Düzlemi Gösterimi	s.76
Şekil 10. Senaryo 2'ye Ait GAIA Düzlemi Gösterimi	s.77
Şekil 11. Senaryo 1'de Ulaşılan Promethee Network Çıktısı	s.78
Şekil 12. Senaryo 2'de Ulaşılan Promethee Network Çıktısı	s.79
Şekil 13. Senaryo 1'e Ait Promethee Rainbow Sonucu	s.80
Şekil 14. Senaryo 2'ye Ait Promethee Rainbow Sonucu	s.81

GİRİŞ

Günümüz dünyası neredeyse tamamen küreselleşmiş, ülkeler birbiriyle sıkı bir ilişki içerisine girmiştir. Küreselleşmenin etkisi ile sermayenin serbest dolaşımı, ülkeler arasındaki ilişkiyi daha da sıkılaştırmıştır. Küresel ekonomik sistem içerisinde ülkeler, fon ihtiyacına girdiğinde bu ihtiyaçlarını uluslararası piyasalardan temin etmek istemekte, sermaye ise ülkenin kredi derecelendirme kuruluşlarından yüksek kredi notuna sahip olmasını beklemektedir. Sermayenin dolaşımında yatırımcıların alacakları yatırım kararları, o ülkelerin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından sağlanan kredi notuna göre değerlendirilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları, not hesaplamalarında ülke riskini de dikkate almaktadır.

Ülke riski, ülkelerin ekonomik, sosyal ve politik faktörleri dikkate alınarak belirlenen ve bağımsız organizasyonlarca ölçümlenen bir kriterdir. Bu nedenle bağımsız kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı ülke riski değerlendirmeleri ve açıkladığı notlar, uluslararası finans kurumları tarafından daima göz önünde bulundurulmaktadır. Ülke riski ve kredi notları, yatırımcılar tarafından sağlanan uluslararası fon transferini etkileyen en önemli etmenlerden biridir.

Ülkelerin dış borçlarını ödeyebilme kapasitesi olarak ifade edilen kredi notlarının belirlenmesinde ülke riski analizi de yapılmaktadır. Ülke riski analizi, yatırım yapılması planlanan ülkede hükümetin izlediği mali ve ekonomik politikanın yanında sosyal durum ve siyasal politikaları bütünsel olarak inceleyerek ülkenin sahip olduğu riski belirlemek amacıyla yapılmaktadır. Bu analiz sayesinde o ülkenin kredibilitesi ve borcunu ödeme kapasitesi değerlendirilir.

Kredi verenlerin sağladığı fon akımı, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınlamış olduğu ülkelerin kredi notları çerçevesinde artış göstermekte ya da azalmaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin fon ihtiyacı olduğu düşünüldüğünde, özellikle gelişmekte olan ülkelerin kredi notlarını yüksek tutması gerekliliği açıktır. Ancak kredi derecelendirme kuruluşları, yayınladıkları notlarda kullandıkları yöntemi ve kullandıkları kriterleri net açıklamamakla ve verdikleri kredi notlarının objektiflikten uzak ve

siyasi emeller doğrultusunda verildiğiyle eleştirilmektedir. Bu noktada kredi derecelendirme kuruluşlarının kendi güvenilirlikleri de önem taşımaktadır.

Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliğinin sorgulandığı günümüz dünyasında bu kuruluşların verdiği kredi notlarına göre yapılan sıralama ile ülke riski hesaplaması sonucunda elde edilen sıralama arasında fark olup olmadığı incelenecektir. Bu kapsamda çalışma üç bölüm olarak planlanmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde genel olarak ülke riski kavramı ele alınmıştır. Bu bağlamda ülke riskinin kaynakları ve sınıflandırmasına değinildikten sonra yatırım türlerine ve ülke riskinin değerlendirilmesinde kullanılan metodolojilere yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise kredi derecelendirme kuruluşlarına yer verilmiştir. Bu bağlamda öncelikle kredi derecelendirme kavramına ve önemine değinilmiş, ardından günümüzün en büyük üç uluslararası kredi derecelendirme kuruluşunun tarihçesine ve not sistemlerine ilişkin bilgiler verilmiştir. Türkiye'nin kredi notlarının geçmişi incelendikten sonra kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik eleştirilere ve önceki araştırmalara yer verilerek bölüm tamamlanmıştır.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ülke riskinin değerlendirilmesi için PROMETHEE aracılığı ile gerçekleştirilen analize yer verilmiştir. Bu bölümde ulaşılan bulgular ile kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladığı kredi notlarının karşılaştırıldığı tartışma bölümü ile çalışma tamamlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİ

1.1. RİSK KAVRAMI

Risk, finans disiplininin temel konularından biri olarak genellikle getiri konusu ile birlikte ele alınsa da tek başına incelenilecek kadar kapsamlı bir kavramdır. Riski kelime anlamı olarak incelediğimizde, tehlikeye maruz kalmayı içeren durum olarak ele almak mümkündür. Bu, gerçek hayatta ayağımızın takılıp yere düşmemiz gibi bir durumdur. Ancak çeşitli bilim dallarında veya disiplinlerde risk kavramına yüklenmiş daha genişletilmiş ya da daraltılmış anlamlar bulunabilir. Bu şekilde bir bakış açısıyla riski, beklenilenden farklı olan herhangi bir durumun gerçekleşme ihtimali olarak düşünmek mümkündür. Dolayısıyla riski sadece olumsuz sonuçlanmalar ile bağdaştırmak doğru olmayacaktır. Örneğin, finans, bankacılık ya da endüstri mühendisliğinde risk, beklenen getiriden farklı bir getiri elde etme olasılığıdır. En önemli risk ölçütü ise ortalamaya göre oluşan sapmaları bir değere dönüştürerek ifade eden standart sapmadır (Newman, Eschenbach ve Lavelle, 2004: 322).

1.2. ÜLKE RİSKİ KAVRAMI

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Terimler Sözlüğünde yer alan ifadeye göre ülke riski, sosyoekonomik ve siyasal şartları etkileyen olay ve belirsizliklerden dolayı dış ülke konumunda bulunan bir ülkedeki borçluların (bunlar hükümet ya da özel kuruluşlar ile bireyler de olabilir) yurt dışı yükümlülüklerini yerine getirememeleri ya da kaçınmak istemeleri neticesinde portföyü içerisinde bahse konu ülkedeki borçluların doğrudan ve/veya dolaylı riskini üstlenmekte olan bir kuruluşun maruz kaldığı zarar ihtimalini belirtir. Sosyopolitik ve ekonomik koşullarda meydana gelen bozulma bir ülkedeki temerrüt olasılığını artırmaktadır. Ayrıca, kamulaştırma, borç erteleme, borcu inkar, devalüasyon, denetim otoritesine ait uygulamaların transparan olmaması ve benzeri durumlar da ülke riski kavramının altında ele alınır (TCMB, 2019).

Risk kavramı, herhangi bir olayın meydana gelme olasılığının ölçülebilmesini şart koşmaktadır. Risk, bu olasılığın ölçülemediği belirsizlik kavramından bu şekilde ayrılmaktadır. Ülke riski düşünülürken aynı riskin genel tanımında olduğu gibi yalnızca olumsuz sonuçlar ele alınmamaktadır. Beklenenden farklı olayların gerçekleşmesi beraberinde olumlu etkiler de getirebilmektedir. Bu duruma örnek olarak 2001 yılında Arjantin'deki politik istikrarsızlık ortamının bir sonucu olarak ülkede faaliyet gösteren zırhlı araç şirketlerinin satışlarında yaşanan dramatik artış verilebilir (Kobrin, 1979: 67-80).

Ülke riski ile yapılan çalışmaların amacı genel olarak borç verme olayından sonra çeşitli sebeplerden doğabilecek kayıpları göz önünde bulundurmaktır. Söz konusu sebepler de çoğunlukla merkezi yönetimin kararlarıyla ilişkidir. Finansal bir kuruluşun borcunu ya da o borcuna ait faiz ödemelerini karşılayamayacağı riskini ifade eden kredi riskinden farklı olarak, ülke riski döviz kısıtlamaları veya daha başka hükümet müdahaleleri kaynaklı riskleri de içermektedir (Cooper, 1984: 165).

Akademisyenler ve profesyoneller bu araştırma alanının kapsadığı konuları ve tanımı hakkında henüz bir fikir birliğine varmış değillerdir. 'Ülke riski' için kapsamlı bir tanıma ulaşmaktaki zorluk araştırma alanı içerisinde incelenen konuların benzerliği, çakışması gibi durumlardan ileri gelmektedir. Ülke sınırları dışında iş yapmaya dair riski ele alan, literatürde en sık rastlanan terimler 'ülke riski' ve 'politik risk' tir. Daha ender de olsa, *cross-border risk* ve 'sovereign risk' şeklinde de ilgili referanslar bulunabilir. 'Politik risk' bu anlamda kullanılagelen en eski terminoloji olarak akademik makalelerde sıkça karşılaşılanıdır.

Desta (1985) 'Uluslararası borç veren kurumlardaki analistler, politik riskin aksine 'ülke riski' veya 'devlet riski' ifadelerini kullanmayı tercih ediyor' demiştir. Ülke riski terimi politik risk terimine kıyasla daha sık kullanılır hale gelmiştir; çünkü ülke riski terimi spesifik bir ülkeye özgü herhangi bir riski içerebilirken politik risk yalnızca o ülkeye özgü siyasi riskleri sınırlandırır (Bouchet, Clark ve Gros Lambert, 2003: 10).

Tarihsel açıdan bakıldığında, son kırk yıllık sürede yapılan ülke riski çalışmalarının meydana gelen bir dizi krizden kaynaklandığı söylenebilir.

1960'larda ve 1970'lerde meydana gelen politik krizler, 1980'lerde meydana gelen borç krizleri ve 1990'larda meydana gelen mali krizler örnek gösterilmektedir. Söz konusu krizlerden sonraki dönemlerde araştırmacılar bu araştırma alanına yönelmiş ve sonucunda bir yayın patlaması yaşanmıştır. Buna karşın, çok az sayıda çalışma daha kapsamlı bir görüş oluşturarak bu özel durumlardan genel bir kural oluşturmayı denemiştir.

1960'lardan 1980'e kadar olan sürede hâkim olan çalışmalar genel olarak; o zamanlar çok sayıda ülkenin sömürgeci ülkelerin elinden henüz kurtulduğundan dolayı merak konusu haline getirdikleri, ülkelerinde bulunan oldukça güçlü yabancı şirketler için yapılan politik risk çalışmalarından oluşmaktadır. 1973'te ortaya çıkan International Telephone and Telegraph'ın Şili'de yaşanan hükümete karşı darbe olayının içerisinde rol oynaması olayı bu çalışmaların doruğa ulaşmasına neden olmuştur ve yapılan çalışmalar da hükümetlerin, çok uluslu şirketler üzerindeki etkileri üzerine gerçekleştirilmiştir.

1980'lerde yaşanan uluslararası borç krizi neticesinde ikinci bir aşamaya geçilmiş ve literatürdeki çalışmalar genel olarak kredibilitenin değerlendirilmesine odaklanmıştır. Bankacılık sektöründe gelişen bu 'ülke riski' kavramı, 1960'larda ve 1970'lerde, bankacılık sektörünün sınır ötesi borç verme olayındaki zarara maruz kalma durumunu tanımlamak ve ölçümlemek için yapılan çabaların karşılığında gelişmiştir. Bağımsız devletlere verilen borçların yaygınlaşmasından kısa bir süre öncesine kadar ülke riski, bir hükümetin borç servisi ödemelerine bazı kısıtlamalar getirebilmesine ait riski tanımlamak için kullanılmıştır. Devlet riski, hükümetin kendisine ait dış yükümlülükleri yerine getirmeye dair isteği olsa dahi, eğer ekonomi yeteri kadar döviz üretmiyorsa, bu yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği fikrini içerdiğinden dolayı, ekonomik riskten daha geniş bir anlama sahiptir. Bankacılık sektöründe de ülke riski, genellikle transfer riskine, politik riske, ekonomik riske, finansal riske veya başka herhangi bir, hükümetin finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini veya niyetini etkileyebilecek diğer risk türleri ile ilgili olarak ayırım yapmaksızın daraltılmıştır (Clark, 2018: 5-6).

1990'larda ortaya çıkan üçüncü bir aşama ise yaşanan Meksika ve Asya Krizlerinden etkilenmiştir. Bu dönemde çok sayıda benzer kriz yaşanmıştır.

1995'ten bu yana Asya'da 1997, Rusya ve Ekvator'da 1998, Arjantin'de 1999–2002, Uruguay'da 2002 ve ABD'de 2007'de global anlamda yayılma gösteren başlıca finansal krizler görülmüştür. Örneğin; Kaminsky ve Reinhart'ın 1999 yılında yaptıkları '*Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress*' adlı çalışmada 1970'ten 1995'e kadar, sanayileşmiş ve gelişmekte olan 20 ülkede 102 bankacılık veya para krizi raporlanmıştır (Clark, 2018: 5-6).

Literatürde önceleri Krugman'ın 1979 veya 1998 çalışmalarında olduğu gibi finansal krizlere yönelen modelleme çalışmalarına rastlanılmaktadır. Daha sonra araştırmalar, Hardy ve Pazarbaşıoğlu'nun 1999 yılındaki çalışmalarında olduğu gibi krizleri tahmin etmeye yarayan erken uyarı göstergelerine odaklanmıştır. Döviz krizlerine ve bankacılık krizlerine ayrı ayrı odaklanan çalışmalardan sonra Kaminsky (1999) çalışmasında her iki kriz türünü tek bir yaklaşım ile ele almıştır (Clark, 2018: 5-6).

Buna ek olarak, ülke riskinin tarihsel gelişiminin ve odak noktasının segmentasyonunu sağlayan başka bir çalışmaya göre yedi ana akımdan bahsetmek de mümkündür (Bouchet, Clark ve Gros Lambert, 2003: 31-41).

Ülke riski hakkında yapılan erken çalışmalar daha çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin basitçe bir ayrımını yapmak üzerineyken, gelişmekte olan ekonomiler, yüksek dış borç tutarları ve düşük ihracat ürünleri çeşitliliği nedeniyle genel olarak araştırmaların odağında bulunmaktalardı. Ancak likidite ile ilgili zorluklar yönünü gelişmiş ülkelere çevirdiğinde gelişmiş ülkelerin birçoğunda, örneğin; ödeme gücünü belirten 'toplam borç/gayri safi milli hasıla' oranı gibi göstergeler bir hayli yüksek seyretmekteydi. Bu tür endişeler de derecelendirme kuruluşlarının odağını gelişmiş ülkelere çevirmesini sağlamıştır.

İkinci olarak ortaya çıktığı söylenebilecek olan akım birtakım endişelerden dolayı doğdu demek yanlış olmayacaktır. İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana, sosyopolitik kurumları zayıf olan gelişmekte olan ülkeler politik volatilitenin tekeli korumuştur. Ancak, çözüm ona daha olgun ve daha düzenli kurumsal yapılara sahip olan gelişmiş ülkelerin sosyopolitik bir çalkantıya bağışık olmamaları nedeniyle, dünyanın politik açıdan en istikrarlı olarak görülen ülke ve bölgelerinde politik riske karşı bir endişe ve duyarlılık gelişmeye başlamıştır. Gelişmiş ekonomilerde ortaya konan sert düzenleyici önlemler, başta Avrupa

Birliği olmak üzere, ilgili bölge veya ülkelerde sosyopolitik açıdan bir kargaşaya katkıda bulunmuştur. Yunanistan, İspanya, Portekiz ve daha az oranda İtalya’da radikal siyasi partilerin ortaya çıkmasına şahit olunmuştur. Küresel finansal krizden sonra birçok gelişmiş ülkeye ait kredi notlarının derecelendirme kuruluşları tarafından düşürölmesinin altında da politik riskler yattığı belirtilmektedir. Ayrıca, kimilerince bu ülkelere yoğunlaşan terörist saldırılar da başka bir politik risk kaynağı olarak görölmektedir.

Üçüncüsü, kredi kuruluşlarının değerdendirmelerine duyulan güvenin azalmasıdır. Söz konusu derecelendirme kuruluşları 1980’lerdeki borç krizi, 1994 Meksika krizi, 1997 Asya krizi ve 2007’de başlayıp global finansal krize dönüşen yüksek faizli ipotek kredisi krizlerini tahmin etmede neredeyse sistematik olarak başarısız olmuşlardır (Çevik-Tekin, 2016: 190-199). Bu gelişen derecelendirme sinyallerinden ziyade döviz üzerinde meydana gelen depresyonlar, yükselen enflasyon, düşen ihracat gelirleri, kredibilitenin azalması, sosyo-politik çalkantılar daha öncelikli olarak takip edilir hale gelmiştir. Geleneksel uyarı sinyallerinin yokluğunda yükselen riskler, analistin daha hızlı karar vermesini, yenilikçi olmasını şart haline getirmiştir. Ülkenin büyüme verilerinin yanında bu büyümeyi sürdürülebilir kılacak olan bazı koşulların da ele alınıp beraber değerdendirilmesi gerçeğı ön plana çıkmıştır. Giderek artan bir şekilde, ülke riski analizi ile uğraşan analistler, ülkenin beşerî sermayesi ve kurumsal yapısının sağlamlığı gibi özellikleri ile sosyopolitik açıdan gelişmişlik arasındaki güçlü ilişkilere odaklanmaktadır.

Dördüncü akımda, ülke riski, kamu ve özel sektörün birbirleriyle karmaşık bir şekilde iç içe geçmesinin bir ürünü haline gelmiştir. Aşırı hale gelmiş devlet borçlarına odaklanma hali, finansal kriz riskini araştırırken o ülkenin ekonomik, bankacılık ve sosyopolitik durumunu kapsayan tüm belirsizliklerin ticari sonuçlarına odaklanmaya dönüşmüştür. Bankacılık sektöründeki zayıflıklar sadece gelişmekte olan pazarlarda değil, Japonya ya da Avrupa Birliğı gibi gelişmiş ülke veya bölgeler gibi gelişmiş pazarlarda da bir ülke riski değerdendirme kanalı haline gelmiştir. Uluslararası Para Fonu’nun küresel krizin ortalarında belirttiğı gibi: “Ülke riski, krizin ve finansal sektördeki ana kırılğan alanların bir sonucu olarak birçok önemli değışikliğe uğradı. Kamu sektörü

finansal kurumları desteklemeye müdahale ederken, devlete ait ya da devlete ait olmayan yükümlülükler ve özel yükümlülükler arasındaki farklar bulanıklaştı. Kamuya özel risklere maruz kalma arttı.” (IMF, 2011).

Beşinci olarak; çok uzun zamandan beridir ülke riski, yabancı bir işletmenin dış yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirebilme yeteneği ve isteğinin değerlendirilmesiyle ilgilidir. Bu tanım, sınır ötesi yatırımların değeri, ihracat gelirleri ile ilgili hem ekonomik hem de politik belirsizlikleri içermektedir. Danışmanlık hizmetlerinin, sarf malzemeleriyle alakalı olan sözleşme yükümlülüklerinin ve gayrimenkullerin hariç tutulduğu bu dar konsept yasal ve düzenleyici kaynaklı riskleri ve o ülkenin sakinlerini dışlamaktadır. Ülke sakinlerinin davranışlarının dışlanıyor olmasının göz ardı edilen önemi, Venezüella’nın yaşadığı yüksek enflasyon, devalüasyon ve siyasi karmaşıklıktan doğan etkilerden kaçınmaya çalışan ülke sakinlerinin büyük sermaye çıkışları gerçekleştirmesiyle daha anlaşılır hale gelmektedir. İspanya’da 2008 yılındaki global finansal kriz sonrasında yaşanan beyin göçü dalgası ve Katalonya’da yaşanan ayrılıkçı hareketler sonrasındaki, bazı büyük finans kuruluşlarının yasal merkezlerini Barcelona dışına taşımaya karar vermesi durumları bu konuya verilebilecek örneklerdir. Bu örnekler, ülke sakinlerinin de kendi ülkelerinde değişen politik ya da ekonomik koşullardan etkilendiklerini ve dolayısıyla ülke riskinden etkilendiklerini göstermektedir.

Ülke sakinleri arasında kabul edeceğimiz özel şirketler, bankalar veya hane halkı da belirsizliğin artmasından ve kar veya getiri beklentilerini etkileyecek durumların ortaya çıkmasına neden olabilecek dengesizleşen ortamdan üzerine düşen payı alabilmektedir. ‘Ülke riski’, belirsizlik ile mücadele etmek için karmaşık ekonometrik modeller kullanan global yöneticiler kadar hem tasarruf edenler, yatırım yapanlar ile hem de tüketim yapan yerel sakinler arasında paylaşılmaktadır. O halde, sade vatandaş olarak tanımlayabileceğimiz ülke sakinleri de görevden alma, yolsuzluk, vergi düzenlemeleri, bürokratik engeller, enflasyon, negatif reel faiz oranları gibi ülke riskine etki eden faktörlerden etkilenebilecektir. Bu söz konusu grup, ülke riski ile karşı karşıya kalma durumunda genel olarak tüketimini azaltma, altın bulundurma veya likit varlıklarını ülke dışına taşıma davranışlarına eğilimlidirler. Ülkeyi yönetenlerin

alacağı keyfi kararlar ile olduğu kadar, bölgesel veya küresel güçlerin ya da bir kriz yayılmasının etkileri de o ülkeye ait risk algısını etkileyebilecektir. Piyasalarda ya da derecelendirme kuruluşlarında o ülkeye ait risk algısındaki bozulmanın, uluslararası fon yöneticilerinin çok fazla ayrımcılık yapmadan ve bölgesel varlıkları tek bir risk sınıfı altında görerek işlem yaptıkları varsayıldığında, ülkenin sakinlerinin refahını etkileyeceğini söylemek mümkündür.

Altıncısı, ülke riskinin yalnızca finansal ve makro ekonomik faktörlerden etkilenmeyeceğinin; kültürel farklılıkların da ülke riskine katkıda bulunacağını anlaşılmıştır. İki farklı kültürü birleştirmenin, iki portföyü birleştirmekten daha zor olduğu dikkate alınmalıdır. Gelenekler, kurumsal kültür, temel davranışlar ve çalışma şekli, dil, yönetim tarzı, devlet kurumlarıyla olan ilişkiler, bürokrasi ve rutinler, kıyafet tarzı, unvanlar, sendikalaşma kültürü, toplantı kültürü gibi konular iki ülke arasında görülebilecek farklılıkların kaynağı olabilir. Volvo ve Renault şirketlerinin yaşadığı birleşme süreci ve sonucunda ortaya çıkan bazı sıkıntıları bu duruma örnek göstermek mümkündür; iki farklı kültür geçmişine sahip bu şirketlerin 2000 yılındaki birleşme kararından sonra bir Fransız şirket olan Renault, bu organizasyonun üst düzey yönetim pozisyonlarının Volvo Group'un yöneticileriyle dolu olmasından dolayı, toplantı ve e-postalarda İngilizce veya İsveççe kullanmak zorunda kalmıştır. Bu birleşmeden önce iyi bir şekilde yapılmayan analiz neticede yeteri kadar sinerji elde edilememesine neden olmuş ve Renault-Truck daha yavaş gelişim göstermiştir. Bu birleşme sonucu vaat edilen brüt kar marjındaki artışın gerçekleştirilememesi sonucunda ise Volvo Group genel müdürü ve yönetim kurulu başkanı görevlerinden ayrılmak zorunda kalmıştır.

Son olarak yedincisi, önceleri, ülke riski analistlerinin sadece ödemeler dengesindeki açıklar, döviz kuru, enflasyon, politik kırılganlık ve diğer benzer nitelikteki ülkeye özel riskleri dikkate almaktansa, globalleşmenin etkisiyle birlikte literatüre giren yayılma, yani; bir başka ülkede meydana gelen krizin söz konusu ülkeye bulaşması dolayısıyla oluşacak etkileri de dikkate almaya başlamasıdır. Bu yayılma etkisinin getirdiği riskler, güçlü ve istikrarlı küresel büyümenin geçmişte kaldığı ve onun yerine daha düzensiz, global anlamda

kapsayıcı olmayan bir büyümenin gerçekleşeceği izlenimini vermektedir. Ülkenin kendi içinde olan gibi ülkeler arası da gelir eşitsizliğinin söz konusu olması büyümenin sürdürülebilirliğini engellemektedir. Bu durum sosyal anlamda çarpıklık yaratarak göçlerin ve politik karışıklığın nedenlerini beslemektedir. Ekonominin küreselleşmesi ile risklerin çeşitliliği ve boyutu artmıştır. O halde, ülke riskini ele alırken yalnızca o ülkeye özgü sosyo-politik ve ekonomik riskleri incelemek söz konusu ülkenin riskinin, çevre ülke veya bölgelerde meydana gelen bir krizin yayılmasından etkilendiğinin göz ardı edilmesi anlamına gelmektedir.

Ancak göstergelerin birbirleriyle çok karmaşık ilişki halinde bulunmalarından dolayı, net bir segmentasyona tabi tutulması her zaman tutarlı sonuçlar vermeyecektir. Birbiriyle ilişki içinde olmaları farklı sınıflandırmalar altında benzer etkiye sahip benzer değişkenler kullanmaya yol açabilecektir.

Kobrin (1979) ve Feils ve Sabac (2000) çalışmalarında olduğu gibi; bazı yazarlar ülke riskini, şirketi hem olumlu hem de olumsuz yönde etkileyip etkilemediğine göre bir performans farklılığı olarak tanımlamıştır. Riskin yalnızca negatif sonuçla bağdaştırıldığı başka yaklaşım tarzı ise daha pratik bir yol izlemektedir. Bu yaklaşım altında düzenlenen Howell ve Chaddick (1994), Roy ve Roy (1994), Clark (1997) ve Meldrum (2000) gibi çalışmalarda olduğu gibi bazı yazarlar için risk ancak muhtemel bir kaybın ya da beklenen getiride meydana gelen potansiyel bir azalış anlamına geldiğinde var olmaktadır. Bundan dolayı, 'ülke riski' kavramı, beklenen performansın bir varyansı veya beklenen performansı azaltıcı olumsuz bir sonucun gerçekleşme olasılığı olarak anlaşılabilir. 'Ülke riski' analizi yapmak için kullanılan modelleme tekniği riskin ne şekilde tanımlandığına bağlıdır. Miller (1992) gibi bazı araştırmacılar, performans varyansı olarak risk anlayışını desteklemektedir. Çünkü finans, ekonomi ve stratejik yönetimde ortalama/varyans analizinde yaygın olarak kullanılmaktadır. Ortalama/varyans analizi ile ilgili problem, ortalama/varyans'ın, kuadratik fayda fonksiyonları ve/veya normal dağıtılmış getiriler gibi beklenen fayda maksimizasyonu ile analitik olarak tutarlı olması, pratikte nadiren olması ve dolayısıyla varyans dışındaki risk önlemlerinin de göz önünde bulundurulmasını gerekli kılmasıdır. Ayrıca, üçüncü ve dördüncü geri dönüş anlarının -sırasıyla çarpıklık ve kurtosis-pozitif çarpıklığa eğilim ve kurtosis'ten hoşlanmama

güdülerine sahip yatırımcılar açısından önemli olduğu gösterilmiştir (Kraus ve Litzenberger (1976), Athayde ve Flores (2000), Fang ve Lai (1997), Dittmar (2002), Post ve diğerleri (2008)). Bu durum ve karar alıcıların aslında çoğu zaman olası sonuçların hepsinden ziyade belirli bir hedef performansı elde edememe durumu ile daha fazla ilgilenmeleri gerçeği, ‘aşağı yönlü risk’ yaklaşımını ön plana getirmektedir (Clark, 2018: 7-8).

Özetle, ‘ülke riski’ analizinde, sınır ötesi yapılan bir ekonomik ya da finansal işlemin beklenen getirisinde, yatırımın yapıldığı sınır ötesi ülkeden kaynaklı ekonomik, finansal, siyasi, coğrafik, kültürel özelliklerinin veya para biriminin, kurumsal yapısının mevcut durumu veya olası değişimleriyle ilgili risklerin getirebileceği etkileri belirlemek ve ölçmek amacı taşımaktadır. ‘Ülke riski’ çalışmaları genel olarak gelişmekte olan ülkeler üzerinde yapılagelse de, bu kavram ülkenin sadece ekonomik durumuyla ilgili olmadığından böyle bir kısıtlama söz konusu değildir.

1.3. ÜLKE RİSKİNİN KAYNAKLARI VE SINIFLANDIRILMASI

Ülke riskinin temel kaynağı o ülkenin borcudur. Borç söz konusu olduğunda o borcun ödenmesi veya ödenmemesi şeklinde iki farklı senaryo ortaya çıkmaktadır. Ülke riskini oluşturan durum ise bu iki senaryodan ikincisi olan borcun ödenmemesi durumudur. Borcun hiç ödenmemesi gibi vadesinde ödenmemesi de bu ikinci senaryoya dâhildir. Bu senaryolar sonucunda ülkenin kredibilitesi ortaya çıkacaktır. Bu, söz konusu ülkenin uluslararası piyasalarda edinebileceği borcun şartlarını da belirleyen bir ölçüt olacaktır. Örnek vermek gerekirse, genelde Londra bankalar arası faizine ek olarak getirilecek bir spread oranı vasıtasıyla borç alacak ülkenin risk primi hesaba katılmış olmaktadır (Kozanoğlu, 1987: 22).

Borca ilişkin ödeme isteksizliği politik; ödeme kabiliyeti ise transfer riski altında değerlendirilmektedir (Krayenbuehl, 2001: 43). Bu riskler birbirlerinden kaynaklı olmasalar da bir ilişkiye sahiptirler. Söz konusu ülkede, uluslararası koşulların aleyhte değişmesi ile ortaya çıkan ekonomik sıkıntılar o ülkenin ödeme kabiliyetini etkileyecektir. Bu durumun arkasından ödeme isteksizliği yaşanması

muhtemeldir. Ancak bu iki risk unsuru tutum birbirinden bağımsız olarak ele alınır.

1.3.1. Ülke Riskinin Kaynakları

Desta (1985) ya da Kobrin (1979) iki ana akımı tanımlamaktadır. Birincisi yalnızca ticari faaliyetlere yönelik gerçekleştirilen devlet ya da hükümet müdahalelerine odaklanmaktadır. Dolayısıyla, bu akımda, Feils ve Sabac (2000) çalışmasında olduğu gibi; ülke riskinin hükümet ya da devlet eylemlerinden kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte, Rummel ve Heenan (1978) çalışmasında olduğu gibi bir başka grup ise daha geniş bir bakış açısı sunarak; sadece devlet ya da hükümet kökenli olan risk kaynaklarından ziyade herhangi bir yabancı yatırımın düzgün işlerliğine etkide bulunabilecek diğer nedenleri de ele almaktadır (Bouchet ve diğerleri, 2003: 13).

Daha önce de belirtildiği gibi, ülke riskinin kaynakları hem çok çeşitli hem de bu kaynakların birbirleriyle olan ilişkileri oldukça karmaşıktır. Literatür içindeki bir akım, iş yapış faaliyetlerine gelebilecek devlet müdahalesinde olduğu gibi politik riske odaklanmaktadır. Bir diğer akım ise bu bakışı daha da genişleterek yurtdışında yapılan işlemin iyi bir şekilde işlerliğini engelleyebilecek diğer sebepleri de risk unsuru olarak incelemektedir. Bu bakış açısında, bir ülkede karşılaşılabılır olan her türlü durum ayrıntılı bir şekilde ele alınmaktadır (Bezirci, 1998: 4-6; Clark, 2018: 8-10). Bu içsel veya dışsal risk kaynaklarından bazıları Tablo 1’de görülmektedir

Tablo 1: İçsel veya Dışsal Risk Kaynakları

1. Savaş veya iç savaş,	14. Kredi sıkışıklığı,
2. İşgale uğramak,	15. Grevler,
3. Devrim,	16. Devalüasyon veya para biriminin değer kaybı,
4. İsyanlar,	17. Enflasyon oranı ve satın alma gücü paritesi,
5. Aşırı bir hükümetin	18. Büyüme hızı,

- yönetimi devralması,
- | | |
|---|--|
| 6. Siyasi destekli borç temerrüdü, | 19. Komşularla olan ilişkiler, |
| 7. Moratoryum, | 20. Ekonomik veya siyasi amaçla kurulmuş ülkeler arası ittifaklar, |
| 8. Borç hizmet şartlarında tek taraflı değişiklik yapılması, | 21. Diğer ülkelerle yapılmış olan ticari anlaşmalar, |
| 9. Finansal liberalizasyon, | 22. Uluslararası entegrasyon, |
| 10. Öğrenci eylemleri, | 23. Ülkenin askeri gücü, |
| 11. Doğal afetler, | 24. Ülkenin ekonomisinin bağımlı olduğu ülke veya ülkeler grubu ile olan ilişkileri, |
| 12. Ekonomide depresyon veya şiddetli resesyon, | 25. Yabancı yatırımcıya verilen izinler, |
| 13. Yanlış para veya maliye politikalarının uygulamaya konması, | 26. Ticaret kotaları, |

Kaynak: Bezirci, (1998: 4-6) ve Clark'tan (2018: 8-10) derlenerek oluşturulmuştur.

1.3.2. Ülke Riskinin Sınıflandırılması

Kapsamlı bir teorinin yokluğunda, yapılan analizde gelecek için risk unsuru olabilecek herhangi bir faktörü atlamadan çeşitli risk kaynaklarını incelemek için yeterince doğru ve kapsamlı bir sınıflandırma çalışması öncelikli ve önemlidir. Ancak, ülke riskinin kapsamı ve ülke riskini oluşturan kaynakların birbirleriyle karmaşık bir ilişki yapısında bulunmasının bir yansıması olarak; risklerin tam anlamıyla doğru ve net ayrımlarla sınıflandırılması pek mümkün değildir. Tabii ki bu tür bir ayrıma gitmek faydalı olacaktır. Ülke riski ile ilgili yapılan kavramsal çalışmalar incelendiğinde bu türden bir risk sınıflandırmasının, iki temel gruba indirgemekten, yedi gruba ayırmaya çalışmak kadar farklı

anlayışlar ile ele alındığı görülebilir. Bu çalışmada riskler iki temel gruba ayrılarak ‘transfer riski’ ve ‘politik risk’ başlıkları altında değerlendirilmiştir. Örneğin, sistemik risk, yarattığı eko etkisi nedeniyle hesaplamalara dâhil edilebilirliği açısından zor bir faktördür. Bu daraltıma başka bir örnek olarak kur riskine ilişkin bir sınıflandırmaya gitmek yerine, bu riskin etkilerini yansıtabilecek başka göstergeleri transfer riski altında düşünmek verilebilir (Bouchet ve diğerleri, 2003: 16; Bouchet ve diğerleri, 2018: 42-46).

Ülke riskini geleneksel bir biçimde ‘transfer riski’ ve ‘politik risk’ olarak iki ana sınıfa ayırmak yanlış olmayacaktır. Transfer riskinden anlaşılması gerekeni borca ilişkin ödeme kabiliyeti; politik risk ile kastedileni ise borcu ödeme niyetidir. Bu kadar basite indirgenmiş temel ayrıma gitme durumunda bile arada bir geçişkenlik fark edilebilir. Bu, iki riskin birbiriyle bağlı olmasalar da ilişki içerisinde olmasından kaynaklıdır. İki riskten biri kötüye gittiğinde diğerini de etkilemesi söz konusudur. Örneğin, ülke ekonomisi, bir emtia fiyatının uluslararası piyasalarda yaşadığı yükselişten olumsuz etkilenerek ödeme gücü çekme noktasına vardığında yönetici sınıfının alacağı kararlar bu ödemelere yönelik kısıtlama yönünde olabilir. Tam tersi bir örnek ise radikal bir liderin seçilmesi sonucu ani bir şekilde alınan transfer kontrolleri kararları ülkenin transfer riskinin politik riskten etkilenmesi olarak belirtilebilir (Krayenbuehl, 2001: 43).

Ülkenin riskinin belirlenmesinde etkili olan finansal, ekonomik, sosyal ve politik etmenlerin birbiriyle olan etkileşimlerini, zaman içindeki değişimlerini dikkatli bir şekilde ele almak gereklidir. Bir ülkede, seçim ya da devrim ile olsun, yönetimin değişmesi, borçlu kimliğini değiştireceğinden önemli bir politik etmendir. Ülkenin üretim kabiliyetini etkileyebilecek olan savaş, iç çatışmalar gibi büyük çaplı olaylar da politik etmenlerdir. Sıkça ele alındığı üzere millileştirme gibi uygulamalar da politik etmenler altında incelenmelidir. Sosyal etmenler olarak; nüfusun yapısı, gelir eşitsizliği, işçi ve işveren ilişkileri, eğitim politikaları, dini ya da siyasi ifade özgürlüğü gibi konular politik risk altında incelenebilir. Finansal ve ekonomik etmenlerin ilk akla gelenleri olarak ekonomi politikasının ülkenin kaynakları ve dünyanın talepleri ekseninde şekillendirilmemiş olması,

üretimin düşmesi, ihracatta yaşanan yavaşlama, iflasların artması, rezervlerin düşmesi kredibilitiyi düşürücü; riski artırıcıdır. (Kozanoğlu, 1987: 23).

1.3.2.1. Transfer Riski

Ülke riskini değerlendirirken ekonomik kısım olarak ele alabileceğimiz transfer riski daha önce borca ilişkin ödeme kabiliyeti olarak açıklanmıştı. Transfer riskine konu miktar ülkenin, kurumların, özel şirketler ve bireylerin dış ülkelere olan toplam borcudur. Söz konusu ülkeye ait borç stoku genel olarak uluslararası ödemelerde kullanılagelen önemli hacme sahip para birimleri cinsinden olmaktadır. Bu durum dolayısıyla ülkenin döviz elde etme gücü ve ekonomik göstergeleri, transfer riski açısından işaretlerdir. Döviz elde etme gücü sayesinde biriken bu rezerv ise aslında devletin olduğu kadar özel sektörün de sınır ötesi borçlarına ilişkin dolaylı da olsa bir dayanak oluşturmaktadır. O halde cari işlemler dengesi gibi göstergeler transfer riskinin incelenmesinde önemli kalemler haline gelmektedir (Krayenbuehl, 2001: 43-44).

Borç yükümlülükleri, ticari işlemde, tahvil ihracından ya da başka bir finansal üründen ortaya çıkabilirken bunların karşılanması gelecekteki nakit akışları ya da yeni bir finansman ile olmak zorundadır. Bir bakıma kredi riskini anlatan bu riski bertaraf etmek için söz konusu dış ülkenin iyi bir döviz yönetimine sahip olması beklenmektedir. (Krayenbuehl, 2001: 43).

Transfer riskini ele alırken ülkenin ekonomik durumu, üretim potansiyeli, dış ticareti, enflasyonu ve doğal kaynakları gibi faktörler incelenerek söz konusu ülkenin rekabet gücü hakkında fikir edinmeye çalışılmalıdır (Bouchet ve diğerleri, 2003: 22-23).

Sınır ötesi döviz akışına etkide bulunan faktörler bir ülkenin kontrolünde ya da kontrolü dışında olabilmektedir. Döviz giriş ve çıkışları genelde ülkenin ihtiyacına uygun miktarda gerçekleşmemektedir. Olumlu veya olumsuz anlamda bir boşluk ile daima karşılaşılmaktadır. Söz konusu boşluk, ödemeler dengesinde bir artı kısım ya da dengelenmesi gereken bir eksiklik olarak ortaya çıkmaktadır. Tabii ki, bu noktada ortaya çıkan eksiklik endişe verici olmaktadır. Bu açığı

kapatma becerisi, ülkenin transfer riski hakkında bilgi vermektedir (Krayenbuehl, 2001: 45-50).

Ekonomi politikaları bakılacak ilk faktör olabilir. Zira, ekonomi politikaları, dış dünyaya karşı bir çekicilik algısı oluşturabilmektedir. Ülkenin kendi nüfusu için bir servet yaratımı veya erimesi yaratmaktadır. Özellikle doğrudan yatırımcı için önemli bir konu olan bazı sektör veya bölgelere verilen teşvikleri belirlemektedir. Kamu maliyesinin durumunu belirlemekte ve enflasyonu etkilemektedir. En önemlisi, ekonomi politikaları, ülkedeki ticaret ve hizmet koşullarının gelişmesi ile döviz işlemleri üzerinde direkt etkiye sahip olacaktır. Bu koşullar, ekonominin dinamizmini etkileyecektir. Ticaret ve hizmet koşullarındaki gelişim, gerekli yapısal reformları getirerek ya da bu reformları önleyerek ülkenin uluslararası rekabetçiliğinin belirleyicisi olmaktadır. Söz konusu koşullara örnek olarak gümrük vergileri ve tüketim vergileri gibi doğru kullanıldığında maliyeti ekonominin yararına yönlendiren ekonomi politikaları verilebilir. Uluslararası ticareti etkileyen bu engeller bazen iki ülke veya ülkeler grupları arasında ticaret savaşlarına da dönüşebilmektedir (Krayenbuehl, 2001: 45-50).

Enflasyon oranı, bir diğer faktör olarak, bir ülkenin döviz işlemlerinde önemli etkiye sahiptir. Enflasyonun nedeni genelde söz konusu ülkenin ekonomi politikalarından; ev yapımı enflasyon olarak ortaya çıkmaktadır. Bu da, normalde aşırı genişleyici bütçe ve/veya para politikasından ötürü olmaktadır. Ortalamanın üzerinde bir enflasyon oranı, ticaret koşullarının rekabetçiliğini etkilemektedir. Ticaret koşullarındaki bozulmayı bertaraf etmek isteyen ülkeler, sabit döviz rejimine geri dönmek ya da ciddi bir devalüasyona gitmek gibi seçeneklerle bunu yapabilmektedir. Ayrıca, tüm bunların yanında bir de ithal edilebilir enflasyon karşımıza çıkabilmektedir. Emtia fiyatlarında meydana gelen artışlar ülke enflasyonunu etkileyebilmektedir (Krayenbuehl, 2001: 45-50).

Ülkenin uyguladığı döviz kuru politikası da etkili olan bir diğer faktördür. Bu noktada ülkelerin seçebileceği birkaç döviz kuru politikasından en yaygın olarak kullanılanı döviz kuruna piyasanın karar verdiği serbest dalgalı rejimdir. Bu rejimde, ülkenin döviz rezervlerinin daha iyi korunacağı varsayılmaktadır. Her ne kadar merkez bankaları kullandıkları para politikası araçları yardımıyla döviz

kurundaki dalgalanmayı düzeltme eğiliminde olsalar da döviz kurunun doğrudan Amerikan Doları'na ya da bir döviz kuru sepetine karşı tamamen sabitlendiği veya belirli bir bant aralığında tutulduğu sabit döviz kuru rejimlerinde olduğu gibi direkt müdahale edememektedir. Döviz kurunu kontrol etmede kullanılan, yabancı fon sağlayıcılar tarafından pek de hoş karşılanmayan bir diğer yöntem ise sermaye hareketlerinin kontrolüdür (Krayenbuehl, 2001: 45-50).

Sahip olunan doğal kaynaklar bir diğer faktör olarak ele alınabilir. Birçok ülkenin kalkınma hikâyesinde önemli bir rolü üstlenmektedir. Doğal kaynaklar, ithalatın azaltılmasına yardımcı olabilirken aynı zamanda ihracat kazancını artırıcı etki de sağlayabilir. Buna karşın, bu kazançlar uluslararası fiyat hareketlerinden etkilendiklerinden, emtia fiyatlarının gelişimini değerlendirmeye almak gerekmektedir. Yine de bu kaynaklardan elde edilen kazançların kullanılma şekli de bir başka fikir alınacak görüntüyü oluşturabilmektedir. Petrol üretici olan ülkeler incelendiğinde bu kazanımların, ülke halkını uzun vadeli olarak kalkındıracak yeni ekonomik alanlar açmaktan ziyade kısa vadeli olarak değerlendirildiği söylenebilir. Aynı durum için Japonya, Güney Kore veya birçok Avrupa ülkesi incelenirse çok büyük doğal kaynaklar olmasa da verimli ve sıkı çalışmayla beraber zenginliklerin biriktirilebileceği görülebilir (Krayenbuehl, 2001: 45-50).

Finansal piyasalar, transfer riskini incelemede ele alınan bir diğer faktör olan faiz oranlarını etkilemektedir. Sınır ötesi fon sağlanırken oluşan maliyeti piyasalar belirler. Faiz oranları dalgalanmakta olduğundan gelişmiş ülkeler ve özellikle Amerika Birleşik Devletleri'ndeki ekonomik olaylarla oldukça yakın ilişkilidir. Gelişmekte olan ülkeler, sınır ötesi borç alımlarında kendi risk yoğunluklarına göre piyasada oluşmuş primleri ödemektedirler. Bu nedenle faiz maliyetleri birçok gelişmekte olan ülke için döviz akışlarında önemli bir parametre haline gelmiş ve bu ülkeleri faiz oranlarındaki dalgalanmalara karşı hassaslaştırmıştır (Krayenbuehl, 2001: 45-50).

Piyasa koşulları, aslında birçok ülke açısından kontrol dışı bir faktör olarak görülebilir. Piyasadaki likidite global koşullardan etkilenmektedir. Bu nedenle birbirlerine bağlı olma eğilimi gösteren finansal piyasaları incelerken gelişmiş ve büyük ülke piyasalarını da değerlendirmek önemlidir. Euro bölgesi en büyük fon

sağlayıcılardandır. Benzer şekilde Wall Street'deki koşullar da hisse senedi piyasalarını etkilemektedir. Bol likiditenin varlığı piyasa koşullarını yumuşatmaktadır. Piyasalarda yatırım yapan işlemciler sadece analizlerine göre değil aynı zamanda sürü psikolojisine göre de hareket etmektedirler. Bu nedenle likiditenin ani bir şekilde değişmesi de söz konusu olabilir. 1994 yılındaki Meksika Krizi'nin diğer pek çok Latin Amerika ülke fon piyasalarını kurutması ya da 1997 yılındaki Asya Krizi'nin gelişmekte olan ülkelerin neredeyse tamamından fon çıkışına neden olması buna örnektir. Dünya çapında görülen bu bulaşma etkisini, Rus ve Brezilya krizleri daha da uzatarak gelişmekte olan piyasalara fon akışını ciddi bir biçimde olumsuz etkilemiştir (Krayenbuehl, 2001: 45-50).

İncelenebilecek faktörlerden bir diğeri için ise doğal afetler örnek verilebilir. Aslında, küçük ve az gelişmiş ülkeler açısından büyük sorun olabileceği düşünülen doğal afetlerin daha büyük ekonomiler için tehdit unsuru olmadığı fikri 1999 yılında ülkemizde yaşanan depremle beraber yıkılmıştır. Doğal afetlerin genelde toprakları tahrip etmek suretiyle tarıma zarar verdiği düşünülmektedir. Bu doğru olmakla birlikte, bir sanayi bölgesinde meydana gelen afetin yıkıcı etkileri ne yazık ki 1999 depremi ile iyice anlaşılır olmuştur. Bu yıkım beraberinde arz sıkıntısını ve akabinde ithalatı getirmektedir. Aniden ortaya çıkan bu ihtiyaçların döviz akışını etkilemeyeceği düşünülmemelidir. Ayrıca, küresel ısınma neticesinde gerçekleşen iklim değişikliği beraberinde doğal afetlerin yaşanma sıklığı artmıştır. Konuyla ilgili bilim insanlarının söylemleri göz önüne alındığında doğal afetlerin, gelecekte ülke riski çalışmalarında sıkça değerlendirilmeye alınan bir faktör olması gerekli gözükmemektedir (Krayenbuehl, 2001: 45-50).

Döviz işlemlerine ve dış borçluluğa etki eden bazı faktörler analiz edildikten sonra, dış borç hakkında bazı ek gözlemler yapılabilir. Bu noktada, hangi göstergelerin transfer riskinin yoğunluğunu ölçebileceği bulunmaya çalışılmalıdır. İster ülke için ister özel sektör için olsun, eğer döviz ve dış borçlanma mevcudiyeti kötüye gidiyorsa bu açıkça transfer riskini artıracaktır. Daha önce bahsedilen faktörler transfer riskinin niteliğinde böyle bir değişiklik yapabilir. Bu faktörlerden bir veya birkaçında meydana gelen kısa vadeli

değişiklikler bu sorunun kaynağı olabilir ve transfer riskini likidite problemleri oluşturabilir. Ayrıca, meydana gelen bir değişiklik, uzun yıllar süresince değişen şartların bir sonucu olabilir. Değerlendirmede araştırmacıya fayda sağlayabilecek olan birçok gösterge bulunmaktadır. En çok bilinen ve en ilgili olanlar olarak belirtmek gerekirse şöyle sıralanabilir: borç servisi oranı, borç/GSMH oranı, faiz servisi oranı, likidite oranları, rezervler/ithalat, cari işlemler dengesi/GSMH oranı, ihracat oranının artışı (Krayenbuehl, 2001: 56-66). Bu göstergelere ilişkin kullanım amaçları, kullanım şekilleri ve kullanırken dikkat edilmesi gereken hususlara ilişkin açıklamalar aşağıdaki paragraflarda verilmeye çalışılmıştır.

Borç servisi oranı, cari yıl içerisinde ödemekle yükümlü olunan dış borcun anapara ve faizlerinin toplamından oluşmaktadır. Bir ülkenin, belirli bir dönemde faiz, anapara ve yabancı sermayenin kar aktarımlarını gerçekleştirebilmesi o ülkenin ödemeler bilançosu, rezerv miktarı, finansman gücü gibi konulardaki iyi durumuna bağlıdır. Eğer dış âlem gelirleri dış âlem giderlerinden yüksekse, söz konusu fark borç servisi ödemelerinde kullanılabilir. Ters bir senaryoda, dış borç servisini karşılamak isteyen bir ülke kendisini birikmiş rezervleri kullanmak ya da yeniden borçlanmak gibi istenmeyen bir karar noktasında bulabilmektedir. Bu noktada dış borç servisi oranının gelecek dönemler için tahmin edilmesi söz konusu olabilmektedir. Ancak, borç servisine konu ödemeler genel olarak iyi saptansa da gelirlere ilişkin tahminler birçok varsayıma dayandığından dolayı analizi zorlaştırmaktadır. Dış borç servisinin yüksek olması, o ülkenin borçlarını ödeme konusunda sıkıntıya düşebileceğini göstermektedir (Olcay, 2013: 8). Bu oran için %10 genel olarak iyi kabul edilirken %25 ve üzeri ise transfer riski açısından tehlikeli olarak görülmektedir (Krayenbuehl, 2001: 57).

Borç servis oranının bir dezavantajı olarak söylenebilecek özelliği, söz konusu borçlu ülkenin bu yükümlülüğünü kendi kaynaklarından ödeyeceğini varsaymasıdır. Ancak, bu genel olarak mümkün gözükmemektedir, çünkü gelişmekte olan ülkelerde büyüme ve süregelen ihracat performansını sürdürme için devamlı olarak sermaye malları ithalatı ihtiyacı vardır. Daha önce de bahsedilen %10'luk bir borç servisi oranı iyi olarak kabul edilmesinin nedeni de gerekli ithalat harcamaları için yeterli yer bırakmasıdır.

Ekonomik büyüme olgusu da ülke riski hakkında yapılacak çalışmalar için önemli bir veridir. Büyüme, söz konusu ülkenin uzun vadeli projeksiyonu için bir ışık kaynağıdır. Ülkenin yükümlülükleri için bir teminat niteliğinde olan büyümenin iki kaynağı; yurtiçi tasarruf ya da yabancı sermayedir (Kozanoğlu, 1987: 29). Birkaç gösterge bu olguyu ülke riski açısından değerlendirmede yardımcı olacaktır. Gayri safi yurt içi sabit yatırım (GSYİSY)/gayri safi milli hasıla (GSMH), bir yıla ait GSYİSY/bir sonraki yıla ait GSMH artışı, net sermaye ithali/GSYİSY bu anlamda örnek verilebilir. Bu noktada riskin azalması için istenecek olan ilk sırada verilen örnek oranın büyümesi ve diğer iki oranın küçülmesidir. İlk orandaki büyüme ceteris paribus varsayımı altında, GSMH içinde sabit yatırımın payının büyümesi, ikinci orandaki küçülme yatırımların verimlilik ve üretkenlik açısından başarısını ve son olarak üçüncü orandaki bir küçülme ise söz konusu ülkenin yabancı sermaye bağımlılığında bir azalma anlamına gelmektedir (Kozanoğlu, 1987: 29). Bu noktada, kişi başı milli gelirin yüksek olması da büyümeyle alakalı olan önemli bir detaydır. Zira, yaşanacak bir ödeme zorluğunda, tüketim anlayışında yaratılacak değişiklikler ile bu durumun önlenmesi imkânı sağlayacaktır.

Dış borcun tutar olarak ele alınmasından ziyade belirli verilerle oranlanarak incelenmesi, ekonomik analiz yapılırken daha anlamlı fikirler edinmemizi sağlayacaktır (Kozanoğlu, 1987: 30). Dış Borç/GSMH incelenebilecek bir orandır. Bu oran, gayri safi milli hâsıla ile dış borç arasındaki ilişkinin transfer riski üzerinde etkisi olacağını varsaymaktadır. Büyümenin dış borç ile olan ilişkisini ele almaktadır. Bu noktada, kıyaslama yapılmadan önce, borç hesaplamasında kısa vadeli borçların kimi ülkeler için dışlanması önlemek adına verilerin aynı kurumdan sağlanması önemli bir detay olarak belirtilmelidir. Oran, yüzde olarak ölçülmektedir (Krayenbuehl, 2001: 57).

Dış Borç/GSMH oranı da tıpkı borç servisi oranı gibi yine bir ülkenin ödeme gücüne, likiditesinden daha fazla odaklanan bir orandır. Bu oranı, likidite sorunlarını saptamak için erken uyarı göstergesi olarak kullanmak pek sağlıklı sonuçlar vermeyecektir. Yine de uluslararası finansal piyasalara dâhil olan bir ülkenin genel güvenilirliğini değerlendirmek için kullanılabilecek faydalı bir orandır (Krayenbuehl, 2001: 56-66).

Rezervler, ülke riski incelemelerinde kullanılan en önemli verilerdendir. Döviz rezervleri, altın rezervleri ya da özel çekme hakları olsun, rezervler önemli bir teminat olarak kabul edilip incelenmelidir. Toplam dış borca oranlanarak incelendiğinde uzun vadeli projeksiyon sağlayabilmektedir. Bu şekilde kurulmuş bir oranın yükselmesi, ülkenin borcunu erteleme gibi bir duruma düşmemesi adına bir işaret olarak riski düşürücüdür (Kozanoğlu, 1987: 31). Bir ülkenin rezervleri, mevcut piyasa fiyatlarına göre resmi olarak yayımlanan rezervlerdir. IMF'nin konuya verdiği büyük önem dolayısıyla gösterdiği büyük çabalar neticesinde, bugün birçok ülke rezervlerini kısa periyotlarda ve zamanında yayınlamaktadır. Bu yayınlamaların zamanında yapılması uluslararası finansal topluluğa iyi bir erken uyarı aracı sağlamaktadır.

Ülke rezervlerini ithalat ile kıyaslamak da ayrı bir gösterge ortaya koyabilir. Bu kıyaslama rezervler/ithalat şeklinde bir oran halinde iken bir ülkenin mevcut likit varlıklarla yaptığı ithalat için gerekli ödemeyi yapma kabiliyetini ölçer. Ülkenin kısa dönemli likidite kabiliyetini ölçen bu oranın artması söz konusu ülke için risk azaltıcı bir etki oluşturacaktır (Kozanoğlu, 1987: 32). Ancak bu oranın dikkate alınması gereken bazı özellikleri mevcuttur. Örneğin bir ülkenin ithalatında aşırı mevsimsel dalgalanmalar söz konusu olmuyorsa, ithalat verilerinin bir ortalaması alınarak tahmin edilebilir. Bu hesaplama, faiz ve anapara ödemeleri gibi yükümlülükleri ihmal etmektedir. Bu bir dezavantajdır; çünkü ithalat her zaman sıkıştırılabilse de faiz ve anapara borcu ödemeleri yalnızca müzakereler yoluyla değiştirilebilen sabit ödeme günlerine sahiptir. Aynı zamanda, farklı ihracat/ithalat yapısına sahip olan küçük ülkelerde kesin fikirlerin elde edilebileceği bir oran değildir. Tüm bunlara karşın, kolayca hesaplanan ve ulaşılabilirliği yüksek olan bir orandır.

Likidite açığı oranı, bir ülkenin kısa vadeli finansal gereksinimlerini nasıl yönetebileceğini değerlendirmek için tasarlanmıştır. Ölçülen likidite, gelecek yılın yükümlülüklerini karşılamak için gerekli olanıdır. Bir yıllık kısa vadeli borç yükümlülüğü eksi cari hesaptaki bakiyeden oluşur. Böyle bir hesaplama, fazlalık veya likidite açığına neden olur. Toplam rakam pozitifse, ikincisi geçerlidir. Bu boşluk normal zamanlarda mevduat alımıyla azaltılabilir ve bu nedenle potansiyel olarak elde edilebilir mevduat miktarı ile ayarlanabilir. Böylece tahmin edilen

likidite açığı, açığın ciddiyetini değerlendirmek üzere gelecek yılki ihracat, hizmet ve tek taraflı transferlerden elde edilen tahmini döviz geliri ile karşılaştırılır. Normal piyasa koşullarında ek kısa vadeli borçlanmalarla %20 likidite açığının kapatılabileceği varsayılabilir. Bu oranın arkasındaki neden, değişen piyasa koşullarını göz önünde bulundurarak, kısa vadeli döviz likidite sorunlarının üstesinden gelmek için belirli bir büyüklükteki likidite açığını finanse etmenin her zaman mümkün olacağıdır. Kredi sektöründen bir benzetme yapmak için, normal şartlar altında ortalama bir kredi riskini temsil eden bir borçlu genellikle bazı ek krediler alma olanağına sahiptir. Likidite açığı oranının yüzdesi ne kadar yüksek olursa, ilgili ülkenin kısa vadeli finansal gereksinimlerini başarıyla yönetmesi zorlaşacaktır. 1990'lı yılların çeşitli krizleri, ne yazık ki, bunun umutsuz bir çaba olabileceğini göstermiştir, çünkü gelişmekte olan ülkeler için kısa vadeli fon pazarları kuruyabilir (Krayenbuehl, 2001: 56-66).

Cari işlemler dengesi/GSMH oranı, bir ülkenin orta vadeli performansı hakkında oldukça önemli bir fikir verebilir. Olumlu bir oran dengeli bir durumun bir işareti olurken, olumsuz bir oran söz konusu ülkeyi dış fonlar almaya veya boşluğu kapatmak için rezervlerini kullanmaya zorlar.

Transfer riski, ülke için gereken döviz mevcudiyeti ile direkt ilişkili olduğundan, ihracat doğal olarak en önemli faktörlerden biridir olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla ihracatın büyüme oranı, döviz kazanma kabiliyetini yansıttığı için dikkate alınması gereken bir göstergedir. İhracat performansı sürekli olarak gelişen bir gelişmekte olan ekonomi uluslararası alanda daha rekabetçi bir konumda olacaktır (Krayenbuehl, 2001: 56-66). Böyle bir ekonominin de değişen çevre koşullarına uyum sağlama kabiliyetine sahip olduğu kabul edilebilir. Ayrıca, ihracatın katma değer katıp katmadığı veya sübvansede edilip edilmediği önemli olabilir. Ancak, ihracatın bileşimi, daha derin bir analiz için inceleme konusu olabilir. İhracat performansı değerlendirilirken, bir ülkenin ihracat yapısı ihmal edilmemelidir. Büyüyen ve çeşitlendirilmiş bir yapı, her zaman birkaç metaya güvenmekten daha iyi olacaktır. Bir ülkenin ihracat yapısı incelenerek söz konusu ülkeye ait, bir ya da çok az sayıdaki metaya ne kadar bağımlı olduğunu gösteren bir emtia güven faktörü oluşturulabilir. Bir metaya

fazlasıyla yüksek bir bağımlılık, yatırımcı açısından açıkça bir ek risk veya bazen de bir fırsat anlamına gelebilmektedir.

İhracattan söz etmişken bir de ithalat oranının sıkıştırılabilirliğine değinmek gerekebilir. Sıkıştırılabilirlik, ülkenin döviz sıkıntısı yaşadığı belirli dönemlerde ithalatta ortaya çıkan kısıtlamalar neticesinde ithalat oranında oluşabilecek maksimum daralma olarak tarif edilebilir (Krayenbuehl, 2001: 56-66). Yabancı bir yatırımcı açısından pek kolay olmasa da ithalatın belirli kısımlara ayrılması ve değerlendirmenin buradan hareketle yapılması ilk adımdır. Döviz ihtiyacı yaşanan söz konusu dönemlerde ithalatın içerisindeki lüks, yatırım gibi harcamaların kısıtlanması kolay olsa da aynı şeyi temel ihtiyaçlar açısından söylemek pek mümkün olmayacaktır. Gelişmekte olan ülkeler açısından önemli hususlardan bir tanesi lüks tüketim ithalatının zaten genelde yüksek vergi oranlarıyla cezalandırılıyor olmasıdır. Bir diğer husus ise ithalatta yaşanan bu daralmaların ara malı sayesinde üretimlerini ve dolayısıyla ihracatlarını artıran ülkemiz gibi bazı gelişmekte olan ülkelerde ciddi sorunlara yol açabileceğidir.

1.3.2.2. Politik Risk

Politik risk, ülke riskini meydana getiren diğer bir önemli risk konusudur. Jeopolitik gelişmeler, ülke riski ele alınırken politik riskin değerlendirilmesinin önemini büyük ölçüde değiştirmiştir. Uluslararası toplumla olan entegrasyonun artması, bir ülkenin bireysel davranışlarının daha az sıklıkta görülür olmasını sağlamaktadır. Ayrıca, gelişmekte olan ülkeler, uzun vadeli olarak hayatta kalabilmelerinin, uluslararası finansal piyasalara bağıllık ve bu bağıllığın neticesinde bazı belirli tutum ve davranış standartlarına uymak gibi zorunluluklara dayalı olduğunu fark etmiştir.

Orijinal politik risk formları, kötüye giden politik risk unsurlarının bir sonucu olarak meydana gelebilecek dört adet ana kayıp tipine odaklanmıştır. ABD hükümetinin bir kurumu olan OPIC ve Dünya Bankası Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı (MIGA) tarafından geliştirilen bu tür zarar sigortalarında bu kayıplar, konvertibilitenin yok olması, kamulaştırma, savaş hasarı ve sivil çatışma hasarıdır (Krayenbuehl, 2001: 74). Bu zararlar hala politik riskin bir sonucu

olarak meydana gelmektedir. Politik risk analizi, ülke riskinin yoğunluğunu etkileyen sosyal ve politik unsurların gelişimini incelemektedir. Yapılan bu tanımdaki politik gelişimlerin yalnızca siyaseti değil, söz konusu ulusun ekonomik davranışlarını da etkilemesi mümkündür. Politik riskin ve bileşenlerinin ne olduğunu saptamak için politik risk yoğunluğunun hangi siyasi faktörlerden etkilendiğini bulmak gerekmektedir. Bu noktada, her zaman dikkate alınması ve incelenmesi gereken birkaç önemli faktör bulunmaktadır.

Politik risk faktörleri o ülkenin doğasında var olabilir, evrimleşerek ortaya çıkabilir veya kökenlerini ülke dışında tutabilmektedir. Söz konusu faktörlerin politik risk derecesi üzerinde olumlu veya olumsuz bir etkisi olabilmektedir. Dolayısıyla, politik olaylar sadece tehlike değil, fırsatlar da yaratır demek yanlış olmayacaktır. Politik risk incelemesinde transfer riskinden farklı olarak risk faktörlerini oluşturan ya da bu faktörlerin değişimine etki eden aktörler tanımlanmalıdır (Krayenbuehl, 2001: 75). Bu aktörler bireyler ya da birey grupları olabilir, komşu ülkeler ve devlet üstü kurumlar olabilir. Örneğin; İtalya için yapılacak bir çalışmada Katolik Kilisesi’ni önemsememek hata olacaktır. Benzer bir durum İran için de geçerlidir; ülkenin dini lideri adeta ülkenin iki liderinden biri rolündedir. Bu aktörler büyük ölçüde politik faktörleri etkileme ve hatta yönetme eğilimindedir.

Batının demokrasi anlayışının temel ilkelerini içeren bir anayasa, politik istikrarlılık için iyi bir çerçeve sunmaktadır. Ancak bu anayasa uygulanabilir olmalı ve uygulanmalıdır (Krayenbuehl, 2001: 76). Ayrıca ülkedeki siyasi partilerin tutumları, ideolojileri ve sundukları program türü, politik risk yoğunluğu üzerinde büyük bir etkiye sahiptir. Siyasi partilere, daha önce sözü edilmiş olan güçlü aktörler hâkimdir. Bu aktörlerin ve farklı siyasi partilerin gücü ve önemi analiz için bir odak noktası olabilir. Çok sayıda partinin bulunduğu demokrasilerde özellikle hükümet kurma ve karar alma gibi süreçlerde yaşanan sıkıntı ve gecikmelerden dolayı iki veya üç partiden meydana gelen bir sistem bir istikrar faktörü olarak düşünülebilir. Ayrıca güçlü muhalif liderler dikkatle takip edilmelidir (Doh ve Luthans, 2018: 340-380). Siyasi partilerin önemleri popülasyondan bağımsız olabilmektedir. Küçük popülasyona sahip partiler, bazen

hükümette koalisyon ortağı olarak ya da sadece belli konularda rıza ile saf tutarak güç dengesini sağlarlar. Ülkemizde bu duruma benzer tecrübeler sık yaşanmıştır.

Belirli açılardan hükümetin kalitesi, politik risk yoğunluğunu değerlendirmede önemli bir faktördür. Bu bağlamda, bir ülkenin bürokratik kalitesini kontrol etmek gereklidir. Çünkü bürokrasi, özellikle ülkenin günlük işleyişinde hükümet kadar önemlidir. Pek çok ülkede bürokrasi, büyük ölçüde, hükümeti politikasını etkileme kabiliyetinden dolayı kendi başına en büyük aktör haline gelir demek yanlış olmayacaktır. Öneminin bir diğer nedeni de hükümet değiştiğinde genellikle bürokrasinin değişmemesidir (Doh ve Luthans, 2018: 340-380).

Sosyal yapıları analiz etme sürecinde göz önüne alınması gereken bir başka faktör de demografik yapıdır. Gelişmekte ülkelerde özellikle önemli olan bir fenomen olan kentsel göç, belirli altyapı sorunlarının yanında aşırı kalabalık, düzensiz ve güvensiz konutlar(gecekondular) yaratmaktadır. Bütün bunların sonucunda suç, şiddet ve sosyal zorluklar ortaya çıkmaktadır. Bu noktada, politik risk yoğunluğunun artmasına neden olabilecek bir istikrarsızlık tehlikesi oluşmaktadır.

Ahlaki bozulma olarak ele alınabilecek bir konu olarak rüşvete dayalı bir sistemin varlığı, analiz edilen ülke bağlamında sorgulanabilir. Yolsuzluk, politik risk yoğunluğu ele alınırken incelemeye değer başka bir faktördür. Ancak belirtmek gerekir ki; rüşvet ve yolsuzluk söz konusu ülkede yaşam tarzının bir parçası olabilmektedir. Bu nedenle, belirli bir ülkenin kurumlarının karar alma sürecinde etkin bir şekilde belirleyici rol oynayan bir faktör bile olabilmektedir.

Özetle politik riskin birçok faktörü vardır. Politik riskin unsurları Tablo 2’de görülmektedir.

Tablo 2: Politik Risk Faktörleri

İçsel faktörler	Dışsal faktörler
Elitler arasındaki mücadeleler	Yabancılarla olan uyumsuzlıklara ilişkin beklentiler,
Etnik çatışmalar	Sınır ülkeleri ile olan ilişkiler
Bölgesel mücadeleler	Bölgesel dengesizlikler
İstikrarı etkileyen ekonomik faktörler	Büyük ve bölgesel güçlere sahip ittifaklar
Belirli bir projeyi etkileyebilecek faktörler	Önemli hammaddeler
Siyasi partiler (iktidarda olanlar veya olmayanlar)	Başlıca dış pazarlar
Politikalar	Amerika Birleşik Devletleri'ne ilişkin politika
Önde gelen ve ortaya çıkan kişilikler	Amerika Birleşik Devletleri'nin ülkeye yönelik politikası
İç güç mücadeleleri	Diğer önemli gruplar
Belirli sektör veya alana dair güçlü yönleri	Sendikalar ve emek hareketleri
İktidarı korumak veya kazanmak için gelecek beklentileri	Ordu ve askeri gruplar
Hükümet	Hane halkı
Ofisler, kurumlar ve yetkililer	İş ve finans grupları
Bürokrasi	Aydınlar ve entelektüel kesim
Politikalar	Öğrenciler
Bekleyen mevzuat	Dini gruplar
Özel sektöre karşı tutum	Medya
Güç ağları ve lobicilik	Yerel ve bölgesel yönetimler
	Aktivistler
	Etnik gruplar

Kaynak: Doh ve Luthans'tan (2018: 343) derlenerek oluşturulmuştur.

1.4. YATIRIM TÖRLERİ

Ölke riskinin kaynaklarının bu denli çeşitli ve birbirleriyle karmaşık ilişkili bir yapıda olması nedeniyle, çoğu araştırmacı, yatırım türlerini kategorize etmek suretiyle seçeceği değişkenleri bu yatırım türü özelinde özelleştirerek çalışmasını gerçekleştirmektedir. Bu yatırım türü kategorileri hakkında üç adet ana kümelemekten söz edilebilir. Bunlardan ilki doğrudan yabancı yatırımlar, ikincisi ticari banka kredileri ve üçüncüsü portföy yatırımlarıdır. İlk kategorideki amaç ya da endişe, ülkenin riskini belirtecek olan risk primini belirlemektir. İkinci kategorideki endişe, borç servisinde oluşabilecek zorluklar ve temerrüt durumudur. Morgan (1986) çalışmasında belirtildiği gibi, daha önce de bahsettiğimiz 1981'den 1984'e kadar art arda yaşanan otuzdan fazla ülkenin borç dalgası sonrası uluslararası ticari bankaların kullandığı risk değerlendirme tekniklerini yeniden ele almak için acil ihtiyaç doğmasından dolayı literatürde bu kategoride yazın patlaması yaşanmış; borç servisi ve temerrüt konuları sıkça işlenmiştir. 1980'li yıllardan itibaren ticari banka kredileri üzerinden borç servisi konusuna eğilerek ölke riski çalışması yapılan bazı yazınlar Abdullah (1985) ve Shapiro (1984) olarak karşımıza çıkmaktadır (Clark, 2018: 8-10).

Üçüncü ve son grup olarak belirttiğimiz portföy yatırımları kategorisinde yapılan çalışmalarda ölke riskinin söz konusu yatırımlar üzerindeki etkisinin incelenmesi diğer iki gruptan daha farklı bir yol izlemiştir. Başlarda, portföy teorisinin uluslararası bir genişlik kazanmasıyla birlikte sistematik risk altında incelenmiştir. Bu yönde yapılan araştırmalar incelendiğinde karşımıza Lessard (1973) ve Stulz (1984) gibi birçok çalışma çıkmaktadır. Stulz'un çalışması sermaye varlıklarını fiyatlama modelinin uluslararası bağlamda türetilmesidir. Tam etkin ya da mükemmel olarak tanımlayabileceğimiz piyasa mekanizmalarına ilişkin varsayımların uluslararası piyasalarda uygulanmasına dair zorluk, Adler ve Dumas (1983) gibi çalışmalarda, ölke riskinin zorluğun ortaya çıkmasına neden

olan; uluslararası piyasaları ayrıştırıcı etkide bulunan kusurlar olarak ele alınmasına neden olmuştur. Örnek vermek gerekirse, Bekaert (1995), Bekaert ve Harvey (1995) gibi çalışmalarda uluslararası piyasaların entegrasyonu test edilmiştir. Ayrıca, portföyün performansında meydana gelen farklılıkların sebebi olarak ülke faktörünün etkisinin göz önüne alındığı çalışmalar olarak Madura ve ark. (1997) ve Rajan ve Friedman (1997) örnek gösterilebilir. Bu çalışmalarda ülke riskine kavramsal olarak bir yaklaşım bulunmamaktadır. Ancak, yurtdışında yatırım yapmanın engelleri ve bu engellerin beklenen getiride meydana getirebileceği potansiyel etkileri ya da söz konusu yurtdışı yatırımlarının getirileri ve çeşitlendirme yoluyla elde edinilen faydaları incelediğinden dolayı ülke riski konusu işlenmiş olmaktadır (Clark, 2018: 8-10).

1.5. ÜLKE RİSKİ DEĞERLENDİRMESİNDE KULLANILAN METODOLOJİLER

Küreselleşmenin bir sonucu olarak sermayenin serbestçe hareket etmesi nedeniyle ülke riskinin ölçümü ihtiyacı doğmuş ve bu amaçla yöntemler geliştirilmiştir. Günümüzde ülke riskini ölçümleyebilmek adına kalitatif ve kantitatif yöntemler geliştirilmiş, ancak gösterge olarak kullanılan değişkenlerin sayıca fazlalığı nedeniyle ülke riskinin ölçümü çok daha karmaşık hale gelmiştir (Gür ve Öztürk, 2011: 71).

Ülke riskinin ölçümünde genel itibariyle kalitatif ve kantitatif yöntemler söz konusudur. Kalitatif yöntemler istatistiki veriler ve / veya kontrol listesi yardımıyla objektif olarak yapılabildiği gibi (yapısal kantitatif) tamamen sübjektif kriterlere dayalı olarak (tam kantitatif) da yapılabilmektedir. Kantitatif yöntemlerde ise ileri düzey ekonometrik ya da istatistiki analizler kullanılarak ülke riskinin ölçümü söz konusudur. Çalışmanın bu kısmında ülke riskinin ölçümünde kullanılan kalitatif ve kantitatif yöntemlere yer verilmiştir.

1.5.1. Kalitatif Yöntemler

Kalitatif yöntemler, ülke riskinin değerlendirilmesi için çok sayıda istatistiksel bilgi bulunsa da bu bilgilerin düzenli olarak açıklanmaması ya da kamuya açık olmaması nedeniyle sayısal veriler yerine niteliksel değerlendirmelere ihtiyaç olduğu varsayımıyla geliştirilen yöntemlerdir. Bu yöntemler, sınırlı sayısal verilere dayalı olabileceği gibi tamamen sübjektif değerlendirmelere de dayalı olabilmektedir.

Ülke riskinin değerlendirilmesine yönelik nitel yöntemler, politik riskin dengesiz bir gelişim sürecinin ürünü olduğu ön kabulüyle, ekonomik gelişimin kurumsallaşmaya dayanmaması halinde oluşan gerginlikler sonucunda ortaya çıktığını savunmaktadır. Büyümenin ölçümü için kullanılabilen verilere ulaşmak mümkün olsa da politik riske yönelik olarak sayısal verilere ulaşmak mümkün olmadığı için matematiksel olarak değil, bir tür beyin fırtınası yoluyla ülke riskinin ölçülebileceğini öne sürmektedir (Bouchet, Clark ve Gros Lambert, 2003: 70).

Kalitatif yöntemler, ülke riskinde kullanılabilecek bilginin çok çeşitli ve farklı kaynaklardan gelmesi nedeniyle sayısallaştırılamayacağını ve birleştiremeyeceğini savunmaktadır. Çünkü ülke içerisindeki etnik gerilimler, karışıklıklar, isyan ve grevler, sivil çatışmalar ve askeri darbeler sayısal verilere dayanmaz. Bu nedenle de uzman görüşü, yargılar ve öznel analizler gereklidir. Ayrıca siyasi iktidarların bu iç karışıklıklarla baş etme motivasyonları ve baş etme yetenekleri, toplumun siyasi iktidara olan güveni ve inancını yitirmesi gibi konular, objektif olarak ölçümü zor konulardır (Bouchet, Clark ve Gros Lambert, 2003: 70-71).

Kalitatif değerlendirmeler, düzensiz veriler sağlaması ve kullandığı verilerin tek başına değil bir araya geldiğinde bir anlam ifade etmesi nedeniyle oldukça zordur. Kalitatif değerlendirmeye dayanarak ülkeleri karşılaştırmak doğru değildir. Çünkü ideolojik önyargılar devrededir. Demokrasinin ne olduğu, demokrasinin otokrasiye dönüşüp dönüşmediği, iç karışıklıkların ne zaman ufak çaplı huzursuzluk ne zaman karışıklık olarak sayılacağına belli olmaması, gücü elinde bulunduran siyasal iktidarın politikalarını nasıl yapılandığı ve bu

politikaların ekonomik ve sosyal gelişmelere olan etkisi, değerlendiren kişiden kişiye farklılık arz edecektir. Bu da sağlıklı bir karşılaştırma yapılmasını mümkün kılmamaktadır (Solodkov ve Tsyganova, 2017: 303-304).

Öte yandan kalitatif yöntemler, sadece değerlendirenlerin öznel yorumlamaları ile yapılmamaktadır. Özellikle sivil toplum kuruluşlarının hazırladığı istatistiki verilere dayanan raporlar da kullanılabilir. Bu raporlar, mesleki açıdan uzmanlar tarafından tarafsız gözle hazırlanır. Değerlendirme yapanlar ise bu raporlar doğrultusunda bir karar vererek değerlendirmede bulunurlar.

Ülke riskinin değerlendirilmesinde kullanılan kalitatif yöntemler ana hatlarıyla altı tanedir. Bu yaklaşımları kısaca şu şekilde özetlemek mümkündür (Bouchet, Clark ve Gros Lambert, 2003: 70-72):

Saha Araştırması: Ülke riskini değerlendireceklerin ülkede bir şube açmadan önce bir büro kurması, bu büroda yerel danışmanları işe alması ile başlayarak bir tür saha araştırması yapılmasına dayanmaktadır.

‘Eski Topraklardan’ Faydalanma: Saha araştırmasında yerel danışmanların işe alınmasının aksine, bu yöntemde alanında uzman eski akademisyenler, eski diplomatlar ve eski dış ilişkiler uzmanlarından faydalanılmaktadır. Bu ekip, gönderildiği ülkelerde incelemelerde bulunmakta ve ülkedeki politik duruma yönelik değerlendirmelerde bulunmaktadır.

Kontrol Listesi Tekniği: Bu yöntem, doğru soruları sormaya ve kontrol listesinde yer alan her bir adımı tek tek incelemeye dayanmaktadır. Ülkenin ekonomisi ile ilgili değişkenler (GSMH, Kişi Başı GSMH, enflasyon, ithalat ve ihracattaki büyüme, dış borç, altın rezervi vb.) ile sosyal ve politik değişkenler (politik istikrar, işsizlik vb.) gibi konular tek tek kontrol edilmektedir.

Delphi Tekniği: Uzman anketlerine dayanmaktadır. Uzmanlara yöneltilen sorulara verilen yanıtlar yüksek riskli / düşük riskli şeklinde değerlendirme yapmak amacıyla karşılaştırılmaktadır. Bir fikir birliği sağlamak için ortalamalara dayanan bu yöntem, en uç noktadaki fikirleri değerlendirmeye almamaktadır.

Politik Risk Modellemesi: Teknik, karışıklığa neden olan sosyal ve politik değişkenler arasında bağlantı olduğu varsayımına dayanmaktadır. Buna göre yatırımcının çok az etkisi olduğu dış etmenler (isyan, darbe, yolsuzluk, baskı

grupları vb.), etkileşim etmenleri (STK'lar, işverenler, yerel topluluklar vb.) ve son olarak içsel etmenleri (şirket yönetimi, insan sermayesi vb.) risk modellemesine dahil edilmektedir. Sonrasında ise ülkedeki siyasal koşullar ile bu risk etmenleri arasında korelasyon ve olasılık hesaplamaları yapılmaktadır.

Prens Modeli: Ülkedeki politik güç kaynaklarını tanımlamaya ve bu güç kaynaklarının şirket üzerindeki etkisini değerlendirmeye dayanmaktadır. Bu modelde örneğin zengin kesim, sendikalar, muhalefet, başkan, kabine ve silahlı kuvvetlerin ülke üzerindeki gücü ve şirketin bu güç kaynaklarından hangisine en çok ihtiyaç duyduğu gibi konular değerlendirilmektedir.

1.5.2. Kantitatif Yöntemler

Kalitatif yöntemin öznel değerlendirmelerinin aksine kantitatif yöntemler sayısal, kesin ve standart değişkenleri kullanmaktadır. Dolayısıyla ülke riskinin karşılaştırmalı bir şekilde değerlendirmesine imkân sağlamaktadır. Sayısal verilere ve standart değişkenlere yer vermesi nedeniyle önyargılardan arındırılmış bir değerlendirme yapılabilmektedir.

Kantitatif yöntemler, her ne kadar sayısal sonuçlar üretse ve ülkeleri bu sayısal sonuçlara göre sıralamaya imkân sağlasa da kullanılan verilerin kalitesi, istatistiksel prosedürlere uygun olarak toplanıp toplanmadığı gibi problemler kantitatif yöntemlerin de sağlıklı sonuçlar üretmesi konusunda endişeler yaşanmasına neden olabilmektedir. Dolayısıyla kantitatif yöntemlerin, ülke riskinin değerlendirilmesinde tek kaynak olarak kullanılması yerine kalitatif ve kantitatif yöntemleri birlikte kullanmak daha akıllıca bir seçim olacaktır (Aksoylu ve Görmüş, 2018: 17).

Ülke riskinin ölçülmesinde kullanılan kantitatif yöntemler, diskriminant analizi, logit ve probit modeller, regresyon analizi, temel bileşenler analizi, CART yöntemleridir.

1.5.2.1. Diskriminant Analizi

Ülke riskinin ölçümünde kullanılan kantitatif yöntemlerden en sık kullanılanlarından biri diskriminant analizidir. Diskriminant analizi, belli sayıdaki özellikleri bilinen birimleri gruplandırıp özet bilgiler elde etmek için yapılmaktadır. İki ya da daha çok grubun ortalamaları arasında anlamlı fark olup olmadığını belirlemek, iki ya da daha çok grubu birbirinden ayıran değişkenleri saptamak, bağımsız değişkenlerce şekillendirilen gruplar arasındaki ayrımın boyutlarını, sayısını ve içeriğini saptamak gibi amaçlarla kullanılmaktadır (Ünlü ve Yıldız, 2018: 54-55).

Tek bir bağımlı değişken ve birden fazla bağımsız değişken bulunması bakımından çoklu regresyona oldukça benzeyen diskriminant analizinin çoklu regresyondan tek farklı, diskriminant analizinde bağımlı değişkenin nonmetrik olmasıdır. Bağımsız değişkenler ise metriktir.

Diskriminant analizi çeşitli sayıdaki ve gruptaki değişkenlerden oluşan küme içerisinde yer alan birimleri sınıflandırmak ve herhangi bir sınıfa dahil olmayan her bir değişkeni sınıflandırmak amacıyla yapıldığından, bağımsız değişkenler arasından hangisinin bağımlı değişkeni açıklama gücünün diğerlerine karşı daha fazla olduğunun belirlenmesini sağlamaktadır (Çokluk, Şekercioğlu ve Büyüköztürk, 2018: 117).

Diskriminant analizinde bir birimin gözlem değeri doğrultusunda ait olduğu kitle yerine farklı bir kitleye atanması durumunda hata yapılmış olmaktadır. Diskriminant analizinde bu hataya hata oranı ya da hatalı sınıflandırma olasılığı denilmektedir. Diskriminant analizinde amaç, atama işlemini minimum hata ile yapmaktır. Diskriminant analizinde temel olarak üç adım bulunmaktadır (Bouchet, Clark ve Gros Lambert, 2003: 115):

1. Karşılıklı özel grup sınıflandırmaları oluşturma
2. Her grup için veri toplama
3. Gruplar arasında en iyi ayırt edici özelliklerin doğrusal kombinasyonlarının türetilmesi. Bu noktada 'en iyi' ifadesi, yanlış sınıflandırma olasılığını en aza indiren ayrımcılık anlamına gelmektedir.

1.5.2.2. Temel Bileşenler Analizi

Çok değişkenli analizin bilinen en eski örneği olan temel bileşenler analizi, değişkenlerin bileşkesi niteliğindeki daha az sayıda ve yeni değişkenlerin (temel bileşenlerin) oluşturulması esasına dayanmaktadır. Oluşturulan temel bileşenler birbirinden bağımsızdır. Temel bileşenler analizi, temel olarak önemli bir bilgi kaybına neden olmadan bu değişkenleri temsil yeteneğine sahip daha az sayıda değişkene indirgemek amacıyla yapılmaktadır (Yazar, Yavuz ve Çay, 2009: 50-51).

Temel bileşenler analizi, çok sayıdaki bağımsız değişkenlerin varyans-kovaryans yapısını yine aynı değişkenlerin doğrusal birleşimleri yardımıyla açıklayan yöntem, verilerin indirgenmesini ve yorumlanmasını sağlamaktadır. teknik, başlı başına bir analiz tekniği olarak kullanılabildiği gibi, başka analizlere hazırlık anlamında da kullanılabilmektedir (Ersungur, Kızıltan ve Polat, 2007: 57-58).

1.5.2.3. Logit ve Probit Analizler

Ülke riskinin ölçümünde kullanılan ekonometrik analizler olan logit ve probit analiz yöntemi, doğrusal olmayan fonksiyonlar için geliştirilmiştir. Dikotom (İkili) değişkenlerin (0 ya da 1 olarak değer alan değişkenler) modellenmesinde kullanılmaktadır.

Logit modeli, ikili bağımlı değişkenler için tasarlanmış, doğrusal olmayan fakat uygun dönüşüm yöntemleri ile doğrusal hale getirilebilen bir regresyon modelidir. Bir karar biriminin sahip olduğu özellikleri ve bu özelliklerin belirlediği durumlara yönelik tercihte bulunma olasılığı arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla kullanılmaktadır (Çokluk, Şekercioğlu ve Büyüköztürk, 2018: 58).

Doğrusal olasılık modelindeki en belirgin problem olan tahmin edilen olasılık değerinin 0-1 aralığının dışına çıkması sorunundan kurtulmak amacıyla geliştirilen modellerden biri de probit modelidir. Logit modelde birikimli lojistik

dağılım fonksiyonu kullanılırken, probit modelde ise birikimli normal dağılım fonksiyonu kullanılmaktadır (Cebeci, 2012: 128-129).

Logit ve probit modellerini kullanmanın popüler bir yolu, teori ve pratiği, incelenen olayda rol oynayabilecek bir dizi değişken için bir araya getirmek, modeli tahmin etmek ve ardından hangi değişkenlerin gerçekten istatistiksel olarak anlamlı olduğunu görmektir (Bouchet, Clark ve Gros Lambert, 2003: 117).

1.5.2.4. CART Yöntemi

Hem Kategorik hem de Sürekli değişkenleri kullanıp sınıflama ve regresyon probleminin çözümü için karar ağacı metodolojisini kullanan CART yöntemi, parametrik olmayan (nonparametrik) istatistiksel analiz yöntemidir. Bağımlı değişkenin kategorik olması durumunda sınıflama ağacı (*classification Tree*) sürekli olması durumunda ise regresyon ağacı (*regression tree*) olarak adlandırılmaktadır. Dolayısıyla hem çoklu regresyonu hem de lojistik regresyonu içermektedir. CART yöntemi, değişkenlerin bir faktör ya da bir göstergeye göre homojen gruplara ayrılmasında kullanılmaktadır (Güner, 2014: 61-62).

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

2.1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI

Finans sektöründe yaşanan istikrarsızlıklar ve ekonomik krizler, özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansal yapılarının sağlam temellere oturtulması zorunluluğunu doğurmuştur. Bu zorunluluk da kredi derecelendirmesini gerekli kılmıştır.

Kredi derecelendirmesi, bir kurum, kuruluş ya da bireylerin finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getirmeyeceğinin tahmininde kullanılan ve kurum, kuruluş ya da bireylerin önceki performansları ile bugünkü verileri doğrultusunda yapılan bir sınıflandırma sistemidir. Yükümlülüklerini geri ödeme yetisini değerlendiren, borcunu zamanında ve düzenli olarak ödeme kapasitesini ortaya koyan kredi derecelendirmesi, borçluların para ve sermaye piyasalarındaki rolünü değerlendirmeye yaramaktadır (Akkaya ve Demireli, 2010: 321).

Bir tür not verme işlemi olan derecelendirme ile kurum ve kuruluşlar ile bireylerin borçlarına sadık olup olmadıkları, zamanında geri ödeyip ödemeyecekleri çeşitli teknik analizler yardımıyla ölçümlenmeye çalışılmaktadır. Kredi derecelendirmesi, sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kurumların yanı sıra yatırımcılar, o ülke / şirket / kişi hakkında ekonomik verileri analiz ederek sınıflandırmaya tabi tutmaktadır. Bu sınıflandırmaya ait harf ve semboller, derecelendirmeyi yapan kuruluştan kuruluşa farklılık göstermekle birlikte temelde aynı mantık çerçevesinde bir sınıflandırma yapılmaktadır (Günel, 2019: 148)

Kredi derecelendirmesi, küresel niteliğe sahip olduğundan, birçok dışsal etkiye neden olmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının sağladığı kredi notları, kredi derecelendirme kuruluşlarının bir ülke ya da kuruluşla ilgili değerlendirmelerini küresel ekonomiye aynı anda duyurmaktadır. Bu sayede yatırımcılar, aldıkları riskin derecesini ölçümleyebilmektedir (Çevik-Tekin, 2016: 183).

Ülkelerin kredi derecelendirmesinde politik riskin yanı sıra mali ve ekonomik göstergelerin yorumlanmasından faydalanılmaktadır. Hükümet istikrarı, sosyoekonomik koşullar, çatışmalar, yolsuzluk, etnik ve dini gerilimler, hukuki altyapı, demokratik düzenin işleyişi gibi konuları içermektedir (Kanlı ve Aydoğuş, 2017: 181). Ekonomik göstergeler ise gelir dağılımındaki adalet, finans sektörünün gelişmişlik yapısı, kamunun verimliliği, işgücü piyasasının esnekliği gibi unsurlardır (Gök ve Arslan, 2019: 302).

Şirketlerin kredi derecelendirmesinde ise beşerî sermaye, sahip olunan patentler gibi sayısallaştırılması güç niteliksel veriler ile mali veriler birlikte değerlendirilmektedir. Genel olarak mali yapısı, karlılığı, iş hacmi, firma istikrarı, kurumsallaşma, teminat düzeyi gibi faktörler, şirketlerin kredi derecelendirmesinde kullanılmaktadır (Pekkaya ve Zilifli, 2016: 202).

Kredi derecelendirmesi, ilk kez ABD’de ortaya çıkmıştır. 1837’de ABD’de yaşanan ekonomik krizde birçok firmanın yükümlülüklerini yerine getirememesi üzerine kendisi de zorluğa düşen manifaturacı Louis Tappan, müşterilerinin mali durumlarını tespit etmeye çalışmış ve zamanla bu çabaları başkalarının da ilgisini çekmiştir. Bu ilgiyi gören Tappan, 1841’de ilk derecelendirme şirketi Tüccarlar Ajansı’nı kurmuş ve 1885’te ‘R.G. Dun and Company’ adını alarak ABD geneline yayılmıştır (Coşkun, 2016: 260).

Kredi derecelendirmesi alanında faaliyet gösteren ikinci şirket ise 1840 yılında faaliyete başlayan Bradstreet Company olmuştur. Bu şirket, 1933 yılında R.G. Dun and Company ile birleşerek ‘Dun and Bradstreet’ adını almıştır. Bu yeni şirket ise 1962’de ise Moody’s çatısı altında birleşmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının benzer ülkelerle karşılaştırmalarının nasıl yapıldığı ve ülkelerin siyasi durumu gibi niteliksel unsurların ne denli önemli olduğu gibi konuların net olmaması nedeniyle kredi derecelendirme kuruluşlarının uyması gereken etik ilkeler bulunmaktadır. Bu bağlamda kredi derecelendirme kuruluşlarının uyması gereken etik ilkeleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Kılıçaslan ve Giter, 2016: 70):

- Tarafsızlık: Derecelendirme süreci, çıkar çatışmalarından etkilenmeyecek kadar bağımsız olmalıdır.

- **Objektivlik:** Derecelendirmede kullanılacak yöntemler, nesnel bir şekilde belirlenmiş olmalıdır.
- **Açıklama Yükümlülüğü:** Derecelendirme yöntemi, derecelendirme yapılan zaman aralığı ve derecelendirmenin anlamı kamuoyuna açıklanmalıdır.
- **Şeffaflık:** Yerli ve yabancı tüm kuruluşlar, derecelendirme kuruluşunun verdiği notlara eşit koşullarda erişebilmelidir.
- **İtibar:** Kuruluş, derecelendirmede kullanılan gizli bilgilerin kötüye kullanımını engelleyecek kalite standartlarına sahip olmalıdır.
- **Kaynak Yeterliliği:** Yetkili derecelendirme kuruluşu, tarafsız ve objektif bir değerlendirme yapabilmek için tüm kaynaklara sahip olmalıdır.

2.2. KREDİ DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ

Sermaye piyasasının aktörleri, riskten korunabilmek adına doğru ve güvenilir bilgi ihtiyacı içerisinde. Ancak bu bilgileri tek tek analiz etmek zaman kaybı meydana getirmektedir. Bu nedenle de yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek bu bilgileri sağlayan kuruluşlara ihtiyaç ortaya çıkmıştır. Özellikle gelişmiş ülkelerdeki yatırım ve emeklilik fonları, kredi derecelendirme kuruluşlarının sağladığı bu notlara göre yatırım kararı vermektedir (Günel, 2019: 148).

Küreselleşmenin hızlanması ile bir noktadaki finansal krizlerin domino etkisi ile birçok noktaya sıçraması nedeniyle gelecek öngörülme durumundadır. Bu öngörülerin tutarlı ve doğru olabilmesi için kredi derecelendirme kuruluşlarının şeffaf ve tarafsız olmaları gereklidir. Bu şeffaflık ve tarafsızlık, yatırımcıların ihtiyaç duyduğu bilgilere güvenmelerini sağlamaktadır. Taraflı bir şekilde yapılan derecelendirme, yatırımcıların yanlış kararlar vermesine neden olabilir (Kılıçaslan ve Giter, 2016: 63).

Her şeyden önce kredi derecelendirmeleri, finansal piyasalardaki asimetrik bilgi sorununun çözümünü sağlamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları, fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki bilgi asimetrisini ortadan kaldırmaktadır. Ancak bunu yaparken kredi derecelendirme kuruluşlarının herhangi bir baskı ya da etki altında kalmadan, tarafsız, bağımsız ve objektif bir

değerlendirme yapması gereklidir. Objektif kriterlere dayanmayan bir derecelendirme, asimetrik bilgi probleminin çözülmesine değil bu problemin daha da derinleşmesine neden olmaktadır (Yürük ve Toraman, 2014: 128).

Yatırımcıların yatırım kararlarında asimetrik bilgi problemi önemli bir yer teşkil etmektedir. Yatırımcıların yaptıkları yatırımlarla ilgili olarak bir risk üstlendiği düşünüldüğünde, yatırımcıların üstlendikleri bu riskin ne olduğunu tam olarak anlaması gerektiği açıktır. Ancak özellikle yabancı yatırımcılar, ülkedeki idari, siyasi ve ekonomik koşulları tam olarak analiz edemez. Yatırımcıların bu detaylı analize duyduğu ihtiyaç, kredi derecelendirme kuruluşlarının önemini artırmaktadır (Billett, Garfinkel ve Yu, 2017: 363).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının sağladığı kredi notu, ülke ekonomisi için önemli bir rol üstlenmektedir. Özellikle yabancı yatırımcılar, bir ülkeye yatırım kararı verirken, uluslararası alanda en saygın kuruluşlar olan Standard & Poor's, Moody's ve Fitch'in derecelendirmelerini dikkate almaktadır. Dolayısıyla özellikle bu üç kuruluşun verdiği kredi notları, yatırımcılar için en önemli göstergelerden biridir (Yüksel ve Özseri, 2017: 17).

Şirketlerin, bankaların ve devletlerin fon bulmasında önemli rol oynayan kredi derecelendirmeleri, geniş bir çevrede kabul görmüş ve standartları olan bir risk ölçüsü olarak etkin bir şekilde kullanılmaktadır. Kredi derecelendirmesi sayesinde devletler kamu projeleri için, şirketler ise büyüme stratejileri çerçevesinde duran varlık satın almak, ar-geye yatırım yapmak ve bunlar gibi ihtiyaçları için fonlara erişebilme imkanına kavuşmaktadır (Günel, 2019: 150)

Kredi derecelendirmeleri, finansal piyasalardan krediye ve fona erişebilmek için önemli bir araçtır. Yüksek kredi notu, kurum ve kuruluşların uluslararası piyasalardan kolayca borç alabilmesine imkân tanımaktadır. Ülke düzeyinde düşünüldüğünde de kredi derecelendirmesi, kamunun dış piyasalardan borçlanabilmesini sağlamaktadır. İyi bir kredi notu, bir ülkenin dış piyasalardan fona erişebilmesini ve yabancı yatırımcıları ülkesine çekebilmesini sağlamaktadır. Aynı zamanda doğrudan yabancı yatırımlar gibi yatırımlarda da yatırım kararı verilmeden önce ülkenin istikrarını bilmek isteyen yatırımcılar da ülkelerin kredi notunu inceleyebilir (Anh, Duong, Yang ve Yoon, 2017: 49).

Kredi derecelendirmeleri, kredilerin ve tahvillerin risk primlerinin belirlenmesinde kullanılmaktadır. Zayıf kredi notu, kredinin riskinin daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bu nedenle de düşük kredi notu, daha yüksek faiz ödemek anlamına gelmektedir. Buna karşılık iyi bir kredi notu da daha düşük faiz ve daha kolay borç almak anlamına gelmektedir (Kılıçaslan ve Giter, 2016: 62).

Her ne kadar yatırımcılar finansal araçların sağladığı bilgilere güvenebilirse de uluslararası derecelendirme kuruluşları kamuya açık olmayan bilgiye erişim sağlamaları nedeniyle çok daha güvenilir kabul edilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı derecelendirmeler, borçlanma senetlerinin ve borç almak isteyen kurum ve kuruluşlar ile devletlerin kredi riskini bağımsız bir şekilde değerlendirmektedir. Kredi derecelendirme sektörünün en büyük üç kuruluşunun sağladığı notlar, küresel dünyada en geçerli kriter haline gelmiştir (Sandalcılar ve Çolak, 2019: 261).

Derecelendirme notları, özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki hükümetlerin yerli ve yabancı yatırımcılara tahvil ihraç etmelerine yardımcı olmaktadır. Hükümetler, diğer devletlerden ve Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi kurumlardan finansman elde etmek için tahvil satmaktadır. Kredi derecelendirmesi, bu tahvillerin geri ödenme yetisini göstermektedir.

Kredi derecelendirmeleri, finansal piyasaların gelişimine de katkı sağlamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının sağladığı risk ölçümleri, yatırımcıların borçluların riskini sağlıklı bir şekilde anlamalarını sağlamaktadır. Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşlarının sağladığı kredi derecelendirmeleri, finansal piyasaların düzenlenmesi için kriter kabul edilmektedir (Günel, 2019: 148).

Kredi derecelendirmeleri, istikrarlı ve güvenilir piyasa yapısının oluşumunu sağlamasının yanı sıra, ülkelerin ve şirketlerin dış kaynaklara erişimini kolaylaştırmakta ve uluslararası piyasalar ile entegrasyonu sağlamaktadır. Dolayısıyla kredi derecelendirmesi yatırımcılara, finans kurumlarına, firmalara ve hükümetlere önemli avantajlar getirmektedir.

2.3.KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE KREDİ DERECELENDİRME YÖNTEMLERİ

Kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin kredi notlarını ekonomik ve politik risklerini göz önünde bulundurarak nicel ve nitel özellikleri yine kendileri tarafından geliştirilen bir tür puanlama yöntemiyle belirlemektedir. Uzun ve kısa dönemli olarak yapılabilen ülke kredi derecelendirmesi, ülkelerin kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerini kapsamaktadır. Bu yükümlülükler, yerel para cinsi ve döviz cinsinden olmak üzere ayrı ayrı göz önünde bulundurulmaktadır. Derecelendirmeye ek olarak ülkeleri de izleyen kredi derecelendirme kuruluşları, ülkelerin notlarını pozitif, durağan ya da negatif görünüm olarak sınıflandırmakta ve ‘yatırım yapılabilir’ ya da ‘yatırım yapılamaz’ olarak açıklamaktadır. Uluslararası ölçekte tanınan derecelendirme kuruluşları, Standard & Poor’s, Fitch ve Moody’s’tir.

2.3.1. Standard & Poor’s

1860 yılında Henry Varnum Poor tarafından kurulan ve merkezi New York’ta bulunan kredi derecelendirme kuruluşudur. Standard & Poor’s 1500’den fazla kredi analisti ile 128 ülkeyi incelemekte, 46,3 trilyon \$’lık bir borç yükümlülüğünü derecelendirmektedir (Standard & Poor's, 2020). 1914’te 70 çalışana ulaşan şirket, Standard Statistics Inc. ismiyle faaliyetlerini sürdürmüştür. 1941’e gelindiğinde ise Poor’s Publishing Company ile birleşerek Standard & Poor’s adını almıştır (Coşkun, 2016: 261). Dünyanın en saygın kredi derecelendirme kuruluşlarından biri olan Standard & Poor’s, yalnızca ekonomik değil, aynı zamanda kurumsal yapıyı da dikkate almaktadır.

Ülke kredi derecelendirmesini yaparken ülkenin kurumsal ve ekonomik profilinin yanı sıra ülkenin esneklik ve performans profilini belirlemek üzere beş farklı faktörü değerlendirmektedir. *Kurumsal değerlendirmeler*, politika oluşturma, siyasi kurumların ve sivil toplum kuruluşlarının etkinliği, istikrar, öngörülebilirlik, şeffaflık ve hesap verebilirlik çerçevesinde yapılmaktadır.

Ekonomik değerlendirmeler ise gelir düzeyi, büyüme beklentisi, ekonomik bağımsızlık ve volatilit yi kapsamaktadır.

Ülkenin esneklik ve performans profilini belirlemek üzere değerlendirilen *dış değerlendirme kriterleri* ise yerel para biriminin dış piyasalardaki durumu, likidite ve borçluluk düzeyi, mali esneklik, uzun vadeli mali eğilimler, borç yapısı ve finansmana erişim gibi değerlendirmeleri kapsamaktadır. *Parasal değerlendirme* ise döviz kuru rejimi ve para politikasının güvenilirliği konularından oluşmaktadır.

Standart & Poor's, ülke kredi derecelendirmesini yaparken, her bir faktörü en güçlü '1' ve en zayıf '6' aralığında puanlamaktadır. Kurumsal ve parasal değerlendirmeler için sözel olarak belirlenmiş özellikler ve kriterlere göre puanlama yapılırken, ekonomik, dış ve mali değerlendirmeler için ayrı bir puanlama yapmaktadır. Oluşturulan matris içerisinde her iki ana başlığın kesişim noktasına karşılık gelen not, ülkenin kredi notu olmaktadır. Tablo 3'te Standard & Poor's'un kredi derecelendirme matrisi görülmektedir.

Tablo 3: Standard & Poor's Kredi Derecelendirme Sistemi

Kurumsal ve Ekonomik Profil →		Üstün	Aşırı Güçlü	Çok Güçlü	Güçlü	Kısmen Güçlü	Orta	Kısmen Zayıf	Zayıf	Çok Zayıf	Aşırı Zayıf	Yetersiz
↓ Esneklik ve Performans Profili		1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0
Kategori	Puan Aralığı											
Aşırı Güçlü	1,0-1,7	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	A+	A	A-	BBB+	BB+	BB-
Çok Güçlü	1,8-2,2	AAA	AAA	AA+	AA+	AA-	A+	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-
Güçlü	2,3-2,7	AAA	AA+	AA	AA-	AA	A-	BBB+	BB+	BB+	BB+	B+
Kısmen Güçlü	2,8-3,2	AA+	AA	AA	A+	A-	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
Orta	3,3-3,7	AA	AA-	A+	A+-	BBB+	BBB-	BB+	BBB+	BB-	B+	B
Kısmen Zayıf	3,8-4,2	AA-	A-	A	BBB+-	BBB	BB+	BB	BB-	B+	B	B
Zayıf	4,3-4,7	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	B-
Çok Zayıf	4,8-5,2	BBB	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B	B-	B-
Aşırı Zayıf	5,3-6,0	BB+	BB+	BB	BB-	BB+	B	B	B-	B-	B-	B-
Kaynak:	(S&P,	2020)'den					yararlanılarak				oluşturulmuştur.	

Standard & Poor's, yerli para cinsinden kredi derecesini belirlerken kurumsal ve mali esneklik yapısını, bağımsız para politikasını ve yerel para cinsinden sermaye piyasalarının derinliğini incelemektedir. Yerli para birimine göre belirlenen derece, yabancı para birimine göre olan dereceye bir not eklenerek belirlenmektedir. Tablo 4'te Standard & Poor's'un uzun ve kısa vadeli kredi dereceleri görülmektedir.

Tablo 4: Standard & Poor's Uzun ve Kısa Vadeli Kredi Dereceleri

	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli
Yatırım Yapılabilir	AAA	A-1+
	AA+	A-1+
	AA	A-1+
	AA-	A-1+
	A+	A-1
	A	A-1
	A-	A-2
	BBB+	A-2
	BBB	A-3
	BBB-	A-3
Yatırım Yapılamaz	BB+	B
	BB	B
	BB-	B
	B+	B
	B	B
	B-	B
	CCC	C
	CCC	C
	CCC	C
	RD/D	/

Kaynak: Seval'den (2019) yararlanılarak oluşturulmuştur.

2.3.2. Fitch Ratings

Fitch, kredi derecelendirme, yorum ve araştırma alanında dünyanın saygın kuruluşlarından biridir. 1913 yılında John Knowles Fitch tarafından kurulan Fitch, ilk kez 1924 yılında derecelendirme yapmış ve 1970’li yıllardan bu yana en saygın üç kredi derecelendirme kuruluşundan biri olmayı başarmıştır. Bağımsız ve ileriye dönük kredi görüşleri ile derecelendirme yapan Fitch, güçlü yerel pazar deneyimi ve kredi piyasası uzmanlığıyla şekillenen küresel perspektifler sunmaktadır. Fitch, 100 yıldır sağladığı ek bilgi, perspektif ve anlayışlar ile yatırımcıların önemli kredi kararlarını güvenle içerisinde yapmalarına yardımcı olmuştur.

1932 yılında kurulan Duff and Phelps ve 1989 yılında kurulan IBCA ile 2000 yılının nisan ayında birleşen Fitch, 2002 yılına kadar kullandığı Fitch IBCA ismini 2002 yılında Fitch Ratings olarak değiştirmiştir. Tüm dünyada 49 ofisi bulunan Fitch, tüm dünyada 104 ülkenin kredi derecelendirmesini yapmaktadır. Merkezi Londra ve New York’tadır. Ayrıca Tokyo, Paris ve Barselona’da da önemli şubeleri bulunmaktadır (Coşkun, 2016: 261).

Fitch, ülke kredi derecelendirmesinde yapısal özellikler, makroekonomik performans, kamusal finans ve dış finans kriterlerini dikkate almaktadır. Kendi geliştirdiği SRM Modelini (Sovereign Rating Model) kullanan Fitch, değerlendirmeye aldığı ölçütleri Tablo 5’teki değerlere göre ağırlıklandırmaktadır. Bu ağırlıklandırma işlemi sonucunda uzun vadeli yabancı para cinsinden bir puan üretmektedir. Çoklu regresyon modelinin kullanıldığı bu modelde 18 değişken için tarihi, cari ve ileriye dönük veriler kullanılmaktadır. Tahmin yöntemi olarak sıradan en küçük kareler yöntemini kullanan Fitch, SRM Modeli’nin çıktısına -3 / +3 aralığında puan ayarlamasına gidilmektedir. Bu durumun sebebi, SRM Modelinin ülke ile ilgili tüm etkileri tam olarak içermemesidir.

Tablo 5: Fitch Ülke Derecelendirmesinde Kullanılan Faktörler ve Ağırlıkları

Derecelendirme Alt Faktörleri	Ölçek	Etkisi	Ağırlık	Katsayı
Yönetişim Göstergeleri	En Son	Pozitif	18,1	0,070
Kişi Başına GSYİH	En Son	Pozitif	15,3	0,050
Dünya GSYİH'deki Pay	En Son	Pozitif	12,5	0,570
Temerrüt Geçmişi	En Son	Negatif	7,0	-3,100
Geniş Para Arzı (% GSYİH)	En Son	Pozitif	2,1	0,270
Reel GSYİH Büyüme Volatilitesi	En Son	Negatif	4,8	0,710
Tüketici Fiyatları Enflasyonu	3 Yıl Ortalama	Negatif	3,3	-0,060
Reel GSYİH Büyümesi	3 Yıl Ortalama	Pozitif	2,2	0,060
Brüt Genel Devlet Tahvil Borcu (% GSYİH)	3 Yıl Ortalama	Negatif	7,3	-0,020
Genel Devlet Faiz Ödemeleri (% Genel Devlet Gelirleri)	3 Yıl Ortalama	Negatif	4,6	-0,050
Genel Devlet Mali Dengesi	3 Yıl Ortalama	Yönelimli	3,7	0,060
Yabancı Para Cinsinden Kamu Borçları	3 Yıl Ortalama	Negatif	1,7	-0,005
Rezerv Para Esnekliği	En Son	Pozitif	7,8	0,550
Yabancı Net Varlıklar (% GSYİH)	3 Yıl Ortalama	Pozitif	4,6	0,010
Emtia Bağımlılığı	En Son	Negatif	1,9	-0,010
Döviz Rezervleri	En Son	Pozitif	1,0	0,020
Harici Faiz Hizmeti	3 Yıl Ortalama	Negatif	1,3	-0,020
Cari İşlemler Dengesi + Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar (% GSYİH)	3 Yıl Ortalama	Yönelimli	0,6	0,004

Kaynak: (Haspolat, 2015).

Fitch, yerel para cinsinden kredi derecelendirmesini belirlerken mevcut ve beklenen güçlü kamu finansmanı esaslarını, borçlara ilişkin önceki değerlendirmeleri, bankacılık sektörünün sermaye yapısını, enflasyonu, döviz kuru rejimini ve yerli ve yabancı para cinsinden borç yükünü incelemektedir. Yerli para cinsinden dereceler, yabancı para cinsinden dereceler ile eşit olabildiği gibi 1 ya da 2 not yüksek de olabilmektedir. Nadir de olsa yerli para cinsinden dereceler, yabancı para cinsinden kredi derecelerinden 1 not düşük olabilmektedir.

Tablo 6: Fitch Uzun ve Kısa Vadeli Kredi Dereceleri

	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli
Yatırım Yapılabilir	AAA	F1+
	AA+	F1+
	AA	F1+
	AA-	F1+
	A+	F1 / F1+
	A	F1
	A-	F2 / F2+
	BBB+	F2
	BBB	F3 / F2
	BBB-	F3
Yatırım Yapılamaz	BB+	B
	BB	B
	BB-	B
	B+	B
	B	B
	B-	B
	CCC	C
	CC	C
	C	C
	RD/D	RD/D

Kaynak: Seval'den (2019) yararlanılarak oluşturulmuştur.

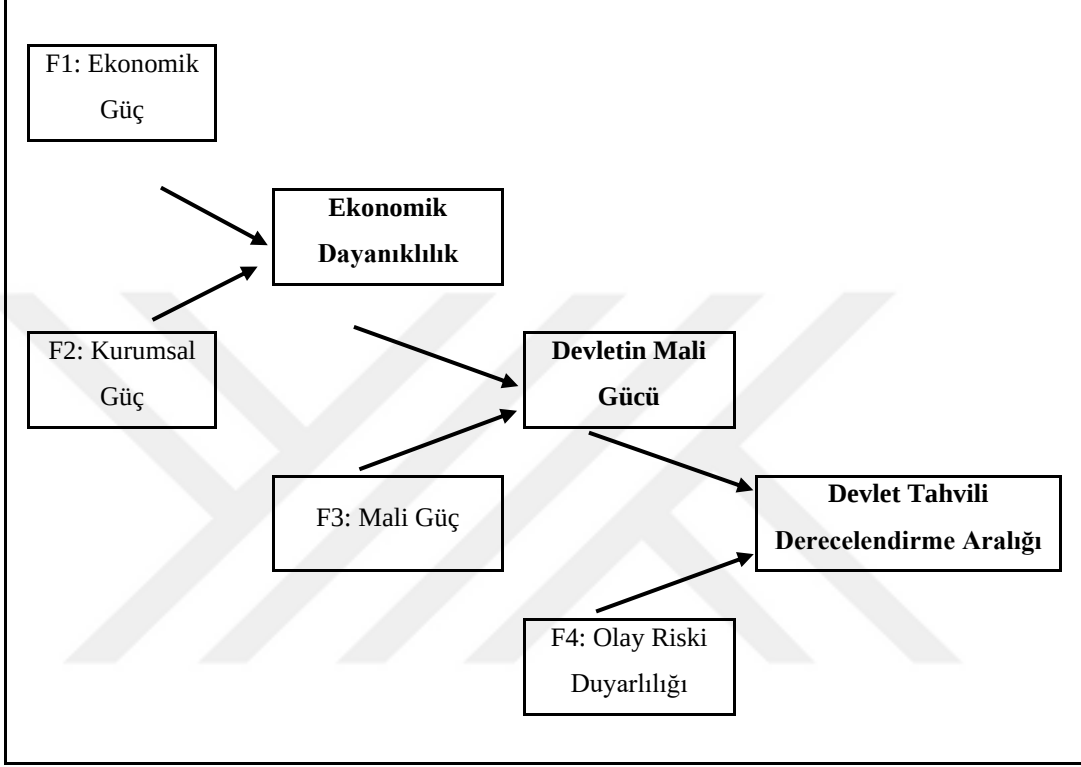
2.3.3. Moody's

1900'lü yılların başında kurulan Moody's de dünyaca kabul görmüş saygın kredi derecelendirme kuruluşlarından biridir. İlk kredi derecelendirmesini 1909 yılında yapan Moody's, Standard & Poor's ile birbirine çok yakın derecelendirme yapmasıyla bilinmektedir (Yıldırım, Yıldız ve Aydemir, 2018: 11).

Moody's, ülkelerin kredi derecelerini incelerken ülkenin ekonomik gücü, kurumsal gücü, mali gücü ve olaylara yönelik risk ve duyarlılığını incelemektedir.

Şekil 1’de görüldüğü gibi bu kriterlerin kombinasyonlarından ise ekonomik dayanıklılık, devletin mali gücü ve devlet tahvili derecelendirme aralığı kriterleri oluşturulmaktadır.

Şekil 1: Moody’s’in Derecelendirme Kriterleri



Kaynak: Haspolat’tan (2015) yararlanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Moody’s’in derecelendirme sistemi oldukça karmaşıktır. Moody’s’in derecelendirme sistemini adım adım şu şekilde açıklamak mümkündür:

1. Öncelikle kriter olarak ele aldığı dört faktörün her bir alt göstergeleri ve bu göstergelerin ağırlıklarına göre bir değer hesaplanmaktadır.
2. Ardından hesaplanan bu değer, göstergenin kendi ağırlığı ile çarpılarak gösterge skoruna ulaşılmaktadır.
3. Gösterge skorları alt alta toplanarak her bir alt faktör skoruna ulaşılmaktadır.
4. İlk üç faktöre ilişkin skorlar ayarlamaya tabi tutulur. Dördüncü faktördeki bazı alt faktörler ilk üç faktördeki gibi hesaplanırken, bazıları da bağımsız

göstergelerin maksimum fonksiyonu olarak belirlenir ve ayarlamaları yapılır.

5. Elde edilen dört alt faktöre ait skorlar, bağımsız göstergelerin maksimum fonksiyonu olarak belirlenerek nihai skora ulaşılır.

Tablo 7: Moody's Kredi Derecelendirme Faktör ve Ağırlıkları

Alt Faktör ve Ağırlığı	Alt Faktör Göstergeleri	Gösterge Ağırlığı
Faktör 1: Mali Güç		
Borç Yüğü (%50)	Genel Kamu Borcu / GSYİH (%)	50%
	Genel Kamu Borcu / Gelirler (%)	50%
Borç Karşılabilirlik (%50)	Genel Kamu Faiz Ödemeleri / GSYİH (%)	50%
	Genel Kamu Faiz Ödemeleri / Gelirleri (%)	50%
Faktör Skoru için Ayarlamalar	Borç Eğilimleri (t-4; t+1)	0-3
	Yabancı Para cinsinden Genel Devlet Borçları (%)	0-6
	Diğer Kamu Borçları	0-3
	Kamu Sektörü Finansal Varlıklar veya Ülke Refah Fonları	0-4
	Diğer	0-6
Faktör 2: Kurumsal Güç		
Kurumsal Çerçeve ve Etkinlik (%75)	Dünya Ülke Etkinlik İndeksi	50%
	Dünya Hukuk Kuralları İndeksi	25%
	Dünya Yolsuzlukla Mücadele İndeksi	25%
Politika, Güvenilirlik ve Etkinlik (%25)	Enflasyon Seviyesi (t-4; t+5)	50%
	Enflasyon Oynaklığı (t-9; t)	50%
Faktör Skoru için Ayarlamalar	Temerrüt Geçmiş Performansı	0-3
	Diğerleri	0-6
Faktör 3: Ekonomik Güç		
Büyüme Dinamikleri (%50)	Ortalama Reel GSYİH Büyümesi	50%
	Reel GSYİH Büyümesinde Oynaklık	25%
	Küresel Rekabet indeksi	25%
Ekonomi Ölçeği (%25)	GSYİH (% USD)	25%
Milli Gelir	Kişi Başına GSYİH	25%
Faktör Skoru için Ayarlamalar	Kredi Patlaması	0-3
	Diğerleri	0-6
Faktör 4: Olay Riski Duyarlılığı		
Politik Risk	Yerel Politik Riskler	
	Jeopolitik Riskler	

Devlet Likidite Riski	Temel Metrikler	50%
	Piyasa Kaynağı Stresi	50%
Banka Sektörü Riski	Bankacılık Sisteminin Boyutu	80%
	Finansman Güvenlik Açıkları	20%
Dış Güvenlik Riskleri	(Cari işlemler Dengesi + DYY Akışı) /GSYİH (%)	25%
	Dış Güvenlik Açığı Göstergesi	50%
	Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu	25%

Kaynak: (Haspolat, 2015).

Moody's'in yerli ve yabancı para birimine göre derecelendirmeleri arasında pozitif ya da negatif olarak 2 nattan yüksek ya da düşük fark nadiren görülmektedir. Moody's'in kısa vadeli derecelendirme notları, 13 aya kadar olan finansal yükümlülükleri temsil etmektedir. Uzun vadeli notlar ise bir yıldan uzun vadeli ve sabit getirili yükümlülüklerin göreceli kredi riskini temsil etmektedir.

Tablo 8: Moody's Uzun ve Kısa Vadeli Kredi Notları

	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli
Yatırım Yapılabilir	Aaa	P-1
	Aa1	P-1
	Aa2	P-1
	A1	P-1
	A2	P-1 / P-2
	A3	P-2
	Baa1	P-2
	Baa2	P-2 / P-3
	Baa3	P-3
Yatırım Yapılamaz	Ba1	NP
	Ba2	NP
	Ba3	NP
	B1	NP
	B2	NP
	B3	NP
	Caa1	NP

Caa2	NP
Caa3	NP
Ca	NP
C	NP

Kaynak: Seval'den (2019) yararlanılarak oluşturulmuştur.

2.3.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Derecelerinin Karşılaştırılması

Kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelerinin karşılaştırması not açıklaması ile birlikte Tablo 9'da görülmektedir. Buna göre kredi derecelendirme kuruluşları ülkeleri 'yatırım yapılabilir' ve 'spekülatif' olarak sınıflandırmaktadır.

Tablo 9: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sistemlerinin Karşılaştırılması

Standart & Poor's	Fitch	Moody's	Notun Açıklaması	
AAA	AAA	Aaa	En Yüksek Derece	Yatırım Yapılabilir Seviye
AA+	AA+	Aa1	İyi Kredi Derecesi	
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1	İyi Kredi Derecesi	
A	A	A2		
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baal	Ortanın Altı Seviye	Spekülatif Seviye
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Bal	Yatırım Yapılmaz	
BB	BB	Ba2		
BB-	BB-	Ba3	Spekülatif	
B+	B+	Bl		
B	B	B2	Önemli Derecede Spekülatif	Spekülatif Seviye
B-	B-	B3		
CCC+	CCC	Caa	Şiddetli Riskli	

CCC	CC	Caa3		
CC	C	C	Aşırı Spekülatif	
D	DDD	D	Yükümlülüğünü Yerine Getiremez	
	DD			
	D			

iflas

Kaynak: (Yıldırım, Yıldız ve Aydemir, 2018).

2.4. TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTU GEÇMİŞİ

Türkiye, 2009 yılında ‘yatırım yapılamaz’ seviyesindeyken, 2009-2012 arasında spekülatif düzeyde sınıflandırılmıştır. Kasım 2012’de Fitch tarafından ‘yatırım yapılabilir’ seviyesine yükseltlen Türkiye, Mayıs 2013’te Moody’s tarafından da aynı seviyede derecelendirilmiştir. Ocak 2017’ye kadar üç büyük derecelendirme kuruluşundan en az biri tarafından yatırım yapılabilir seviyede derecelendirilen Türkiye, Ocak 2017’den bu yana bu üç kuruluşun üçünden de geçer not alamamış ve kredi derecelendirme notu ‘son derece spekülatif’ düzeyine gerilemiştir. Tablo 10’da Türkiye’nin son 10 yıllık kredi notu geçmişi görülmektedir.

Tablo 10: Türkiye’nin Son 10 Yıldaki Kredi Notu Geçmişi

Tarih	Fitch	Moody’s	S&P
Tem.19	BB-	B1	B+
Haz.19	BB	B1	B+
Ağu.18	BB	Ba3	B+
Tem.18	BB	Ba2	BB-
May.18	BB+	Ba2	BB-
Mar.18	BB+	Ba2	BB
Oca.17	BB+	Ba1	BB
Eyl.16	BBB-	Baa3	BB
Tem.16	BBB-	Baa3	BB+
May.13	BBB-	Ba1	BB+
Kas.12	BBB-	Ba1	BB

Haz.12	BB+	Ba1	BB
Şub.10	BB+	Ba2	BB
Oca.10	BB+	Ba2	BB-

Kaynak: Yazar tarafından derlenmiştir.

2.5. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA YÖNELİK ELEŞTİRİLER

Kredi derecelendirme sektörünün, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun domine ettiği bir sektör olması bakımından tekelleşmeye yakın bir görünümü bulunmaktadır. Bu nedenle de sıklıkla eleştirilere uğramaktadır.

Her şeyden önce kredi derecelendirme kuruluşları yeterince şeffaf olmamakla eleştirilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kullandığı değişkenlerin neler olduğu, bu değişkenlerin nasıl bir ağırlığı olduğu, derecelendirmede kullanılan nitel değişkenlerin nasıl göz önünde bulundurulduğu gibi konuların kamuoyuna açıklanmaması şeffaflık sorunu doğurmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının eleştirilmesinde ve bu kuruluşlara duyulan güvenin sarsılmasında Asya Krizi'nin etkisi büyüktür. Bir ülkenin krize girmesindeki en önemli neden finansal göstergelerindeki kötüleşme iken, kriz öncesi dönemde verilen yüksek notlar ve buna rağmen yaşanan kriz, kredi derecelendirme kuruluşlarına duyulan güvenin sarsılmasına neden olmuştur (Tutar, Tutar ve Eren, 2011: 16).

Öte yandan sektörün üç büyük şirket tarafından domine edilmesi nedeniyle piyasaya giriş engeli bulunmakta ve bu da rekabet eksikliğine yol açmaktadır. Sektörün %95'inin bu üç büyük şirketin elinde olması, rekabeti ortadan kaldırmakta ve daha fazla kar elde edip finansal piyasalar üzerinde daha büyük bir etki bırakmak amacıyla yeni oyuncuların sektöre girmesine engel olmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik bir diğer eleştiri, bu kuruluşların başlangıçta yatırımcıları risk değerlendirmesi için ücretlendirmesi, ancak 1950'li yıllardan itibaren yatırımcılardan değil finansal araçları ihraç edenlerden ücret almasıdır. Bu da çıkar çatışması ihtimalini doğurmaktadır (Baresa, Bogdan, ve Ivanovic, 2012: 79).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının eleştirildiği bir diğer konu da kredi derecelendirme kuruluşlarının çift taraflı kazanç sağlamasıdır. Şöyle ki, kredi derecelendirme kuruluşları hem sermaye yapısı hakkında danışmanlık hizmeti vermekte hem de menkul kıymet ihracının kredi notunu nasıl etkileyeceği konusunda verdiği tavsiyelerin ardından kredi derecelendirmesini yayınlamaktadır. Dolayısıyla çift taraflı kazanç söz konusudur (Baresa, Bogdan ve Ivanovic, 2012: 80).

Bir diğer eleştiri de kredi derecelendirme kuruluşlarının, yanlış değerlendirmeden kaynaklanan zararlardan sorumlu olmamasıdır. Kredi derecelendirme kuruluşları, tahvil ihraççıları, bankalar ve diğer yatırımcıların taraf olduğu davalardan muaf tutulan yasal ayrıcalıklara sahiptir (Maas, 2011).

2.6. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI İLE İLGİLİ ÖNCEKİ ARAŞTIRMALAR

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler üzerindeki etkisi konusuyla ilgili olarak ulusal ve uluslararası literatürde çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Çalışmanın bu kısmında kredi derecelendirme kuruluşlarının etkilerini konu alan araştırmaların bulgularına yer verilmiştir.

Çalışkan (2002), 1988-1994 verileri ile kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarının analizini gerçekleştirmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, kredi derecelendirme kuruluşlarının yalnızca fonlar üzerinde değil, aynı zamanda doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde de etkili olduğunu ortaya koymaktadır

Altunkaya (2013) kredi notlarını etkileyen faktörleri incelediği araştırmasında 2007-2011 dönemine ait verileri kullanmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgular, kredi notlarını etkileyen faktörlerin önemli ölçüde cari işlemler dengesi, doğrudan yabancı yatırımlar, yozlaşma endeksi ve enflasyon olduğunu ortaya koymaktadır

Demir (2014), 1990-2013 verilerini kullanarak Türkiye'nin makroekonomik göstergeleri ve kredi notu arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, kredi derecelendirme kuruluşlarının 2012

yılında Türkiye için yaptığı not artışının geç kalınmış bir artış olduğunu göstermektedir. Bu noktada kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notların siyasi niteliği tartışılmıştır.

Benzer konuda bir diğer araştırma Gülmez ve Gündoğan (2014) tarafından gerçekleştirilmiştir. Türkiye'nin 1992-2013 dönemindeki kredi notu ve 1990-2013 dönemindeki makroekonomik değişkenlerinin incelendiği çalışmada, Türkiye'nin alması gereken kredi notunun 'yüksek kredibiliteye sahip' düzeyinde olması gerekirken notunun yükseltilmemesinin, kredi derecelendirmelerinin ne derece objektiflikten uzak ve güvenilir olmayan nitelik taşıdığının bir göstergesi olduğu savunulmuştur.

Demir ve Eminer (2014), 1997-2002 verileri ile kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği hatalı notların analizini gerçekleştirmiştir. Asya Krizi dönemini kapsayan çalışmadan elde edilen bulgular, kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafsız ve güvenilir olmadığını, ayrıca oligopolistik yapıları nedeniyle piyasada çok güçlü bir etkiye sahip olduklarını göstermektedir.

Kaya, Öner-Kaya ve Yalçiner (2015) Türkiye'nin derecelendirme notları ve kredi temerrüt swap primlerinin ekonomik ve sosyal olaylara tepkisinin analizi amacıyla gerçekleştirdikleri çalışmalarını Ocak 2007 ile Nisan 2014 aralığındaki verilerle gerçekleştirmiştir. Günlük verilerin çoklu doğrusal regresyon yöntemi ile analiz edildiği çalışmada, derecelendirme notları ve kredi temerrüt swap primlerinin aynı toplumsal olaylara her zaman aynı tepkiyi vermediği ortaya konulmuştur.

Şensoy, Eraslan ve Ertürk (2016), kredi derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları notların bölgesel piyasalar üzerinde etkili olup olmadığını 2000-2015 yılları arasındaki veriler özelinde incelemiştir. On bir gelişmekte olan Orta ve Doğu Avrupa ülkesi ve Türkiye borsalarının ikili olarak korelasyonunun incelendiği çalışmada, kredi derecelendirme kuruluşlarının açıkladığı notların bu ikili korelasyonlar üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını ortaya konulmuştur. Bununla birlikte korelasyonlar üzerinde en fazla etkiye sahip olan not derecelendirmesi, Moody's'in açıkladığı notlardır.

Yüksel ve Özşarı (2017), Türkiye'nin kredi notunu etkileyen faktörlerin MARS yöntemi ile belirlenmesi amacıyla araştırmalarını gerçekleştirmiştir. 1992-

2015 dönemini kapsamayan çalışmadan elde edilen bulgular, Türkiye'nin cari işlemler dengesi ve kredi derecelendirme notu arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu belirlemiştir. Diğer bir ifadeyle cari işlemler açığının GSYİH'e oranı arttıkça, Türkiye'nin kredi notu azalmaktadır.

Yıldırım, Yıldız ve Aydemir (2018), kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için yaptığı not açıklamalarının hisse senedi endeksleri üzerindeki etkisini 2012-2016 verileri üzerinden Borsa İstanbul özelinde incelemiştir. Olay çalışması yöntemi ile gerçekleştirilen araştırmadan elde edilen bulgular, kredi derecelendirme kuruluşlarının açıkladığı notların endeksleri %100 etkilemediği, yarı yarıya etki oluşturduğu tespit edilmiştir. Sonuçlar, ulusal ve uluslararası yatırımcıların kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarına verdiği reaksiyonun sınırlı olduğunu göstermektedir.

Çağlak, Küçükşahin ve Kahraman (2018), kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye ilişkin derecelendirmelerinin BIST 100 endeksi üzerindeki etkilerini incelemiştir. 14 sektör endeksinin olay çalışması yöntemi ile incelendiği araştırmadan elde edilen bulgular, kredi derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları notların seçilen endeksler üzerinde etkisinin olduğunu, bu etkinin ise kredi derecelendirme kuruluşuna göre farklılık göstermediğini ortaya koymaktadır.

Kuzu (2019) da benzer şekilde kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye ilişkin derecelendirmelerinin BIST 100 endeksi üzerindeki etkilerini incelemiştir. 2002-2018 verileri kullanılarak gerçekleştirilen araştırmada derecelendirme açıklaması öncesi 10 gün ve derecelendirme açıklaması sonrası 10 gün olmak üzere olay çalışması kullanılmıştır. Araştırmada BIST100'de yer alan 9 endeksin anormal getirileri incelenmiş ve 9 endeksin yarıdan fazlasının not açıklamalarının duyurularından etkilendiği ve bu etkinin kredi derecelendirme kuruluşuna göre farklılık göstermediği belirlenmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili olarak uluslararası literatürde de çok sayıda çalışma söz konusudur. Örneğin Taib, Iorio, Hallahan ve Bissoondoyal-Bheenick (2012), 1997-2006 dönemi verileriyle kredi derecelendirmelerindeki değişimlerin İngiltere ve Avustralya hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, hisse senedi piyasalarının kredi notu düşüşlerine duyarlı olduğunu, ancak kredi

notunun yükselmesine duyarlı olmadığını göstermektedir. Amin, Jain ve Malik (2018) ise Hindistan özelinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında, Taib, Iorio, Hallahan ve Bissoondoyal-Bheenick'in araştırmasına ters olacak şekilde hisse senedi piyasalarının kredi notlarındaki yükselişe duyarlı olduğunu, buna karşılık not düşüşlerine karşı duyarlı olmadığını ortaya koymuştur.

Williams, Alsakka ve Gwilym (2013), 54 gelişmekte olan ülkede kriz öncesi (1999-2006) ve kriz sonrası (2007-2009) dönemde kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladıkları ülke kredi notları ile bankaların kredi notları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, ülke kredi notundaki artış ve azalış ile banka kredi notu arasında pozitif ve anlamlı bir korelasyon olduğunu ortaya koymaktadır. Bununla birlikte bu ilişkinin şiddeti, ülkelerin ekonomik ve finansal bağımsızlığı ile ilişkilidir.

Kim ve Wu (2008), 51 gelişmekte olan ülke ile Standard & Poor's'un kredi notlarının yabancı sermaye yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımları arasındaki ilişkileri incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, S&P'nin kredi notları ile yabancı sermaye yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif ilişki olduğunu ve yerel ekonomide canlanmanın da S&P'nin kredi notu ile ilişkili olduğunu göstermektedir.

Karaçi Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 22 bankanın hisse senedi getirileri üzerinde Pakistan Kredi Derecelendirme Kurumu'nun yayınladığı kredi derecelendirmelerini inceleyen Habib, Nazir, Hashmi ve Saeed (2015), 15 günlük bir olay çalışması ile araştırmalarını gerçekleştirmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, kredi notu açıklamasının bankaların anormal hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını ortaya koymuştur.

Ghachem (2015), kriz dönemlerinde kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladığı kredi notlarının hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisini 2008 finansal kriz dönemini içerecek şekilde incelemiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, kriz dönemlerinde not düşüş açıklamalarının düşüşün büyüklüğü ve firmaların büyüklüğünden etkilendiğini, buna karşılık not artış açıklamalarının da not artış büyüklüğü ve firmanın sektöründen etkilendiğini göstermektedir.

Görüldüğü üzere kredi derecelendirme kuruluşlarının notları ile banka kredi notları, hisse senedi piyasaları, endeksler, anormal hisse senedi getirileri,

yabancı sermaye yatırımları, doğrudan sermaye yatırımları ve cari işlemler dengesi ile ilişkilidir.

Çalışmanın bir sonraki bölümünde kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladıkları kredi notu ile ülke riski değerlendirmeleri arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya yönelik uygulamaya verilmiştir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PROMETHEE YÖNTEMİ İLE ÜLKE RİSKİ DEĞERLENDİRMESİ VE NOT KURULUŞLARIYLA KARŞILAŞTIRMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Çalışma, başta küçük yatırımcılar olmak üzere, ülke riski değerlendirme yapma amacı taşıyan ve uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının kararlarına güven duymayan araştırmacılara bir alternatif sunma amacı taşımaktadır. PROMETHEE yöntemi, kullanışlılık açısından basit ve amaca yönelik esnetilebilir olmasından dolayı bu amaca hizmet edebilecek yöntemlerin arasında ilk sıralarda yer almaktadır. Çalışma, belirli makro değişkenler ile politik verilere aynı anda odaklanarak bir ülke riski sıralaması elde etmek ve bu sıralama sonuçlarını uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladıkları sıralamalar ile karşılaştırarak sunulan alternatifin ne derece ve neden farklı sonuçlar ürettiğini değerlendirme amacındadır.

3.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Bu çalışmada çok kriterli karar verme probleminin çözümünde en etkili ve kolay uygulanan yöntemlerden biri olan PROMETHEE (The **P**reference **R**aking **O**rganization **M**ETHod for **E**nrichment **E**valuation) yönteminden faydalanılmıştır. Yöntem, karar verme problemine esas olan alternatifleri, belirlenen tercih fonksiyonuna dayanarak değerlendirmekte ve alternatifleri ikili karşılaştırmalarla kısmi ve tam önceliklendirmektedir. Yöntemde GAIA (*Geometrical Analysis for Interactive Aid*) düzleminden de faydalanılmaktadır. GAIA, basitçe karar vericinin daha rahat karar verebilmesi için grafik gösterimidir.

PROMETHEE yönteminde sonlu sayıda alternatif üzerinde hem kısmi sıralama (PROMETHEE I) hem de tam sıralama (PROMETHEE II) yapılabilir. Yöntem, karar verme probleminde karara esas teşkil edecek alternatiflerin sıralamasını sağlamaktadır. GAIA ise bu sıralamayı görsel olarak

zenginleştirmektedir (Genç, 2013: 134-135). Yöntem şu şekilde uygulanmaktadır (Şenkayas ve Hekimoğlu, 2013: 68-73):

Adım 1: Karar verici, karar noktalarını ve değerlendirme faktörleri tanımlar. Ardından değerlendirme faktörlerinin önem ağırlığını belirleyerek veri kümesi oluşturur.

Adım 2: Belirlenen değerlendirme faktörlerinin yapısını ve iç ilişkisini göstermek için tercih fonksiyonları belirlenir.

Adım 3: Belirlenen tercih fonksiyonları dikkate alınarak her bir değerlendirme faktörü için karar noktalarının ikili karşılaştırmaları yapılır ve ortak tercih fonksiyonları belirlenir.

Adım 4: Ortak tercih fonksiyonları kullanılarak karşılaştırılan karar noktalarına ilişkin tercih endeksleri belirlenir.

Adım 5: Karar noktaları için pozitif ve negatif üstünlük değerleri belirlenir.

Adım 6: PROMETHEE I ile kısmi sıralama belirlenir.

Adım 7: PROMETHEE II ile karar noktalarının tam sıralaması belirlenir.

3.2.1. Alternatiflerin, Kriterlerin, Kriter Ağırlıklarının ve Tercih Fonksiyonlarının Belirlenmesi

Çalışmada öncelikle Türkiye ile ekonomik ve/veya politik yönden benzerlikler taşıyan ve genelde gelişmekte olan ülkelerin oluşturduğu bir grup ülke belirlenmiştir. Ülkelerin belirlenmesinde literatürde önemi kabul edilmiş belli başlı makroekonomik veriler açısından ulaşılabilir olması gözetilmiştir. Tüm ülkelere ilişkin yıllık veriler, güvenilirliğinin sorgulanmaması açısından Dünya Bankası veri tabanından ve ABD doları cinsinden temin edilmiştir. Gelişmiş ülkeler, üçüncü dünya ülkeleri, bölgesel oluşumlar ve veriler açısından eksiklik yaşayan ülkeler alternatifler arasından çıkarılmıştır. Bu kriterler doğrultusunda yapılan eleme ardından toplam 14 ülke belirlenmiştir. Bu ülkeler Azerbaycan, Brezilya, Çin, Mısır, Endonezya, Hindistan, Meksika, Nijerya, Pakistan, Romanya, Rusya, Türkiye, Ukrayna ve Güney Afrika'dır. Verilerin temin edilmesinde kullanılan zaman aralığı, 2008'deki finansal kriz sonrasına odaklanılarak 10 yıl olması kararlaştırılmış ve 2008 yıl sonu verisi ilk ve 2017 yıl sonu verisi son

olacak şekilde düzenlenmiştir. Elde edilen verilerin en yakın yıla ait olanının en önemlisi olacağı varsayımı altında; 10 yıllık veriler Excel programı vasıtasıyla doğrusal olarak ağırlıklandırılmıştır. Bu işlemin yapılabilmesi için Tablo 11'deki katsayılar elde edilmiştir.

Tablo 11: Katsayılar

Yıllar	Katsayılar
2008	0,018182
2009	0,036364
2010	0,054545
2011	0,072727
2012	0,090909
2013	0,109091
2014	0,127272
2015	0,145454
2016	0,163636
2017	0,181818

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Alternatif ülkelerin nasıl bir sıralamaya oturacağını belirlenmesinde kullanılacak olan kriterler için *ekonomik* ve *politik* olmak üzere iki temel ayrım söz konusudur. *Ekonomik risk* unsurlarına ilişkin veriler, başta PRS Group'un hazırladığı ülke riski rehberi, akademik literatür ve profesyonel alanda kabul görmüş çalışmalar ışığında belirlenmiştir. Ekonomik ve politik risklere etki eden çok sayıda parametre mevcuttur. Söz konusu parametrelerin genelde birbiriyle bağlantılı olmalarından dolayı bunların tamamını bir modelde bütünleştirmek sağlıklı bir karar olmayacaktır (Kaya-Kanlı & Aydoğuş, 2017). Bu noktada, ekonomik risk unsuru olarak kabul edilebilecek onlarca makroekonomik veri olduğundan bazıları elenmiştir. Elemede, göstergelerin birbirlerini ne kadar içerdiği göz önüne alınmıştır. Son olarak kriter olmasına karar verilen ekonomik değişkenler şu şekilde belirlenmiştir:

Yıllık reel büyüme (Zopounidis ve diğerleri, 2008; Türe ve diğerleri, 2016; Altay, 2015; Aslan ve Aydoğuş, 2017; Türe ve Başer, 2015; Okka, 1998): Sabit yerel para birimi bazında yıllık GSYH büyüme oranının 2010 ABD dolarına sabitlenmiş halidir. GSYİH, ekonomideki tüm yerleşik üreticiler tarafından yaratılan brüt değer, artı ürün vergileri ve eksi ürünlerin değerine dahil olmayan sübvansiyonların net toplamıdır. Üretilen varlıkların amortismanı veya doğal kaynakların tükenmesi/bozulması için eksiltme yapılmadan hesaplanmaktadır.

Yıllık tüketici enflasyon oranı (Zopounidis ve diğerleri, 2008; Okka, 1998): Tüketici fiyat endeksi ile ölçülen enflasyon, yıllık gibi belirli aralıklarla sabitlenebilecek veya değiştirilebilecek bir mal ve hizmet sepeti elde etmenin tüketicisi açısından olan yıllık yüzde değişimini yansıtmaktadır.

Cari denge (Zopounidis ve diğerleri, 2008; Türe ve diğerleri, 2016; Türe ve Başer, 2015; Okka, 1998): Cari işlemler dengesi net mal ve hizmet ihracatının, net birincil gelirin ve net ikincil gelirin toplamıdır.

Toplam dış borç stoku (Olcara, 2013; Zopounidis ve diğerleri, 2008): Gayri safi milli gelire göre toplam dış borç stokudur. Ülkede yerleşik olmayanları da kapsamaktadır. Kısa vadeli borç, bir yıl veya daha az orijinal vadeye sahip olan tüm borçları ve uzun vadeli borçlardaki borçlara olan faizi içerir. Toplam dış borç stoku/GSMH oranı, ülkelerin dış borçluluk durumunun incelenmesinde kullanılan en yaygın kriterlerden birisidir. Oran büyüdükçe, borç yükü ile beraber dışa bağımlılığın da artacağını söylemek mümkündür (Olcara, 2013). Oranla ilgili olarak başlı başına risk ve kredibilite ölçütüdür demek yanlış olmayacaktır. Örneğin; dış borçlanmadaki yıllık büyüme oranının, GSMH'deki büyüme oranını aşip aşmadığını gözetmek, artan riskler hakkında önemli bir sinyal yakalamayı sağlayabilir. Oranda azalma izlendiğinde ödemeler dengesinde iyileşme yaşanacağı beklenebilir. Bu oranın değerlendirilmesiyle ilgili, Dünya Bankası ve IMF tarafından önerilen bir takım eşik değerler vardır. Bu eşik değerlere göre, Toplam dış borç stoku/GSMH oranının %30 ve %50 arasında olması ülkenin orta borçlu, %50 ve daha fazla olması ise ülkenin yüksek borçlu ülkeler ile gruplanmasına neden olmaktadır.

İthalat / toplam rezervler (altın dahil) (Zopounidis ve diğerleri, 2008)

Çalışmada ayrıca politik risk değişkenine ihtiyaç duyulmuştur. Bu noktada, literatür incelendiğinde, bazı kuruluşların yayınladıkları verilerden yararlanabileceği anlaşılmaktadır. WGI puanları ve Freedom House adlı kuruluşun yayınladığı puanlar politik risk değişkeni olarak seçilebilecektir (Emir, Uysal, & Doğru, 2013)

Freedom House adlı kuruluşun yayınladığı raporda ‘sivil özgürlükler’ ve ‘politik haklar’ şeklindeki iki başlık altında sunulan puanlar yıllık olarak temin edilmiştir. Puanlar 1 ve 7 aralığındadır. Bu noktada, ‘1’ puan en olumlu yapıyı; ‘7’ puan ise en olumsuz yapıyı işaret etmektedir. Bu başlıklardan her birine eşit ağırlık verilerek Excel programında alınan ortalama ile politik risk endeksi elde edilmiştir.

Politik risk göstergesi olarak ikinci senaryoda kullanılan WGI puanları Dünya Bankası tarafından hazırlanan WGI (*Worldwide Governance Indicators*)’den derlenmiştir. WGI; anketler, ticari faaliyetlere ilişkin bilgi sağlayıcılar, hükümet dışı kuruluşlar ve kamu kuruluşlarından elde edilen bilgilerle meydana getirilmektedir (Kaufman, Kraay, & Mastruzzi, 2008). Yıllık olarak elde edilen WGI puanları düştükçe ülke daha olumsuz bir çerçeveye ve arttıkça da daha olumlu bir çerçeveye girmektedir. WGI puanlarının içeriğindeki ‘Konuşma Yetkisi ve Denetlenebilme’ başlığı; ülkede silahlı kuvvetlerin siyasete karışıp karışmadığının ve denetlenebilme seviyesinin değerlendirilmesidir. ‘Politik İstikrar ve Şiddetin Olmaması’ başlığı; söz konusu ülkedeki hükümet istikrarı, iç veya dış çatışma, etnik problemler gibi konulara eğilmektedir. Bir diğer başlık olan ‘Hükümet Etkinliği’ ise ülkenin bürokratik yapısına dair bir kalite ölçütü olma amacındadır. ‘Düzenleyicilik Kabiliyeti’ başlığı; söz konusu ülkenin yatırım profilini ve bu durumu yönetimindeki kabiliyetine dair bir ölçüttür. ‘Hukukun Üstünlüğü’ başlığı ise ülke yasalarının ve uygulanış açısından düzenin değerlendirmesidir. Son olarak ‘Yolsuzluğu Kontrol Edebilme’ başlığı ise incelenen ülkede, şahsi fayda elde etmek amacıyla kamu görevlerinin kötüye kullanımına dair bir ölçüt sunmaktadır (Türe & Başer, 2015)

Çalışmada WGI altındaki her bir başlığa ait puanlara eşit derecede ağırlık verilmiştir. Bu ağırlıklar ile Excel programı yardımıyla ortalama alınmış ve bir

WGI skoru elde edilmiş. Oluşan skor, politik risk verisi olarak kriterler arasında yerini almıştır.

Ağırlıkların belirlenmesinde bir matematiksel yöntem uygulanmamıştır. Bunun yerine, ülke riski konusunda hizmet üreten kuruluşların kullandıkları ağırlıklar incelenmiştir (Bezirci, 1998). Yapılan incelemede, çeşitli modellerde, politik riske verilen ağırlığın genel olarak %30 ile %60 arasında değiştiği görülmüştür. Bu nedenle, bu çalışmada yer alan her bir senaryoda aynı kalmak üzere politik risk kriterine ilişkin ağırlık %30 ve beş adet olan ekonomik risk kriterlerinin tamamına toplam %70 olacak şekilde %14'er ağırlık verilmiştir.

3.2.2. Karar Matrislerinin Oluşturulması

Çalışmada ikinci aşama, alternatif ülkelerin ve kriterlerin bulunduğu karar matrislerinin oluşturulmasıdır. Ülkelerin değerlendirilmesinde ele alınacak olan kriterler; yıllık reel büyüme oranı, yıllık tüketici enflasyonu, cari denge, toplam dış borç stokunun GSMH'ye oranı ve ithalatın toplam rezervlere oranı değişkenleridir.

Çalışmada Visual Promethee Academic yazılımı kullanılmıştır. Kriter olarak kullanılan verilerin tamamı lineer tercih fonksiyonuna uygun karakteristiklere sahiptir. Tüm kriterlere ilişkin tercih fonksiyonları yazılımda seçildikten sonraki aşamada kriterlerin hangisinde tercih yönlerinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu noktada, Senaryo 1'de yer alan Freedom House kriterine ait değer artmasıyla politik riskin artacağı düşünüldüğünden; ilgili kriterin tercih yönü için '*min.*' seçeneği seçilmiştir. Senaryo 2'de ise politik risk kriteri için Dünya Bankası tarafından yayınlanan WGI puanları kullanılmıştır. WGI puanları için ise değer arttıkça riskin azalması durumu söz konusudur. Bu nedenle, '*max.*' seçeneği tercih yönü olarak belirlenmiştir.

Yıllık reel büyüme ve cari denge kriterlerinde, değer yükseldikçe riskin azalacağından hareketle tercih yönleri '*max.*' olarak belirlenmiştir. Son olarak, enflasyon artışı, toplam dış borç/GSMH ve ithalat/toplam rezervler kriterlerinde ise değer yükselmesinin riski artıracağından hareketle tercih yönleri '*min.*' olarak belirlenmiştir.

Yazılıma girilen her iki senaryoya ilişkin verileri gösteren matris Tablo 12 ve Tablo 13'te ve her bir senaryoya ilişkin verilerin yazılıma girildikten sonra oluşan ara yüzü gösteren görüntü aşağıda Şekil 2 ve Şekil 3'te verilmiştir.

Tablo 12: Senaryo 1'de Freedom House Endeksinin Kullanıldığı Matris

Ülke	PR-FH	Büyüme	Enflasyon	Cari Denge	TDBS/GSMH	İth./Rez
Azerbaycan	6,10909	1,565464	6,81379	10,47034	25,60411	2,44727
Brezilya	2,00000	0,451635	6,38215	-2,40824	24,19343	0,91058
Çin	6,50000	7,634919	2,25297	2,30685	13,55759	0,66241
Mısır	5,54546	3,628534	14,2035	-3,42287	20,06813	3,62632
Hindistan	2,50000	7,111743	6,85814	-1,97839	21,03975	1,65029
Endonezya	2,86364	5,311810	5,11252	-1,76309	33,04648	1,93636
Meksika	2,97273	2,537840	4,01674	-1,83280	34,23010	2,67720
Nijerya	4,16364	3,199163	12,1081	1,82878	6,68438	2,24099
Pakistan	4,50000	4,443842	6,85013	-2,37234	25,80010	3,69058
Romanya	2,00000	3,448843	1,87731	-2,80202	59,20372	1,97900
Rusya	5,98182	0,894999	7,94271	3,09175	32,37967	1,03278
Türkiye	3,93636	5,889906	8,52214	-5,13007	45,29827	2,30233
Ukrayna	3,10909	-1,274250	15,6735	-3,23794	100,90560	4,67716
Güney Afrika	2,00000	1,632781	5,64200	-3,74711	42,36362	2,54201

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 2: Senaryo 1'e İlişkin Ekran Görüntüsü

Visual PROMETHEE Academic - asddsa.vpg (saved)

File Edit Model Control PROMETHEE-GAIA GDSS GIS Custom Assistants Snapshots Options Help

	☒	☒	☒	☒	☒	☒	☒
	FH	PR-FH	Yıllık Reel GS...	Enflasyon Arbg	Cari Denge	Toplam Dış B...	imp/res
Unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit
Cluster/Group							
Preferences							
Min/Max	min	max	min	max	min	max	min
Weight	30,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00
Preference Fn.	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear
Thresholds	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute
- Q: Indifference	1,0000000000	1,0000000000	1,0000000000	1,0000000000	1,0000000000	1,0000000000	1,0000000000
- P: Preference	2,0000000000	2,0000000000	2,0000000000	2,0000000000	2,0000000000	2,0000000000	2,0000000000
- S: Gaussian	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Statistics							
Minimum	2,0000000000	-1,2742522800	1,8773046020	-5,1300708120	6,6843885180	0,6624061900	
Maximum	6,5000000000	7,6349187420	15,673454830	10,470338270	100,90564010	4,6771575180	
Average	3,8701298703	3,3198018114	7,4468263105	-0,7855102651	34,598214769	2,3125196666	
Standard Dev.	1,5686510819	2,4886767003	3,9384852204	3,8861839954	22,468658921	1,0837434705	
Evaluations							
☒ AZERBAIJAN	6,1090909090	1,5654636990	6,8137944400	10,470338270	25,604107190	2,4472704550	
☒ BREZİLYA	2,0000000000	0,4516347600	6,3821538240	-2,4082449300	24,193433980	0,9105755970	
☒ ÇİN	6,5000000000	7,6349187420	2,2529724080	2,3068504360	13,557586310	0,6624061900	
☒ MISIR	5,5454545460	3,6285341610	14,203458010	-3,4228691310	20,068133970	3,6263214260	
☒ ENDONEZYA	2,8636363640	5,3118101310	5,1125191360	-1,7630860550	33,046476920	1,9363593580	
☒ HİNDİSTAN	2,5000000000	7,1117433620	6,8581358480	-1,9783870730	21,039749010	1,6502900290	
☒ MEXİKA	2,9727272730	2,5378404310	4,0167392510	-1,8327987550	34,230103860	2,6771978910	
☒ NİJERYA	4,1636363630	3,1991625680	12,108070550	1,8287880470	6,6843885180	2,2409910420	
☒ PAKİSTAN	4,5000000000	4,4438415670	6,8501266500	-2,3723435200	25,800100190	3,6905789980	

All FH WGI n-FH n-WGI

Actions: 14 (14 active) Criteria: 6 (6 active) Scenarios: 4 (4 active) Locale: Belgium [€/.] Saved

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 13: Senaryo 2’de WGI Endeksinin Kullanıldığı Matris

Ülke	PR-WGI	Büyüme	Enflasyon	Cari Denge	TDBS/GSMH	İth./Rez
Azerbaycan	-0,74569	1,56546	6,81379	10,47034	25,60411	2,44727
Brezilya	-0,05926	0,45164	6,38215	-2,40824	24,19343	0,91058
Çin	-0,47153	7,63492	2,25297	2,30685	13,55759	0,66241
Mısır	-0,84169	3,62853	14,20350	-3,42287	20,06813	3,62632
Hindistan	-0,28808	7,11174	6,85814	-1,97839	21,03975	1,65029
Endonezya	-0,24110	5,31181	5,11252	-1,76309	33,04648	1,93636
Meksika	-0,22639	2,53784	4,01674	-1,83280	34,23010	2,67720
Nijerya	-1,08672	3,19916	12,10810	1,82878	6,68438	2,24099
Pakistan	-1,05510	4,44384	6,85013	-2,37234	25,80010	3,69058
Romanya	0,18528	3,44884	1,87731	-2,80202	59,20372	1,97900
Rusya	-0,71786	0,89500	7,94271	3,09175	32,37967	1,03278
Türkiye	-0,24239	5,88991	8,52214	-5,13007	45,29827	2,30233
Ukrayna	-0,70318	-1,27425	15,67350	-3,23794	100,90560	4,67716
Güney Afrika	0,20993	1,63278	5,64200	-3,74711	42,36362	2,54201

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 3: Senaryo 2’ye İlişkin Ekran Görüntüsü

WGI	PR-WGI	Yıllık Reel GS...	Enflasyon Artışı	Cari Denge	Toplam Dış B...	imp/res
Unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit
Cluster/Group	◆	◆	◆	◆	◆	◆
Preferences						
Min/Max	max	max	min	max	min	min
Weight	30,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00
Preference Fn.	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear
Thresholds	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute
- Q: Indifference	1,0000000000	1,0000000000	1,0000000000	1,0000000000	1,0000000000	1,0000000000
- P: Preference	2,0000000000	2,0000000000	2,0000000000	2,0000000000	2,0000000000	2,0000000000
- S: Gaussian	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Statistics						
Minimum	-1,0867217050	-1,2742522800	1,8773046020	-5,1300708120	6,6843885180	0,6624061900
Maximum	0,2099309250	7,6349187420	15,673454830	10,470338270	100,90564010	4,6771575180
Average	-0,4488412548	3,3198018114	7,4468263105	-0,7855102651	34,598214769	2,3125196666
Standard Dev.	0,4056245212	2,4886767003	3,9384852204	3,8861839954	22,468658921	1,0837434705
Evaluations						
☒ AZERBAIJAN	-0,7456912040	1,5654636990	6,8137944400	10,470338270	25,604107190	2,4472704550
☒ BREZİLYA	-0,0592627340	0,4516347600	6,3821538240	-2,4082449300	24,193433980	0,9105755970
☒ ÇİN	-0,4715298330	7,6349187420	2,2529724080	2,3068504360	13,557586310	0,6624061900
☒ MISIR	-0,8416887690	3,6285341610	14,203458010	-3,4228691310	20,068133970	3,6263214260
☒ ENDONEZYA	-0,2410996260	5,3118101310	5,1125191360	-1,7630860550	33,046476920	1,9363593580
☒ HİNDİSTAN	-0,2880785710	7,1117433620	6,8581358480	-1,9783870730	21,039749010	1,6502900290
☒ MEKSİKA	-0,2263861930	2,5378404310	4,0167392510	-1,8327987550	34,230103860	2,6771978910
☒ NİJERYA	-1,0867217050	3,1991625680	12,108070550	1,8287880470	6,6843885180	2,2409910420
☒ PAKİSTAN	-1,0551020010	4,4438415670	6,8501266500	-2,3723435200	25,800100190	3,6905789980

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

3.3. BULGULAR

Bu kısımda araştırmanın bulgularına yer verilmiştir.

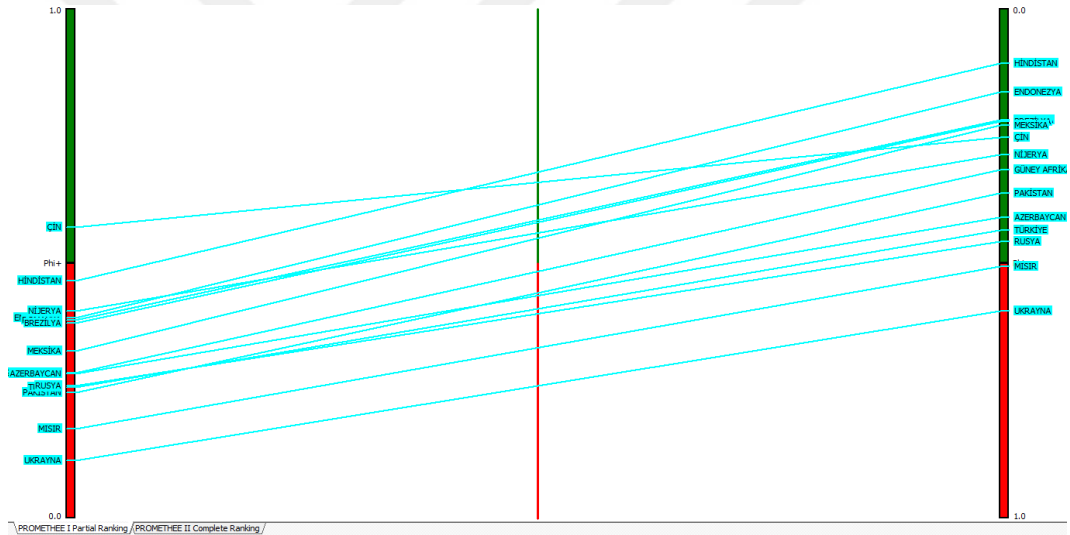
3.3.1. PROMETHEE I’e İlişkin Bulgular

Veriler programa girildikten sonra, alternatif ülkeler olan Azerbaycan, Brezilya, Çin, Mısır, Endonezya, Hindistan, Meksika, Nijerya, Pakistan, Romanya, Rusya, Türkiye, Ukrayna ve Güney Afrika ülkelerinin PROMETHEE yöntemi ile değerlendirilmeleriyle sıralama sonuçlarını içeren çıktılar elde edilmiştir. PROMETHEE I için ortaya çıkan sıralamalar her bir senaryo için Şekil 4 ve Şekil 5’te verilmiştir.

Şekil 4’te politik risk kriteri için Freedom House puanlarından elde edilmiş endeksin kullanıldığı Senaryo 1’de ulaşılan PROMETHEE I (kısmi sıralama)

sonuçları gösterilmektedir. Kısmi sıralamada, ölçüme tabi tutulan her bir alternatif adına -1 ile +1 arasında bulunmak şartıyla negatif ve pozitif değerler hesaplamaktadır. Pozitif çıkan değer, değerlendirilen alternatifin diğer alternatiflere göre pozitif üstünlüğünü göstermektedir. Negatif çıkan değerse, değerlendirilen alternatifin diğer alternatiflere göre ne kadar zayıf kaldığını göstermektedir (Şahin & Akkaya, 2013, s. 75). Senaryo 1'e ait PROMETHEE I (kısmi sıralama) analizinin sonucunda, Çin'in diğer alternatiflere göre pozitif üstünlüğe sahip olduğu görülmektedir. Şekil 4 ayrıca Ukrayna ve Mısır gibi kendisine son sıralarda yer bulan ülkelerin diğer alternatiflere göre negatif değerleri olduğunu ve bu ülkelerin ne ölçüde zayıf kaldığını ortaya koymaktadır.

Şekil 4: Senaryo 1'e Ait PROMETHEE I Sonuçları



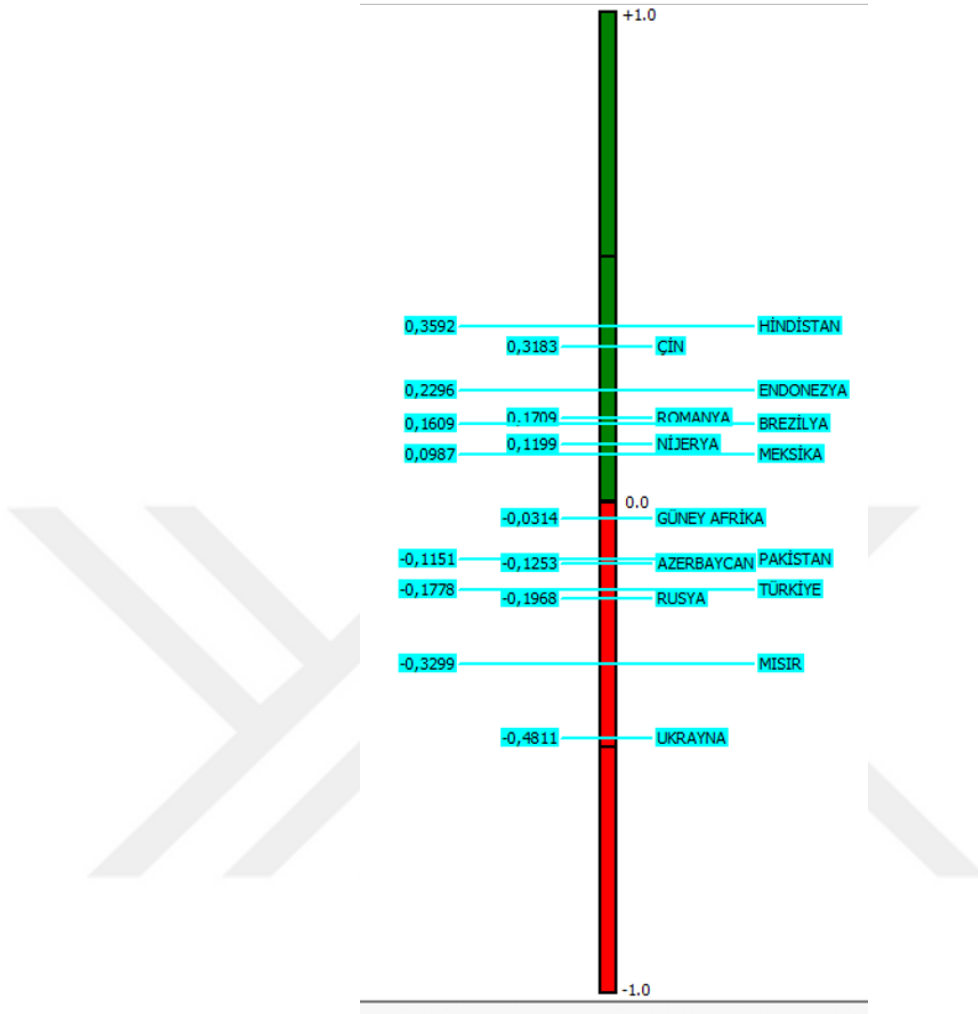
Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 5'te ise Senaryo 2'de oluşan PROMETHEE I (kısmi sıralama) sonuçları verilmiştir. Bu gösterime göre Çin'in kendisini ayrıştırıcı bir olumlu performans sergilediğini söylemek mümkündür. Pozitif üstünlüklere göre bakıldığında Çin alternatifinin arkasından Nijerya'nın geldiği, negatif üstünlüklere göre bakıldığında ise Hindistan'ın 2'nci sırayı aldığı görülmektedir. Ukrayna alternatifi bu senaryoda da en son sırayı almıştır. Senaryo 1'de görülenin aksine Mısır sondan 2'nci sırada yer almamıştır. Mısır'ın yerini negatif üstünlüklere göre bakıldığında Güney Afrika; pozitif üstünlüklere göre bakıldığında ise Türkiye'nin aldığı görülmektedir.

3.3.2. PROMETHEE II'ye İlişkin Bulgular

Senaryo 1’de Hindistan’ın en iyi performansı gösterdiği söylenebilir. Hindistan’ı sırasıyla Çin ve Endonezya ülkeleri takip etmektedir. Bu senaryoya göre, Ukrayna ve Mısır en kötü performansı sergileyen ülkelerdir. Türkiye 11’inci sırada kendisine yer bulmuştur.

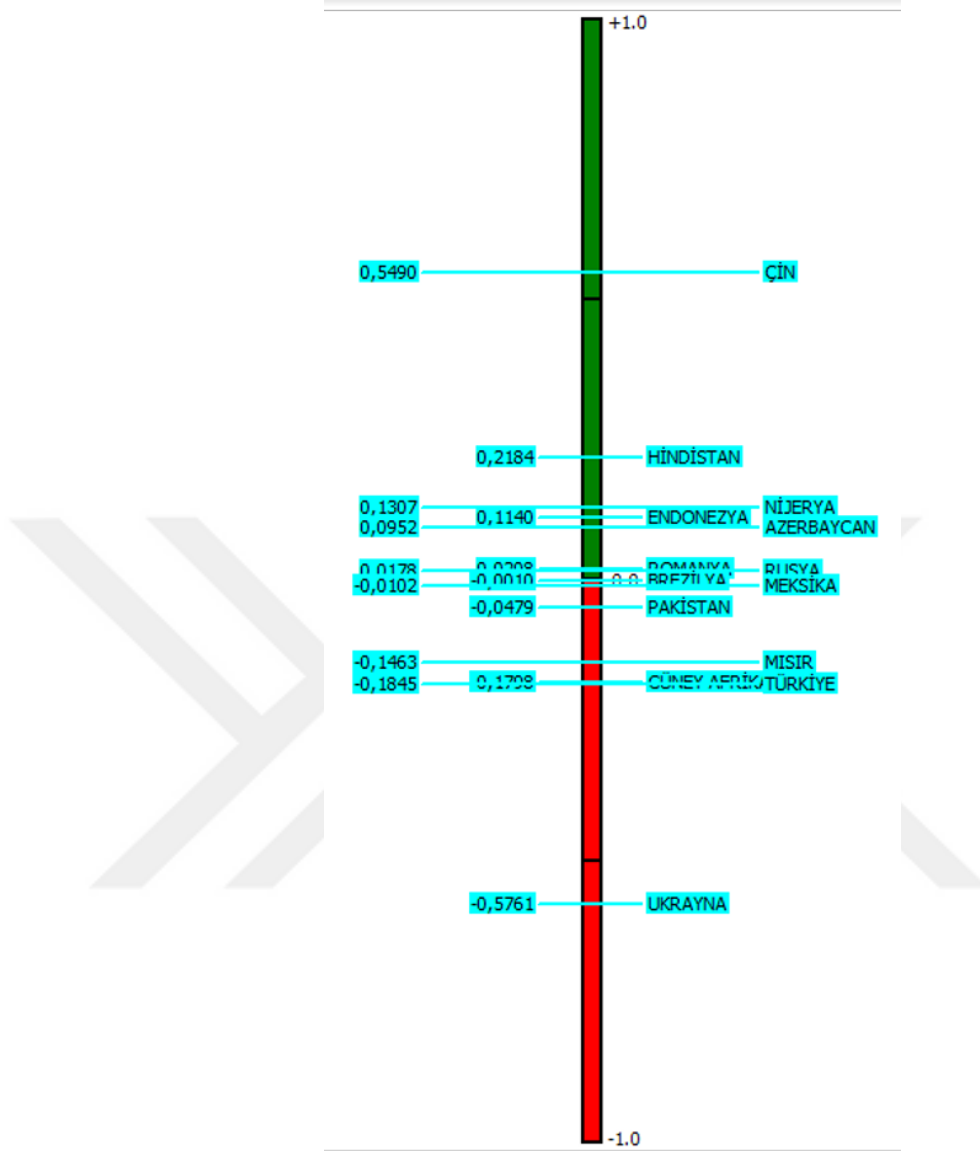
Şekil 6: Senaryo 1'e Ait PROMETHEE II Sonuçları



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Senaryo 2'ye ait PROMETHEE II sonuçları incelendiğinde ise sırasıyla Çin, Hindistan ve Nijerya'nın en iyi üç alternatif olduğu görülmektedir. Son sırada yer alan Ukrayna'nın hemen üzerinde Türkiye yer almaktadır. Türkiye ile Güney Afrika alternatifinin birbirlerine yakın performans sergiledikleri görülmektedir. Ayrıca Mısır alternatifinin, politik risk kriteri için WGI puanlarının kullanılmasıyla Senaryo 2'de kendisini daha üst sıralara attığı görülmektedir.

Şekil 7: Senaryo 2'ye Ait PROMETHEE II Sonuçları



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

3.3.3. PROMETHEE I ve PROMETHEE II Bulgularının Karşılaştırılması

Tablo 14'te çalışmada yer alan alternatif ülkelere ait PROMETHEE II sonucuna dayanarak oluşturulan PROMETHEE Akış Tablosundan elde edilmiş sonuçlar gösterilmiştir. Bu tabloda, PROMETHEE II sıralamasında gösterilmiş alternatiflerin net Phi değerlerine dayanarak sıralanmış hali verilmiştir. Phi değerleri, ise pozitif üstünlük değerlerinden (Ph+) negatif üstünlük değerlerinin

(Ph-) çıkarılması sonucu elde edilen net Phi değerlerini ifade etmektedir (Güney, 2017, s. 184). Bu noktada, Senaryo 1’de Hindistan 0,3592 net üstünlük değeri ile, Senaryo 2’de ise Çin 0,5490 net üstünlük değeri ile birinci sıradadır. Ukrayna, Senaryo 1’de -0,4811 ve Senaryo 2’de -0,5761 net üstünlük değeri elde ederek her iki senaryoda da en son sırada yer almıştır.

Analiz sonucunda Senaryo 1’de sırasıyla Hindistan, Çin, Endonezya, Romanya, Brezilya, Nijerya ve Meksika’ya ait net üstünlük değerlerinin pozitif olduğu görülmektedir. Bu durum, Senaryo 1 için bu alternatiflerin olumlu performans gösterdiğini ifade etmektedir. Senaryo 2’de ise net üstünlük değeri açısından olumlu kabul edilebilecek ülkelerin sırasıyla Çin, Hindistan, Nijerya, Endonezya, Azerbaycan, Romanya ve Rusya ülkeleri olduğu görülmektedir.

Tablo 14: Senaryolara İlişkin Net Üstünlük Değerleri

Senaryo 1		Senaryo 2	
Ülke Adı	Phi (Net)	Ülke Adı	Phi (Net)
1. Hindistan	0,3592	1. Çin	0,5490
2. Çin	0,3183	2. Hindistan	0,2184
3. Endonezya	0,2296	3. Nijerya	0,1307
4. Romanya	0,1709	4. Endonezya	0,1140
5. Brezilya	0,1609	5. Azerbaycan	0,0952
6. Nijerya	0,1199	6. Romanya	0,0208
7. Meksika	0,0987	7. Rusya	0,0178
8. Güney Afrika	-0,0314	8. Brezilya	-0,0010
9. Pakistan	-0,1151	9. Meksika	-0,0102
10. Azerbaycan	-0,1253	10. Pakistan	-0,0479
11. Türkiye	-0,1778	11. Mısır	-0,1463
12. Rusya	-0,1968	12. Güney Afrika	-0,1798
13. Mısır	-0,3299	13. Türkiye	-0,1845
14. Ukrayna	-0,4811	14. Ukrayna	-0,5761

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 14 incelendiğinde, ilk bakışta Çin, Hindistan ve Endonezya'nın seçilebilir derecede iyi performans gösterdiği anlaşılmaktadır. Her bir senaryoda oluşan tüm sıra değerlerini rahat bir şekilde görebilmek adına bu sıra değerlerinin ortalaması alınarak ek bir tablo oluşturulmuştur. Net üstünlük değerlerine göre oluşan sıralamaların ortalama değerlerini gösteren bilgiler aşağıdaki Tablo 15'te gösterilmiştir. Tüm bu tablolardan anlaşıldığı üzere, Çin WGI puanlarının kullanıldığı Senaryoda 1'inci sıradayken; Freedom House adlı kuruluşun verilerinin kullanıldığı senaryoda 2'nci sırada yer almıştır. Hindistan ise Senaryo 1'de ilk sıradayken, Senaryo 2'de ikinci sırayı alması nedeniyle Çin ile aynı ortalama sıra değerine sahip olmuştur. En kötü performansı sergileyen Ukrayna, her iki senaryoda da son sırayı almıştır ve ortalama sıra değeri 14 olmuştur. Türkiye, Senaryo 1'de on birinci sırayı alırken, Senaryo 2'de on üçüncü sırayı almıştır. Her iki senaryoda oluşan bu sıralamalar neticesinde Türkiye 12 ortalama sıra değerini almıştır.

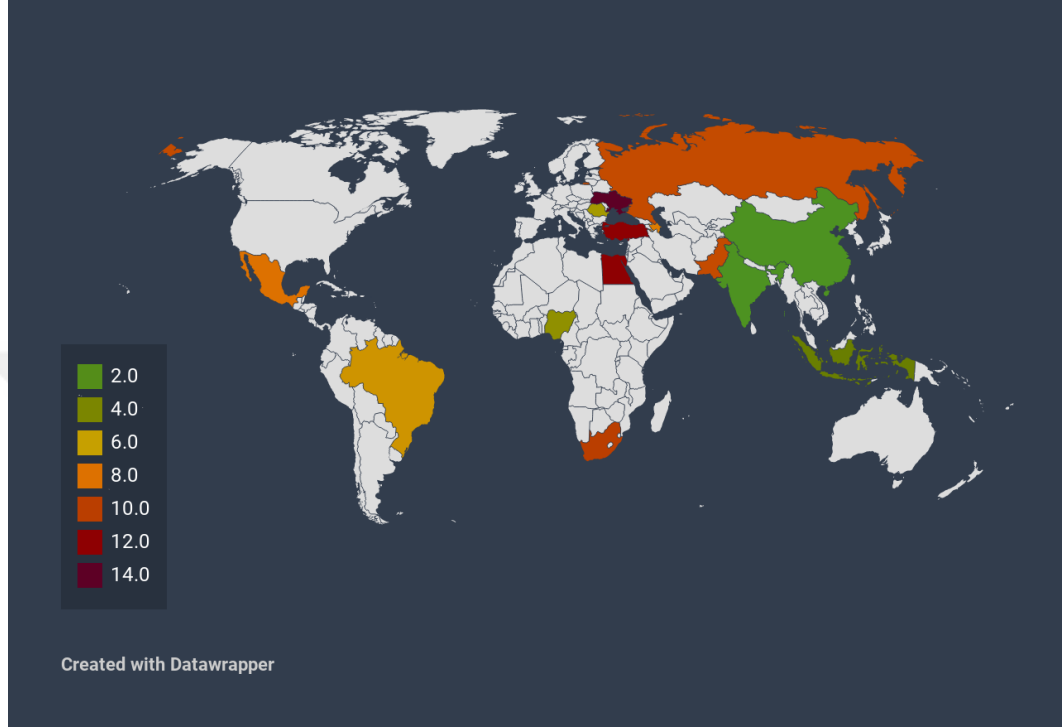
Tablo 15: Net Üstünlük Değerlerine Göre Sıralamaların Ortalama Değerleri

Ülke Adı	Ortalama Sıra Değeri
Çin	1,5
Hindistan	1,5
Endonezya	3,5
Nijerya	4,5
Romanya	5
Brezilya	6,5
Azerbaycan	7,5
Meksika	8
Pakistan	9,5
Rusya	9,5
Güney Afrika	10
Türkiye	12
Mısır	12
Ukrayna	14

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 8’de PROMETHEE II çıktıları ile oluşturulan Tablo 15 kullanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 8: Ortalama Risk Değerlerine Göre Oluşturulan Risk Dağılımı Haritası



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

3.3.4. GAIA Düzlemine İlişkin Bulgular

GAIA düzlemi sayesinde birden fazla çok kritere sahip problemlere ilişkin çözümler iki boyutlu olarak ifade edilebilmektedir. Kalın ve yatay eksene yakın bulunan doğru optimal sonucun kestirilmesinde kullanılır. Ayrıca, bu optimal doğruya yakınlık gösteren değerlerin, değerlendirilen kriterlere göre seçilebilecek alternatifler olduğu bilinmektedir. Kriterler ince çizgilerle gösterilmektedir. Bu çizgilerden birine yakın olan alternatifin ise, söz konusu kriter açısından öncelikli bir konuma sahip olduğu anlaşılmaktadır (Şahin & Akkaya, 2013, s. 75). Ayrıca, GAIA düzleminde kullanılan renk kodları vardır. Düzlemde gösterilen elemanların sayısı bakımından bir kalite göstergesi olan bu renk kodlarında; yeşil renk, tatminkâr bir kalite düzeyini ifade ederken, kırmızı renk ise oldukça düşük

bir düzeyi ifade etmektedir (Visual PROMETHEE, 2013). Bu çalışmada oluşturulan her iki senaryoya ait gösterilen renk kodları yeşil renge sahiptir.

Şekil 9’da Senaryo 1 için oluşturulan GAIA düzlemi görülmektedir. Buna göre Hindistan’ın net bir şekilde en iyi performansı gösterdiğini söylemek mümkündür. Çin’in de eksenin aynı tarafında yer alması nedeniyle tercih edilebilir konumda bulunduğu söylenebilir. Ukrayna alternatifinin gösterdiği kötü performansın ne düzeyde ayrıştırıcı etki yaptığı da yine GAIA düzlemi gösterimi sayesinde anlaşılır olmaktadır. Türkiye, optimal çözüm doğrusuna ters istikamette kendine yer bulmuştur. Kriterler açısından bakıldığında Türkiye politik risk kriteri açısından nispeten tercih edilebilir konumdadır. Hindistan alternatifi enflasyon, büyüme ve ithalatın rezervlere oranı kriterleri açısından oldukça iyi bir konumdadır.

Şekil 9: Senaryo 1'e Ait GAIA Düzlemi Gösterimi



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 10'da ise Senaryo 2'ye ait GAIA düzlemi görüntüsü yer almaktadır. Buna göre Hindistan'ın yine en iyi konumunu koruduğunu söylemek mümkündür. Politik risk kriteri için WGI puanlarından elde edilen endeksin kullanıldığı Senaryo 2'de Endonezya'nın kendisini optimal doğru ile aynı bölüme attığı göze çarpmaktadır. Çin, bu senaryoda da benzer bir performans ortaya koymuştur. Mısır'ın Senaryo 1'e kıyasla optimal doğruya yaklaştığı görülmektedir. Yerini yaklaşık olarak koruyan Türkiye'nin optimal doğrunun yer değiştirmesi ile birlikte performansının Senaryo 1'e göre daha olumsuzla ulaştığı söylenebilir. Kriterler açısından bakıldığında, enflasyon artışı kriterine göre en iyi seçimin Endonezya olduğu anlaşılmaktadır.

Şekil 10: Senaryo 2’ye Ait GAIA Düzlemi Gösterimi



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

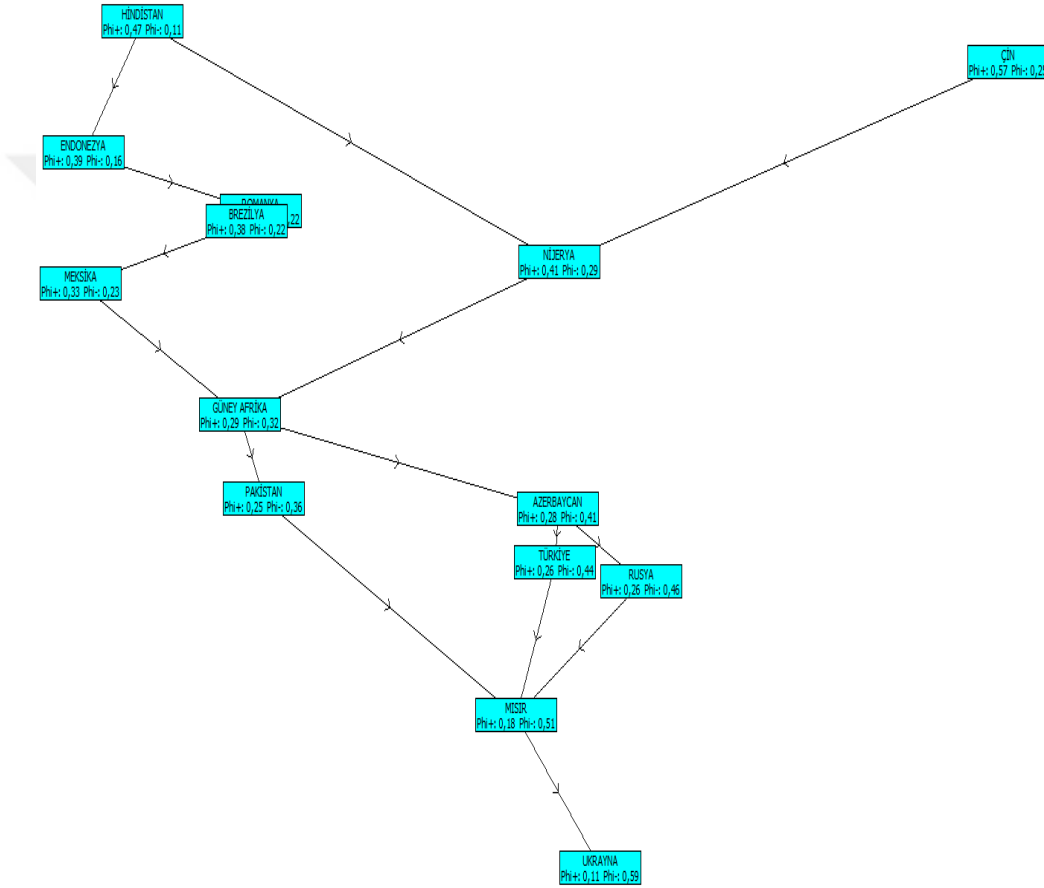
3.3.5. Promethee Network’e İlişkin Bulgular

Promethee Network çıktısında alternatiflerin düğüm (ağ) şeklinde ve tercih konusu olan ise alternatifler ok sembolü ile gösterilmesi söz konusudur. Göreceli konumlarda yer alan düğüm şekli sayesinde üstünlük değerlerinin arasındaki yakınlık daha net bir ifadeye kavuşmaktadır (Visual PROMETHEE, 2013). Promethee Network çıktısına ait ekran görüntüsü her iki senaryo için Şekil 11 ve Şekil 12’de verilmiştir.

Senaryo 1’e ilişkin Şekil 11’de Hindistan’ın diğer alternatiflere göre baskın geldiği görülmektedir. Aynı şekilde Çin de benzer bir konuma sahiptir. En

kötü performansı gösteren Ukrayna'nın ardından Mısır gelmektedir. Türkiye ve Azerbaycan'ın, Romanya ve Brezilya'nın birbirleriyle benzerlikler taşıdığı anlaşılmaktadır. Network üzerindeki kümelenmeler incelendiğinde birbirleriyle benzerlik taşıyan diğer ülkeler de görülebilmektedir.

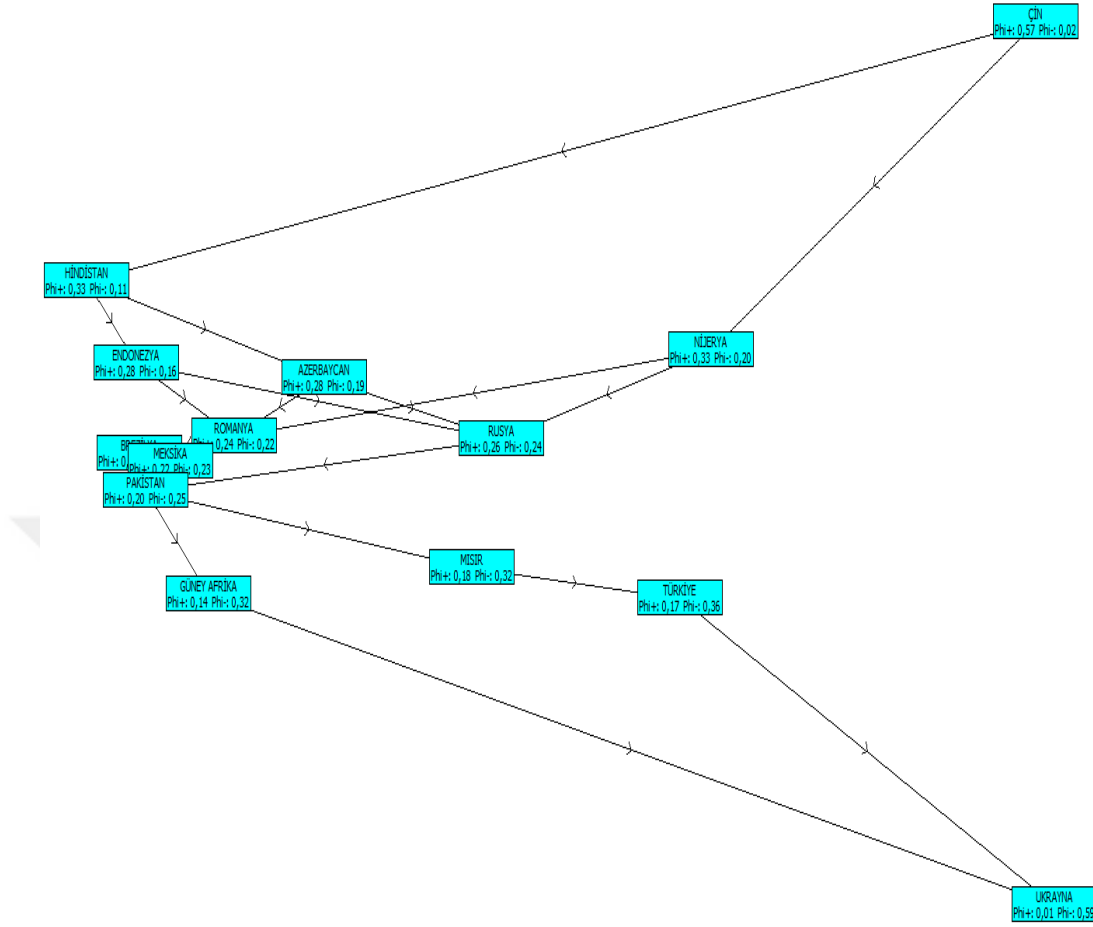
Şekil 11: Senaryo 1'de Ulaşılan Promethee Network Çıktısı



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Senaryo 2'ye ilişkin Promethee Network çıktısını gösteren Şekil 12 incelendiğinde ise Çin'in en iyi ve Ukrayna'nın en kötü performansı sergilediği açık bir şekilde anlaşılmaktadır. Politik risk kriteri adına WGI puanlarının kullanılmasıyla birlikte, Senaryo 2'de Çin oldukça baskın bir performans ortaya koymuştur. Kümelenmeler incelendiğinde Brezilya, Pakistan, Romanya ve Meksika alternatiflerinin birbirleriyle benzer özelliklere sahip olduğu görülmektedir.

Şekil 12: Senaryo 2’de Ulaşılan Promethee Network Çıktısı



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

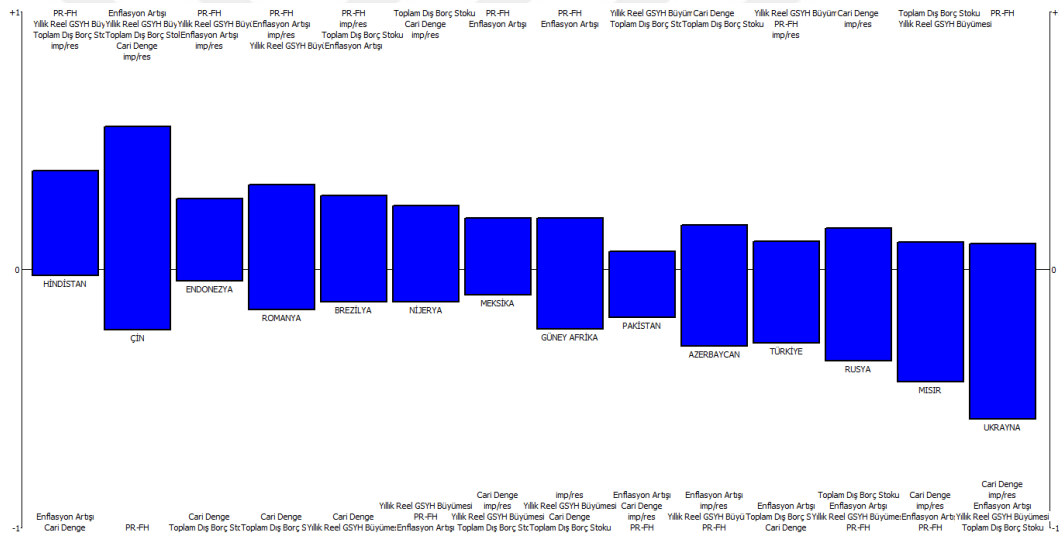
3.3.6. Promethee Rainbow’a İlişkin Bulgular

Promethee Rainbow gösteriminde her alternatif adına bir çubuk olacak şekilde bir grafik oluşturulmaktadır. Yukarı doğru olan dilimler iyi özelliklere dayanmaktayken, aşağı doğru olan dilimler ise olumsuz özelliklere karşılık gelmektedir. Alternatifler, PROMETHEE II sonucuna göre soldan sağa doğru sıralanmaktadır (Visual PROMETHEE, 2013). Promethee Rainbow çıktısına ait gösterimler Senaryo 1 için Şekil 13’te, Senaryo 2 için ise Şekil 14’te görülmektedir.

Senaryo 1’e ilişkin Promethee Rainbow çıktısına ait Şekil 13 incelendiğinde, Hindistan alternatifinin enflasyon artışı ve cari denge kriterlerinden dolayı olumsuz tarafa doğru bir miktar çekildiğini söylemek

mümkündür. Çin alternatifinin ise Freedom House puanlarından elde edilmiş endeks ile ele alınan politik risk kriterinin yaşattığı ciddi olumsuzluk neticesinde, ekonomik kriterler açısından Hindistan’a göre oldukça olumlu olmasına karşın ikinci sırayı aldığı anlaşılmaktadır. Türkiye’ye ait çubuk incelendiğinde, ithalatın rezervlere oranı ve yıllık büyüme oranı ekonomik kriterleriyle beraber Freedom House puanlarından elde edilmiş politik risk kriterinin olumlu etki yarattığını söylemek mümkündür. Kamu borcu oldukça düşük olan Türkiye’nin, oldukça fazla olan özel sektör borçluluğu neticesinde yüksek borçluluğa sahip olan bir ekonomi olduğu bilinmektedir. İlgili çubuk incelendiğinde, toplam dış borç stoku/GSMH oranı kriterinin olumsuz etkisi tıpkı enflasyon artışı ve cari denge kriterlerinde olduğu gibi ortaya çıkmaktadır.

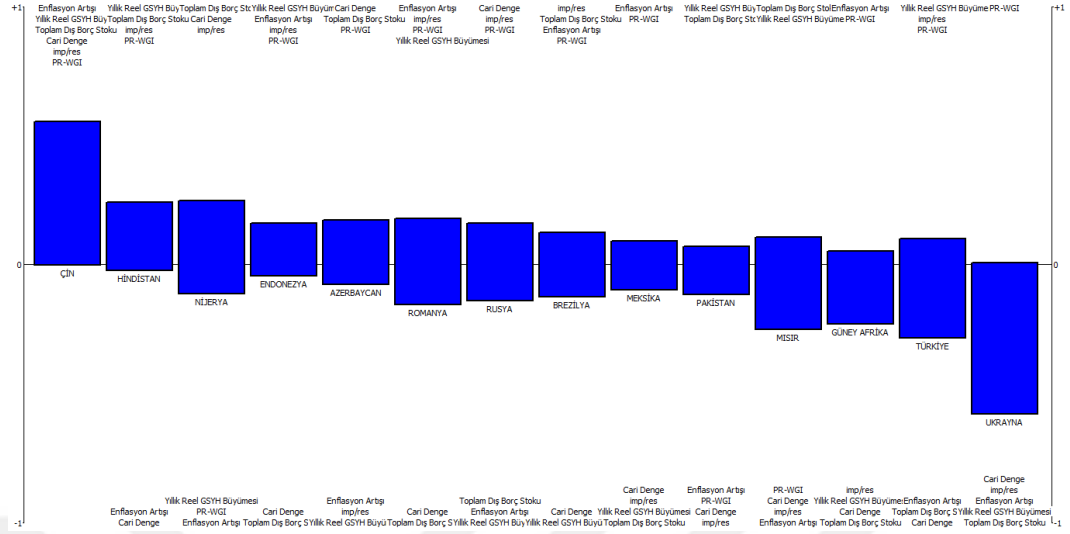
Şekil 13: Senaryo 1’e Ait Promethee Rainbow Sonucu



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Senaryo 2’ye ait Promethee Rainbow çıktıları gözlemlendiğinde (Şekil 14), Çin’in yaşadığı yükselişin daha önce de ortaya konduğu gibi politik risk kriteri adına WGI puanlarından elde edilmiş endeksin kullanılmasıyla gerçekleştiği anlaşılmaktadır. Senaryo 2’ye ait bu çıktıya göre Çin herhangi bir kriter tarafından olumsuz anlamda baskılanmamıştır. Mısır ve Rusya’nın politik risk kriterinde oluşturulan değişmeden olumlu yönde etkilendikleri görülmektedir. Ukrayna’ya ait çubukta, her iki senaryoda da olumlu etkiyi yalnızca politik risk kriteri sağlamıştır.

Şekil 14: Senaryo 2’ye Ait Promethee Rainbow Sonucu



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

3.4. TARTIŞMA

Bu çalışma, Dünya Bankası veri tabanı kullanılarak Türkiye ile benzer ekonomik ve/veya politik koşullara sahip olan toplamda 14 ülkeyi ülke riskine göre sıralamak ve elde edilen sonuçların uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ile ne ölçüde uyumlu olduğunu ortaya koymak amacıyla gerçekleştirilmiştir. Azerbaycan, Brezilya, Çin, Mısır, Endonezya, Hindistan, Meksika, Nijerya, Pakistan, Romanya, Rusya, Türkiye, Ukrayna ve Güney Afrika'nın dahil edildiği araştırmada 2008-2017 dönemi verileri kullanılmıştır.

Yapılan uygulamada alternatif ülkelerin sıralamasında kullanılacak kriterler ekonomik ve politik olmak üzere iki ana başlıkta toplanmıştır. Ekonomik kriterler, yıllık reel büyüme, yıllık tüketici enflasyonu, cari denge, toplam dış borç stoku ve ithalatın toplam rezervlere oranıdır. Politik risk kriteri için ise iki farklı veri kaynağı kullanılmıştır. Senaryo 1 ve Senaryo 2 olarak adlandırılan bu iki farklı kaynaktan ilkinde Freedom House adlı kuruluşun yayınladığı endeks, ikinci kaynakta ise Dünya Bankası'nın WGI endeksi kullanılmıştır. Oluşturulan her iki senaryo, PROMETHEE yöntemine göre değerlendirilmiştir.

Tablo 16'da ülkelerin kredi notları, her üç kuruluş için de ayrı ayrı olmak üzere açıklamaları ile birlikte bütünsel olarak görülmektedir. Tablo 17'de Moody's'in kredi derecelendirmelerine göre ülkelerin sıralaması, Tablo 18'de

Standard & Poors'un kredi derecelendirilmelerine göre ülkelerin sıralamaları, Tablo 19'da ise Fitch'in kredi derecelendirilmelerine göre ülkelerin sıralamaları görölmektedir.



Tablo 16: Ülkelerin Kredi Notları ve Açıklamaları

	Moody's	<i>Açıklama</i>	S&P	<i>Açıklama</i>	Fitch	<i>Açıklama</i>
Azerbaycan	Ba2	<i>Yatırım Yapılamaz</i>	BB+	<i>Yatırım Yapılamaz</i>	BB+	<i>Yatırım Yapılamaz</i>
Brezilya	Ba2	<i>Yatırım Yapılamaz</i>	BB-	<i>Yatırım Yapılamaz</i>	BB-	<i>Yatırım Yapılamaz</i>
Çin	A1	<i>Orta Üst</i>	A+	<i>Orta Üst</i>	A+	<i>Orta Üst</i>
Mısır	B2	<i>Yüksek Ölçüde Spekülatif</i>	B	<i>Yüksek Ölçüde Spekülatif</i>	B+	<i>Yüksek Ölçüde Spekülatif</i>
Endonezya	Baa2	<i>Orta Alt</i>	BBB	<i>Orta Alt</i>	BBB	<i>Orta Alt</i>
Hindistan	Baa2	<i>Orta Alt</i>	BBB-	<i>Orta Alt</i>	BBB-	<i>Orta Alt</i>
Meksika	A3	<i>Orta Üst</i>	BBB+	<i>Orta Alt</i>	BBB	<i>Orta Alt</i>
Nijerya	N/A	<i>-</i>	B	<i>Yüksek Ölçüde Spekülatif</i>	B+	<i>Yüksek Ölçüde Spekülatif</i>
Pakistan	B3	<i>Yüksek Ölçüde Spekülatif</i>	B-	<i>Yüksek Ölçüde Spekülatif</i>	B-	<i>Yüksek Ölçüde Spekülatif</i>
Romanya	Baa3	<i>Orta Alt</i>	BBB-	<i>Orta Alt</i>	BBB-	<i>Orta Alt</i>
Rusya	Baa3	<i>Orta Alt</i>	BBB-	<i>Orta Alt</i>	BBB	<i>Orta Alt</i>
Türkiye	B1	<i>Yüksek Ölçüde Spekülatif</i>	B+	<i>Yüksek Ölçüde Spekülatif</i>	BB-	<i>Yatırım Yapılamaz</i>
Ukrayna	Caa1	<i>Önemli Ölçüde Riskli</i>	B	<i>Yüksek Ölçüde Spekülatif</i>	B	<i>Yüksek Ölçüde Spekülatif</i>
Güney Afrika	Baa3	<i>Orta Alt</i>	BB	<i>Yatırım Yapılamaz</i>	BB+	<i>Yatırım Yapılamaz</i>

Kaynak: <https://countryeconomy.com/ratings>'den

derlenmiştir.

Tablo 17: Ülkelerin Moody's Kredi Derecelendirmesine Göre Sıralaması

Sıra		Moody's	Açıklama
1	Çin	A1	Orta Üst
2	Meksika	A3	Orta Üst
3	Endonezya	Baa2	Orta Alt
	Hindistan	Baa2	Orta Alt
4	Romanya	Baa3	Orta Alt
	Rusya	Baa3	Orta Alt
	Güney Afrika	Baa3	Orta Alt
5	Azerbaycan	Ba2	Yatırım Yapılamaz
	Brezilya	Ba2	Yatırım Yapılamaz
6	Türkiye	B1	Yüksek Ölçüde Spekülatif
7	Mısır	B2	Yüksek Ölçüde Spekülatif
8	Pakistan	B3	Yüksek Ölçüde Spekülatif
9	Ukrayna	Caa1	Önemli Ölçüde Riskli
10	Nijerya	N/A	-

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 18: Ülkelerin Standard & Poor's'a Göre Sıralaması

	S&P	Açıklama
1	Çin	A+ Orta Üst
2	Meksika	BBB+ Orta Alt
3	Endonezya	BBB Orta Alt
4	Romanya	BBB- Orta Alt
	Rusya	BBB- Orta Alt
	Hindistan	BBB- Orta Alt
5	Azerbaycan	BB+ Yatırım Yapılamaz
6	Güney Afrika	BB Yatırım Yapılamaz
7	Brezilya	BB- Yatırım Yapılamaz
8	Türkiye	B+ Yüksek Ölçüde Spekülatif
9	Ukrayna	B Yüksek Ölçüde Spekülatif
	Nijerya	B Yüksek Ölçüde Spekülatif

Mısır	B	Yüksek Ölçüde Spekülatif
10 Pakistan	B-	Yüksek Ölçüde Spekülatif

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 19: Ülkelerin Fitch Kredi Derecelendirmesine Göre Sıralaması

	Fitch	Açıklama
1 Çin	A+	Orta Üst
2 Endonezya	BBB	Orta Alt
Rusya	BBB	Orta Alt
Meksika	BBB	Orta Alt
3 Hindistan	BBB-	Orta Alt
Romanya	BBB-	Orta Alt
4 Azerbaycan	BB+	Yatırım Yapılamaz
Güney Afrika	BB+	Yatırım Yapılamaz
5 Brezilya	BB-	Yatırım Yapılamaz
Türkiye	BB-	Yatırım Yapılamaz
6 Mısır	B+	Yüksek Ölçüde Spekülatif
Nijerya	B+	Yüksek Ölçüde Spekülatif
7 Ukrayna	B	Yüksek Ölçüde Spekülatif
8 Pakistan	B-	Yüksek Ölçüde Spekülatif

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Araştırmadan elde edilen bulgular, Senaryo 1'de Hindistan'ın ve Çin'in açık ara en iyi performansı gösterdiğini, sırasıyla Rusya, Mısır ve Ukrayna'nın ise en kötü performansı sergilediğini göstermektedir. Hindistan ve Çin'i, sırasıyla Endonezya, Romanya, Brezilya, Nijerya ve Meksika takip etmektedir.

Senaryo 1'in bulguları, Moody's'in kredi dereceleri ile karşılaştırıldığında, toplam 14 ülke içerisinde Çin'in en iyi kredi derecelendirmesine sahip olduğunu, Senaryo 1'e göre orta sıralarda yer alan Meksika'nın Moody's'in sıralamasında ikinci olduğunu, bu iki ülkeyi sırasıyla Endonezya, Hindistan ve Romanya'nın takip ettiği görülmektedir. Rusya ise Senaryo 1'e göre sonlarda olmasına rağmen,

Moody's'e göre üst sıralardadır. Mısır, Pakistan ve Ukrayna, Moody's'in sıralamasında da en son sırada yer almaktadır.

Bu iki bulgu karşılaştırıldığında Senaryo 1 ile Moody's'in bulgularının tutarlı olduğunu söylemek mümkündür.

Standard & Poors'un kredi derecelendirmelerine bakıldığında da yine Çin, Meksika, Endonezya, Romanya ve Hindistan'ın kredi derecelendirmesine göre yapılan sıralamada başı çektiği görülmektedir. Benzer şekilde Ukrayna, Mısır ve Pakistan yine son sıralarda kendisine yer bulmuştur. Bu bulgular da Senaryo 1'in bulguları ile tutarlıdır.

Fitch'in kredi derecelendirmelerine bakıldığında, sırasıyla Çin, Endonezya, Meksika, Hindistan ve Romanya'nın ülkeler arasında en iyi durumda olan ülkeler olduğu, Mısır, Nijerya, Ukrayna ve Pakistan'ın yine en son sıralarda olduğu görülmektedir. Bu sıralama da Senaryo 1'in bulguları ile uyumludur.

Senaryo 1'e göre ilk 7 sırada bulunan Hindistan, Çin, Endonezya, Romanya, Brezilya, Nijerya ve Meksika'nın her üç uluslararası derecelendirme kuruluşunun yayınladığı raporlarda da yine başı çektiği görülmektedir. Ancak dikkat çekici bir bulgu, Rusya'nın Senaryo 1'deki son sıralardaki yerine rağmen, her üç kuruluş da Rusya'yı yatırım yapılabilir düzey içerisindeki Orta Alt sınıfına dahil etmesidir. Kısaca Rusya, bu on dört ülke içerisinde kredi derecelendirme kuruluşlarına göre üst sıralarda yer almaktadır. Ancak Senaryo 1'de Rusya'nın sonlarda olduğu görülmektedir.

Türkiye açısından değerlendirildiğinde de Türkiye'nin kredi notu, Moody's ve Standard&Poor's için 'Yüksek Ölçüde Spekülatif' seviyesinde, Fitch için ise 'Yatırım Yapılamaz' seviyesindedir. Dolayısıyla Türkiye'nin kredi derecelendirme kuruluşlarına göre bulunduğu yer ile Senaryo 1'in bulguları tutarlıdır.

Senaryo 2'nin bulguları ile kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladığı kredi notlarına göre yapılan sıralama karşılaştırıldığında ise Çin ve Hindistan'ın yine başı çektiği görülmekle birlikte sürpriz bulgular da söz konusudur. Örneğin Nijerya ve Azerbaycan, Senaryo 2'ye göre kendilerine üst sıralarda yer bulurken, her üç kredi derecelendirme kuruluşu için de üst sıralarda yer alan Meksika, Senaryo 2'ye göre orta sıraların altında yer almaktadır. Azerbaycan, her üç kuruluş

için de ‘Yatırım Yapılamaz’ seviyesindeyken, Nijerya Standard & Poors ve Fitch için ‘Yatırım Yapılamaz’ seviyesindedir. Ukrayna Senaryo 2'ye göre de en son sırada kendisine yer bulmuştur. Dolayısıyla Senaryo 2'nin bulguları ile kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarına göre yapılan sıralama da ufak sürprizlerle birlikte kısmen tutarlıdır.

Senaryo 2'nin bulguları Türkiye açısından değerlendirildiğinde, Türkiye'nin hem Senaryo 2'nin bulgularında hem de her üç kuruluşun da kredi derecelendirmelerine göre yapılan sıralamada son sıralarda yer aldığı görülmektedir. Dolayısıyla bulgular, Türkiye için de tutarlıdır.



SONUÇ

Finansal piyasalarda yaşanan serbestleşme hareketleri ve beraberinde gelen küreselleşme, ülkeler arası sermaye hareketlerinin önemli seviyelere ulaşılmasını sağlamıştır. Piyasalar için kredi derecelendirmesi, risk yönetimi ve piyasa disiplini gibi konular önemli bir hale gelmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları, finansal kararlar almada hem bireyler hem kurumsal yapılar açısından yardımcı birer nesnel kriterler kaynağı olarak piyasadaki önemli aktörlerdir. Bununla birlikte, bu kuruluşlar ve onların derecelendirme yaklaşımları, özellikle 2008 finansal krizinden sonra, ekonomilerde beliren olumsuz durumları ve hatalı olduğu ortaya çıkan belirli varlık değerlendirmelerini yansıtamadığı için geniş çevrelerce eleştirilmektedir.

Bu çalışmada, Türkiye ile ekonomik ve/veya politik risk durumları açısından benzerlik taşıdığına inanılan ülkeler, ekonomik ve politik değişkenler üzerinden değerlendirmeye alınmıştır. Değişkenler, verilere ulaşma imkânı ve verilerin birbirlerini mümkün olduğunca içermemesi göz önüne alınarak belirlenmiştir.

Literatürde, özellikle makroekonomik veriler ile politik riske ilişkin verileri aynı potada eriterek bütünüyle bir ülke riski çalışması yapan ve yöntem itibari ile çok kriterli karar verme metoduna dayanan yeterli sayıda çalışmaya rastlanılmamıştır. Özellikle Türkçe literatür içerisinde, bu anlamda bir eksiklik olduğu düşünmek; belirgin bir çalışmayla karşılaşılmadığından dolayı mümkündür. Ayrıca, 2008 finansal krizinden sonra özellikle yasal otoriteler ve bilim adamları, CDS primlerini ve kredi derecelendirme kuruluşlarını, ülkelerin riskini yansıtmaya kapasiteleri bakımından eleştirmektedir. Bu şekilde, bu çalışma bir ülkenin riskinin belirlenmesi için değerli bir yardımcı alternatif sunmaktadır. Ayrıca, istenildiğinde kriterlerin ve ağırlıklarının belirlenmesinde kullanılabilecek CRITIC gibi çeşitli yaklaşımların uygulamaya entegre edilebilecek olması ile birlikte düşünüldüğünde; çok kriterli karar verme yöntemlerinden PROMETHEE yönteminin kredi derece kuruluşlarına karşı, detaylı ve kapsamlı çalışmalarda temel olarak kullanılabilecek basit kullanımlı bir alternatif olduğu fark edilebilir. Üstelik çok kriterli karar verme yöntemleri arasında gelişmiş bir metot olan

PROMETHEE, hangi kriterin ne önemde ele alınacağını araştırmacının uygun ağırlıklandırma ile kendi amacına göre belirleyebilmesine imkân veren esnek bir yapıya sahiptir.

PROMETHEE yönetiminin güçsüz yönü ise ağırlıklandırma aşamasında ortaya çıkmaktadır. Ağırlık katsayılarının karar vericinin tercihinin bırakılmasından ötürü, karar vericinin ağırlık katsayılarını yeniden düzenleme yoluna gitmesiyle birlikte sonuçta elde edilecek karar çubuğunun yönü ve boyu değişebilmektedir. Ancak, PROMETHEE yöntemi ÇKKV yöntemleri arasında tercih fonksiyonları belirleme imkânı sunan ve GAIA düzleminin kullanılmasını sağlayan bir yöntem olması nedeniyle ön plana çıkmaktadır. Bu durum, alternatiflerin, kriterlere göre ikili karşılaştırma sürecini kolaylaştırmaktadır. Ancak bu noktada, hangi tercih fonksiyonunun hangi kritere atanacağı büyük ölçüde karar vericinin bilgi ve tecrübe birikimine göre şekilleneceğinden kaynaklı ek bir zorluk ortaya çıkmaktadır.

Bu çalışmada, Dünya Bankası veri tabanı kullanılarak Türkiye ile benzer ekonomik ve/veya politik koşullara sahip olan 14 ülke, PROMETHEE yöntemi ile ülke riskine göre sıralanmıştır. Elde edilen sıralama sonuçları, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladığı notların sıralaması ile ne ölçüde uyumlu olduğunu ortaya koymak amacıyla karşılaştırılmıştır. Azerbaycan, Brezilya, Çin, Mısır, Endonezya, Hindistan, Meksika, Nijerya, Pakistan, Romanya, Rusya, Türkiye, Ukrayna ve Güney Afrika'nın dahil edildiği araştırma, 2008-2017 dönemi verileri ile gerçekleştirilmiştir.

Yapılan uygulamada ülkeler, ekonomik ve politik olmak üzere iki ana başlıkta kriterlere göre sıralama yapılmıştır. Ekonomik kriterler, yıllık reel büyüme, yıllık tüketici enflasyonu, cari denge, toplam dış borç stoku ve ithalatın toplam rezervlere oranıdır. Politik risk kriteri için ise Senaryo 1 ve Senaryo 2 olmak üzere iki farklı senaryo test edilmiştir. Bu senaryoların birinde Freedom House'un endeksi, diğerinde ise Dünya Bankası'nın WGI endeksi kullanılmıştır. Oluşturulan her iki senaryo, PROMETHEE yöntemine göre değerlendirilmiştir.

Araştırmadan elde edilen bulgular, her iki senaryo için de Hindistan ve Çin'in başı çektiğini göstermektedir. Bu iki ülke, kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladığı kredi notlarına göre yapılan sıralamada da ilk

sıralardadır. Mısır ve Ukrayna ise hem ülke riskine göre yapılan sıralamada hem de kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladığı kredi notlarına göre yapılan sıralamada son sıradadır. Dolayısıyla her iki senaryodan ulaşılan bulgular ile kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladığı notlar, en iyi ve en kötü alternatifler açısından benzer sonuçlar üretmiştir. Ancak Senaryo 1’de Rusya,  lke riski sıralamasında en alt sıralarda yer bulurken, kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarına göre sıralamalarda üst grupta yer almaktadır. Türkiye’nin Senaryo 1’deki son sıralardaki yeri ise kredi derecelendirme kuruluşları bakımından da hemen hemen aynıdır ve yine son sıralardadır.

Senaryo 2’de ise sürpriz denilebilecek bulgulara erişilmiştir. Her ne kadar Hindistan ve Çin yine başı çekiyor, Mısır ve Ukrayna yine son sıralarda yer alıyorsa da bulgular, Nijerya, Azerbaycan ve Meksika için bulgular sürpriz niteliktedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları notlara göre yapılan sıralamada Nijerya ve Azerbaycan son sıralardayken, Meksika  st sıralardadır. Ancak  lke riskine göre yapılan sıralamada Nijerya ve Azerbaycan  st sıralarda, Meksika ise alt orta sıralarda kendisine yer bulabilmiştir. Dolayısıyla Senaryo 2, kredi derecelendirme kuruluşlarına göre sürpriz bulgular üretmiştir.

Bu çalışmada 14 ülkenin ülke riskine göre yapılan sıralaması ile kredi derecelendirme kuruluşlarının açıkladığı kredi notlarına göre yapılan sıralama arasındaki farklar incelenmiştir. Ulaşılan bulgular doğrultusunda ülke riskinin değerlendirmesinde PROMETHEE yöntemine göre bir sıralamanın yapılabileceğini ve kredi derecelendirme kuruluşlarına yapılan eleştirilerin ağır olduğunu söylemek mümkündür. Çünkü PROMETHEE ile yapılan ülke riski sıralaması ile kredi derecelendirme kuruluşlarının bulguları arasında uçurum denilecek farklılık yoktur. Hatta bulguların tutarlı olduğunu söylemek dahi mümkündür.

KAYNAKÇA

Abdullah, F. A. (1985). Development of an Advance Warning Indicator of External Debt Servicing Vulnerability. *Journal of International Business Studies*, 16(3), 135-141.

Adler, M. ve Dumas, B. (1983). International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis. *The Journal of Finance*, XXXVIII(3), 925-984.

Akkaya, G. C. ve Demireli, E. (2010). Analitik Hiyerarşi Süreci ile Kredi Derecelendirme Analizi Üzerine Bir Model Önerisi. *ÇÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19(1), 319-335.

Aksoylu, E. ve Görmüş, Ş. (2018). Gelişmekte Olan Ülkelerde Ülke Riski Göstergesi Olarak Kredi Temerrüt Swapları: Asimetrik Nedensellik Yöntemi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 14(1), 15-34.

Altunkaya, H. İ. (2013). *Ülkelerin Uzun Dönem Kredi Notlarının Derecelendirilmesinde Önemli Değişkenlerin Veri Madenciliği Teknikleri Kullanılarak Belirlenmesi*. Hacettepe Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

Amin, A. S., Jain, P. ve Malik, M. (2018). Stock market reaction to credit rating changes: new evidence*. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1-18.

Anh, N. H., Duong, D. T., Yang, T. ve Yoon, S. W. (2017). An Investigation of Credit Rating and Capital Structure: Empirical Evidence from Listed Companies on Vietnam Stock Market. *Pan-Pacific Journal of Business Research*, 8(1), 47-54.

Athayde G. M. ve Flores R. G. (2000). Introducing Higher Moments in the CAPM: Some Basic Ideas. *Advances in Quantitative Asset Management* (ss. 3-15). New York: Springer Science+Business Media

Baresa, S., Bogdan, S. ve Ivanovic, S. (2012). Role, Interests and Critics of Credit Rating Agencies. *UTMS Journal of Economics*, 3(1), 71-82.

Bekaert, G. (1995). Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets. *The World Bank Economic Review*, 9(1), 75-107.

Bekaert, G. ve Harvey, C. R. (1995). Time-Varying World Market Integration. *The Journal of Finance*, 50(2), 403-444.

Bezirci, M. (1998). *Ülke Riskinin Ölçülmesi ve Türkiye Örneği*. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

Billett, M. T., Garfinkel, J. A. ve Yu, M. (2017). The Effect of asymmetric information on product market outcomes. *Journal of Financial Economics*, 123(2), 357-376.

Bouchet, M. H., Clark, E. ve Gros Lambert, B. (2003). *Country Risk Assessment*. John Wiley & Sons.

Bouchet, M. H., Clark, E. ve Gros Lambert, B. (2003). *Country Risk Assessment A Guide to Global Investment Strategy*. John Wiley & Sons.

Bouchet, M. H., Fishkin, C. A. ve Goguel, A. (2018). *Managing Country Risk in an Age of Globalization*. Palgrave MacMillan.

Cebeci, İ. (2012). Krizleri İncelemede Kullanılan Nitel Tercih Modelleri: Türkiye için Bir Probit Model Uygulaması (1998-2009). *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 62(1), 127-146.

Clark, E. (1997). Valuing Political Risk. *Journal of International Money and Finance*, 16(3), 477-490.

Clark, E. (2018). *Evaluating Country Risks For International Investments*. World Scientific Publishing Co.

Cooper, J. (1984). *The Management and Regulation of Banks*. MacMillan Publishers Ltd.

Coşkun, M. (2016). Türkiye ile Aynı Kredi Notuna Sahip Ülkelerin MakroEkonomik Göstergelerinin Karşılaştırılması. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(5), 259-276.

CountryEconomy. (2019). <https://countryeconomy.com/ratings> (Erişim Tarihi: 09.09.2019)

Çağlak, E., Küçükşahin, H. ve Kahraman, İ. K. (2018). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Not Kararlarının Türkiye Finansal Piyasalarına Etkisi: Borsa İstanbul Sektör Endeksleri Üzerine Bir Uygulama. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(4), 41-63.

Çalışkan, Ö. V. (2002). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*(1), 53-66.

Çevik-Tekin, İ. (2016). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Krizler ve İflaslar. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 19(41. Yıl Özel Sayısı), 181-205.

Çokluk, Ö., Şekercioğlu, G. ve Büyüköztürk, Ş. (2018). *Sosyal Bilimler için Çok Değişkenli İstatistik SPSS ve LISREL Uygulamaları*. Ankara: Pegem Akademi.

Demir, M. (2014). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Derecelendirme Süreçleri Ve Türkiye*. Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

Demir, M. ve Eminer, F. (2014). Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşünceler. *LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, II, 96-113.

Desta, A. (1985). Assessing Political Risk in Less Developed Countries. *The Journal of Business Strategy*, 5(4), 40-53.

Dittmar, R. F. (2002). Nonlinear Pricing Kernels, Kurtosis Preference, and Evidence from the Cross Section of Equity Returns. *The Journal of Finance*, LVII(1), 369-403.

Dunis, C. L. (Dü.). (2000). *Advances in Quantitative Asset Management*. New York: Springer.

Emir, M., Uysal, M. ve Doğru, B. (2013). Ülkenin Risklilik Durumu ile Ülkeye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27(2), 79-92.

Ersungur, Ş. M., Kızıltan, A. ve Polat, Ö. (2007). Türkiye'de Bölgelerin Sosyoekonomik Gelişmişlik Sıralaması: Temel Bileşenler Analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 21(2), 55-66.

Fang, H. ve Lai, T. (1997). Co-Kurtosis and Capital Asset Pricing. *The Financial Review*, 32(2), 293-307.

Feils, D. J. ve Sabac, F. M. (2000). The Impact of Political Risk on the Foreign Direct Investment Decision: A Capital Budgeting Analysis. *The Engineering Economist: A Journal Devoted to the Problems of Capital Investment*, 45(2), 129-143.

Genç, T. (2013). PROMETHEE Yöntemi ve GAIA Düzlemi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, XV(I), 121-142.

Ghachem, D. A. (2015). The Determinants of Rating Announcements Impact on Stock Markets during Crisis Periods: The Case of the 2008 Worldwide Financial Crisis. *International Journal of Economics and Finance*, 7(4), 159-175.

Gök, İ. Y. ve Arslan, Z. (2019). Kredi Temerrüt Swap Spreadleri ve Kredi Derecelendirme Duyuruları Arasındaki İlişki: Gelişmekte Olan Ülkeler Kapsamında Bir Araştırma. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*(24), 310-314.

Gülmez, A. ve Gündoğan, H. (2014). Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(4), 65-90.

Günel, M. (2019). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü ve Krizlerdeki Etkileri. *Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 9(1), 147-155.

Güner, Z. B. (2014). Veri Madenciliğinde CART ve Lojistik Regresyon Analizi: İlaç Provizyon Sistemi Verileri Üzerinde Örnek Bir Uygulama. *Sosyal Güvenlik Dergisi*(6), 53-99.

Güney, C. (2017). Visual Promethee ile Yatırımcılar Açısından Sektörlerin Değerlendirilmesi. *TURAN-SAM*, 7(34), 177-187.

Gür, T. H. ve Öztürk, H. (2011). Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler. *Sosyoekonomi*(2), 69-92.

Habib, Y., Nazir, M., Hashmi, S. H. ve Saeed, M. B. (2015). Credit Rating Announcements and Stock Returns: Evidence from the Banking Sector of Pakistan. *Journal of Business Studies Quarterly*, 7(2), 61-84.

Haspolat, F. B. (2015). Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi, T.C. Kalkınma Bakanlığı Uzmanlık Tezi.

Howell, L. D. ve Chaddick, B. (1994). Models of Political Risk for Foreign Investment and Trade. *The Columbia Journal of World Business*, 29(3), 70-91.

IMF. (2011). Definition and Measurement of Sovereign Risk Need to be Broadend. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr1191> (Erişim Tarihi: 09.09.2019)

IMF. (2011). Press Release: Definition and Measurement of Sovereign Risk Need to be Broadened, IMF Roundtable Concludes. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr1191> (Erişim Tarihi: 09.09.2019)

Kaminsky, G. L. ve Reinhart, C. M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review*, 89(3), 473-500).

Kanlı, N. K. ve Aydoğuş, O. (2017). Ülke Risk Faktörlerinin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Belirleyici Etkisi. *Ege Akademik Bakış*, 17(2), 179-190.

Kaufman, D., Kraay, A. ve Mastruzzi, M. (2008). Governance Matters VII: Aggregate and Individual Governance Indicators 1996-2007. *World Bank Institute Policy Research Working Paper*.

Kaya, B., Öner-Kaya, E. ve Yalçiner, K. (2015). Türkiye'nin Derecelendirme Notları Ve Kredi Temerrüt Swap Primlerinin Ekonomik Ve Sosyal Olaylara Tepkisinin Analizi. *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(103), 85-111.

Kaya-Kanlı, N. ve Aydoğuş, O. (2017). Ülke Risk Faktörlerinin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Belirleyici Etkisi. *Ege Akademik Bakış*, 17(2), 179-190.

Kılıçaslan, H. ve Giter, M. S. (2016). Kredi Derecelendirme ve Ortaya Çıkan Sorunlar. *Maliye Araştırmaları Dergisi*, 2(1), 61-81.

Kim, S.-J. ve Wu, E. (2008). Sovereign credit ratings, capital flows and financial sector development in emerging markets. *Emerging markets review*, 9(1), 17-39.

Kobrin, S. J. (1979). Political Risk: A Review and Reconsideration. *MIT Working Paper*: 998-78.

Kozanoğlu, H. (1987). *Ülke Riski Analizleri ve Türkiye'nin Ödemeler Dengesi Üzerine Bir Projeksiyon Modeli*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Yayınlanmamış Doktora Tezi.

Kraus, A. ve Litzenberger, R. H. (1976). Skewness Preference and the Valuation of Risk Assets. *American Finance Association*, 31(4), 1085-1100.

Krayenbuehl, T. (2001). *Cross-border Exposures and Country Risk: Assessment and Monitoring*. Woodhead Publishing.

Kuzu, S. (2019). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye için Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi piyasaları Üzerine Etkisi: BIST 100’de Seçili Sektör Endeksleri Üzerine Uygulama. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Uygulamalı Bilimler Dergisi (MAKUUBD)*, 3(1), 155-170.

Lessard, D. (1973). International Portfolio Diversification: A Multivariate Analysis for a Group of Latin American Countries. *The Journal of Finance*, 28(3), 619-633.

Lexico. (2019). Risk. <https://www.lexico.com/definition/risk> (Erişim Tarihi: 09.09.2019)

Luthans, F. ve Doh, J. P. (2012). *International Management: Culture, Strategy, and Behavior*. New York: McGraw-Hill.

Maas, D. A. (2011). Policing the Ratings Agencies: The Case for Stronger Criminal Disincentives in the Credit Rating Market. *Journal of Criminal Law and Criminology*, 101(3), 1005-1038.

Madura, J., Tucker, A. L. ve Wiley, M. (1997). Factors Affecting Returns Across Stock Markets. *Global Finance Journal*, 8(1), 1-14.

Meldrum, D. H. (2000). Country Risk and Foreign Direct Investment. *Business Economics*, 35(1), 33-40.

Miller, K. D. (1992). A Framework for Integrated Risk Management in International Business. *Journal of International Business*, 23(2), 311--331.

Morgan, J. B. (1986). A New Look at Debt Rescheduling Indicators and Models. *Journal of International Business Studies*, 17(2), 37-54.

Newman, D. G., Eschenbach, T. G. ve Lavelle, J. P. (2004). *Engineering Economic Analysis*. Oxford University Press.

Olcar, A. (2013). *Türkiye'nin Dış Borç Sorunu ve Kriz Etkileri*. Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

Pekkaya, M. ve Zilifli, V. (2016). Bankaların Ticari Kredi Derecelendirme Aşamasında Dikkate Aldıkları Kriterlerin Önem Derecelerinin Belirlenmesi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*(30), 201-210.

Post, T., Vliet, P. v. ve Levy, H. (2008). Risk Aversion and Skewness Preference. *The Journal of Banking & Finance*(32), 1178-1187.

Rajan, M. ve Friedman, J. (1997). An Examination of the Impact of Country Risk on the International Portfolio Selection Decision. *Global Finance Journal*, 8(1), 55-70.

Roy, A. ve Roy, P. G. (1994). Despite Past Debacles, Predicting Sovereign Risk Still Presents Problems. *Com. Lending Rev*, 9(92), 92-96.

Rummel, R. J. ve Heenan, D. A. (1978). How Multinationals Analyze Political Risk. *Harvard Business Review*, 56(1), 67-76.

S&P (2020). <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/understanding-ratings#firstPage> (Erişim Tarihi: 18.05.2020).

Sandalcılar, A. R. ve Çolak, Y. (2019). Kırılgan 8'lide Makroekonomik Değişkenler ile Kredi Notları Arasındaki İlişki. *International Journal of Economic & Administrative Studies*(23), 257-275.

Seval, B. (2019). Kredi Derecelendirmesi. SPL. <https://www.spl.com.tr/docs/other/7c44de71-cfdb-4f-pdf> (Erişim Tarihi: 18.05.2020).

Shapiro, A. C. (1984). Currency Risk and Country Risk in International Banking. *The Journal of Finance*, 40(3), 881-891.

Solodkov, V. ve Tsyganova, Y. (2017). Country Risk: Case Study on Crises Examples and Lessons Learnt. M. Pompella ve N. A. Scordis (Dü) içinde, *The Palgrave Handbook of Unconventional Risk Transfer*. Palgrave Macmillan.

Standard & Poor's. (2020). <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/index.aspx> (Erişim Tarihi: 09.01.2020)

Stulz, R. M. (1984). Pricing Capital Assets in an International Setting: An Introduction. *Journal of International Business Studies*, 15(3), 55-73.

Şahin, A. ve Akkaya, G. C. (2013). Promethee Sıralama Yöntemi ile Portföy Oluşturma Üzerine Bir Uygulama. *Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(2), 67-81.

Şenkayas, H. ve Hekimoğlu, H. (2013). Çok Kriterli Tedarikçi Seçim Problemine PROMETHEE Yöntemi Uygulaması. *Verimlilik Dergisi*(2).

Şensoy, A., Eraslan, V. ve Erturk, M. (2016). Do sovereign rating announcements have an impact on regional stock market co-movements? The case of Central and Eastern Europe. *Economic Systems*, 40(4), 525-567.

Taib, H. M., Iorio, A. D., Hallahan, T. ve Bissoondoyal-Bheenick, E. (2012). *The Stock Market Impact of Corporate Bond Rating Changes: New Evidence from the*

UK and Australian Stock Markets. European Financial Management Association, 2012 Annual Meetings.

TCMB. (2019). Terimler Sözlüğü. [https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Egitim-Akademik/Terimler+Sozlugu/\(Erisim Tarihi: 09.09.2019\)](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Egitim-Akademik/Terimler+Sozlugu/(Erisim+Tarihi:09.09.2019))

Tutar, E., Tutar, F. ve Eren, M. V. (2011). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenilirlik Açısından Sorgulanması ve Türkiye. *Akademik Bakış Dergisi*(25), 1-24.

Türe, H. ve Başer, F. (2015). Bulanık C Ortalama Kümeleme Algoritması ile Ülke Risk Değerlendirmesi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*(23), 16-33.

Ünlü, F. ve Yıldız, R. (2018). Orta Gelir Tuzağının Belirleyicileri: Diskriminant Analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 32(1), 45-64.

Visual PROMETHEE. (2013). Visual PROMETHEE. <http://www.prometheegaia.net/files/VPManual.pdf> (Erişim Tarihi: 09.01.2020)

Williams, G., Alsakka, R. ve Gwilym, O. A. (2013). The impact of sovereign rating actions on bank ratings in emerging markets. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 563-577.

World Bank. (2000). World Development Report 2000/2001.

World Bank. (2019). External debt stocks (% of GNI). <https://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DECT.GN.ZS?view=chart> (Erişim Tarihi: 09.09.2019)

World Bank. (2019). Total debt service (% of exports of goods, services and primary income). <https://data.worldbank.org/indicator/DT.TDS.DECT.EX.ZS> (Erişim Tarihi: 09.09.2019)

Yazar, I., Yavuz, H. S. ve ay, M. A. (2009). Temel Bileşen Analizi Yönteminin ve Bazı Klasik ve Robust Uyarlamalarının Yüz Tanıma Uygulamaları. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Mühendislik Mimarlık Fakültesi Dergisi*, XXII(1), 49-63.

Yıldırım, H. H., Yıldız, C. ve Aydemir, Ö. (2018). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi Endeksleri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği 2012-2016. *Maliye ve Finans Yazıları*(109), 9-30.

Yüksel, S. ve Özsarı, M. (2017). Türkiye'nin Kredi Notunu Etkileyen Faktörlerin Mars Yöntemi ile Belirlenmesi. *Politik Ekonomik Kuram*, 1(2), 16-30.

Yürük, M. F. ve Toraman, C. (2014). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri. *Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(1), 127-154.