

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

**ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARININ KREDİ
NOTU DEĞERLENDİRMELERİNİN DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE
YATIRIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Özgür DEMİR

Enstitü Anabilim Dalı: İktisat

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Selim İNANÇLI

OCAK – 2020

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

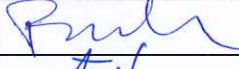
**ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARININ KREDİ
NOTU DEĞERLENDİRMELERİNİN DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE
YATIRIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Özgür DEMİR

Enstitü Anabilim Dalı : İktisat

“Bu tez 09/01/2020 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Oybirliği / Oyçokluğu ile kabul edilmiştir.”

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ	İMZA
Prof. Dr. Selim İNANÇLI	Başarılı	
Prof. Dr. Fuat SEKMAN	Başarılı	
Doç. Dr. Ferhat PEHLİVANOĞLU	Başarılı	

 SAKARYA ÜNİVERSİTESİ	T.C. SAKARYA ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ TEZ SAVUNULABİLİRLİK VE ORJİNALLİK BEYAN FORMU	Sayfa : 1/1
Öğrencinin		
Adı Soyadı	:	Özgür DEMİR
Öğrenci Numarası	:	0660Y02014
Enstitü Anabilim Dalı	:	İktisat
Enstitü Bilim Dalı	:	
Programı	:	☒ YÜKSEK LİSANS ☐ DOKTORA
Tezin Başlığı	:	Uluslararası Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Notu Değerlendirmelerinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri
Benzerlik Oranı	:	%18
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE,		
☒ Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Enstitüsü Lisansüstü Tez Çalışması Benzerlik Raporu Uygulama Esaslarını inceledim. Enstitünüz tarafından Uygulama Esasları çerçevesinde alınan Benzerlik Raporuna göre yukarıda bilgileri verilen tez çalışmasının benzerlik oranının herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi beyan ederim.		
 24/12/2019 İmza		
☐ Sakarya Üniversitesi Enstitüsü Lisansüstü Tez Çalışması Benzerlik Raporu Uygulama Esaslarını inceledim. Enstitünüz tarafından Uygulama Esasları çerçevesinde alınan Benzerlik Raporuna göre yukarıda bilgileri verilen öğrenciye ait tez çalışması ile ilgili gerekli düzenleme tarafımda yapılmış olup, yeniden değerlendirilmek üzere@sakarya.edu.tr adresine yüklenmiştir.		
Bilgilerinize arz ederim.		
...../...../20..... İmza		
Uygundur		
Danışman Unvanı / Adı-Soyadı: Prof. Dr. Selim İNANÇLI Tarih: 24/12/2019 İmza:		
☐ KABUL EDİLMİŞTİR ☐ REDDEDİLMİŞTİR EYK Tarih ve No:		Enstitü Birim Sorumlusu Onayı

ÖNSÖZ

Tezimin yazılma aşamasında büyük katkısı olan danışman hocam Prof. Dr. Selim İnançlı' ya saygı ve teşekkürlerimi sunarım. Yüksek lisansımı bitireceğime inançlarından dolayı aileme, bu süreçteki anlayış ve desteklerinden ötürü eşim İlker Demir'e ve hayatta hiçbir işi yarım bırakmaması için örnek olmayı temenni ettiğim oğlum Mahir Demir'e teşekkür ederim.

ÖZGÜR DEMİR

09.01.2020



İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
KISALTMALAR	iv
TABLO LİSTESİ	v
ŞEKİL LİSTESİ	vii
ÖZET	viii
ABSTRACT	ix

GİRİŞ	1
-------------	---

BÖLÜM 1: KREDİ DERECELENDİRME TANIMI, KAPSAMI VE

ÖZELLİKLERİ	3
-------------------	---

1.1. Kredi Derecelendirmenin Tanımı	3
1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihçesi	4
1.3. Kredi Derecelendirmenin Özellikleri	5
1.4. Kredi Derecelendirmenin Yöntemi ve Çeşitleri	7
1.5. Kredi Derecelendirmeyi Etkileyen Faktörler	11
1.5.1. Politik Risk Faktörleri	12
1.5.1.1. Ülke Riski	12
1.5.1.2. Hükümrancılık Riski	13
1.5.1.3. Mikro Ekonomik Risk	13
1.5.2. Ekonomik Risk Faktörleri	13
1.5. Kredi Derecelendirmenin Yararları	14
1.6. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yöneltilen Eleştiriler	15
1.7. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Not Sistemi	17
1.7.1. Moody's Investors Service	19
1.7.2. Standard and Poor's Ratings Services	22
1.7.3. Fitch IBCA	25
1.7.4. Japanese Credit Rating (JCR)	27

BÖLÜM 2: KREDİ DERECELENDİRME NOTUNUN DOĞRUDAN YABANCI

SERMAYE YATIRIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	30
---	----

2.1. Kredi Notu ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Arasındaki İlişki	30
2.2. Kredi Notunun Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri	32
2.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye	

Yatırımlarının Karşılaştırılması	34
2.3.1. Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması	35
2.3.2. Yunanistan'ın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması	40
2.3.3. Portekiz'in Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması	42
2.3.4. İspanya'nın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması	44
2.3.5. İtalya'nın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması	46
2.3.6. BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) Ülkelerinin Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması	47
2.3.6.1. Brezilya'nın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması	48
2.3.6.2. Rusya'nın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması	50
2.3.6.3. Hindistan'ın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması	52
2.3.6.4. Çin'in Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması	54
2.3.6.5. Güney Afrika'nın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması	55
2.4. 2007-2017 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Değerlendirilmesi	57
BÖLÜM 3: KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ TÜRKİYE, AB ÜYESİ AKDENİZ ÜLKELERİ VE BRICS ÜLKELERİNDEKİ DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	60
3.1. Veri Seti ve Ekonometrik Yöntem	60
3.2. Ekonometrik Yöntem	60
3.2.1 Yatay Kesit Bağımlılığı Testi	61
3.2.2. Homojenite Testi	62

3.2.3. Hadri ve Kurozumi Birim Kök Testi	63
3.2.4. Westerlund Durbin-Hausman Panel Eşbütünleşme Testi	64
3.2.5. Kónya Bootstrap Panel Nedensellik Testi	65
3.3. Ekonometrik Bulgular.....	66
SONUÇ	71
KAYNAKÇA.....	74
EKLER.....	81
ÖZGEÇMİŞ.....	87



KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BRICS	: (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika)
CDO	: Collateralized Debt Obligation
DYY	: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
EMU	: European Monetary Union
IMF	: International Monetary Fund
KDK	: Kredi Derecelendirme Kuruluşları
KÜDİ	: Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi
SEC	: Securities and Exchange Comission
S&P	: Standart and Poors
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü
JCR	: Japanese Credit Rating

TABLO LİSTESİ

Tablo 1 : Kredi Derecelendirme Çeşitleri	9
Tablo 2 : Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Sistemi	17
Tablo 3 : Moody's Not Skalası	21
Tablo 4 : S&P Not Skalası	24
Tablo 5 : Fitch Not Skalası.....	26
Tablo 6 : JCR Not Skalası	28
Tablo 7 : 1992-2018 yılları arasında Türkiye'nin Kredi Notları, GSYİH ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri	36
Tablo 8 : Türkiye'ye Yapılan Yabancı Yatırımların Sektörlere Dağılımı.....	38
Tablo 9 : Türkiye'ye Yapılan Yabancı Yatırımların Ülke Dağılımı	39
Tablo 10: Küresel Uluslararası Doğrudan Yatırımlar	40
Tablo 11: 1990-2018 yılları arasında Yunanistan'ın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri.....	41
Tablo 12: 1986-2018 yılları arasında Portekiz'in Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri.....	43
Tablo 13: 1988-2018 yılları arasında İspanya'nın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri.....	45
Tablo 14: 1986-2018 yılları arasında İtalya'nın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri.....	46
Tablo 15: 1986-2017 yılları arasında Brezilya'nın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri.....	49
Tablo 16: 1996-2017 yılları arasında Rusya'nın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri.....	51
Tablo 17: 1988-2017 yılları arasında Hindistan'nın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri.....	53
Tablo 18: 1988-2017 yılları arasında Çin'in Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri.....	55
Tablo 19: 1994-2017 yılları arasında Güney Afrika'nın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri	57
Tablo 20: 2007-2017 Yılları Arasında Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Moody's Kredi Notları	59
Tablo 21: Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları	67

Tablo 22: Homojenite Test Sonuçları	67
Tablo 23: H-K Birim Kök Test Sonuçları.....	68
Tablo 24: D-H Eşbütünleşme Test Sonuçları.....	68
Tablo 25: Konya Bootstrap Nedensellik Test Sonuçları	69
Tablo 26: Konya Bootstrap Nedensellik Genel Test Sonuçları	70



ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Derecelendirmeyi Yapan Kuruma Göre Derecelendirme	11
Şekil 2: Derecelendirme Kuruluşlarının Pazar Payları	19



Sakarya Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Özeti

Yüksek Lisans	√	Doktora		
Tezin Başlığı: Uluslararası Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Notu Değerlendirmelerinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri				
Tezin Yazarı: Özgür DEMİR Danışman: Prof. Dr. Selim İNANÇLI				
Kabul Tarihi: 09.01.2020 Sayfa Sayısı: ix (ön kısım) + 81 (tez) + 6 (ek)				
Anabilim Dalı: İktisat Bilim Dalı:				
Kredi derecelendirme, bir şirket ya da ülkenin ekonomik ve finansal yükümlülüklerini tam zamanında ve eksiksiz olarak yerine getirmesinin, finansal veriler doğrultusunda ölçülmesi ve tahmin edilmesidir. Kredi derecelendirme işleminin sonucunda şirket ya da ülkeye kredi notu verilerek, risk durumları tahmin edilmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı, yatırımcının kendi ülkesinden farklı bir ülkede gerçekleştirdiği ve yönetiminde hakim olduğu, reel sektöre yapılan uzun vadeli yatırımdır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapabilmek için şirketler ya da ülkeler hakkında bilgi sahibi olmayı talep etmektedirler. Bu talebi kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği kredi notları sayesinde karşılamaktadırlar. Yabancı sermaye yatırımcıları harf ve rakamlarla ifade edilen kredi notlarını inceleyerek yatırım kararını belirlemektedir. Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının tanımı, özellikleri, yöntemleri, derecelendirmeyi etkileyen faktörler, derecelendirmenin yararları ve derecelendirmeye yöneltilen eleştiriler teorik olarak incelenmiştir. Moody's, S&P, Fitch ve JCR kredi derecelendirme kuruluşları detaylı olarak açıklanmıştır. Kredi notları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişki ile kredi notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Türkiye, Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya ile BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) ülkelerinin kredi notları ile bu ülkelere giren doğrudan yabancı sermaye yatırımları karşılaştırılmıştır. Kredi notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını nasıl etkilediği ile ampirik olarak değerlendirilmiştir. Harf ve notlarla ifade edilen kredi notları daha anlaşılır olması amacıyla KÜDİ sistemine göre yüzölçüm numerik sisteme çevrilmiştir. KÜDİ puanlarıyla doğrudan yabancı sermaye yatırımları verileri kullanılarak Türkiye, Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya ile BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) ülkelerine Konya Bootstrap Panel Nedensellik Testi ile analiz yapılmıştır. Testin sonucuna göre Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya, Brezilya, Hindistan ve Güney Afrika'ya verilen kredi notları doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkilememektedir. Çin, Rusya ve Türkiye'ye verilen kredi notlarının ise doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde etkisi vardır.				
Anahtar Kelimeler: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Kredi Notları ve Konya Bootstrap Panel Nedensellik Testi				

Sakarya University
Institute of Social Sciences Abstract of Thesis

Master Degree	√	Ph.D.		
Title of Thesis: The Effects of Credit Rating Assessments by International Rating Agencies on Foreign Direct Investment				
Author of Thesis: Özgür DEMİR		Supervisor: Professor Selim İNANÇLI		
Accepted Date: 09.01.2020		Number of Pages: ix (pre. text) + 81 (main body) + 6 (app)		
Department: Economy		Subfield:		
Credit rating is the measurement and estimation of a company or country's economic and financial obligations in a timely and complete manner in accordance with financial data. As a result of the credit rating process, the company or the country is given a credit rating and risk situations are estimated. Foreign direct investment is a long-term investment in the real sector which the investor realizes in a country different from its own and dominates the management. They want to be informed about companies or countries in order to invest directly in foreign capital. It meets this demand thanks to the credit ratings given by credit rating agencies. Foreign capital determines the investment decision by examining the credit ratings expressed in letters and numbers. In this study, the definition, characteristics, methods, factors affecting the rating, the benefits of the rating and the criticisms directed to the rating are examined theoretically. Moody's, S&P, Fitch and JCR credit rating agencies are explained in detail. The relationship between credit ratings and direct foreign capital investments and the effects of credit ratings on direct foreign capital investments were investigated. Turkey, Greece, Portugal, Spain, Italy and the BRICS (Brazil, Russia, India, China and South Africa) were compared directly to those countries with foreign investment that the country's credit ratings. Empirical evaluation of how credit ratings affect foreign direct investment . Credit notes, which are expressed in letters and notes, have been converted into hundred numerical system according to KÜDİ system for clarity. KÜDİ points score using data on foreign direct investment in Turkey, Greece, Portugal, Spain, Italy and the BRICS (Brazil, Russia, India, China and South Africa) countries analyzed by the Konya Bootstrap Panel Causality Test. According to the results of the test, credit ratings given to Greece, Portugal, Spain, Italy, Brazil, India and South Africa do not affect foreign direct investment. China, Russia, and Turkey issued credit notes has an impact on foreign direct investment.				
Keywords: Direct Foreign Investments, Credit Rating Agencies, Credit Ratings and Konya Bootstrap Panel Causality Test				

GİRİŞ

Çalışmanın Konusu

20. yüzyılın başında ortaya çıkan kredi derecelendirme kuruluşları, küreselleşmeyle birlikte sermaye piyasalarının en önemli aktörlerinden biri haline gelmişlerdir. Sermaye ihtiyacı içerisinde olan veya sermayesi ile para kazanmak isteyen ülke ve firmalar yatırım kararlarında “Asimetrik bilgi eksikliği” sorununu yaşamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları bir ülkenin veya bir firmanın borçlarını tam ve zamanında geri ödeyebilme kabiliyetini belirli ölçüt ve kriterlere dayanarak, genel olarak anlaşılabilir bir rakam ve/veya harf sistemine bağlı olarak kategorize edip yatırımcılara sunmaktadır. Ülkeler ve firmalar bu notlara göre değerlendirilmekte ve yabancı sermaye yatırım kararını vermektedir. Bir ülkenin ekonomisinin gelişiminde doğrudan yabancı sermaye yatırımları önemli bir rol oynamaktadır. Doğrudan yabancı sermaye, girdiği ülkeye teknoloji, bilgi ve kaynak getirerek istihdamı artırmaktadır. Bu olumlu etkilerden dolayı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ilk olarak yabancı sermayeyi ülkelerine çekmeyi amaçlamaktadırlar. Yabancı sermaye bir ülkede yatırım yapmadan önce o ülkenin hukuki, politik ve sosyal yapısı hakkında bilgiye sahip olmayı talep eder. Yabancı yatırımcılar bu bilgiye kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlardan ulaşabilmektedirler. Bu tez çalışmasında kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği kredi notlarının, doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Çalışmanın Amacı

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notların, doğrudan yabancı sermaye üzerindeki olumlu ya da olumsuz etkilerinin teorik ve ampirik olarak incelenmesi amaçlanmıştır.

Çalışmanın Önemi

Türkiye, Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya ve BRICS ülkelerine verilen kredi notları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları karşılaştırılmıştır. Kredi notları Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksine –KÜDİ- yüzlük sisteme çevrilmiştir. Kónya Bootstrap Panel Nedensellik Testi ile ampirik olarak bu ülkelerin KÜDİ puanları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde etkileri test edilmiştir.

Çalışmanın Yöntemi

Nicel araştırma deseni kullanılmıştır. Kredi notları <https://countryeconomy.com> ve doğrudan yabancı sermaye yatırım verileri ise <http://databank.worldbank.org> internet sitelerinin veri tabanından alınmıştır. Birim kök testi ve Kónya Bootsrap Nedensellik Testi uygulanmıştır. Bu çalışmada uluslararası kredi kuruluşlarının ortaya çıkışı, tanımları ve etkileri ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları teorik olarak incelenmiştir. Moody's'in verdiği kredi notları KÜDİ puanına çevrilmiş ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi test edilmiştir. Testte öncelikle yatay kesit bağlantısı ve homojenlik testi yapılmış daha sonra ise serilerin durağanlık derecelerinin belirlemek için birim kök testi yapılmıştır. Değişkenler arasındaki nedenselliği tespit etmek için Kónya Bootsrap Nedensellik Testi uygulanmıştır.

Çalışmanın Kapsamı

Birinci bölümde kredi derecelendirmenin tanımı, tarihçesi, yöntemi, kapsamı ve özellikleri ile kredi notları ve doğrudan yabancı sermaye arasındaki ilişki ve etkileri incelenmiştir. Bu bölümde kredi derecelendirme kuruluşlarının yararları ve kredi derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen eleştiriler açıklanmıştır. En büyük kredi derecelendirme kuruluşları olan Moody's, Standart and Poors (S&P), Fitch ve Japanese Credit Rating (JCR) detaylı olarak değerlendirilmiştir. İkinci bölümde kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişki incelenmiş ve karşılaştırılmıştır. Daha sonra Türkiye, Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya ile BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) ülkelerinin kredi notları ile bu ülkelere giren doğrudan yabancı sermaye yatırımları değerlendirilmiştir. Üçüncü bölümde ise 1997-2017 yılları arasında kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye verdikleri notların doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi panel veri analiziyle test edilmiştir. Kredi notlarının anlamlı olabilmesi için harflerden oluşan notlar yüzölçüm sistemindeki rakamlara çevrilmiştir. Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi de adı verilen bu sistemle notlar kıyaslanabilmektedir. Türkiye, Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya ile BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) ülkelerinin kredi notları ile bu ülkelere giren doğrudan yabancı sermaye yatırımları veri olarak kullanılmıştır.

BÖLÜM 1: KREDİ DERECELENDİRME TANIMI, KAPSAMI VE ÖZELLİKLERİ

1.1. Kredi Derecelendirmenin Tanımı

Kredi Latince güvenme, saygınlık ve itibar gibi anlamlara gelen “Crede” sözcüğünden türetilmiştir. Kredi tanım olarak para ve mal cinsinden bir değerin belirli vade ve şartla geri alınmak üzere verilmesidir. Derecelendirme ise şirketlerin, menkul değerlerinin ticari riskine, ülkelerin de politik risklerine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenip sıralanması olarak tanımlanmaktadır (www.tdk.gov.tr, 2017).

Resmi Gazetenin 28267 numaralı sayısına göre kredi derecelendirme: “Gerçek ya da tüzel kişinin;

- a) Krediyi vadesinde ve tam olarak geri ödeyebilme gücünün veya
- b) Borçlu olduğu sermaye piyasası aracının anapara, faiz yükümlülüğünü vadesinde yerine getirememe riskinin, derecelendirme kuruluşu tarafından adil, tarafsız ve bağımsız olarak sınıflandırılması, değerlendirilmesi ve uygun derecelendirme notunun verilme işlemidir (Resmi Gazete, 2012).”

Kredi derecelendirme bir şirket ya da ülkenin finansal, ekonomik ve mali yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirebilme kapasitesini, finansal veri ve bilgiler ışığında ölçümleme ve tahmin etme çalışmasıdır. Kredi derecelendirme çalışmaları bir not ile gösterilirken, kredi derecelendirme notu ise kredi raporu ile sunulmaktadır. Bu raporda kredi derecelendirme kuruluşları tarafından oluşturulan standart ve nesnel görüşleri içeren yazılı metin ve rakamsal tablolardan oluşmaktadır (Geçer, 2012: 198).

Dünya piyasalarının küreselleşmesiyle birlikte sermaye sahipleri, portföylerine dahil edecekleri ürün ve yatırım yapacakları varlığın mevcut değerini ve riskinin tespit etmek için bilgiye daha çok ihtiyaç duymaktadır. Doğru, güvenilir ve ayrıntılı bilginin kamuoyuyla paylaşılması çok önemli hale gelmektedir. Bilgi asimetrisini ortadan kaldırarak, finans piyasaları ve sermaye sahipleri arasında bilgi sağlayan kredi derecelendirme kuruluşları bu ihtiyacın sonucunda ortaya çıkmıştır. Kredi

derecelendirme kuruluşları yatırımcılara yol gösterici olmalıdır. Kredi derecelendirme kuruluşlarından sahip oldukları bilgi sayesinde geleceğe yönelik doğru sinyaller göndermesi beklenmektedir. Sermaye sahipleri bu sinyallere bakarak yatırımlarına karar vermektedir. (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 8).

1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihçesi

Kredi derecelendirme kuruluşları 1837 yılında ortaya çıkmıştır. O yıllarda Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) yaşanan ekonomik krizin sonucunda iflas eden şirketler yatırımcıları zor duruma düşürmüştür. Bu krizden kendi de etkilenen Newyorklu manifaturacı Lewis Tappan, Mercantile Agency şirketini kurarak kredi derecelendirmenin temelini atmıştır. Mercantile Agency birçok yatırımcı adına şirketleri izlemeye ve değerlendirmeye başlamıştır. Tappan doğu ve batı eyaletlerinden çoğunluğu avukat olan 180 muhabir ile bu bölgelerdeki iş ve şirketler adına bilgi toplayan bir ağ kurmuştur. Bu ağ sayesinde bilgiler derecelendirme notu olmaksızın, müşterilerine sözlü olarak aktarılmıştır. İkinci derecelendirme işini kuran kişi de Cincinatili bir avukat olan John Bradstreet'tir. Ticari olarak zor durumda olan şirketlerin davalarına bakan Bradstreet, müvekkillerinden topladığı bilgileri Newyorklu toptancılara satarak derecelendirme işine girmiştir. Bu iki şirket 1933 yılında "Dun and Bradstreet" adıyla birleşti ve 1962'de ise "Moody's İnverstors Service" tarafından satın alındı (Yazıcı, 2015).

Derecelendirme kavram olarak 1909 yılında John Moody tarafından ilk defa ABD'de yayınlanan "Demiryolları Yatırımlarının Analizi" adlı eserinde ortaya çıkmıştır. John Moody tarafından 1905 yılında kurulan ilk derecelendirme kuruluşu "Moody's İnverstors Service"tir. Moody's 1922 yılında kamu kurumlarını ve şirketleri derecelendirmeye başlamıştır. ABD'de derecelendirme ile ilgili uzun yıllar yasal bir düzenleme yapılmamış, piyasanın talebine göre derecelendirme işlemi yapılmıştır. Moody's ilk zamanlarında borçları; A: Yüksek kaliteli, B: Orta kaliteli ve C: Düşük kaliteli borç olarak sınıflandırarak derecelendirme yapmıştır. (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 10).

Derecelendirme 1929 Büyük Buhranının ardından iflas eden firma sayısının artmasıyla birlikte yatırımcılara yol göstermesi amacıyla, düzenleyici amaçlarla kullanılmaya başlanmıştır. ABD'de bankaların menkul kıymet alımlarında derecelendirmeye göre

işlem yapma zorunluluğu 1936 yılında yasal olarak düzenlenmiştir. Bankaların spekülatif olarak riskli veya notu düşük menkul kıymetlere yatırım yapmaları yasaklanmıştır. Fakat bu yasa bankaların portföylerini olumsuz etkilediğinden eleştirilmiş ve yürürlükten kaldırılmıştır. Bu yasayla sayesinde derecelendirme ilk defa hukuki bir statü kazanmıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 10).

ABD’de demiryolu şirketlerinin sayısının artması, yatırımcıların doğru tahminde bulunmasını zorlaştırıyordu. Özellikle demiryolunu inşa eden her şirkete o demiryolunu işletme hakkı verildiğinden birçok güvenilir olmayan şirket ortaya çıkmıştır. İflasların artmasıyla birlikte yatırımcılar hangi şirketin riskli olduğuna karar vermekte zorlanmaya başlamıştı. 1916 yılında sadece demiryolları hakkında analiz yapan Henry Narnum Poor ve John Poor’un kurduğu “Poor’s Publishing Company” faaliyete başlamıştır. 1923 yılında ise demiryolları dışındaki şirketler hakkında analiz yapan Luther Lee Blake tarafından kurulan “Standard Statistics Company” ile “Poor’s Publishing Company” birleşerek "Standard and Poor’s (S&P)" kurulmuştur (Gülmez ve Gündoğan, 2014: 67).

1913 yılında kurulan “Fitch Investors Service”, 1924 yılında şimdi kullanılmakta olan üç harfli derecelendirme sistemini kullanmıştır. Diğer büyük derecelendirme kuruluşu da “Duff and Phelps Credit Rating” 1982 yılında ABD’de kurulmuştur ve bugünkü derecelendirme tanımına uygun hareket eden ilk şirket olmuştur(Çalışkan, 2002: 59).

Uluslararası seviyeye gelmiş kredi derecelendirme kuruluşlarının çoğunluğu ABD kökenli şirketlerdir. Bunların yanı sıra uluslararası piyasada faaliyet gösteren birçok şirket vardır: Japonya merkezli “Japanese Bond Rating”(1975) ve “Nippon Investor Service” (1985), İngiltere merkezli “IBCA” (1978), Kanada merkezli “Canadian Bond Watch”(1972) ve “Dominion Bond Rating Service”(1977). Ulusal düzeyde kalmış çok sayıda derecelendirme kuruluşu da vardır. Türkiye’de örnek olarak ise “Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. gösterilebilir (Gülmez ve Gündoğan, 2014: 68).

1.3. Kredi Derecelendirmenin Özellikleri

Kredi derecelendirmesi fon arz edenlerle, ihraç ettikleri borç niteliğindeki menkullerin anapara ve faizinin zamanında ve tam geri ödeme yeterliliğini göstermek için bağımsız kuruluşlar tarafından yapılan değerlemedir (Çalışkan, 2002: 55). Derecelendirme uzun

bir süreci kapsamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları risk analizi yapmak için uzman, mali analist ve ekonomistten oluşan bir ekip oluşturur. Bu ekip borçlu şirketlerin borçlarının anapara ve faizlerini vadesinde ödeyebilme kapasitelerini, belli yöntemlerle mali, yönetsel ve finansal olarak inceleyerek sıralamaya tabi tutar. Bu değerlendirmenin sonucu sembolik derecelere dönüştürülerek yayınlanır. Daha sonra derecelendirme notu belli zaman aralıklarında yeniden incelenerek güncellenir. (Suadiye, 2006: 3)

Kredi derecelendirme kuruluşlarının işlevleri bilindiğinde bu kuruluşlara neden ihtiyaç duyulduğu daha iyi anlaşılacaktır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının temel özellikleri aşağıdadır (Yardımcıoğlu ve Bora, 2013: 116-117):

- Ülke yönetiminin ve merkez bankasının kredibilitesini ölçer,
- Borçluların geri ödeme güçlerini belirleyerek, yatırım yapılabilme oranlarını belirler,
- Banka ve finansal kurumların mali yapılarını ve borç ödeme kapasitelerini değerlendirirler,
- Düzenli olarak mali, finansal ve ekonomik olarak değerlendirme yapıp derecelendirme işlemi yaparlar,
- Bu derecelendirme sonucu olan notları kamuoyuna bildirilir,
- Verilen kredi notları uluslararası piyasada kabul görür

Kredi derecelendirme notları yatırımcılara, şirket, banka ve finans kesimi, reel sektör, sermaye piyasası ve kamu sektörü otoritelerine bağımsız görüşü sayesinde destek olur. Tüm bu kesimler ulusal ve uluslararası yatırım kararları ile para, dış ticaret ve maliye politikalarında derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerini dikkate alarak hareket etmektedirler (Demir ve Eminer, 2014).

Kredi derecelendirmesi menkul kıymet ihraççıları ve ihraççıların kredi değerliliğini ölçen bir süreçtir. Aşağıdaki kurum, kuruluş ve piyasalara kredi derecelendirmesi yapılır (Seval, 2016: 32):

- Şirketler Piyasası: Teminatlı ve teminatsız tahviller, pay senetleri, finansman bonosu ve proje finansmanı,

- Ülke Borçları,
- Yerel Belediye Borçları,
- Menkulleştirme: Konut kredilerine ait menkul kıymetler,
- Para piyasası, yatırım ve tahvil fonları,
- Swap Risk Dereceleri.

1.4. Kredi Derecelendirmenin Yöntemi ve Çeşitleri

1980 yılı Latin Amerika Krizi ve 1998 yılı Rusya krizleri derecelendirmenin ne kadar önemli olduğunu göstermiştir. Ülkelerin borçlarını vadesinde geri ödeyememeleri küresel piyasalar için çok büyük bir risk taşımaktadır. Özellikle küresel piyasaya ihraç edilen tahvil stoklarının %40'tan fazlasının devlet tahvilleri olduğunu gözetirsek, yatırımcılar için büyük bir risk ortaya çıkmaktadır. Ülkelerin borçlarını vadesinde ve tam olarak geri ödeyebilme güçleri hakkında yatırımcılara bağımsız görüş sunan derecelendirme kuruluşları yatırımcılar için çok önemli bir role sahiptir. Kredi derecelendirme kuruluşları menkul kıymet satıcıları ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini azaltarak yardımcı olmaktadır. Yatırımcılara ve halka ücretsiz olarak sunulan raporlarla birlikte piyasa verimliliğini artırmaya katkı sunmaktadır (Dimitrijevic ve Holmes, 2012:2).

Derecelendirme süreci aşağıdaki aşamalardan geçer (Dimitrijevic ve Holmes, 2012: 7-8):

Talep: Menkul kıymet ihraç etmek isteyen şirket ya da devlet kredi derecelendirme kuruluşuna başvurarak derecelendirme sürecini başlatır.

İlk Derecelendirme süreci: Talep sonrası ilk değerlendirme yapılır. İki taraf arasında anlaşma yapıp, yapılmayacağına karar verilir.

Analist Ekibi ve Derecelendirme Komitesi: Derecelendirme sürecinin başlamasıyla kredi derecelendirme kuruluşu bir baş analist ve yedek analistle bir ekip kurar. Konusunda uzman olan analistleri denetlemek ve objektif bakış açısını geliştirmek için de beş ile 7 kişi arasında bir komite kurulur.

Ön Değerlendirme: Kredi derecelendirme kuruluşu derecelendirme talep eden şirket ya da devletle toplantı yapmadan önce kamuya açık olan finansal rapor ve bilgileri inceleyerek bir ön değerlendirme yapar.

Yönetim ile Yapılan Toplantı: ilk talep ve derecelendirme hizmetinin verilmesine karar verildikten sonra analist ekibiyle şirket ya da devlet temsilcileri ilk toplantı yapılır. Analist ekibi bu toplantıda kamuya açık olan bilgilerin haricinde, farkı finansal ve mali raporlar talep edebilir.

Komite Değerlendirmesi: Baş analist değerlendirmelerini komiteye sunarak, komite bu değerlendirmeleri çeşitli risk faktörlerinin incelenmesinden sonra sorgular. Sektör, bölge ve ülke durumunu gözeterek komite bir görüş oluşturur. Bu görüşten sonra komite kredi derecelendirme notunu oylamaya sunarak, hangi notun verileceğinin kararı verilir.

İhraççıya bildirim yapılması: Belirlenen kredi notu şirkete ya da devlete gerekçeleriyle bildirilir. İki tarafının anlaşamaması durumunda karşı tarafa temyiz hakkı verilir. Yeni ve önemli bilgilerin derecelendirme şirketine verilmesiyle süreç başa döner. Komite toplanır, yeni bilgiler incelenir ve derecelendirme oylamaya sunulurken yeniden belirlenir.

Yayınlama: Kredi derecelendirmesinin sonucu nitel ve niceliksel verilerle oluşturulan rapor ile ücretsiz bir şekilde kamuoyuna açıklanır.

Derecelendirmenin Takip Edilmesi: Derecelendirmenin sonucunda derecelendirme şirketi sorumluluğu gereği şirketi veya devleti izlemeye devam eder. Yıllık raporlar ve çeşitli belgelerle şirket veya devlet izlenir. Derecelendirilen ürünün olumlu ya da olumsuz performans göstermesinde komite yeniden toplanarak değerlendirme yapar. Eğer derecelendirme notunda olumlu ya da olumsuz bir not değişimi öngörülüyorsa süreç yeni baştan işlemeye başlar.

Kredi derecelendirme vadelerine, türlerine, derecelendirmeyi yapan kuruma ve derecelendirme yapılan kuruma olmak üzere dört çeşidi vardır. Tablo 1’de aşağıda özeti verilmiştir:

Tablo 1: Kredi Derecelendirme Çeşitleri

Vadelerine Göre	Türlerine Göre	Derecelendirmeyi Yapan Kuruma Göre	Derecelendirme Yapılan Kuruma Göre
Kısa Vadeli	Uluslararası Döviz Cinsi	İçsel	Ülke
Uzun Vadeli	Uluslararası Yerel Para Cinsi	Dışsal	Kurumsal
	Ulusal Yerel Para Cinsinden		İhraç
			Proje

Kaynak: Şirvan, 2004, 6-7, Yazıcı, 2015

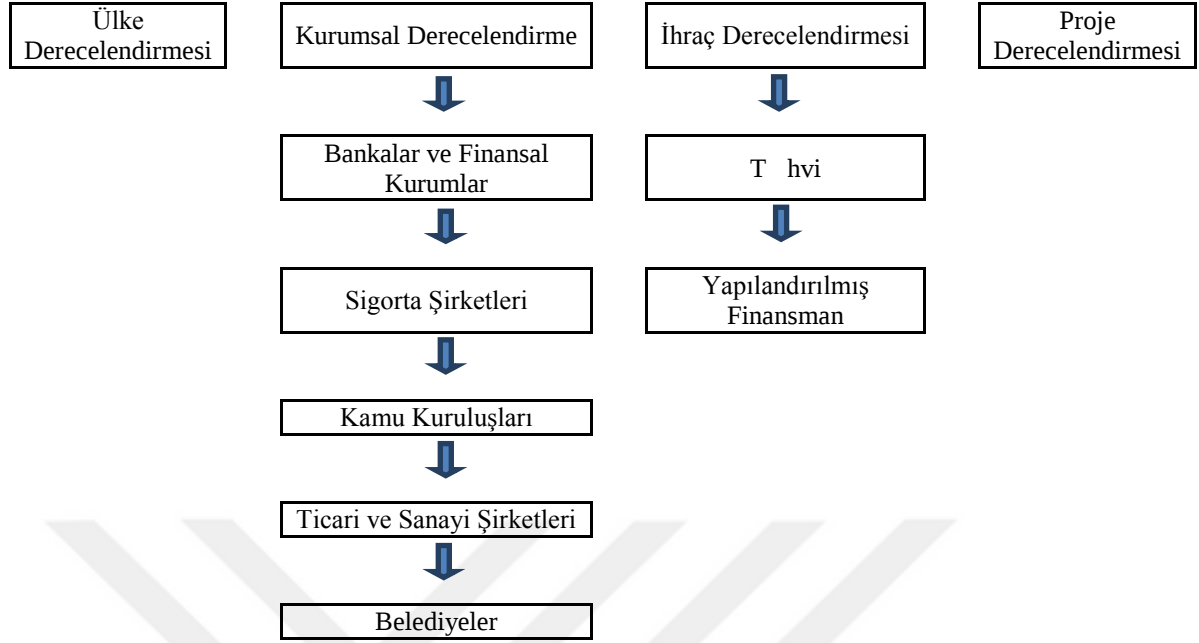
a) Vadelerine göre derecelendirme: Kurum ve ülkelerin yükümlülüklerini yerine getirme süresi açısından uzun ve kısa vadeli olmak üzere iki başlıkta incelenir. Uzun vadeli derecelendirme bir yıldan uzun bir zamanı kapsarken, kısa vadeli derecelendirme ise bir yıldan az olan derecelendirmedir. Uzun vadeli derecelendirmede ekonomik konjoktüre duyarlılık ve teknolojik gelişmeler, rekabet ve yönetim gibi kurumun kurumsal kalitesine etki eden ekonomik ve finansal unsurlar değerlendirilir. Kısa vadeli derecelendirmede ise bir yıldan az olan yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyetinin üzerine likidite ve sermaye kaynaklarına ulaşım dikkate alınarak değerlendirme yapılır.

b) Türlerine göre derecelendirme: Uluslararası yerel para, uluslararası döviz ve ulusal yerel para cinsi olmak üzere üç türü vardır. Uluslararası döviz derecelendirmesi kurum ya da ülkenin döviz cinsi yükümlülüklerini döviz yaratarak karşılayabilmelerini incelemektedir. Uluslararası yerel para cinsinden derecelendirme ise kurum ya da ülkenin uluslararası kriterlere göre yerel para cinsi yükümlülüğünü yerel para yaratarak ödeyebilmesinin değerlendirilmesidir. Son olarak ulusal yerel para derecelendirmesi de kurum ya da ülkenin yerel para cinsinden yükümlülüğünü yine yerel para olarak karşılayabilmesinin değerlendirmesidir.

c) Derecelendirme Yapılan Kuruma Göre Derecelendirme: Kredi derecelendirme borçlunun kredibilitesini ve geri ödeme kabiliyetinin değerlendirmesidir. İçsel ve dışsal değerlendirme olmak üzere iki tipi bulunmaktadır *Dışsal Derecelendirme* büyük ölçekli şirketlerin piyasalarından borçlanabilmesi için kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notudur. *İçsel Derecelendirme* ise bankaların borç talebinde bulunanların kendi iç kriterlerine uygun verdikleri kredi notudur. Banka borç talep

edenlerden finansal tablolar, bilanço ve resmi evrak talep ederek içsel değerlendirmede bulunur. Türkiye’de yaşanan 2001 krizinin sonrasında içsel derecelendirme daha önemli bir hale gelmiştir (Yazıcı, 2015).

d) Derecelendirmeyi Yapan Kuruma Göre Derecelendirme: Ülke, Kurumsal, İhraç ve Proje değerlendirmesi olmak üzere dört başlıkta incelenir. *Ülke derecelendirmesinde*, bir ülkenin borç yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremediği değerlendirilir. Kredi notu hem ülkenin borçlanma mali analizini belirlemekte hem de o ülkeye yatırım yapacak yatırımcının kararlarını etkilemektedir. *Kurumsal derecelendirmede* banka ve finans kurumlarının bilançoları dikkate alınarak borçlarını zamanında yerine getirip getiremeyeceği değerlendirilir. *İhraç derecelendirmesinde* şirketin ihraç ettiği tahvil ya da yapılandırılmış menkul kıymet değerlendirilip, derecelendirilir. Derece notuna göre bu menkul kıymet piyasada daha geniş yatırımcı ağı ve düşük maliyetle fon imkanı bulur. *Proje derecelendirmesinde* ise proje derecelendirilip fon için uygun vade ve koşullar sağlanır. Şekil 1’de derecelendirmeyi yapan kuruma göre derecelendirme detaylı olarak verilmiştir (Şirvan, 2004: 5).



Şekil 1: Derecelendirmeyi Yapan Kuruma Göre Derecelendirme

Kaynak: (Şirvan, 2004: 5).

1.5. Kredi Derecelendirmeyi Etkileyen Faktörler

Kredi derecelendirmesi şirket ve ülkelerin ihraç ettiği menkul kıymetin kalitesi hakkında yatırımcılara bilgi vermektedir. Yatırımcılar bu derecelendirmenin sonucunda menkul kıymet ihraç eden kurumun ekonomik ve mali durumu hakkında ve borcunu karşılayıp karşılamayacağı hakkında bir analiz yapabilmektedir. Derecelendirme kuruluşları ise verdikleri bu notlar için *Ülke Riski* ve *Endüstri Riskini* dikkate alarak bir değerlendirmede bulunmaktadır. Ülke riskinde derecelendirme yapılırken ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durumun değerlendirilmesi yapılır. Ülkenin ekonomik genel yapısı, büyüme hızı ve ülke yönetimi değerlendirilir. Endüstri riski ise şirketlerle ilgili analiz yapılmasıdır. Ülkedeki yasal düzenlemeler, teknolojik gelişmeler ve maliyetler şirket analizinde değerlendirilir. Aynı zamanda yönetim kalitesi, pazar payı, büyüme hızı ve muhasebe uygulamaları da değerlendirmeye etki etmektedir. Kredi derecelendirmenin başarı olması verilen notun tutarlılık arz etmesi ve bağımsız denetimden kuşku duyulmamasıyla mümkündür (Şirvan, 2004: 5-7)

Standards& Poor's'un ülke kredi derecelendirmelerinde aşağıdaki beş temel faktörü dikkate alarak analiz yapmaktadır:

- Politik yapıya ilişkin kurumsal ve politik risk faktörleri,
- Ekonomik yapı ve büyüme oranları tahmini,
- Dışsal likidite ve uluslararası yatırım hareketleri,
- Mali performansla ilişkili esneklik ve kamu borç yükü,
- Parasal esneklik

Bu beş faktör 1 (en kuvvetli), 6 (en zayıf) olmak üzere rakamların skoru alınır. Bu skorlar belli ölçütler karşılığında bir ülkenin kamu borçlarına yönelik ekonomik ve politik profili ile esneklik ve performans profilini meydana getirir. Bu profiller “*gösterge niteliğinde kredi derecelendirme seviyesini*” belirlemektedir (Dimitrijevic ve Holmes, 2012: 2).

Kredi derecelendirme kuruluşları analizlerini politik ve ekonomik riskler başlığı altında derecelendirme yapmaktadır (Çalışkan, 2002: 55).

1.5.1. Politik Risk Faktörleri

Kredi derecelendirme kuruluşları ülke riski, hükümrancılık riski ve mikro ekonomik risk faktörlerini dikkate alarak analizlerini yapmaktadırlar. Hükümet istikrarı, yönetim biçimi, iç ve dış karışıklıklar, etnik, politik ya da dinsel çatışmalar, askeri darbe, siyasi partiler, sosyoekonomik ve demografik yapı, bürokrasinin işleyişi, yabancı sermaye ile ilgili yasal düzenlemeler, ekonomi yönetimi ve savaş gibi faktörler politik riski etkilemektedir (Kırankabeş, 2006: 102).

1.5.1.1. Ülke Riski

Kredi derecelendirme kuruluşları derecelendirme yaparken ülke riski analizine büyük önem vermektedir. Bir ülkenin borçlarını vadesinde ve eksiksiz geri ödeyebilmesi için ekonomi ve politikalarının tamamı ülke riskini oluşturmaktadır. Ülke riskini 3 faktör belirlemektedir: (Çalışkan, 2002: 55).

a) Ekonomik risk: Bütçe açıklarının gayri safi milli hasılaya oranının yüksek olması riski arttırır.

b) Kamu harcamalarında etkinlik: Dış borçların tüketim yerine üretime aktarılması ülke riskini düşürür.

c) Doğal kaynaklar: Bir ülkenin sahip olduğu doğal, işgücü, teknoloji ve finansal kaynakları riski etkiler.

1.5.1.2. Hükümrancılık Riski

Ülke riskinden daha kapsamlı bir risk olan hükümrancılık riski, bir ülkenin politika ya da devlet sistemindeki değişiklik nedeniyle borçlarını ödeyememesi durumudur. Afrika'daki gelişmemiş ülkelerde hükümrancılık riski en yüksek seviyededir (Çalışkan, 2002: 55).

1.5.1.3. Mikro Ekonomik Risk

Mikro ekonomik risk analizi yapılırken kredi derecelendirme kuruluşu, derecelendirme yaptığı ülkedeki firmaları ayrı ayrı değerlendirmelidir. Derecelendirme yapılırken hangi ülkeye yatırım yapılacağı, yatırım yapılacak ürünün tercihi ve tercih edilen ürünü üreten şirketin analizi dikkate alınmalıdır. Bir ülkedeki çok uluslu şirketler ekonomik büyümeyi tetikledikleri için ülke riskini azaltıcı bir etkiye sahiptirler (Çalışkan, 2002: 56).

1.5.2. Ekonomik Risk Faktörleri

Ekonomik risk bir ülkenin derecelendirme tabi tutulduğu zamandaki ekonomik güç ve zayıflıklarını ortaya çıkarmayı amaçlamaktadır. Ekonomik risk hesaplanırken döviz kuru ve döviz rezervleri, kişi başına düşen gelir ile GSMH, enflasyon, faiz oranları, transfer riski, iç ve dış yatırımlar, ihracat artışı gibi faktörler değerlendirmeye tabi tutulmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları yıllık gerçek GSMH artışı, kişi başına düşen gayri safi milli hâsıla, enflasyon artış oranı ve bütçe dengesine bakarak ekonomik riski hesaplamaktadır (Kırankabeş, 2006: 102). Kredi derecelendirme kuruluşları politik ve ekonomik riskleri kendi yöntemlerine göre hesaplayıp, bir ülke ya da şirkete kredi notunu vermektedirler.

1.5. Kredi Derecelendirmenin Yararları

Kredi derecelendirme notları şirketlerin ve ülkelerin sermaye piyasalarından borç bulabilmesine olanak sağlar. Banka kredisi yerine yatırımcılardan doğrudan borç almak isteyen ülkeler kredi derecelendirme notları sayesinde kendi değerlilikleri hakkında bilgi sahibi olurlar. Bu sayede etkin ve piyasa tarafından kabul görmüş notlarıyla birlikte tahvil ihraç etmeleri ve satın almaları kolaylaşır. Diğer taraftan yatırımcılar da yatırım kararlarını verirken kredi notları ile kendi yatırım risk analizlerini birleştirerek etkin bir araç olarak kullanırlar. Kredi derecelendirme notları sayesinde devletler kamu işleri için, şirketler ise büyüme ve Ar-Ge faaliyetleri için piyasadan fon sağlarlar (Seval, 2016: 7).

Derecelendirmenin ekonomik hayata kazandırdığı faydalar aşağıdaki şekildedir (Şirvan, 2004: 9):

- Güvenilir ve istikrarlı mali piyasalar kazandırarak ekonomiyi sağlamlaştırır,
- Ekonominin dış kaynak talebini, piyasaların uluslararası piyasalarla bütünleşmesini sağlar,
- Ekonomideki riski azaltırken, mali faaliyetlerin etkinliğini artırır ve büyüme oranının finansmanını karşılar.

Yüksek kredi notu almak için menkul kıymet eden şirket ve firmalar mali, finansal ve yönetsel yapılarını sağlam ve tutarlı hale getirmek zorundadır. Güçlü bir yapıya sahip şirket ve ülkeler yüksek kredi notu alarak yabancı sermaye fonlarını çekebilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler yabancı sermaye çekebilmek için hukuki, ekonomik ve politik yapılarını güçlendirmeleri son derece önemlidir. Kredi derecelendirme kuruluşları kredi notlarını tespit ederken bu kriterleri ölçüt almaktadır. Bu yüzden kredi notları doğrudan yabancı sermaye ve diğer fonların ülkeye akışında ciddi bir referans kaynağı olmaktadır. Basel Kriterleri çerçevesinde işletmeler ise kredi derecelendirme kuruluşlarından aldıkları kredi notlarıyla kredi alabileceklerdir. Yüksek kredi notuna sahip işletmeler daha ucuza kredi temin ederken, düşük kredi notuna sahip işletmeler ise daha pahalıya kredi temin edebileceklerdir. Bu sayede riskli işletmeler sistemden elenerek, bankalar risklerini en aza indirgeyebileceklerdir (Demircioğlu, Erkan, 2011: 209).

Emeklilik ve sigorta fonlarının tabi olduğu yasalar gereği bir ülkeye yatırım yapabilmesi için o ülkenin yatırım yapılabilir notu alması gereklidir. Türkiye ilk defa 2013 yılında Fitch ve Moody's'ten yatırım yapılabilir ülke notunu almış ve ülkenin risk algısını olumlu etkilenmiştir. Yatırım yapılabilir kredi notu sayesinde, uluslararası bireysel emeklilik ve sigorta şirketleri Türkiye'ye uzun vadeli olarak yatırım yapabilmıştır (Kanlı ve Barlas, 2011, 1).

1.6. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yöneltilen Eleştiriler

Amerika Birleşik Devletleri'nde yaşanan 2001 Enron skandalı ile 2002 Worldcom ve 2003 Parmalat gibi çok büyük firmaların batışı, bu firmalara çok kısa bir zaman önce yüksek kredi derecelendirme notu veren kuruluşların eleştirilmesine neden olmuştur. Özellikle 2007 yılı Mortgage krizi küresel anlamda tüm dünyayı etkilemiş ve finansal krize neden olarak kredi derecelendirme kuruluşları baş aktör ilan edilmiştir. 2004-2007 yılları arasında yatırım bankaları yüksek getiri sağlamak amacıyla yüksek riskli konut kredilerinin bulunduğu havuzu CDO (Collateralized Debt Obligation: Teminatlı Borç Senetleri) ihraç etmek için bu ürünleri kredi derecelendirme kuruluşlarına onaylatmıştır. AAA ile BB arasında düşük risk derecesi ile yüksek getiri sağlayan bu senetler, hedge fonlar, bankalar, emeklilik ve sigorta şirketleri tarafından yoğun bir talep görmüştür. Yatırım araçlarına verilen notların uygunsuzluğunun ortaya çıkmasıyla birlikte kredi derecelendirme kuruluşları CDO'ların notunu hızlı ve beklenmedik bir şekilde düşürmeye başlamış, bu durum krizin daha da kötüleşmesine neden olmuştur (Yazıcı, 2015) .

2008 kriziyle birlikte Moody's, S&P ve Fitch'in konut kredi piyasasına balonu g zlemleyememeleri ve kredi notu verme sürecinde şeffaf olmamaları ve piyasayı geriden takip etmeleri nedeniyle ciddi eleştirilere hedef olmuştur.    büyük kredi derecelendirme kuruluşunun CDO'lara bilerek ve kasten yüksek not verdiği iddia edilmektedir. Derecelendirme kuruluşları ise verdikleri notların bir görüş niteliğinde olduğunu ifade ederek, herhangi bir sorumluluk altına girmemektedirler. Verilen bu notların neticesinde firmaların veya ülkelerin batmasından sorumlu olmamaları bir diğer eleştiri konusudur. Bu eleştiriler sonucunda derecelendirme kuruluşları analizlerini daha tarafsız yapmaya ve ülke ve şirketler hakkındaki deneyimlerini de hesaplama analizlerine eklemeye başlamışlardır (Kargı, 2014: 357).

Kredi derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen dört temel eleştiri aşağıdadır (Suadiye, 2006):

- Derecelendirme kuruluşlarının ücretlerini menkul kıymet ihraç eden firmalardan alması ve bu kuruluşların tarafsızlığına gölge düşürmeleri,
- Derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlardan sorumlu olmamaları ve hatalı bir kararda yaptırıma uğramamaları,
- Mali piyasaların, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notları sorgusuz takip etmeleri,
- Kredi derece notları sürü psikolojisi yaratarak gelişen ekonomilerin nakit akımına büyük bir etki yaratması.

2008 krizinden sonra kredi derecelendirme kuruluşları yetersiz rekabet, yetersiz hesap verilebilirlik, çıkar çatışması ve yetersiz bağımsızlık ile eş-yönlü davranış ve zamansız kredi derecesi düşürmeleri de eleştirilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal sistem üzerindeki etkisini Thomas L.Friedman bir röportajında şöyle aktarmıştır: “Şahsi fikrim olarak bugün dünyada iki süper güç var. Birisi ABD diğeri Moody’s’tir. ABD bombalarıyla, Moody’s ise sahip olduğu menkul kıymetlerin kredi notunu düşürerek imha gücüne sahiptir (Bocutoğlu, 2015: 84-94,107).

Oligopol şekilde hareket eden üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu sahip oldukları güç ile ülkelerin geleceğini tayin etmektedir. Bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının yetkilerinin sınırlanması için yaptırımların tartışılmaya başlanmasına neden olmuştur. Ekonomik kriz nedeniyle bir ülkenin kredi notu düşürüldüğünde o ülkeden sermaye çıkışı gerçekleşir ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları kesintiye uğrar. Bu da ülkede krizin daha da derinleşmesine neden olur. Asya krizinin derinleşmesinin en büyük sebebi kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri düşük notlar ile birlikte yaşanan sermaye kaçıdır (Yenipazarlı, Bulut, Kavak, 2017: 83-84).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının bir şirketi nasıl zarara uğratabileceği ile ilgili en önemli örnek: Hannover Re şirkettir. Moody’s 1998 yılında Alman sigorta şirketi Hannover Re’ye derecelendirme yapmak için yazı yazdı. Şirket ise S&P ve AmBest şirketlerinden hizmet almak için başvuru yaptığından bu talebi reddetti. Fakat Moody’s şirketin talebi olmamasına rağmen derecelendirme işlemine başladı. Ve 2003 yılında

Hannover Re'nin kredi notunu “*atık not*” olarak derecelendirdi. Hisse senedi sahipleri atık not yüzünden panikleyerek, hisse senetlerini ucuzdan sattı. Bu işlemlerin sonucunda Hannover Re 175 milyon dolar kaybederek zarar etmiştir (Kingsley, 2012).

1.7. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Not Sistemi

Dünya piyasalarındaki kredi dereceleri üç büyükler olarak tabir edilen Moody's Investors Service (Moody's), Standard and Poor's Ratings Services (S&P) ve Fitch IBCA (Fitch) adlı kredi derecelendirme kuruluşları tarafından sağlanmaktadır. Farklı ölçüm teknikleri kullansalar da kredi notlarının karşılaştırılması birbiriyle eşdeğerdir. Örneğin Moody'sin Baa1 notu ile S&P ve Fitch'in BBB+ notu eşdeğerdir (Seval, 2015,85).

Tablo 2: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Sistemi

Moody's	S&P	Fitch	JCR	Not Açıklaması	
Aaa	AAA	AAA	AAA	En yüksek Derece	Yatırım Yapılabilir Seviye
Aa1	AA+	AA+	AA+	Yüksek Derece	
Aa2	AA	AA	AA		
Aa3	AA-	AA-	AA-		
A1	A+	A+	A+	İyi Derece	
A2	A	A	A		
A3	A-	A-	A-		
Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	Ortanın Altı Derece	
Baa2	BBB	BBB	BBB		
Baa3	BBB-	BBB-	BBB-		
Ba1	BB+	BB+	BB+	Yatırım Yapılmaz Derece	Spekülatif Seviye
Ba2	BB	BB	BB	Spekülatif	
Ba3	BB-	BB-	BB-		
B1	B+	B+	B+		
B2	B	B	B		
B3	B-	B-	B-		
Caa	CCC+	CCC	CCC	Şiddetli Riskli Derece	

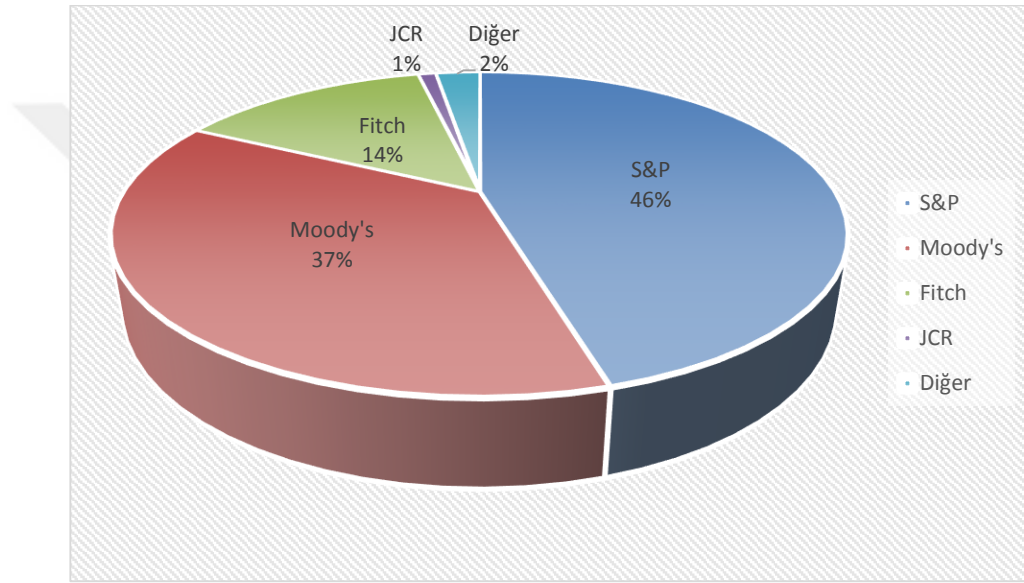
Caa3	CCC	CC	CC		
Ca	CC	C	C	Aşırı Spekülatif Derece	
Da	D	DDD DD D	LD D	Yükümlülüğünü Yerine Getiremez Derece	Yatırım Yapılamaz Derece

Kaynak: (<https://www.moodys.com/researchandratings?lang=en&cy=global> ,
http://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings#secondPage ,
<https://www.fitchratings.com/site/fitchsolutions-home/creditratingsandresearch> ,
https://www.jcr.co.jp/en/pdf/dm25/JCR's_Rating_Methodology20141107.pdf, 2019)

Tablo 2’yi incelediğimizde üç kredi derecelendirme kuruluşu verdikleri kredi notlarıyla ülkeleri *Yatırım Yapılabilir Seviye*, *Spekülatif Seviye* ve *Yatırım Yapılamaz Seviye* olarak üç kategoride değerlendirmektedir. A ile başlayan dereceler şirketin çok iyi bir konumda olduğunu, B ile başlayan dereceler şu an için bir risk olmamasına karşılık ileride bir sorun olabileceğini, C ile başlayan dereceler ödeme dengesi bozukluğu olduğunu ve D ile başlayan dereceler ise finansal yükümlülüklerini yerine getiremeyen iflas durumunda olduğunu ifade eder. Moody’s farklı bir not sistemi kullanırken, S&P ve Fitch neredeyse aynı harf sistemini kullanmaktadır. Kredi notlarının (+) ve (-) işaretleri şeklinde ek ve uzantıları vardır. Bunlara ek olarak kredi notunun görünümü *pozitif*, *negatif* ve *durağan* şeklinde belirtilmektedir. Bu görünümler notun zaman içinde pozitifse yukarı, negatifse aşağı ve durağansa sabit olacağı bilgisini verir. (Seval, 2015: 86). Kredi derecelendirme kuruluşları kısa vadeli (1 yıldan daha az) ve uzun vadeli (365 günden daha uzun) yükümlülükler için de ayrı bir not sistemi oluşturmuşlardır. Kısa vadeli dereceler finansman bono senedi piyasasında kullanırken, uzun vadeli dereceler ülke derecelendirilmesinde kullanılır (Seval, 2015: 91).

Derecelendirme yatırımcı için yol gösterici olarak ilgili ülkenin risk derecesini belirlemekte ve yatırımların belirli risk grubunda değerlendirilmesini sağlamaktadır (Ovalı, 2014: 57) Yatırımcı içinse *yatırım yapılabilir seviyede* derece notu alması önemlidir. Çünkü (Seval, 2016: 86):

- Bazı yatırımcılar yatırım yapılamaz notu ile yatırım kıymeti olmayan araçlara yatırım yapmak yasaklandığı için piyasaya tam erişim sağlayamazlar.
- Yatırım yapılabilir notu ile borçlanmalarda daha uygun faiz ve fiyat teklifi alıp, daha esnek teminatlar verebilirler,
- Yatırım yapılabilir notu ile yatırımcılar, rakipler, müşteriler ve tedarikçiler karşısında daha itibarlı olurlar.



Şekil 2: Derecelendirme Kuruluşlarının Pazar Payları

Kaynak: SEC, 2012

Derecelendirme kuruluşlarının Pazar payları Şekil 2’de verilmiştir. 31 Aralık 2012 yılı SEC (Securities and Exchange Comission) verilerine göre S&P %46 Pazar payıyla piyasanın hakimi, Moody’s ikinci ve Fitch ise üçüncü şirketi konumundadır. Üç büyük şirket piyasanın %97’sine hakimdir. Bu güçlü pazar payları ile oligopolistik bir yapı sergilerler (Mihaelajméno, 2015:635).

1.7.1. Moody’s Investors Service

Dünyanın en büyük ve en eski derecelendirme kuruluşu olan Moody’s , kredi notları, araştırmaları ve risk analizleriyle sektörün öncülerindendir. Dünya çapındaki faaliyetleri

ve tanınırlığı sayesinde kredi değeri konusunda en çok tercih edilen kuruluşlardan biridir. 1900 yılında demiryolu yatırımları analizleri yapan John Moody tarafından kurulmuş, 1903 yılında finansal kurumların hisse senedi ve analizleri içeren bir kılavuzla dünya çapında tanınmıştır. 1907 yılında ABD borsasının çöküşüyle birlikte kılavuzunu satmak için müşteri bulamamıştır. 1909 yılında yeni bir fikirle ABD demiryollarının menkul kıymet analizi işine girmiştir. Moody's şirketlerin borçlarına A, B ve C not dereceleri vererek ilk derecelendirme faaliyetine başlamıştır. Moody's 1913 yılında sanayi şirketlerini de analizlerine dahil ederek faaliyet alanını artırmıştır. 1 Temmuz 1914 yılında Moody's Yatırım Servisi'ni kurmuş, 1914 yılında ise ABD'nin yerel yönetim kurumlarının tahvillerini de derecelendirmeye başlamıştır (Karagöl, Mıhçıokur, 2013,11).

1970'li yıllarda Moody's dahil olmak üzere üç büyük derecelendirme kuruluşu derecelendirme hizmetleri için ihraççılara ek olarak yatırımcıları da bu sisteme dahil etmeye başlamıştır. Moody's Corporation borç araçlarını kapsayan kredi notları ve araştırmalar sağlayan Moody's Investors Service'in ve en gelişmiş yazılımları, kredi ve ekonomik analizleri ve mali risk yönetimine ilişkin danışmanlık ve araştırma hizmetleri sunan Moody's Analytics'in ana şirketidir. Moody's Corporation 2009 yılında 1.8 milyar dolarlık bir gelirle dünya çapında yaklaşık 4.300 kişi istihdam eden ve 26 ülkede ofise sahip bir kuruluştur. Moody's 110 ülkede, 12.000 ihracatçı şirketi, 25.000 kamu finansmanı ihracatçısını ve 106.000 finansman tahvilini izlemektedir (Moody's, 2009).

Moody's derecelendirmeyi *“menkul kıymet ihraç eden firmaların ihraç ettikleri menkul kıymetlerin itfa süresince anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirebilme kabiliyetleri hakkında bir yargı olarak”* tanımlamaktadır (Stimpson, 1992: 71'den Eren, 2010: 113). Kredi notları yatırımcılar için ihraçlarının fiyatlandırılmasında önemli bir unsurdur ve yatırım kılavuzlarının belirlenmesinde kullanılmaktadır. Moody's'e göre kredi notlarının faydaları aşağıdaki gibidir (Moody's, 2009):

1. **Sermayeye Daha Geniş Erişim:** Kredi notu bir ihraççının borcunu alıcılar için daha cazip hale getirerek, dünya çapındaki yatırımcıların kullanıma sunmakta ve net anlaşılmaktadır. Kredi notu küresel çapta hem yerel hem uluslararası sermaye fonlarına erişim sağlayan *“küresel pasaporttur”*.

2. **Fonlama Esnekliği:** Kredi notu düşük fonlama maliyetiyle ihraççıların sermaye piyasalarını ekonomik ve uzun vadeli kullanımını sağlar.
3. **Piyasa İstikrarı:** Piyasaların gergin olduğu zamanlarda kredi notu yatırımcıya olan güvenin sürdürülmesini ve sağlamlaşmasını sağlar. Özellikle manşet riskine karşı kredi notunun itibarı ve kredi analizi yatırımcının endişelerini azaltır.

Moody's ülkeler, kamu kuruluşları, özel kuruluşları ve belediyelere ait menkul kıymetleri derecelendirirken hep aynı not sistemini kullanır. Menkul kıymetlerin faiz ve anapara ödeme yeterliliği analiz edilerek, kredi derecesi belirlenir. Moody's'in not skalası Tablo 3'te verilmiştir:

Tablo 3: Moody's Not Skalası

	Uzun Vadeli Notlar	Uzun Vadeli Not Açıklama	Kısa Vadeli Notlar
Yatırım Yapılabilir Notlar	Aaa	En yüksek not, en düşük risk	Prime 1 (En Yüksek Not)
	Aa1	Yüksek not, çok düşük risk	
	Aa2		
	Aa3		
	A1	Orta Not ve düşük risk	Prime 2 (Yüksek Seviye Not)
	A2		
	A3		
	Baa1	Spekülatif risk içeren orta not	Prime 3 (Normal Seviye Not)
	Baa2		
Baa3			
Yatırım Yapılamaz Notlar	Ba1	Önemli risk	Prime Değil (Kısa Dönem yükümlülüklerini yerine getiremez)
	Ba2		
	Ba3		
	B1	Yüksek kredi riski	
	B2		
	B3		
	Caa	Maksimum kredi riski	
	Ca		
	C		

Kaynak: (https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004, 2019)

Moody's bu notları şöyle açıklamaktadır (ATB, 2009):

Aaa: En güvenilir nota sahip ülke ve kurumlar bu nota sahiptir. Yabancı yatırımcılar için en düşük risk derecesinde yatırım yapılabilir ve birinci sınıf kalitede kredi notudur. Ekonomik bir kriz anında bile bu notu alan ülkenin ekonomik yapısı etkilenmeyecek,

ülke anapara ve faiz ödemelerinin yükümlülüklerini yerine getirecektir. En yüksek notudur.

Aa: Bu kredi notunu alan ülkeler güçlü bir anapara ve faiz ödemesi yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesine sahiptirler. Güvenilir olarak nitelendirilmelerine karşın koruma payı Aaa kredi notu ülkelerden daha düşük olduğundan ve ekonomik dalgalanmalardan daha çok etkilendiğinden bu kredi notu Aaa ülkelerinden daha düşüktür.

A: Bu kredi notunu alan ülkeler güvenilir olarak nitelendirir. Anapara ve faiz ödemelerinin güvenilir olduğunun kabul edildiği ve ortanın üzerinde bir derecedir. Ekonomik değişikliklere karşı dikkatli olunmalıdır.

Baa: Orta derecede güvenilir bir nottur. Anapara ve faiz geri ödemeleri uygun bir kapasiteye sahip olmakla birlikte, güvenirlilikleri konusunda spekülattır. Ekonomik değişikliklere karşı gecikme riski değerlendirmelere katılmalıdır.

Ba: Spekülatif bir nottur. Anapara ve faiz ödemelerinde güvenilirliğin orta dereceli olduğu bir not, uzun dönemli tahmin spekülatif olduğu için gelecek belirsizdir.

B: Yatırım yapılamaz bir nottur. Yatırım imkanı az ve borç ödeme kapasitesi zayıftır. Uzun dönemli risk maksimumdur.

Caa: Anapara ve faiz ödeme kapasitesi minimumdur. Geri ödememe riski çok fazladır.

Ca: Anapara ve faizlerini ödemezler, son derece spekülatif bir nottur.

C: En düşük borç ödeme kapasitesine sahip bir not. Bu nota sahip ülkelere yatırım yapılamaz görüşü bildirilir. Maksimum risk mevcuttur.

1, 2, 3: Moody's ülkelere not verirken A ve B derecelerinin yanına 1,2 ve 3 sayılarını ekler. 1 sembolü en iyi derecelendirme, 2 sembolü orta derecelendirme ve 3 sembolü borç ödeme kapasitesi en düşük ülke notudur.

1.7.2. Standard and Poor's Ratings Services

Standard and Poor's Ratings Services (S&P) 1860 yılında Henry Varnum Poor kurulmuştur. 1913 yılında Bond Card System ve Bobson Stock'u satın alarak, yüksek büyüme hızıyla 1914 yılında Standart Statistics Anonim Şirketi adını almıştır. 1941

yılında ise “Standart Statistics Company” ve “Poor’s Publishing Company” şirketleri birleşerek Standart and Poor’s (S&P) derecelendirme şirketini kurmuşlardır. S&P 1946 yılında elektronik hesaplama sistemine geçerek bilgileri depolamaya ve toplamaya başlamıştır. 1962 yılında Newyork borsasında işlem yapan resmi bir şirket olmuştur. 1966 yılında McGraw-Hill şirketini bünyesine katarak bağımsız bir kuruluş olarak faaliyetlerine devam etmiştir. 1970’li yıllardaki Petrol krizleri ve 1982 yılındaki Meksika kriziyle birlikte para piyasalarında krizleri öngören bir sisteme ihtiyaç duyulması S&P gibi kredi derecelendirme kuruluşlarının önemini arttırmıştır (Karagöl, Mihçioğur, 2012:12).

En büyük derecelendirme kuruluşundan biri olan S&P derecelendirmeyi *“borçlunun belirli bir finansal yükümlülüğünden ya da finansal programdan kaynaklanan kredibilitesine ilişkin fikir olarak”* tanımlamaktadır (Kargı, 2014: 357). S&P dünya çapında 61 ofisi bulunmakta, yatırım ve finans alanında uzman 6300 kişiyi istihdam etmektedir. S&P 129 ülkede 1,2 milyon finansal enstrüman ve 4,3 trilyon dolar tutarında yeni borç derecelendirmiştir. 2000 yılında Kanada Tahvil Derecelendirme Kuruluşu (Canadian Bond Rating Service- CBRS) ile birleşerek küresel piyasalara da hakim olmuştur (Karagöl, Mihçioğur, 2012:12). S&P finansal piyasalardaki menkul kıymet işlemleri, bonolarla ilgili finansal işlemler, teminat mektupları, sigorta, banka ve finansal kefalet şirketlerinin kıymetlerini ilk kez derecelendiren şirkettir (Mukatel, 2006:53).

Tablo 4: S&P Not Skalası

	Uzun Vadeli Notlar	Uzun Vadeli Not Açıklama	Kısa Vadeli Notlar
Yatırım Yapılabilir Notlar	AAA	Yüksek kalite not ve düşük risk	A-1+
	AA+		
	AA		
	AA-		
	A+	Orta kalite not ve düşük risk	A-1
	A		
	A-		
	BBB+	Spekülatif not ve orta sınıf risk	A-2
	BBB		A-3
	BBB-		
Yatırım Yapılamaz Notlar	BB+	Önemli risk	B
	BB		
	BB-		
	B+	Yüksek kredi riski	C
	B		
	B-		
	CCC+	Çok yüksek kredi riski	
	CCC		
	CCC-		
	CC	Tehditlere açık çok yüksek kredi riski	
	C	İflas süreci başlamış maksimum kredi riski	
	D	İflas	D

Kaynak: (www.standardandpoors.com, 2019)

Tablo 4’te S&P kredi notları verilmiştir. Bu notları şu şekilde açıklayabiliriz (ATB, 2009):

AAA: S&P tarafından verilen en yüksek nottur. Güçlü bir yapıya sahip ekonomiyi ifade eder. Anapara ve faiz ödemeleri ekonomik durum değişse bile aksamaz.

AA: Anapara ve faiz ödeme kapasiteleri çok yüksek ülkeleri ifade eder.

A: Bu nota sahip ülkeler anapara ve faiz ödeme yeteneği güçlüdür. Fakat ekonomik krizlere daha duyarlıdırlar. Olumsuz ekonomik koşullar ve politik etmenlere karşı risk vardır, temkinli olunmalıdır.

BBB: Bu gruptakiler anapara ve faiz ödemeleri sorunsuz yapmakla birlikte, ekonomik değişimlerden olumsuz etkilenebilirler. Bu grupta borcun ödenmeme riski vardır.

BB: En düşük spekülâtif nottur. Anapara ve faiz ödemeleri ılımlı bir yapıya sahiptir. Borcun zamanında ödenmesi, ülkenin ekonomik koşullarının uygun hale getirilmesi gerekmektedir.

B: Borç ödeme yeterliliği düşüktür. Borcun ödenememe riski vardır.

CCC: Borç ödeme yeterliliği zayıftır. Anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılmaması mümkündür.

CC: Spekülâtif risk çok yüksektir. Ekonomik koşullardaki değişimler belirsiz ve risklidir. Anapara ve faiz ödemelerinde sorunlar yaşanması mümkündür.

C: Bu nota sahip ülkeler anapara ve faiz ödemelerini yapamazlar. İflas sürecine girmiş, verilen borcun anapara ve faizi geri ödenmeyeceğini ifade eder.

D: En kötü nottur. Anapara ve faiz ödemesinin geri ödemesi imkansızdır. Borç ödeme kapasitesi olmayan ve iflas eden ülkeler için bu not kullanılır.

S&P notlarının yanına (+) ve (-) işaret koyarak derecelendirmesini çeşitlendirmektedir. Örneğin (A) notunun sağına (+) işareti koyması (A+) notunun, (AA) notundan daha düşük olmakla birlikte (A) notundan biraz daha yüksek olduğunu ifade eder (ATB, 2009).

1.7.3. Fitch IBCA

Fitch Publishing Company 1913 yılında John Knowles Fitch tarafından Newyork'ta kurulmuştur. 1924 yılında AAA ile başlayan not skalasını ilk kez kullanan derecelendirme şirkettir. Fitch derecelendirmeyi *“bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceği hakkında verilen bağımsız bir görüş”* olarak tanımlamaktadır (Kargı, 2014: 357). Merkezi Londra ve Newyork olan Avrupa kökenli ilk derecelendirme kuruluşudur. 1975 yılında ABD’de SEC tarafından tanınarak S&P ve Moody’s’in arasına girmeyi başarmıştır. S&P ve Moody’s’ten sonra piyasanın üçüncü büyük kuruluşudur. Türkiye’de ofisi bulunan ilk derecelendirme kuruluşuydu. Fakat 2018 yılında Fitch Türkiye ofisini kapatma kararı almıştır. Türkiye’ye ve Türk firmalarına yönelik işlemlerini mevcut ofis ağı üzerinden sürdürmeye devam edecektir (<https://www.fitchratings.com/site/turkey>).

Fitch 100 ülkede, 6.047 banka ve finans kurumuna ve 1.700'den fazla firmaya hizmet vermektedir. Fitch'in pazar payının küçük olmasına rağmen S&P ve Moody's'e göre agresif yapısı nedeniyle stratejik bir öneme sahiptir. Aynı zamanda Fitch iki şirkete göre derecelendirme faaliyetleri için talep ettiği düşük fiyat stratejisiyle piyasada tutunmayı başarmıştır. Derecelendirme piyasanın neredeyse %81'lik kısmına sahip olan S&P ve Moody's anlaşmazlığa düştükleri noktada, Fitch'in değerlendirmesi önem kazanmaktadır (Tekin, 2016: 189).

Tablo 5'te Fitch'in kredi notları verilmiştir. Bu notları şu şekilde açıklayabiliriz (Seval, 2016: 91):

Tablo 5: Fitch Not Skalası

	Uzun Vadeli Notlar	Uzun Vadeli Not Açıklama	Kısa Vadeli Notlar	
Yatırım Yapılabilir Notlar	AAA	Yüksek kalite not ve düşük risk	F1+	
	AA+			
	AA			
	AA-			
	A+	Orta kalite not ve düşük risk	F1	
	A			
	A-		Spekülatif not ve orta sınıf risk	F2
	BBB+	F3		
	BBB			
	BBB-			
Yatırım Yapılamaz Notlar	BB+	Önemli risk	B	
	BB			
	BB-			
	B+	Yüksek kredi riski	C	
	B			
	B-			
	CCC			Çok yüksek kredi riski
	CC			Tehditlere açık çok yüksek kredi riski
	C			İflas süreci başlamış maksimum kredi riski
	D	İflas	D	

Kaynak: (www.fitch.com, 2019)

Uzun vade AAA/ Kısa Vade F1: En yüksek kaliteli kredi notu. Ekonomik değişikliklerden olumsuz etkilenmeyen, anapara ve faiz ödemelerini yerine getirir.

Uzun vade AA/ Kısa Vade F1: Çok yüksek kredi notu. Anapara ve faiz ödeme kapasitesi yüksektir.

Uzun vade A/ Kısa Vade F2: Yüksek kredi notu. Anapara ve faiz ödeme kapasitesi güçlüdür. Ekonomik gelişmelere duyarlıdır.

Uzun vade BBB/ Kısa Vade F2: İyi kredi notu. Ekonomik olumsuzluklara açık olmakla birlikte anapara ve faiz ödeme yükümlülüğü yerine getirilir.

Uzun vade BB/ Kısa Vade B: Spekülatif kredi notu. Ekonomik olumsuzluklar karşında iyileştirme yapılmasıyla ödemelerin zamanında yerine getirilmesi mümkündür.

Uzun vade B/ Kısa Vade C: Yüksek derecede spekülatif kredi notu. Borcun geri ödenmeme riski fazladır. Uzun vadede borcun geri ödenmeme riski vardır.

Uzun vade CCC/ Kısa Vade C: Yüksek temerrüt riskli kredi notu. Borcun geri ödenmeme riski yüksektir.

Uzun vade CC/ Kısa Vade C: Olası temerrüt riskli kredi notu. Temerrüde düşme olasılığı çok yüksektir.

Uzun vade C/ Kısa Vade C: Temerrüde yakın kredi notu. Anapara ve faiz ödemeleri borçlu tarafından geri ödenmeyecektir.

Uzun vade D/ Kısa Vade D: En kötü kredi notu. İflas durumundaki geri ödeme yapamayan, borç ödeme kapasitesi olmayan ülkeleri ifade eden nottur.

1.7.4. Japanese Credit Rating (JCR)

Küreselleşmeyle birlikte uluslararası finansal piyasaların entegre olmasıyla birlikte derecelendirme işlemleri denizaşırı ülkelere de yayılmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarına yükselen talep ile birlikte derecelendirme kuruluşlarının da sayısı hızla artmıştır. Japanese Credit Rating (JCR) 1975 yılında Tokyo’da kurulmuştur. JCR Japonya Maliye Bakanlığı tarafından yetkilendirilen ve SEC tarafından tanınmış bir uluslararası derecelendirme kuruluşudur. Japonya dışındaki tüm kredi derecelendirme şirketleri bağımsız ve özel kuruluşlardır. Japonya’da ise kamu idaresinin şirketlere ortak

olması, JCR'in yarı kamusal bir şirket statüsünde olmasına sebep olmuştur (Karagöl, Mıhçıokur, 2012,12-15).

JCR 1980'li yıllarda etkin olarak piyasaya hakim olmaya başlamıştır. Ülke derecelendirmesi işlemlerinde ağırlıklı çalışmakla birlikte orta ve uzun vadeli tahviller, finansman bonusu, sigorta şirketlerinin sorumlulukları ve menkul kıymet işlemlerinin derecelendirmesini içeren geniş bir alanda faaliyet göstermektedir. Norinchukin Bank ve Bank of Mitsubishi gibi büyük yatırım kuruluşlarının bulunduğu 109 ortağı bulunmaktadır. Türkiye'de ise 2006 yılında kurulan Avrasya Derecelendirme A.Ş. ile 2007 yılında ortaklık kurarak JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. olarak faaliyetlerini sürdürmektedir (<http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=kurulusumuz-hakkinda>).

JCR Not skalası Tablo 6'da özetlenmiştir.

Tablo 6: JCR Not Skalası

	Uzun Vadeli Notlar	Uzun Vadeli Not Açıklama	Kısa Vadeli Notlar
Yatırım Yapılabilir Notlar	AAA	En Yüksek Not	A-1 +
	AA+	Çok Yüksek Not	
	AA		
	AA-		
	A+	Yüksek Not	A-1
	A		
	A-		A-2
	BBB+	Yeterli Seviye Not	A-3
	BBB		
	BBB-		
Yatırım Yapılamaz Notlar	BB+	Ekonomik Koşullara Bağlı Not	B
	BB		
	BB-		
	B+	Düşük Seviye Not	C
	B		
	B-		
	CCC	Temerrüt İhtimali	
	CC	Yüksek Temerrüt Riski	
	C	Çok Yüksek Temerrüt Riski	
Temerrüt	DDD	İflas	D
	DD		
	D		

Kaynak: (www.jcr-er.com, 2019)

JCR uzun ve kısa dönem kredi notlarını Yatırım Yapılabilir Seviye, Spekülatif (Yatırım Yapılamaz) Seviye ve Temerrüt Seviyesi olmak üzere üç ana sınıfta incelemektedir:

Yatırım Yapılabilir Seviye: Uzun dönem notlar derecelendirilen kuruluş ya da devletin bir yılı aşan süredeki geri ödeme kapasitesini, kısa dönem notlar ise bir yıla kadar olan süredeki geri ödeme kapasitesini inceler. En yüksek, çok yüksek, yüksek ve yeterli seviyedeki notlar yatırım yapılabilir seviyedeki notlardır.

Spekülatif Seviye: Ekonomik şartlara bağlı, düşük seviye ve temerrüt ihtimalindeki notlar bu sınıfta incelenir.

Temerrüt Seviyesi: Yüksek temerrüt riski, çok yüksek temerrüt riski ve temerrüt riski notları bu sınıfta incelenir.

BÖLÜM 2: KREDİ DERECELENDİRME NOTUNUN DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Bu bölümünde öncelikle kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri kredi notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımların üzerindeki etkileri açıklanacaktır. Daha sonra Türkiye, Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya ve BRIC (Britanya, Rusya Federasyonu, Hindistan ve Çin) ülkelerine giren doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile kredi notlarının kıyaslaması yapılarak kredi notlarının doğrudan yabancı sermaye üzerindeki etkileri değerlendirilecektir.

2.1. Kredi Notu ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Arasındaki İlişki

Küreselleşmeyle birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri birbirine entegre olmuştur. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler kaynak, bilgi ve teknoloji getiren doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ihtiyaç duymaktadır. Dışarıdan gelen yatırımlar ticaret hacmini artırır ve ülke refahını olumlu etkiler. Ülkelerin mevcut kaynakları, bilgi ve teknoloji sistemleri genelde yeterli değildir. Bu durumda dışarıdan gelen yabancı sermaye ile yüksek sermaye birikimini ve bilgi-teknoloji eksiklerini tamamlarlar. Bu da doğrudan yabancı sermayenin daha da önemli hale gelmesine sebep olur (Güngör, 2012: 5).

IMF'nin tanımına göre doğrudan yabancı sermaye bir ülkede yerleşik pozisyonda olan bir şirketin başka bir ülkede uzun vadeli bir ilişki kurmak gayretiyle yaptığı uluslararası yatırımdır. Doğrudan yabancı sermaye, yatırım yapılan ülkeye sermaye birikiminin yanı sıra girişimcilik, işletme bilgisi, Ar-Ge ve teknoloji ile birlikte rekabet unsurunu da getirmektedir. Doğrudan yabancı sermaye ülke ekonomisi için üretim, istihdam, dış ticaret artışı ile ödemeler dengesi, ekonomik gelişme ve milli gelir üzerinde olumlu etkilere neden olmaktadır. Fakat doğrudan yabancı sermaye milli ekonomide yabancı kontrolünün artması, yüksek teknolojiyle yerli üretici karşısında üstünlük sağlayarak haksız rekabete yol açarak ekonomik bütünlüğün bozulması, ithalat yasaklarından ve gümrük tarifelerinden muaf ya da avantajlı olması ve teknolojik bağımlılık gibi olumsuz etkilere de neden olmaktadır (Mucuk, Demirsel, 2009: 366).

Kredi notu ise bir ülkenin ya da bir şirketin kredi riskinin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından harflere dönüştürülmüş görüşüdür. Ülkeler ya da şirketler yatırım

yapacakları ürünün ya da hizmetin finansal bilgisinin ve kredi riskinin bilinmesine ihtiyaç duymaktadır. Kredi notu bu ihtiyaca cevap vermekte, ülke ve yatırımcıların yatırım kararlarına yön vermektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar ülkelerin kredi risklerini ve finansal yükümlülüklerini gerçekleştirmelerini ölçen bir görüştür. Kredi notları doğrudan yabancı sermayenin yatırım yapacakları ülke hakkında bilgi sahibi olabilmeleri için önemli bir faktördür. Doğrudan yabancı sermaye yatırım yaparken yatırımının güvenliği, kar maksimizasyonu ve sermayesini nakite dönüştürerek o ülkeden rahat çıkış yapabilmek gibi faktörleri göz önüne alarak yatırım kararı verir. Bu faktörlerin değerlendirilmesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar çok önemli bir hale gelmektedir (Erkan, Demircioğlu, 2011:212).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar ülkeler arasındaki dış borçlanma piyasası ile gelişmiş ülke yatırımcılarının gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmadan önceki kontrol noktası haline gelmiştir. Doğrudan yabancı sermaye yatırım yapmadan önce ülke ya da şirket hakkındaki kredi notuna bakarak değerlendirme yapmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler finansman ihtiyacı için doğrudan yabancı sermaye yatırımına ihtiyaç duyar. Yabancı sermaye girişi ülkeye finansal kaynak temini için önemli bir faktördür. Fakat yabancı sermaye yatırım yapmak için kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlara göre uygun bir ülke arar ve yatırım kararını verir. Yabancı yatırımcı ülkenin kredi notuna büyük önem verir. Yüksek kredi notuna sahip ülke dışarıdan finansman bularak yabancı sermayeyi ülkesine çekebilir (Erkan, Demircioğlu, 2011: 220). Gelişmekte olan ülkelerin ise yabancı sermaye çekebilmek için “*yatırım yapılabilir*” seviyede not alması gerekmektedir. Alınan kredi notu finansman maliyetini etkilediğinden yüksek not düşük finansman maliyetine ve düşük not ise yüksek finansman maliyetine yol açar. Gelişmekte olan ülkeler ancak yüksek not sayesinde ülkelere yabancı sermaye çekebilir ve ucuz finansmana sahip olabilirler. Kredi derecelendirme kuruluşlarının bir kriz anında ya da ekonomik bir olumsuzlukta not düşürmeleri gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye çıkışına ve yüksek maliyetle borçlanmalarına neden olur. Bu durum gelişmekte olan ülkelere yeni bir krizin oluşmasına ya da var olan krizin daha da derinleşmesine neden olmaktadır (Yenipazarlı, Bulut, Kavak, 2017: 83-84).

2.2. Kredi Notunun Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri

Kredi notu gelişmekte olan ülkelerin ekonomik olarak kalkınması ve büyümesi için hayati öneme sahiptir. Doğrudan yabancı sermayenin amacı yüksek kar elde etmektir. Yatırımcı için yatırım yapılacak ülkenin güvenilir ve sağlam olması gerekmektedir. Yatırım yapılabilir kredi notunu alan bir ülke ucuz ve uzun vadeli finansman imkanına kavuşarak avantaj kazanır ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını ülkesine çeker. Bu yüzden doğrudan yabancı sermaye yatırımları kredi notlarından önemli derecede etkilenir (Haspolat, 2015,134).

Kredi notu yatırımcıları koruyan bir araçtır. Derecelendirme para ve finans piyasalarının denetim ve kontrol faaliyetini hafifletmekte ve sürekli kontrolle piyasaların güvenli gelişimini sağlamaktadır. Kredi notu ile birlikte piyasalar şeffaf olacak, kendi kendini denetleyen bir sistem oluşacak ve asimetrik enformasyon gibi problemler azalacaktır. Derecelendirme mali piyasaların güvenli gelişmesine ve ekonominin dış kaynak bulmasına imkan sağlamaktadır. Kredi notu doğrudan yabancı sermayenin piyasalara girişini özendirerek uluslararası ekonomilerin birbiriyle entegre olarak bütünleşmesini kolaylaştırır ve uzun vadeli yatırımı güçlendirir (Erkan, Demircioğlu, 2011: 224).

Gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyüme ve kalkınma için düşük maliyetli finansmana ihtiyaç duymaktadırlar. Yatırım yapılabilir kredi notunu alan ülkelerin daha az riskli olduğu varsayılarak düşük maliyetli ve uzun vadeli finansmana sahip olurlar. Yatırım yapılamaz kredi notu alan ülkeler ise riskli durumları nedeniyle yüksek maliyetli ve kısa dönemli finansmandan borçlanmak zorunda kalırlar (Akçayır, Demircioğlu, 2014, 14). Doğrudan yabancı sermaye yatırımları iyi bir kredi notuna sahip olan ülkeye yatırım yaparken hem düşük maliyetli finansmandan ve hem de güvenilir bir piyasada kar etme olanağından yararlanmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri hakkında yapılan çalışmalar sınırlı sayıdadır. Literatürde yer alan çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

Kang ve Stulz (1997), 1975 ve 1991 yılında Japonya'ya gelen yabancı sermaye yatırımları üzerinde yaptıkları araştırmada kredi derecelendirme kuruluşlarının asimetri sorunun azalttığı sonucuna ulaşmışlardır.

Kaminsky ve Schukler (2002), gelişmekte olan ülkelerle ilgili yaptıkları çalışmada not derecelendirmelerinde meydana gelen değişimlerin finansal piyasalarını etkilediğini tespit etmişlerdir. Not değişimleri kriz zamanlarında daha etkili olduğunu ve gelişmekte olan ülkeleri istikrarsızlığa sürüklediğini ifade etmişlerdir.

Jamarillo ve Tejada (2011), 1997 ve 2008 yılları arasında 35 gelişmekte olan ülke üzerinde yaptıkları çalışmada yatırım yapılabilir kredi notunun arttırılmasının makroekonomik göstergeleri azalttığını ortaya koymuşlardır.

Walch ve Wrz (2012) 1995 ve 2011 yılları arasında Avrupa Birliği ülkelerine giren yabancı sermaye yatırımlarının ülke riski üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. Doğrudan yabancı sermaye girişinde pazar büyüklüğünün ve maliyet faktörlerinin en önemli etken olduğunu belirlemişlerdir. Kredi notlarındaki artırımların doğrudan yabancı sermaye üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu ve risk faktörünü azalttığını analiz etmişlerdir.

Çalışkan (2002), 1988 ve 1994 yılları arasında seçilmiş ülkelerin kredi notlarını risk açısından değerlendirmiştir. Kredi notlarının gelişmekte olan ülkelerin aldıkları dış yardım ve kredi geri ödemesinde dikkate alınan bir kriter olduğunu, gelişmiş ülkeler için ise yatırımlarını yönlendirebilmeleri için önemli bir dayanak olduğu sonucuna ulaşmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri kredi notları hem finansal sermaye hem de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkilemektedir.

Akçayır ve Doğan (2016), 1992 ve 2015 yılları arasında Türkiye’ye verilen kredi notlarının, ülkeye giren ve çıkan sermaye üzerindeki etkilerini ekonometrik olarak araştırmışlardır. Uzun dönemde kredi notunun 1 puan artması, net sermaye hareketinin GSYİH içindeki payını %1,75 oranında arttırdığını tespit ederken, kısa dönemde ise hata mekanizmasının çalıştığını tespit etmişlerdir.

Erkan ve Demircioğlu (2011), 1995 ve 2009 yılları verilerini kullanarak Türkiye’ye giren yabancı sermaye yatırımlarının kredi notundan etkilenmediği sonucuna ulaşmışlardır. Fakat derecelendirme süreciyle birlikte Türkiye’nin ekonomik reformlarla zelleştirme, sosyal güvenlik, bankacılık sektörlerinde olumlu gelişmeler yaşanmış. Yabancı sermaye yatırımlarının arttırılması için de uluslararası tahkim uygulamasına geçilmiştir.

Gülmez ve Gündoğan (2014), kredi derecelendirme kuruluşlarının geliştirmekte olan ülkelere verdikleri düşük notların, bu ülkelerin kalkınmasında büyük bir engel olduğunu tespit etmişlerdir. Tarihsel blok içerisinde yer alan kredi derecelendirme kuruluşları, verdikleri notlar ile piyasa notlarının gerisinde kalmışlardır.

Kanlı ve Barlas (2011) geliştirmekte olan ülkeler üzerinde yaptıkları çalışmada kredi derecelendirmelerinin doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Kredi notu artırımlarının portföy yatırımlarını olumlu etkilediğini gözlemlemişlerdir.

Akçayır ve Yıldız (2014) karşılaştırmalı ülke derecelendirme indeksini kullanarak 1992 ve 2013 yılları arasında Türkiye'ye verilen kredi notlarını analiz etmişlerdir. Bu analize göre Türkiye'ye verilen kredi notlarının ekonomik performansa göre düşük olduğu gözlemlenmiştir.

Yenipazarlı, Bulut, ve Kavak (2017), 2000 ve 2016 yılları arasında kredi derecelerinin yatırımlar üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Kredi derecelendirme kuruluşları gelişmiş ülkelere verdikleri notlar sermaye hareketliliğini pozitif etkilerken, az gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkelere verilen notlar ise sermaye hareketliliğini negatif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Kargı (2014), 1998 ve 2013 yılları arasında uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye verdikleri kredi notlarını incelemiştir. GSYİH, cari işlemler dengesi, dış borç stoku ve enflasyon gibi temel göstergelerle kredi notlarını kıyaslamıştır. En yüksek kredi notlarını sırasıyla Moody's, Fitch ve S&P'un verdiğini tespit etmiştir.

2.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması

1980'li yıllarda küreselleşmeyle birlikte finansal piyasalarda liberalleşme süreci başlamıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleşerek denetim mekanizması hafiflemiş, haberleşme ve bilgisayar teknolojilerindeki gelişmeler ile birlikte bu süreç hızlanmıştır. Finansal liberalleşme ve özelleştirmelerle geliştirmekte olan ülkeler de bu yapıya ayak uydurmuşlardır. Geliştirmekte olan ülkeler için yeni oluşturulan menkul kıymetler

piyasaları yabancı yatırımcılar için yüksek kar potansiyeli imkanı doğurmuştur (Kaya, 1998).

Bretton Woods sisteminin çökmesi ile birlikte uluslararası sermaye hareketlerinde muazzam bir gelişme yaşanmıştır. Gelişmiş ülkeler bilgi ve iletişim teknolojisindeki ilerlemelerle birlikte, sigorta, emeklilik ve yatırım şirketlerinin fonlarını geliştirmekte olan ülkelere aktarmaya başlamıştır. Özellikle 1973 Petrol Krizi'yle birlikte petrol üreten ülkelere oluşan fon fazlası, geliştirmekte olan ülkelere yapılan yatırımın kaynağını oluşturmaktadır. Fonlardaki bu artış ile birlikte yatırımcılar yatırımlarının güvenliği ve yatırım yapılan ülkeler de fon çekebilmek için tarafsız kuruluşların görüşüne ihtiyaç duymuştur. Kredi derecelendirme kuruluşları kredi notlarıyla yatırımcılar ile fon talep edenler arasında bir köprü vazifesi kurarak önemini pekiştirmiştir (Balıkcıoğlu, 2013, 42).

Çalışmanın izleyen kısmında seçilmiş ülkelerin kredi notları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri kıyaslama yapılacaktır.

2.3.1. Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması

Türkiye ilk olarak S&P tarafından 4 Mayıs 1992 tarihinde derecelendirilmiştir. İlk kredi notu “BBB” yani yatırım yapılabilir seviyede fakat orta sınıf risk olarak derecelendirilmiştir. Not görünümü ise durağan olarak belirlenmiştir. Moody's ve S&P yurtdışından derecelendirme yaparken, Fitch Türkiye'de ofisi bulunan tek şirket olması sebebiyle Türkiye'den derecelendirme yapmaktaydı (Akçayır ve Yıldız, 2014:20). Fakat Fitch 2018 yılı itibarıyla mevcut Türk firmalarını ve işlemlerini hali hazırda faaliyet gösteren ofis ağı üzerinden değerlendirmeye devam ederek, İstanbul ofisini kapatma kararı almıştır. Mevcut durumda tüm uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye için işlemlerini yurtdışından takip etmektedir.

Tablo 7: 1992-2018 yılları arasında Türkiye'nin Kredi Notları, GSYİH ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri

Kredi Notu Yıl*	Moody's	Moody's KÜDİ Puan	S&P	Fitch	GSYİH (MİLYON ABD\$)**	GSYİH Büyüme Hızı (%)**	DYY Net (MİLYON ABD\$)***
1992	Baa3 (0)	55,18	BBB	İşlem Yok	210,583	6	844
1993	Baa3 (0)	55,18	BBB	İşlem Yok	238,377	8	636
1994	Ba3 (0)	40,24	B+	B	176,955	-5,5	608
1995	Ba3 (0)	40,24	B+	BB-	225,94	7,2	885
1996	Ba3 (0)	40,24	B	B+	243,411	7	722
1997	B1 (0)	35,26	B	B+	253,705	7,5	805
1998	B1 (0)	35,26	B+	B+	270,946	3,1	940
1999	B1 (0)	35,26	B+	B+	247,543	-3,4	783
2000	B1 (0)	35,26	B+	BB- (0)	265,384	6,6	982
2001	B1 (0)	35,26	B-	B (-)	196,736	-6	3,352
2002	B1 (0)	35,26	B-	B (0)	230,494	6,4	1,082
2003	B1 (0)	35,26	B+	B (+)	304,901	5,6	1,702
2004	B1 (0)	35,26	BB-	B+ (+)	390,386	9,6	2,785
2005	Ba3 (0)	40,24	BB-	BB- (-)	481,496	9	10,031
2006	Ba3 (0)	40,24	BB-	BB- (-)	526,429	7,1	20,185
2007	Ba3 (0)	40,24	BB	BB- (0)	648,753	5	22,047
2008	Ba3 (0)	40,24	BB-	BB- (0)	742,094	0,8	19,851
2009	Ba3 (+)	41,9	BB-	BB+ (0)	616,703	-4,7	8,585
2010	Ba2 (0)	45,22	BB (+)	BB+ (+)	731,608	8,5	9,099
2011	Ba2 (0)	45,22	BB (+)	BB+ (0)	773,979	11,1	16,182
2012	Ba1	50,2	BB (0)	BB+ (0)	786,282	4,8	13,744
2013	Baa3 (0)	55,18	BB+ (0)	BBB- (0)	823,044	8,5	13,563
2014	Baa3 (-)	53,52	BB+ (-)	BBB- (0)	800,107	5,2	13,119
2015	Baa3 (-)	53,52	BB+ (-)	BBB- (0)	719,967	6,1	18,002
2016	Ba1 (0)	50,2	BB (0)	BBB- (-)	856,791	3,2	13,343
2017	Ba1 (-)	48,54	BB (-)	BB+ (0)	851,102	7,4	10,904
2018	Ba3 (-)	38,58	B+ (0)	BB (-)	784	2,6	13,2

Kaynaklar: *(www.moodys.com, www.standardandpoors.com, www.fitchratings.com, 2019)

**(<http://www.tuik.gov.tr>, 2019)

***<https://www.ekonomi.gov.tr>, 2019)

Tablo 7'de Türkiye'nin 1992 ve 2018 yılları arasında kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar ile Gayri Safi Yurtiçi Hasıla ile Doğrudan Yabancı

Sermaye Yatırımları verileri gösterilmektedir. Tabloda kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği kredi notlarının anlaşılabilir olması için “Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme Endeksi (KÜDİ)” kullanılarak kredi notları 100’lük not sistemine çevrilmiştir. Tabloya göre kredi derecelendirme kuruluşları bazı yıllarda farklı notlar vermekle birlikte, genelde verdikleri notlar paralellik göstermektedir. Türkiye, Moody’s “Baa3” ve S&P “BBB” kredi derecelendirme kuruluşlarından yatırım yapılabilir ülke notu alarak derecelendirmeye başlamıştır. Fakat yıllar itibariye özellikle kriz dönemlerinde kredi notu düşme eğilimi göstererek dalgalı bir seyir izlemektedir. Moody’s Türkiye’nin ilk derecelendirmesini 1992 yılında “Baa3” notu ile “yatırım yapılabilir ülke” kategorisinde yapmış, sonraki yıllar itibariyle sürekli düşüş eğiliminde olmuştur. Moody’s ancak 2014 yılında yeniden “yatırım yapılabilir ülke” notunu verebilmiştir. S&P’da Türkiye için 1992 yılında yatırım yapılabilir ülke notunu sonraki yıllarda yatırım yapılamaz spekülative seviyeye düşürmüştür. S&P’un 2017 yılı itibariyle Türkiye notu “BB” spekülative ülke kategorisindedir. “BB” kredi notu yakın zamanda sorun yaratma olasılığı az, fakat olumsuz ekonomik ve finansal koşullar nedeniyle belirsizliklerin fazla olduğunu ifade eder. Fitch ise Türkiye için ilk derecelendirmesini 1994 yılında “B” kredi notu ile yüksek derecede spekülative olarak gerçekleştirmiştir. Fitch’in not eğilimi sonraki yıllar itibariyle iniş ve çıkışlar gösterse de 2012 yılında “BBB-“ ile yatırım yapılabilir seviyeye yükselmiştir. 1993 yılından 2012 yılına kadar Türkiye’nin kredi notları yatırım yapılamaz seviyededir. Türkiye’nin yaşadığı ekonomik ve siyasi belirsizlikler düşük kredi notlarının sebebi olarak gösterilmiştir. 1990’lı yıllarda Türkiye’nin kredi notunun yatırım yapılamaz seviyede olması, Türkiye’nin uluslararası piyasalardan uygun vade ve şartlarda kredi bulmasını güçleştirmiştir. Türkiye uygun şartlarda kredi bulamayınca iç piyasadan borçlanmak durumunda kalmıştır. Reel sektörün ihtiyacı olan kaynağın, yüksek faizlerle kamu kesimine aktarılması ülke ekonomisinin büyümesini olumsuz etkilemiştir. Moody’s ancak 2012 yılında yeniden “yatırım yapılabilir ülke” notunu verebilmiştir. 15 Temmuz 2016 darbe girişiminden sonra Moody’s ve S&P kredi notlarını birer kademe düşürerek yatırım yapılamaz ülke notunu vermiştir. Fitch 2016 yılında kredi notunu değiştirmemiş fakat 2017 yılında yatırım yapılabilir ülke notunu “BB+” ile yatırım yapılamaz ülke kategorisine düşürmüştür. 2018 yılı itibariyle üç derecelendirme kuruluşu Türkiye için “yatırım yapılamaz ülke” notunu vermiştir. Türkiye için not görünümü Moody’s ve

S&P negatif, Fitch ise durağan olarak göstermektedir. Türkiye'nin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla ve büyüme oranları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları verilerini incelediğimizde 1994, 1999, 2001, 2008 yıllarında kriz dönemlerinde negatif büyüme oranları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının düşüş eğiliminde olduğu görülmektedir. Kriz dönemlerinde kredi notları da yatırım yapılamaz seviyede paralellik göstermektedir. Kriz harici dönemlerde ise Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın arttığı yıllarda kredi notları yatırım yapılamaz seviyede olsa bile doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının arttığı gözlemlenmektedir.

Türkiye son on yılda yüksek büyüme performansı ile uluslararası yatırımcıların radarına girmeyi başarmıştır. Avrupa Ülke Çekiciliği Araştırması'na göre 2017 yılında, 2016 yılına oranla 3 sıra yükselerek Doğrudan Yabancı Yatırım açısından Türkiye Avrupa'daki en iyi 7. ülke olmuştur. Türkiye proje bazında 2016 yılıyla karşılaştırıldığında 2017 yılında 229 adet projeyle %66 oranında artış sağlamış ve Avrupa'da gerçekleştirilen Doğrudan Yabancı Yatırım projelerinde %3'lük bir orana erişmiştir. Türkiye'ye toplam Doğrudan Yabancı Yatırım girişi 1973-2002 yıllarında 15 milyar dolar seviyesindeyken, 2003-2017 yıllarında ise 193 milyar dolarlık bir seviyeye yükselmiştir (<http://www.invest.gov.tr>).

Tablo 8: Türkiye'ye Yapılan Yabancı Yatırımların Sektörlere Dağılımı

Milyar Dolar (\$)	Yıllık		Ocak- Temmuz	
	2016	2017	2017	2018
TARIM	38	31	16	12
SANAYİ	3.067	2.020	1.116	1.426
Madencilik ve Taşocaklığı	148	447	10	81
İmalat	2.241	1.205	775	681
Elektrik, Gaz, Buhar ve İklimlendirme Üretimi ve Dağıtımı	676	367	330	664
Su Temini, Kanalizasyon, Atık yönetimi ve İyileştirme Faaliyetleri	2	1	1	-
HİZMETLER	4.429	5.399	3.511	1.741
TOPLAM	7.534	7.450	4.643	3.179

Kaynak: (<https://evds2.tcmb.gov.tr>, 2019)

Yabancı sermayenin ülkemizde gerçekleştirdiği firma satın almaları, var olan bir firmanın sermayesi artırmak ya da yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi bulmak

gibi işlemleri doğrudan yabancı sermaye olarak tanımlayabiliriz. Türkiye’de doğrudan yabancı sermaye yatırımları genelde sermaye ve gayrimenkul yatırımlarından oluşmaktadır. Türkiye’nin jeopolitik konumundan dolayı yaşananın ekonomik ve siyasi gelişmelerin oluşturduğu risk nedeniyle doğrudan yabancı sermaye yatırımları düşme eğilimi göstermektedir. Tablo 8’de Türkiye’ye yapılan yabancı yatırımların sektörlere dağılımı verilmiştir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri düşük notlar doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde azaltıcı etkisi görülmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, portföy yatırımları gibi ülkeden hızlı kaçış yapma imkanı olmadığı için kredi notlarının kısa vadeli etkisi daha minimum düzeydedir. Fakat uzun vadede düşük kredi notu ekonomik ve politik riskleri nedeniyle yeni yatırımcıların yatırım kararlarını etkilemektedir. Yabancı sermaye yatırımlarını politik ve ekonomik istikrarın olduğu, yasal düzenlemelerle yatırımlarının güvence altına alındığı güvenli bir limana yönlendirme eğilimindedirler.

2017 yılı itibariyle Türkiye’ye giren doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ülke bazlı sıralaması Tablo 9’da verilmiştir. Türkiye’ye en fazla yabancı sermaye girişi yapan ülkeler sırasıyla Hollanda, İspanya ve Azerbaycan’dır. Bölgesel olarak doğrudan yabancı sermaye girişlerinde Avrupa ülkeleri %67, Asya ülkeleri %23, Avustralya %6, Amerika %3 ve Afrika %1 paya sahiptir.

Tablo 9: Türkiye'ye Yapılan Yabancı Yatırımların Ülke Dağılımı

Ülkeler	DYY Girişi (Milyon \$)	Pay (%)
Hollanda	1.768	24
İspanya	1.451	20
Azerbaycan	1.009	14
Avustralya	459	6
Avusturya	326	4
İngiltere	324	4
Almanya& Japonya	295	4
Belçika	225	3
ABD	171	2
İtalya	124	2
Diğer	1.298	17
Toplam (Sermaye Girişi)	7.450	100

Kaynak: (<https://evds2.tcmb.gov.tr>; 2019)

Küresel doğrudan yabancı sermaye yatırımları düşüş eğilimi göstermektedir. Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü (UNCTAD) tarafından yayınlanan Dünya Yatırım

Raporu'nun verilerine göre: 2017 yılında küresel doğrudan yabancı sermaye akışı %16 civarında düşerek 1.52 trilyon \$ olarak gerçekleşmiştir. Bu düşüşün en önemli nedeni İngiltere, ABD ve Avrupa ülkelerine yapılan uluslararası doğrudan yatırımların %27 oranında düşmesidir. Türkiye'ye yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki düşüşün nedeni de bu küresel faktördür. Tablo 10'da küresel uluslararası doğrudan yatırımların milyon \$ cinsinden tutarları verilmiştir.

Tablo 10: Küresel Uluslararası Doğrudan Yatırımlar

Yıllar	DYY (Milyon \$)
2009	1,19
2010	1,39
2011	1,59
2012	1,59
2013	1,44
2014	1,32
2015	1,77
2016	1,81
2017	1,52

Kaynak: (<https://unctad.org>, 2019)

2.3.2. Yunanistan'ın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması

Yunanistan 1 Ocak 1981 yılında Avrupa Birliği (AB)'ne katılmış ve 1 Ocak 2002 tarihinde Euro bölgesine dahil olarak para birimini Euro olarak değiştirmiştir. Euro bölgesine katılım için Maastricht kriterlerine uyum şartı gerekmektedir. Maastricht kriterlerinde bir ülkenin bütçe açığının gayri safi yurt içi hasılaya oranı %3'ü ve kamu borç stokunun gayri safi yurt için hasılaya oranının %3'ü geçmemesi şartı aranır. 1998 yılında Yunanistan'ın bütçe açığı %3,1 iken kamu borç stokunun Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH)'ya oranı %105,4'tür. 1999 yılında ise bütçe açığı %1,6 ve kamu borç stokunun GSYİH'ya oranı 104,4 olarak bildirilmiştir. Avrupa Birliği İstatistik Kurumu krizle birlikte Yunanistan'ın veriler üzerinde oynama yaptığını ve Maastricht kriterlerini hiçbir zaman yerine getiremediğini ortaya çıkarmıştır. Yunanistan Euro bölgesine dahil olduktan sonra bütçe açığı ve kamu borç stoku daha da artmıştır. Yunanistan yükselen

büyüme oranlarına rağmen sorunlu kamu yönetimi, maliyetli sosyal güvenlik sistemi, vergi kaçırma ve mali istikrarsızlık sorunları 2009 borç krizi yaşamasına neden olmuştur.

Yunanistan kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği yüksek notlar sayesinde uluslararası piyasalardan düşük faiz oranlarıyla borçlanmıştır. Ekonomisine giren sıcak paranın bir kısmı bütçe-cari açıkların kapatılması için kullanılmış diğer kısmı ise tüketime aktarılmıştır. Üretken yatırımların yapılmaması bütçe açığını ve kamu borç stokunu daha da artırmıştır. Ekonomisi dış kaynaklara bağımlı olan Yunanistan kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarını düşürmeye başlaması ile birlikte ülkeden sermaye çıkışı başlamıştır. Düşen notlarla birlikte uluslararası piyasadaki yüksek faiz oranları ile borçlanabilen Yunanistan, artık borcunu ödeyemez bir ülke konumuna gelmiştir (Bayar, 2015, 42-55).

Tablo 11: 1990-2018 yılları arasında Yunanistan'ın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri

Kredi Notu Yıl*	Moody's*	S&P*	Fitch*	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Net (MİLYON ABD\$)*
1990	Baa1 (0)			1.005
1994	Baa3 (0)			981
1995	Baa3 (0)		BBB-	1.053
1996	Baa1 (0)		BBB-	1.058
1997	Baa1 (0)		BBB	984
1999	A2 (0)	A- (+)	BBB+	567
2000	A2 (0)	A- (+)	A- (0)	1.108
2002	A1 (0)	A (+)	A (0)	500
2003	A1 (0)	A+ (0)	A+ (0)	1.276
2007	A1 (+)	A+ (0)	A (+)	1.900
2009	A2 (-)	A (-)	BBB+ (-)	3.486
2010	Ba1 (0)	BB+ (-)	BBB- (-)	533
2011	Caa1 (-)	CC (-)	CCC	1.092
2012	C (0)	B- (0)	CCC	1.663
2013	Caa3 (0)	B- (0)	B- (0)	2.945
2014	Caa1 (0)	B (0)	B (0)	3.696
2015	Caa3 (0)	CCC+ (0)	CCC	1.268
2016	Caa3 (0)	B- (0)	CCC	3.060
2017	Caa2 (+)	B- (+)	B- (+)	4.021

Kaynaklar

*<https://countryeconomy.com/ratings/greece>

**<http://databank.worldbank.org>

Tablo 11’de Yunanistan’ın kredi notlarını incelediğimizde 2008 krizine kadar kredi notlarının yatırım yapılabilir seviyede olduğu görülür. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları da kredi notu yükseldikçe artma eğilimindedir. Fakat Yunanistan diğer Avrupa ülkelerine nazaran yabancı sermaye çekmede başarısız bir ülke konumundadır. Büyük Avrupa pazarlarına uzak oluşu, küçük pazar yapısı, ulaşım ağının yetersizliği, iş gücü maliyetleri ve bürokratik işlemlerin uzun sürmesi doğrudan yabancı sermayenin ülkelerinde yatırım yapmamasına neden olmaktadır. Artan tüketim harcamaları ve yeni yatırımların ülkeye gelmemesi ekonomiyi darboğaz sokmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşları ise borç krizine kadar Yunanistan’ın ekonomisindeki bu kötü durumu fark etmeyip, yüksek notlar vermeye devam etmesi bu kuruluşlarının güvenin zedelenmesine neden olmuştur. 2009 yılında Fitch Yunanistan’ın notunu A’dan BBB+’ya, Moody’s ise A1+’dan A2-’ye düşürmüştür. Kredi düşüşlerin ardından Yunanistan borç krizinden çıkabilmek için International Monetary Fund (IMF)’a başvurmuştur. Fakat IMF desteği yeterli olmayıp, kriz daha da derinleşmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları Yunanistan’ın ülke notunu spekülasyon eşliğinde altına indirerek iflas eden ülkeler konumuna düşürmüştür. Sonuç olarak Yunanistan Avrupa Birliği ülkelerinin desteği ile bu borç krizinden çıkmayı başarmıştır. Kredi notları da yavaşça “yatırım yapılabilir ülke” konumuna yükseltilmeye başlatılmıştır.

2.3.3. Portekiz’in Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması

Portekiz 1 Ocak 1986 yılında Avrupa birliğine katılmış ve 1 Ocak 1999 tarihinde Euro bölgesine dahil olarak para birimini Euro olarak değiştirmiştir. Portekiz Avrupa Birliğine dahil olabilmek için özelleştirme odaklı politikalar izleyerek devletin etkin rolünü azaltmış ve hizmet sektörünü rekabetçi kılabilecek ekonomik reformlar gerçekleştirmeye çalışmıştır. 1986 yılında Avrupa Birliği’ne dahil olmasıyla, birlikten aldığı mali desteklerle büyüme sağlayabilmiştir. 1960 yılında tarım GSYİH’nın %24’ünü oluştururken, 2017 yılında %2,4’ünün oluşturmaktadır. Sanayi GSYİH’nın %21,9’unu oluştururken, hizmet sektörü ise GSYİH’nın %75,8’ini oluşturmaktadır. Portekiz coğrafi konumu sayesinde turizm endüstrisi ile hizmet sektörü ekonomisinin lokomotifidir (https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/avrupa/portekiz/ulke-profil/ekonomik-gorunum/genel-ekonomik-durum).

Portekiz ekonomik politikalarını Avrupa Birliği'nin Ekonomik ve Parasal Birliği (European Monetary Union- EMU) uyum sağlamak amacıyla geliştirmiştir. Kriterlere uyum sağlayarak 1 Ocak 1999 tarihinde Avrupa Para birliğine dahil olmuştur. Fakat düşük faiz oranları tüketici ve iş kredilerinde bir patlamaya sebep olarak hayali zenginleşmenin yolunu açmıştır. Tüketim ve vergi gelirlerinde yaşanan büyüme ile birlikte devlet kamu harcamalarını ve yatırımlarını artırma yoluna giderken, yapısal reformları ertelemiştir. Avrupa Birliği ülkeleri içinde ekonomisi küçük olan Portekiz, birlikten gelen yardımlarla ekonomisini canlı tutmaktadır. 2008 krizinde Avrupa Birliği ülkelerinin diğer ülkelere mali yardımda bulunması, Portekiz'in ekonomisini zor durumda bırakmıştır (Hasbi, 2012, 93).

Tablo 12: 1986-2018 yılları arasında Portekiz'in Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri

Kredi Notu Yıl*	Moody's*	S&P*	Fitch*	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Net (MİLYON ABD\$)*
1986	A1 (0)			238
1988	A1 (0)	A		921
1994	A1 (0)	AA- (0)	AA-	1.269
1995	A1 (0)	AA- (0)	AA-	684
1997	Aa3 (0)	AA- (+)	AA-	2.356
1998	Aa2 (0)	AA (0)	AA	3.004
2003	Aa2 (0)	AA (0)	AA (0)	10.335
2009	Aa2 (-)	A+ (-)	AA (-)	5.578
2011	Ba2 (-)	BBB- (-)	A- (-)	9.817
2012	Ba3 (0)	BB (-)	BB+ (-)	21.976
2013	Ba3 (0)	BB (-)	BB+ (-)	10.804
2014	Ba1 (0)	BB (0)	BB+	13.188
2015	Ba1 (0)	BB+ (0)	BB+	2.506
2016	Ba1 (0)	BB+ (0)	BB+ (0)	9.422
2017	Ba1 (+)	BBB- (0)	BBB (0)	10.022

Kaynaklar

*<https://countryeconomy.com/ratings/portugal>

**<http://databank.worldbank.org>

Tablo 12'de Portekiz'in kredi notlarını incelediğimizde 2008 krizine kadar kredi notlarının yatırım yapılabilir seviyede olduğu görülür. 2009'da kısmi olarak notu düşürülmesine rağmen hala yatırım yapılabilir bir seviyededir. 2011 yılı itibariyle üç büyük derecelendirme kuruluşu Avrupa Birliği'nden gerekli mali yardımı alamayan ve yeterli doğrudan yabancı sermaye çekemeyen Portekiz'in resesyona gireceğini ön

görmüştür. Portekiz'in yüksek borçluluk oranı, yapısal reformlarındaki yetersizlik ve mali dengesizlikler nedeniyle kredi notları spekülâtif seviyeye çekilmiştir. 2012 yılından sonra doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını incelediğimizde ise sürekli bir düşüş eğilimi gözükmemektedir. Portekiz IMF ile yaptığı çalışmalarla makro ekonomisini düzeltmek için bir dizi önlem almıştır. Bu önlemler sonucu bütçe açığını azaltma, vergi gelirlerini artırma ve harcamalarına azaltmaya başlamıştır. 2017 yılında doğrudan yabancı sermaye yatırımları yeniden artmaya başlamıştır. 2018 yılında UNCTAD verilerine göre Portekiz dünyada doğrudan yabancı sermaye çeken ülkeler arasında 43.sıradadır. Portekiz'e yapılan doğrudan sermaye yatırımlarının %88'i Avrupa Birliği ülkeleridir. Yatırımlar sırasıyla ticaret (%33,1), üretim (22,5), finans ve sigortacılık (%16,4), bilgi ve telekomünikasyon (%3,4) ve elektrik, su ve gaz (%3) sektörlerine yapılmaktadır. 2018 yılı itibarıyla de 3 büyük kredi derecelendirme kuruluşu Portekiz'in kredi notunu yeniden yatırım yapılabilir seviyeye çıkarmıştır.

2.3.4. İspanya'nın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması

İspanya 1 Ocak 1986 yılında Avrupa birliğine katılmış ve 1 Ocak 1999 tarihinde Euro bölgesine dahil olarak para birimini Euro olarak değiştirmiştir. İspanya genç ve eğitimli nüfusu ile hizmet sektörü temelli modern bir ekonomiye sahiptir. 2.Dünya Savaşından sonra tarım ağırlıkla ekonomiden hizmet sektörü ağırlıklı bir ekonomiye geçiş yapmıştır. Tarım sektörü GSYİH'nın %2,5'ini hizmet sektörü ise GSYİH'nın %75'ini oluşturmaktadır. Bankacılık, telekomünikasyon, perakendecilik ve turizm hizmet sektörünün en önemli bileşenleridir. Aynı zamanda sanayi sektörü de % 17 gibi bir oranlar önemli bir yere sahiptir. İspanya'nın turizmden elde ettiği gelir, dünyada ABD'den sonra ikinci sıradadır. İspanya inşaat ve telekomünikasyon alanında çok sayıda çok uluslu şirkete ev sahipliği yapmaktadır. Otomotiv sektörü ile de Avrupa Birliği'nin büyük ekonomileri arasındadır (<https://ticaret.gov.tr/yurtdisite-skilati/avrupa/ispanya/ulke-profil/ekonomik-gorunum/genel-ekonomik-durum>).

İspanya Avrupa Birliği ve Avrupa Para Birliğine üye olması sayesinde, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çeken bir ülkedir. 2008 finansal krizinden önce dünyanın sekizinci büyük ekonomisi olan İspanya, 2010 yılı itibarıyla ekonomisi kötüye gitmeye başlamıştır. İspanya'nın 2008 krizinden etkilenmesinin en büyük nedeni, ABD ile

geliştirdikleri büyük ticaret hacmidir. Aynı zamanda İspanya halkının yüksek mortgage kredi borçları ve işsizlik sonucu bu borçların ödenememesi krizi derinleştirmiştir. İspanya hükümetinin kriz karşısında aldığı önlemler de etkili olamamıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları ise bu kriz karşısında İspanya'nın notunu düşürerek tepkilerini göstermişlerdir (Hasbi, 2012, 91).

Tablo 13: 1988-2018 yılları arasında İspanya'nın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri

Kredi Notu Yıl*	Moody's*	S&P*	Fitch*	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Net (MİLYON ABD\$)*
1988	Aa2 (0)	AA		7.020
1994	Aa2 (0)	AA	AA	9.215
1999	Aa2 (0)	AA+ (0)	AA+	18.523
2001	Aaa (0)	AA+ (0)		28.892
2003	Aaa (0)	AA+ (+)	AAA (0)	30.740
2010	Aa1 (0)	AA (-)	AA+ (0)	41.020
2011	A1 (-)	AA- (-)	AA- (-)	31.782
2012	Baa3 (-)	BBB- (-)	BBB (-)	24.915
2013	Baa3 (0)	BBB- (0)	BBB (0)	52.287
2014	Baa2 (+)	BBB (0)	BBB+ (0)	34.889
2015	Baa2 (+)	BBB+ (0)	BBB+	25.350
2016	Baa2 (0)	BBB+ (0)	BBB+	39.776
2017	Baa2 (0)	BBB+ (+)	BBB+ (+)	6.203

Kaynaklar

*<https://countryeconomy.com/ratings/spain>

**<http://databank.worldbank.org>

Tablo 13'te İspanya'nın kredi notlarını incelediğimizde 2010 yılında kadar ülke kredi notunun hep en yüksek seviyeden derecelendirildiği görülmektedir. 2010 yılı itibariyle de 2008 krizinden olumsuz etkilenen İspanya'nın kredi notlarının düşürüldüğünü görüyoruz. Kredi derecelendirme kuruluşları ekonomik büyümedeki düşüş, yüksek işsizlik oranları, kamu ve dış borçların artması gibi nedenlerden kredi notunu düşürmeye başlamıştır. Krizin bir sonucu olarak 2012 yılındaki doğrudan yabancı sermaye yatırımları da düşmeye başlamıştır. Fakat 2013 yılında hükümet ve Avrupa Birliği'nin aldığı tedbirlerle İspanya ekonomisi toparlanmaya başlamış ve kredi notları yükseltilmeye başlanmıştır. Tabloda İspanya en zor durumunda bile kredi notları yatırım yapılamaz seviyeye indirilmediği görülmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları büyük ekonomilere sahip ülkeleri kayırırken, Türkiye gibi gelişmekte olan

ülkelerin notlarını en küçük bir sorunda düşürerek ayrımcılık yaptığı konusunda eleştirilmektedir.

2.3.5. İtalya'nın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması

İtalya Avrupa Birliği'nin kurucu üyesi ve Avrupa'nın 4. dünyanın ise 8.büyük ekonomisidir. İtalya ABD, İngiltere, Almanya, Japonya, Kanada, Fransa ve Rusya ile birlikte büyük sanayileşmiş ülkeler olan G8 ülkelerinin içindedir. İtalyan ekonomisi imalat sanayisiyle Avrupa'nın 2., dünyanın 6. büyük üreticisidir. Sanayi üretiminde otomotiv, gemi yapımı, kimya, mobilya, tekstil ve makine yapımı yüksek bir paya sahiptir. Fakat Çin'in düşük iş gücü maliyetiyle rekabet etmekte zorlanmaktadır. İtalya, bilgi ve teknolojiadaki uzmanlığı, know-how üstünlüğü sayesinde güçlü bir İtalyan markası yaratmakta ve Çin'le rekabet edebilmektedir. 2017 yılında UNCTAD verilerine göre İtalya dünyada doğrudan yabancı sermaye çeken ülkeler arasında 21.sıradadır (<https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/avrupa/italya/ulke-profil/genel-ekonomik-durum>).

Tablo 14: 1986-2018 yılları arasında İtalya'nın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri

Kredi Notu Yıl*	Moody's*	S&P*	Fitch*	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Net (MİLYON ABD\$)*
1986	Aaa (0)			1.071
1988	Aaa (0)	AA+		6.800
1991	Aa1 (0)	AA+ (0)		2.400
1992	Aa1 (0)	AA+ (-)		3.104
1993	A1 (0)	AA (0)		3.748
1994	A1 (0)	AA (0)	AA	2.199
1995	A1 (0)	AA (-)	AA-	4.841
1996	Aa3 (0)	AA (-)	AA-	3.545
1998	Aa3 (0)	AA (0)	AA- (0)	2.634
2002	Aa2 (0)	AA (0)	AA (0)	17.216
2006	Aa2 (0)	A+ (0)	AA (-)	56.964
2011	A2 (-)	A (-)	A+ (-)	34.443
2012	Baa2 (0)	BBB+ (-)	A- (-)	34.812
2013	Baa2 (-)	BBB (-)	BBB+ (-)	19.530

2014	Baa2 (0)	BBB- (0)	BBB+ (0)	17.028
2016	Baa2 (-)	BBB- (0)	BBB+ (-)	19.635
2017	Baa2 (-)	BBB (0)	BBB (0)	19.838

Kaynaklar

*<https://countryeconomy.com/ratings/italy>

**<http://databank.worldbank.org>

Tablo 14'e göre İtalya'nın kredi notları ile doğrudan yabancı sermaye yatırım tutarlarını karşılaştırdığımızda ülkenin 2008 krizinden olumsuz etkilendiği görülmektedir. 2011 yılı itibarıyla hem kredi notlarının hem de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının düştüğü gözlenmektedir. Buradaki en büyük pay ABD ve Avrupa Birliği ülkelerindeki krizin sonucunda oluşan sermaye daralmasıdır. En büyük yatırımcıları ekonomik krizle mücadele ettiğinden İtalya'ya sermaye girişi azalmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları 2012 yılında kötü ekonomik performans ve kredi piyasalarına güvensizlik nedeniyle İtalya'nın kredi notunu iki basamak birden düşürdü. İtalya'nın kredi notları kredi derecelendirme kuruluşları tarafından hiçbir zaman spekülasyon seviye indirilmemiş, hep yatırım yapılabilir seviyede tutulmuştur. İtalya 2012 yılından devam eden mali sıkılaştırma politikaları, güçsüz iş dünyası ve tüketici itimatı sonucu küçülen ekonomisini 2015 yılında sınırlı da olsa bir büyüme sağlamış(% 0,6), ekonomi 2016 yılında % 1, 2017'de de % 1,5 büyümeye devam etmiştir.

2.3.6. BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) Ülkelerinin Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması

BRIC ya da BRIC ülkeleri Goldman Sachs'ın baş ekonomisti Jim O'Neill aracılığıyla ilk defa 2001 yılında literatüre girmiştir. Yükselen ekonomiler olarak nitelenen Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'in baş harflerinin kısaltması olarak BRIC tanımlanmıştır. 2011 yılında Güney Afrika'da bu oluşuma dahil olmuş ve birlik BRICS adını almıştır. Jim O'Neill, bu dört ülkenin geniş coğrafyalara hükmederken, büyük kaynakları sayesinde dünya ekonomisinde büyük bir paya sahip olacağını ve dolayısıyla dünya ekonomisinde BRICS'e daha fazla söz hakkı verilmesi gerektiğini savunuyordu. ABD merkezli ekonomi düzeni özellikle 2008 finansal krizinden sonra çok ağır darbe almıştır. Tek kutuplu bir dünyaya alternatif olarak Asyalı ülkelerin ağırlıkta olduğu bir blok daha adil bir dünya düzeni beklentisini meydana getirebileceği düşünülmektedir. BRICS üye ülkeler arasında ekonomi, finans, teknoloji, sağlık ve güvenlik konusunda iş birliğini

amaçlayan bir birliktir. “Gelişmiş Kuzey” olarak adlandırılan ABD ve gelişmiş batılı ülkelerin karşısına, “Yükselen Güney” olarak çıkmayı hedeflemektedirler. BRICS uluslararası kurumlar olan Dünya Bankası ve IMF içinde daha fazla hak sahibi olmayı istemektedir. Bu süreçle ilgili ilk adımlarını 2016 Dünya Bankası ve IMF toplantılarında temsil kota sayısını artırarak başarmışlardır. Fakat yeterli kota sayısına ulaşamamışlardır. (Dilek Ş., 2018, 9).

2.3.6.1. Brezilya’nın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması

Brezilya kapladığı coğrafi alan, sahip olduğu doğal kaynaklar ve nüfusu ile BRICS ülkeleri arasında önemli bir yere sahiptir. Latin Amerika’nın %47’sini kapsarken, yeni bulunan petrol rezervleri ve iki yüz milyonu aşan nüfusuyla büyük bir ülkedir. 2013 yılı GSYİH’ya göre sektörler dağılımı hizmetler %70, Sanayi % 24,4 ve tarım % 5,6’dır. Ekonomisinin en büyük gücü hizmetler sektörü: telekomünikasyon, turizm, bankacılık, enerji, bilgi işlem ve ticaretten oluşmaktadır. Tarım sektörü: kahve, kakao, şeker kamışı, soya, pirinç, et, tavuk, mısır, portakal, pamuk, buğday, tütün ekiminden oluşmaktadır. Sanayi sektörü ise petrokimyasallar, dayanıklı tüketim malları, sivil havacılık, kimyasal ürünler, ayakkabı, makine, motor, taşıt, oto ve taşıt yedek parçaları, çelik, çimento ve kereste üretimi ağırlıktadır. Brezilya 1990’lı yıllardan beri uyguladığı liberal politikalar sonucunda özelleştirme ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıyla önemli gelişmeler sağlamıştır. Brezilya enflasyon kontrolü, ekonomik kalkınmanın desteklenmesi ve dış ticaret dengesi hedefleriyle ekonomi politikasını oluşturmuştur. BRICS ülkeleri arasında performansı en düşük ülke olan Brezilya sosyal ve ekonomik reformların devamı ile performansını artırmayı amaçlamaktadır (<https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/guney-amerika/brezilya/ulke-profil/genel-ekonomik-durum>).

Tablo 15’te Brezilya’nın kredi notlarını ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını görebiliriz. 1986 yılında ilk defa Moody’s tarafından Ba1 kredi notuyla yatırım yapılabilir ülke notuyla derecelendirilmiştir. 2007 yılına kadar üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından spekülative ülke notuyla değerlendirilmiştir. Brezilya’ya bu düşük notların verilmesinin en büyük nedeni sol iktidarların kamulaştırma söylemleri, yolsuzluk ve rüşvetle mücadelede yetersizliktir. 2007 yılından itibaren politik söylemin değişmesi ile yabancı sermayeye teşvik yasalarının

çıkartılması, kamuda şeffaflık ve liberal ekonomi politikalar ile birlikte yabancı sermaye yatırımları artmaya başlamıştır. Brezilya tablosunda kredi notları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının birlikte arttığı gözlemlenmektedir. (<https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/guney-amerika/brezilya/ulke-profilu/dogrudan-yabanci-yatirimlar>).

Tablo 15: 1986-2017 yılları arasında Brezilya'nın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri

Ülke	Kredi Notu Yıl*	Moody's*	S&P*	Fitch*	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Net (MİLYON ABD\$)*
Brezilya	1986	Ba1 (0)			345
	1987	B1 (0)			1.169
	1989	B2 (0)			2.804
	1994	B1 (0)	B (+)	B+	1.292
	1998	B2 (0)	BB- (-)	B+	31.913
	1999	B2 (0)	B+ (0)	B	28.576
	2000	B1 (0)	B+ (+)	BB- (0)	32.994
	2002	B2 (0)	B+ (-)	B (-)	16.586
	2003	B2 (0)	B+ (+)	B+ (0)	10.123
	2004	B1 (0)	BB- (-)	BB- (0)	18.181
	2005	Ba3 (0)	BB- (+)	BB- (+)	15.459
	2006	Ba2 (0)	BB (+)	BB (0)	19.378
	2007	Ba1 (0)	BB+ (+)	BB+ (0)	44.579
	2008	Ba1 (0)	BBB- (0)	BBB- (0)	50.716
	2009	Baa3 (0)	BBB-	BBB- (0)	31.480
	2010	Baa3 (0)	BBB-	BBB- (+)	88.452
	2011	Baa2 (0)	BBB- (+)	BBB (0)	101.157
	2012	Baa2 (0)	BBB- (+)	BBB (0)	86.606
	2013	Baa2 (0)	BBB- (-)	BBB (0)	69.686
	2014	Baa2 (-)	BBB- (0)	BBB (0)	97.179
	2015	Baa3 (0)	BB+ (-)	BB+ (-)	74.718
	2016	Ba2 (-)	BB (-)	BB (-)	77.794
	2017	Ba2 (-)	BB (-)	BB (-)	70.685

Kaynaklar

*<https://countryeconomy.com/ratings>

**<http://databank.worldbank.org>

2.3.6.2. Rusya'nın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması

Rusya on yedi milyon kilometrekareyi aşan coğrafi alanı ile dünyanın en büyük yüzölçümüne sahip ülkesidir. Doğal gaz ve petrol rezervlerinin yanı sıra alüminyum, gümüş, kömür, elmas, demir maden kaynakları ve ormancılık ürünleri ile dünyanın en büyük doğal kaynaklara sahip ülkelerinden biridir. Nüfusu yüz kırk altı milyonu aşmasına rağmen, doğum oranlarındaki azalma ve yaşlı nüfustaki artış gibi olumsuz etkiler sebebiyle dinamik bir nüfusa sahip değildir. Rusya doğal kaynakları ve insan gücüyle büyük bir ekonomik güce sahiptir. Fakat Sovyet Rusya zamanından kalma siyasi istikrarsızlık, rüşvet, yasal ve ekonomik sorunlar doğrudan yabancı sermaye girişini olumsuz yönde etkilemiştir. Sovyet Rusya sahip olduğu kaynakları ağır sanayinin kalkınmasında kullanmıştır. Tüketim malları ve hizmet sektörü ise fazla önemsenmemiştir. Rusya komünizm sonrası 1991 yılında ekonomisi %12 küçülmüş, GSYİH'nın %26'sı bütçe açığı vererek ekonomik bir çöküş yaşamıştır. Ekonominin çökmesinin sonucu enflasyon üç haneli rakamlara ulaşmıştır. 1992 yılında ekonominin yeniden inşası için liberal bir ekonomik program uygulanmaya konulmuştur. Fakat üretimdeki düşüş, yapısal reformlardaki gecikme ve mali dengesizlikler programı başarısız kılmıştır. 1994 yılında IMF anlaşması ile sıkı para politikası uygulanmaya başlanmış ve enflasyon kontrol altına tutulmaya başlanmıştır. 1998 krizine kadar ekonomik denge sağlanmıştı. 1998 krizi Rusya'nın en önemli ihracat mallarının fiyatlarındaki düşüş ve Asya krizinden sonra yabancı sermayenin ülkeye girmemesi sonucunda Rusya için dış şok etkisine sebep olmuştur. Bu dış şok devalüasyona ve iç borçların ödenememesine neden olmuştur. 1999 yılında yapılan devalüasyonla ihracat artmış ve uygulanan yapısal reformlar ülkenin toparlanmasına yardımcı olmuştur. (<https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/avrupa/rusya-federasyonu/ulke-profil/ekonomik-gorunum/genel-bilgiler>).

Tablo 16'da Rusya'nın kredi notlarını ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını görebiliriz. 1996 yılında ilk defa derecelendirmeye başlayan Rusya'ya, S&P ve Moody's spekülasyon kredi derecelendirme notu verirken, Fitch ise BB+ yatırım yapılabilir kredi notu vermiştir. Fakat 1998 kriziyle üç derecelendirme kuruluşu da kredi notlarını düşürerek spekülasyon seviyeye çekmiştir. 1998 krizinden devalüasyon ve yapısal

reformlarla başa çıkabilen Rusya'nın kredi notları 2003 yılında yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmiştir. Fakat ekonomisi petrol fiyatlarına bağlı olduğundan, her an yaşanacak bir petrol fiyatı düşüşünden etkileneceği varsayılmıştır. 2000'li yıllardan itibaren Rusya'ya giren doğrudan yabancı sermaye yatırımları artmıştır. İş ortamının belirsizliği, yasal boşluklar, rüşvet gibi sorunlara rağmen Rus pazarındaki yüksek karlar yatırımcıları bu ülkeye çekmektedir. 2000'li yıllardan itibaren kredi notlarını incelediğimizde de üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun da notlarını yatırım yapılabilir seviyeye yükselttiği görülmektedir.

Tablo 16: 1996-2017 yılları arasında Rusya'nın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri

Ülke	Kredi Notu Yıl*	Moody's*	S&P*	Fitch*	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Net (MİLYON ABD\$)*
Rusya	1996	Ba2 (0)	BB- (0)	BB+	2.579
	1998	B3 (0)	CCC- (-)	CCC	2.761
	2000	B2 (0)	CCC-	B (0)	2.678
	2001	Ba3 (0)	B (0)	B+ (0)	2.847
	2002	Ba2 (0)	BB (0)	BB- (+)	3.473
	2003	Baa3 (0)	BB (0)	BB+ (0)	7.928
	2004	Baa3 (+)	BB+ (0)	BBB- (0)	15.402
	2005	Baa2 (0)	BBB- (0)	BBB (0)	15.508
	2006	Baa2 (0)	BBB+ (0)	BBB+ (0)	37.594
	2008	Baa1 (0)	BBB	BBB+ (-)	74.782
	2009	Baa1 (0)	BBB (0)	BBB (-)	36.583
	2012	Baa1 (0)	BBB (0)	BBB (0)	50.587
	2013	Baa1 (0)	BBB (0)	BBB	69.218
	2014	Baa2 (-)	BBB- (0)	BBB (-)	22.031
	2015	Ba1 (0)	BB+ (-)	BBB (-)	6.852
	2017	Ba1 (0)	BB+ (+)	BBB- (+)	28.557

Kaynaklar

*<https://countryeconomy.com/ratings>

**<http://databank.worldbank.org>

2.3.6.3. Hindistan'ın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması

Hindistan, 1947 yılında İngiltere'den bağımsızlığını kazanmış eski bir sömürge devletidir. Anayasası İngiliz hukukuna ve yasal altyapısına dayanır. Hindistan doğal kaynakları fakir olan bir ülkedir. Yüzölçümü dünyanın %2,4'ünü kapsarken, nüfusu dünyanın %17'sine denk gelmektedir. Hindistan'da kömür, demir ve boksit gibi madenler bulunmasına rağmen, nüfusun ihtiyaç duyduğu doğal kaynak ihtiyacı çok daha fazladır. Petrol ve doğal gaz gibi enerji kaynaklarını ithal etmektedir. Hindistan büyük bir coğrafyaya sahip olduğu için bölgeler arası ekonomik gelişmişlik farkları bulunmaktadır. Nüfusun %60'ı tarım sektöründe istihdam edilmekte ve halkın büyük çoğunluğu geçimini tarım sektöründen sağlamaktadır. Tarım arazilerinin %40'ı ekilebilir durumdayken, kalan arazilerde tarım muson yağmurlarına bağlı şekilde yapılmaktadır. Hindistan'da hizmetler sektörü son yıllarda hızla gelişmeye devam etmektedir. Özellikle bilgi işlem, telekomünikasyon gibi sektörlerdeki uzman işgücü sayesinde dünya piyasalarında rekabet edebilmektedir. Hizmetler sektöründeki hızlı büyüme ivmesi sayesinde 2017 yılında GSYİH'nın %46,5 hizmetler, %29,2 sanayi ve %17,1 tarım sektörleri oluşturmaktadır. . Hindistan'da doğrudan yabancı sermaye yatırımları devletin onay verdiği sektörlerle yapılmaktadır. Bazı sektörlerde yabancı sermaye yatırımları yasakken, bazı sektörlerde yapılan yabancı sermaye yatırımları ise kısıtlı giriş yapılabilir. Hindistan ekonomisinde serbestleşme politikası izlemesinde rağmen, yabancı sermaye konusunda bürokratik zorluklar çıkarma eğilimindedir (<https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/guney-asya/hindistan/ulke-profil/ genel-ekonomik-durum>).

Tablo 17'de Hindistan'ın kredi notları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları görülmektedir. 1988 yılında ilk defa kredi notu verilmiştir. Moody's yüksek bir not olan A2 ile ilk defa derecelendirme yapmıştır. Hindistan'ın yıllar içindeki notları incelediğinde yatırım yapılabilir notların verildiği görülmektedir. Fakat ülkedeki kişi başı milli gelir “yatırım yapılabilir” ülkeler içindeki en düşük seviyeye sahip olmasından ötürü; kredi notu en düşük “yatırım yapılabilir” seviyede tutuluyor. Bütçe açığı, yüksek kamu borcu ve kişi başına milli gelirin düşük seviyede olması Hindistan'ın notunu düşüren etkenlerdendir. Hindistan'a giren doğrudan yabancı

sermaye yatırımlarını incelediğimizde ise her yıl ülkeye giren doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının arttığı görülmektedir. Fakat, Hindistan'ın kredi notları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını karşılaştırdığımızda ise yıllar itibariyle kredi notu sabit kaldığından kredi notu ile doğrudan yabancı sermaye arasında bir ilişki olmadığı görülmektedir (<https://www.dunya.com/finans/haberler/sp-hindistanin-kredi-notunu-teyit-etti-haberi-392061>).

Tablo 17: 1988-2017 yılları arasında Hindistan'nın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri

Ülke	Kredi Notu Yıl*	Moody's*	S&P*	Fitch*	DYSY Net (MİLYON ABD\$)*
Hindistan	1988	A2			91
	1990	Baa1	BBB (0)		236
	1991	Ba2	BB+ (0)		735
	1994	Baa3	BB+ (0)		973
	1998	Ba2	BB (0)		2.634
	2000	Ba2	BB (0)	BB+ (0)	3.584
	2001	Ba2	BB (-)	BB (0)	51.280
	2003	Ba1	BB (0)	BB (0)	3.681
	2004	Baa3 (0)	BB (+)	BB+ (0)	5.429
	2006	Baa3 (0)	BB+ (+)	BBB- (0)	20.029
	2007	Baa3 (0)	BBB- (0)	BBB- (0)	25.227
	2010	Baa3 (0)	BBB- (0)	BBB- (0)	27.396
	2011	Baa3 (0)	BBB- (0)	BBB- (0)	36.498
	2012	Baa3 (0)	BBB- (-)	BBB- (-)	23.995
	2013	Baa3 (0)	BBB- (0)	BBB- (0)	28.153
	2014	Baa3 (0)	BBB- (0)	BBB- (0)	34.576
	2015	Baa3 (+)	BBB- (0)	BBB- (0)	44.009
	2016	Baa3 (+)	BBB- (0)	BBB- (0)	44.458
	2017	Baa2 (0)	BBB- (0)	BBB- (0)	39.966
	2018	Baa2 (0)	BBB- (0)	BBB- (0)	

Kaynaklar

*<https://countryeconomy.com/ratings>

**<http://databank.worldbank.org>

2.3.6.4. Çin'in Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması

Çin 1949 yılından itibaren Çin Komünist Parti'nin siyasi hakimiyetindeki tek parti rejimiyle yönetilmektedir. Nüfusu 1,37 milyardır. Dünyanın en kalabalık nüfusunu barındıran Çin, ucuz iş gücü ile büyük bir ekonomik güç elde etmektedir. Çin, Rusya ve Kanada'dan sonra en büyük yüz ölçümüne sahip ülkedir. Çin doğal kaynaklar yönünden zengin bir ülkedir, özellikle uzay teknolojisi ve elektronik alanda kullanılan madenlerin üreticisi ve ihracatçısıdır. Kömür rezervlerinde dünyanın birinciyken, kömürünün kalitesi düşüktür. Çin en önemli petrol ithalatçısı ülkelerdendir. Zaman zaman enerji krizleri yaşayarak ekonomik gelişmesi aksamaktadır. 1990'lı yıllardan itibaren doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının büyük kısmı Çin'e yapılmaktadır. Çin ulusal ve uluslararası yatırımcıya eşit muamele yaparak, ekonomi politikası olarak "Milli Muamele" ilkesini uygulamaktadır. Düşük işgücü ücretleri ve geniş iç pazar doğrudan yabancı sermayeyi Çin'e çeken faktörlerin başında gelmektedir. UNCTAD raporuna göre 2017'de Çin'e yapılan yatırımların GSYİH'ya oranı % 44'tür. IMF'nin 2017 yılı raporuna göre 2014-2016 döneminde toplam doğrudan yabancı yatırım miktarı 397,8 milyar dolar olan Çin, 2016 yılında 1,4 trilyon dolarlık toplam yabancı sermaye stoku ile dünyada 3. sırada ve 2016 yılında 133,7 milyar \$ ile doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler arasında 3.sıradadır. (<https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/dogu-asya/cin-halk-cumhuriyeti/ulke-profil/dogrudan-yabanci-yatirimlar>)

Tablo 18'de Çin'in kredi notlarını ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını görebiliriz. Çin'e 1988 yılında ilk defa Moody's tarafından yüksek bir not olan A3 kredi notu verilmiştir. 2005 yılından itibaren üç büyük kredi kuruluşu tarafından A seviyesindeki yüksek notlarla derecelendirilmiştir. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu güçlü dış finansmanı, güçlü makroekonomik performansı ve dünyanın ikinci büyük ekonomisi olması nedeniyle Çin'e yüksek notlar vermiştir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ise sürekli artış eğilimindedir. Fakat 2016 ve 2017 yıllarında ABD'nin Çin'e uyguladığı vergi kısıtları ve iki ülke arasında yaşanan ticari gerginlik doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının biraz düşmesine neden olmuştur. Çin'in kredi notları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını karşılaştırdığımızda ise kredi notları yüksek olduğu için doğrudan yabancı sermaye yatırımları artış eğilimindedir.

Tablo 18: 1988-2017 yılları arasında Çin'in Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri

Ülke	Kredi Notu Yıl*	Moody's*	S&P*	Fitch*	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Net (MİLYON ABD\$)*
Çin	1988	A3 (0)			3
	1989	Baa1 (0)			3
	1992	Baa1 (0)	BBB (0)		11.156
	1993	A3 (0)	BBB (+)		27.515
	1997	A3 (0)	BBB+ (0)	A-	44.237
	2000	A3 (0)	BBB (0)	A- (0)	420.953
	2003	A2 (0)	BBB (+)	A- (+)	57.900
	2005	A2 (0)	A- (+)	A (0)	104.108
	2006	A2 (+)	A (0)	A (+)	124.082
	2007	A1 (0)	A (+)	A+ (0)	156.249
	2010	Aa3 (+)	AA- (0)	A+ (0)	243.703
	2012	Aa3 (+)	AA- (0)	A+ (0)	241.213
	2013	Aa3 (0)	AA- (0)	A+ (0)	290.928
	2016	Aa3 (-)	AA- (-)	A+ (0)	174.749
	2017	A1 (0)	A+ (0)	A+ (0)	168.223

Kaynaklar

*<https://countryeconomy.com/ratings>

**<http://databank.worldbank.org>

2.3.6.5. Güney Afrika'nın Kredi Derecelendirme Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması

Güney Afrika gelişmekte olan pazar konumuyla, Sahra-altı Afrika ülkelerini etkisi altına alan örnek bir ülkedir. 1994 yılından itibaren demokrasiye geçiş yapan Güney Afrika dünya ekonomisiyle bütünleşmiştir. Sahra-altı Afrika ülkelerine açılan bir kapı konumunda olan ülke, uluslararası örgütlerle yaptığı işbirliğiyle gelişmiş ülkelere geniş bir ilgi görmektedir. 1994 yılına kadar uygulanan ırk ayrımı ekonomide ve sosyal yaşamda yapısal bozukluklara neden olmuştur. 1994 yılında demokrasiye geçiş ile birlikte ırk gözetmeksizin ekonomiye katılım, mülk edinme, eğitim ve ticarete fırsat eşitliği gibi konulara yapısal politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Fakat %27 gibi yüksek işsizlik oranları özellikle genç ve siyah nüfus için hala büyük sorun olmaktadır.

Siyah vatandaşların istihdamını artırmak için özel teşvikler uygulanmaktadır. Güney Afrika hükümeti yoksulluk, işsizlik ve az gelişmişlikle mücadele doğrultusunda kamu ve özel sektör işbirliğine önem vermektedir. Güney Afrika işsizliğin azaltılması, yüksek nitelikli iş gücü, teknoloji transferi gibi amaçlarla doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını teşvik etmektedir. Güney Afrika, Sahra-altı Afrika ülkelerine açılan bir ticaret kapısıdır. Teknolojik ve finansal altyapısı ve lojistik avantajları ile Afrika ülkeleri arasında harcanabilir gelir düzeyine sahip nüfus barındırması nedeniyle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekebilmektedir (<https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/afrika/guney-afrika-cumhuriyeti/ulke-profil/ekonomik-gorunum/dogrudan-yabanci-yatirimlar>).

Tablo 19’da Güney Afrika’nın kredi notlarını ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını görebiliriz. Güney Afrika ilk defa 1994 yılında derecelendirilmeye başlamıştır. Moody’s Baa3 yatırım yapılabilir kredi notunu verirken, S&P ve Fitch BB spekülasyon kredi notu ile derecelendirme yapmıştır. S&P ve Fitch 1995 yılında kredi notunu yatırım yapılabilir seviyeye yükseltmiştir. Moody’s Güney Afrika’yı derecelendirirken yüksek not verdiği görülürken; S&P ve Fitch’in daha düşük not verdiği görülmektedir. 2017 yılına kadar üç kredi derecelendirme kuruluşu yatırım yapılabilir seviyede kredi notları verirken, 2017 yılından itibaren S&P ve Fitch kredi notlarını spekülasyon seviyeye düşürmüştür. S&P ve Fitch Güney Afrika’nın düşük büyüme hızı, kamu borçlarındaki artış ve yüksek eşitsizlik gibi nedenlerle kredi notunu spekülasyon seviyeye düşürmüştür. Moody’s ise Güney Afrika ile ilgili yatırım yapılabilir kararında şeffaf ekonomi politikası sayesinde ekonomide büyüme ve mali istikrar sağlanacağını ön görülmesinin etkili olduğunu ifade etmiştir. Güney Afrika’nın doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını incelediğimizde sürekli bir artış görülmemektedir. Yıllara göre dalgalanan doğrudan yabancı sermaye yatırımları politik riskler, büyüme ve diğer ekonomik verilerdeki bozulma gibi nedenlerle yatırımlar azalma eğilimindedir. Güney Afrika’nın aldığı kredi notları hep yatırım yapılabilir seviyededir. Bu durumda kredi notlarının, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını pek etkilemediğini varsayabiliriz. (<https://www.dunya.com/finans/haberler/moodys-guney-afrikanin-notunu-teyit-etti-haberi-408653>).

Tablo 19: 1994-2017 yılları arasında Güney Afrika'nın Kredi Notları ve Doğrudan Yabancı Sermaye Verileri

Ülke	Kredi Notu Yıl*	Moody's*	S&P*	Fitch*	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Net (MİLYON ABD\$)*
Güney Afrika	1994	Baa3 (0)	BB	BB	374
	2000	Baa3 (0)	BBB-	BBB-	968
	2001	Baa2 (0)	BBB-	BBB-	7.270
	2002	Baa2 (0)	BBB-	BBB- (+)	1.479
	2003	Baa2 (+)	BBB (0)	BBB (0)	783
	2004	Baa2 (0)	BBB (0)	BBB (+)	701
	2005	Baa1 (0)	BBB+	BBB+ (0)	6.522
	2007	Baa1 (+)	BBB+	BBB+ (+)	6.586
	2009	A3 (0)	BBB+	BBB+ (0)	7.624
	2011	A3 (-)	BBB+ (0)	BBB+ (0)	4.139
	2012	Baa1 /0)	BBB (-)	BBB+ (-)	4.626
	2013	Baa1 (-)	BBB (-)	BBB (0)	8.232
	2014	Baa2 (0)	BBB- (0)	BBB	5.791
	2015	Baa2 (-)	BBB- (-)	BBB- (0)	1.521
	2016	Baa2 (-)	BBB- (-)	BBB- (-)	2.215
	2017	Baa3 (0)	BB (0)	BB+ (0)	1.371

Kaynaklar

*<https://countryeconomy.com/ratings>

**<http://databank.worldbank.org>

2.4. 2007-2017 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Değerlendirilmesi

2007-2017 yılları arasında yukarıda açıklamalarını yaptığımız ülkelerin kredi derecelendirme notları (Moody's kredi notu) ile ülkeye giren doğrudan yabancı sermaye yatırımları Tablo 20'de verilmiştir.

Tabloya göre gelişmiş ülkelerin kredi notları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında olumlu bir ilişki vardır. Kredi notu arttıkça, ülkeye giren doğrudan yabancı sermaye yatırımları da artmaktadır. Kriz durumunda ise kredi notları genelde durağan bir şekilde seyrederken, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ise kaçış eğilimi göstermemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları kredi notlarını gelişmiş ülkelere yüksek not vererek, doğrudan sermayenin bu ülkelere girişini teşvik etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere giren doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile kredi notları arasında bir bağlantının olmadığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere giren

doğrudan yabancı sermaye yatırımları kredi notlarından bağımsız hareket etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları geliştirmekte olan ülkelere kredi notu verirken, taraflı bir politika izlediği görülmektedir. Geliştirmekte olan ülkenin ekonomik performansı ne kadar iyi olursa olsun, derecelendirme kuruluşu kredi notunu yükseltmekte çekimser davranmaktadır. Buradan etkili olan görüş geliştirmekte olan ülkenin geçmiş dönem ekonomik ve finansal sorunlarının kredi derecelendirme kuruluşlarına güven vermemesidir. Buna karşılık kredi derecelendirme kuruluşları en ufak bir aksaklık ya da kriz anında ise geliştirmekte olan ülkenin kredi notunu düşürmekten çekinmemektedirler. Tabloya göre yıllar itibarıyla kredi notu yatırım yapılamaz seviyede olan ülkelere, doğrudan yabancı sermaye yatırım girişlerinin arttığı izlenebilir. Sonuç olarak kredi notu ile yabancı sermaye birbirinden bağımsız hareket etmektedir.

Tablo 20: 2007-2017 Yılları Arasında Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Moody's Kredi Notları

ÜLKE	TİP	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	DYY	22.047.000.000	19.851.000.000	8.585.000.000	9.099.000.000	16.182.000.000	13.744.000.000	13.563.000.000	13.119.000.000	18.002.000.000	13.343.000.000	10.886.000.000
Yunanistan	DYY	1.957.669.989	5.733.408.744	2.762.586.782	533.689.273	1.092.091.924	1.663.327.173	2.945.417.938	2.696.796.379	1.268.311.158	2.697.870.441	3.571.265.225
Portekiz	DYY	6.026.180.108	7.821.376.697	5.578.899.469	8.455.785.211	9.817.680.645	21.976.623.038	10.804.886.161	13.188.653.905	2.506.507.992	9.422.380.926	10.022.959.166
İspanya	DYY	73.772.822.154	79.557.788.103	13.478.740.375	41.020.054.117	31.782.139.561	24.915.158.981	52.287.690.611	34.889.756.901	25.350.485.005	39.776.176.760	6.203.743.186
İtalya	DYY	65.987.320.736	65.137.095.407	16.574.423.268	9.937.474.797	34.443.576.600	34.812.127.001	19.530.574.591	17.028.003.372	13.299.083.868	19.635.898.219	9.235.201.167
Brezilya	DYY	44.579.492.464	50.716.402.711	31.480.932.200	88.452.079.264	101.157.817.518	86.606.502.981	69.686.087.841	97.179.590.335	74.718.044.774	77.794.463.497	70.685.049.298
Rusya	DYY	55.873.680.000	74.782.910.000	36.583.100.000	43.167.780.000	55.083.630.000	50.587.560.000	69.218.890.000	22.031.320.000	6.852.970.000	32.538.900.000	28.557.440.000
Hindistan	DYY	25.227.740.887	43.406.277.076	35.581.372.930	27.396.885.034	36.498.654.598	23.995.685.014	28.153.031.270	34.576.643.694	44.009.492.130	44.458.571.546	39.966.091.359
Çin	DYY	156.249.335.203	171.534.650.312	131.057.052.870	243.703.434.558	280.072.219.150	241.213.868.161	290.928.431.467	268.097.181.064	242.489.331.627	174.749.584.584	168.223.583.737
G.Afrika	DYY	6.586.792.253	9.885.001.293	7.624.489.974	3.693.271.715	4.139.289.123	4.626.029.122	8.232.518.816	5.791.659.020	1.521.139.945	2.215.307.020	1.371.931.600
Türkiye	Moody's Not	B1 (0)	B1 (0)	Ba3 (0)	Ba3 (0)	Ba2 (0)	Ba1 (0)	Baa3 (0)	Baa3 (-)	Baa3 (-)	Ba1 (0)	Ba1 (-)
Yunanistan	Moody's Not	A1 (+)	A1 (+)	A2 (-)	Ba1 (0)	Caa1 (-)	C (0)	Caa3 (0)	Caa1 (0)	Caa3 (0)	Caa3 (0)	Caa2 (+)
Portekiz	Moody's Not	Aa2 (0)	Aa2 (0)	Aa2 (-)	Aa2 (-)	Ba2 (-)	Ba3 (0)	Ba3 (0)	Ba1 (0)	Ba1 (0)	Ba1 (0)	Ba1 (+)
İspanya	Moody's Not	Aaa (0)	Aaa (0)	Aaa (0)	Aa1 (0)	A1 (-)	Baa3 (-)	Baa3 (0)	Baa2 (+)	Baa2 (+)	Baa2 (0)	Baa2 (0)
İtalya	Moody's Not	Aa2 (0)	Aa2 (0)	Aa2 (0)	Aa2 (0)	A2 (-)	Baa2 (0)	Baa2 (-)	Baa2 (0)	Baa2 (0)	Baa2 (-)	Baa2 (-)
Brezilya	Moody's Not	Ba1 (0)	Ba1 (0)	Baa3 (0)	Baa3 (0)	Baa2 (0)	Baa2 (0)	Baa2 (0)	Baa2 (-)	Baa3 (0)	Ba2 (-)	Ba2 (-)
Rusya	Moody's Not	Baa2 (0)	Baa1 (0)	Baa1 (0)	Baa1 (0)	Baa1 (0)	Baa1 (0)	Baa1 (0)	Baa2 (-)	Ba1 (0)	Ba1 (0)	Ba1 (0)
Hindistan	Moody's Not	Baa3 (0)	Baa3 (0)	Baa3 (0)	Baa3 (0)	Baa3 (0)	Baa3 (0)	Baa3 (0)	Baa3 (0)	Baa3 (+)	Baa3 (+)	Baa2 (0)
Çin	Moody's Not	A1 (0)	A1 (0)	A1 (0)	Aa3 (+)	Aa3 (+)	Aa3 (+)	Aa3 (0)	Aa3 (0)	Aa3 (0)	Aa3 (-)	A1 (0)
G.Afrika	Moody's Not	Baa1 (+)	Baa1 (+)	A3 (0)	A3 (0)	A3 (-)	Baa1 (0)	Baa1 (-)	Baa2 (0)	Baa2 (-)	Baa2 (-)	Baa3 (0)

Kaynaklar

*<https://countryeconomy.com/ratings>

**<http://databank.worldbank.org>

BÖLÜM 3: KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ TÜRKİYE, AB ÜYESİ AKDENİZ ÜLKELERİ VE BRICS ÜLKELERİNDEKİ DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

3.1. Veri Seti ve Ekonometrik Yöntem

Bu çalışmada Moody's'in Türkiye, Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya ve BRICS ülkelerine verdikleri kredi notları ile ülkelere giren doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişki araştırılmıştır. Kullanılan veriler 1996-2017 dönemine ait yıllık verilerdir. Veri setleri Moodys, Merkez Bankası ve TÜİK veri tabanlarından ve <https://countryeconomy.com> ve <https://databank.worldbank.org> internet sitelerinden elde edilmiştir. Alfaniymerik olan kredi notları Basu vd. (2012) ve Akçayır ve Yıldız'ın (2014) çalışmalarına dayandırılarak sayısal endekse dönüştürülmüştür. Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme Endeksi (KÜDİ) ile kredi notları 100'lük not sistemine çevrilmiştir. Moody's'in ilgili ülkelere yıllık olarak verdiği kredi notları KÜDİ'ye çevrilerek, zaman serisi elde edilmiştir. Ek 1'de kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlarla, KÜDİ puanına denk gelen rakamlar gösterilmiştir. Çalışmada değişkenlerin logaritması alınarak analiz edilmiştir. Değişkenler arası ilişkilerin sapmasız şekilde ortaya koyulabilmesi için logaritmik formlarının kullanılması gerekmektedir (Atay, 2016:37). Çalışmada kullanılacak model aşağıdaki gibidir:

$$\ln dyy = a_{it} + \beta_1 \ln küdi + \mu_{it}$$

Modelde doğrudan yabancı yatırımlar “*dyy*” olarak kısaltılırken, kredi derecelendirme kuruluşu tarafından verilen notlar “*küdi*” olarak kısaltılmıştır.

3.2. Ekonometrik Yöntem

Çalışmanın bu bölümünde kullanılacak olan ampirik yöntemlere ilişkin teorik açıklamalara yer verilecektir. Ekonometrik modellemelerde, zaman serisi analizi, yatay kesit analizi ve panel veri analizi gibi 3 farklı analiz kullanılabilmektedir. Belirli bir değişkenin belli bir zaman sürecindeki değerleri kullanılarak yapılan analizler zaman serisi analizi, belirli bir zaman için farklı değişkenlerin aldığı değerlerin incelenmesi ile

yatay kesit analizi bu iki analizin birleştirilmesi ile panel veri analizleri gerçekleştirilir (Gujarati, 2001: 23-24). Değişme dinamiklerinin belirlenebilmesi açısından etkililiği, karmaşık modellemelere imkan vermesi ve test edilmesini sağlaması ile zaman serisi ile yatay kesit analizlerine göre daha etkili olması panel veri analizinin önemli avantajlarından (Yerdelen Tatoğlu, 2013). Çalışmamızda bu avantajlarından dolayı panel veri analizi tercih edilmiştir. Panel ekonometrik çalışmalarda analizlere başlamadan önce yatay kesit bağımlılığı olup olmadığının belirlenmesi gerekmektedir. Bu durum kullanılacak olan birim kök, eşbütünleşme ve nedensellik testlerinin belirlenmesi noktasında önemli bir husustur. Ayrıca modelde eğim katsayılarının homojen mi heterojen mi olduğunun belirlenmesi de gerekmektedir. Bu nedenlerden dolayı çalışmaya yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testleri ile başlanmıştır. Ardından serilerin durağanlık derecelerinin belirlenmesi için birim kök testi uygulanmıştır. Değişkenler arası uzun dönemli ilişki eşbütünleşme testi ile araştırılmış ve son olarak nedensellik testi gerçekleştirilmiştir.

3.2.1 Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

Yatay kesit bağımlılığı, panelde yer alan kesitlerden herhangi birinde meydana gelebilecek bir şokun diğer kesitleri de etkilemesi durumu olarak tanımlanabilir. Ekonomik ilişkilerin yüksek düzeylere çıktığı günümüz dünyasında yatay kesit bağımlılığı olağan bir hale gelmiştir. bu durumun test edilebilmesi amacıyla literatürde farklı testler bulunmaktadır. Bunlar: Breusch-Pagan (1980) CDLM1 testi, Pesaran (2004) CDLM2 testi ve Pesaran vd. (2008) Bias Adjusted CD test testleridir. Testlerin ortak hipotezleri aşağıdaki gibidir:

H_0 : Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H_1 : Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Testlere ait istatistikler aşağıdaki gibidir:

$$CDLM_1 = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij}^2$$

$\hat{\rho}_{ij}$: her bir denklemin en küçük kareler yöntemi ile tahmininden elde edilen kalıntılar arasındaki korelasyon katsayısıdır. LM istatistiği yatay kesit bağımsızlığı boş hipotez

altında, N sabitken ve $T \rightarrow \infty$ iken $N(N-1)/2$ serbestlik derecesinde X^2 asimptotik dağılımı gösterir (Breusch ve Pagan, 1980).

$$CDLM_2 = \left(\frac{1}{N(N-1)} \right)^{1/2} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N (T \hat{\rho}_{ij}^2 - 1)$$

Bu test $T \rightarrow \infty$ ve $N \rightarrow \infty$ durumda standart normal dağılır dolayısıyla test T , N 'den büyük iken kullanılır.

Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008), CD testinin problemini sapması düzeltilmiş LM istatistiği (LM_{adj}) ile çözüme kavuşturmuşlardır.

$$LM_{adj} = \sqrt{\left(\frac{2}{N(N-1)} \right)} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij} \frac{(T-k) \hat{\rho}_{ij}^2 - \mu_{Tij}}{\sqrt{v_{Tij}^2}} - N(0,1)$$

Yukarıdaki denklemde k açıklayıcı değişken sayısını, μ_{Tij} ortalamayı, v_{Tij}^2 ise $(T-k) \hat{\rho}^2$ 'nin varyansını göstermektedir.

3.2.2. Homojenite Testi

Panel veri analizlerinde katsayılarının homojen ya da heterojen olması, birim kök, eşbütünleşme ve nedensellik testlerinin belirlenmesinde etkilidir (Pesaran ve Yamagata, 2008: 56). Pesaran ve Yamagata (2008), hipotezleri hipotez test istatistiklerini aşağıdaki gibi hesaplamışlardır:

$$\tilde{\Delta} = \sqrt{N} \frac{N^{-1} \tilde{S} - k}{\sqrt{2k}}$$

$$\tilde{\Delta}_{adj} = \sqrt{N} \frac{N^{-1} \tilde{S} - k}{\sqrt{Var(t, k)}}$$

N :yatay kesit sayısı, k :açıklayıcı değişken sayısını, $Var(t, k)$ standart hatayı ifade eder.

Delta testinde sınanan hipotezler şu şekildedir:

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 \dots = \beta_N$ Eğim katsayıları homojendir (tüm β_i 'ler için).

$H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \dots \neq \beta_N$ Eğim katsayıları homojen değildir (en az bir i için).

Eğimlerin homojen olduğu boş hipotezi altında hem Δ hem de Δ_{adj} istatistiği standart normal dağılım göstermektedir. H_0 hipotezinin reddedilmesi durumunda heterojenite söz konusudur ve bunu dikkate alan testler kullanılmalıdır.

3.2.3. Hadri ve Kurozumi Birim Kök Testi

Hadri ve Kurozumi (2012) tarafından literatüre kazandırılan, yatay kesit bağımlılığının yanı sıra heterojenliği de dikkate alan bu test seride ortak faktörlerden kaynaklanan birim kökün varlığını da dikkate almaktadır. Test ayrıca yatay kesitlerin bir kısmı için varsa durağanlık onu da ortaya koymaktadır. Bu özelliği literatürdeki diğer testlerden daha güvenilir sonuçlara ulaşılmmasını sağlamaktadır (Varol, 2019: 33).

Hadri & Kurozumi (2012) testi seride otokorelasyon durumuna izin vermektedir. Otokorelasyon, Sul-Phillips-Choi (SPC) methodunda SUR (Seemingly Unrelated Regression) methoduna dayalı AR(p) süreciyle, Lag-Augmented (LA) methodunda ise, Choi (1993) ve Toda & Yamamoto (1995) metodlarına dayalı AR(p+1) süreciyle düzeltilmektedir (Saraçoğlu ve Songur, 2017: 361). Birim kök testinin süreci aŗađıdaki gibi gösterilebilir (Hadri ve Kurozumi, 2012:32; Varol, 2019: 33-35) ;

$$y_{it} = z_t' \delta_i + f_t \gamma_i + \varepsilon_{it}$$
$$\varepsilon_{it} = \phi_1 \varepsilon_{it-1} + v_{it}$$

Denklemdede f_t , gözlenemeyen ortak faktörleri ve ε_{it} ise hata terimini gösterir. SPC yöntemine göre y_{it} serisi AR(p) sürecine göre açıldığında aŗađıdaki denklem tahmin edilir:

$$y_{it} = z_t' \hat{\delta}_i + \hat{\phi}_{i1} y_{it-1} + \dots + \hat{\phi}_{ip} y_{it-p} + \hat{\psi}_{i0} \bar{y}_{t-p} + \hat{v}_{it}$$

Bu denklem üzerinden uzun dönem varyansı kullanılarak test istatistiği hesaplanır:

$$Z_A^{SPC} = \frac{1}{\hat{\sigma}_{iSPC}^2 T^2} \sum_{t=1}^T (S_{it}^w)^2$$

Sonraki aşamada otokorelasyon problemini ortadan kaldırmak için AR(p+1) sürecine dayalı test istatistiği aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$Z_A^{LA} = \frac{1}{\hat{\sigma}_{iLA}^2 T^2} \sum_{t=1}^T (S_{it}^w)^2$$

Testin boş ve alternatif hipotezleri:

$$H_0 : \phi_i(1) \neq 0 \text{ for } \forall i$$

$$H_1 : \phi_i(1) = 0 \text{ for } \exists i$$

Serinin durağanlığını ifade eden (H_0) boş hipotezi, “*seri birim köklüdür*” alternatif hipotezine (H_1) karşı test edilir.

3.2.4. Westerlund Durbin-Hausman Panel Eşbütünleşme Testi

Westerlund (2008), enflasyonun ve nominal faiz oranları arasındaki etkiyi inceleyen “Fisher Hipotezi” üzerine çalışmasında pek çok ampirik uygulamanın teoriye aykırı bulgular ortaya koyması üzerine farklı bir test üzerine çalışma yapmıştır. Durbin-Hausman eşbütünleşme testi olarak literatürde ki yerini alan bu test, bağımlı değişken I(1) olmak koşuluyla, bağımsız değişkenlerin birinci mertebeden veya düzey değerde durağan olmasına imkân tanıyarak panel eşbütünleşme sonuçlarını ortaya koymaktadır. Yatay kesit bağımlılığını, yatay kesit eğim parametrelerinin heterojenliğini ve ortak faktörleri dikkate alarak analizleri gerçekleştirmesi testin gücünü arttıran faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır (Westerlund, 2008).

Westerlund D-H testine ait hipotezler ve denklemsel ifade aşağıdaki gibidir (Westerlund, 2008):

$$H_0 : \phi_i = 1, (i = 1, 2, \dots, n) \text{ (eşbütünleşme yoktur).}$$

$$H_1 : \phi_i < 1, (i = 1, 2, \dots, n) \text{ (eşbütünleşme vardır).}$$

Durbin-H grup ve panel (DH_g, DH_p) istatistikleri aşağıdaki denklemler ile tahmin edilir:

$$DH_G = \sum_{i=1}^n \hat{S}_i (\tilde{\phi}_i - \tilde{\phi}_i)^2 \sum_{t=2}^T e_{it-1}^2$$

$$DH_P = \tilde{S}_n (\tilde{\phi}_i - \tilde{\phi}_i)^2 \sum_{i=1}^n \sum_{t=2}^T e_{it-1}^2$$

Westerlund (2008) Durbin-H Eşbütünleşme testinde uzun dönemli ilişki, Durbin-H panel testi ve Durbin-H grup testi olmak üzere 2 farklı test ile incelenmektedir. D-H panel istatistiği bütün yatay kesitlerde seriler arasında eşbütünleşme olduğunu, D-H grup istatistiği ise bir kısım kesitlerde serilerin eşbütünleşik olduğunu gösteren istatistiklerdir.

3.2.5. Konya Bootstrap Panel Nedensellik Testi

Konya (2006) tarafından literatüre kazandırılan Bootstrap Panel Nedensellik Testi ikinci nesil nedensellik testleri içerisinde olup uygulamalı çalışmalarda sıklıkla kullanılmaktadır. Bu test önemli avantajlara sahiptir. Bunlar:

- i. Durağan olmayan ve eşbütünleşme ilişkisi bulunmayan seriler içinde sonuç verebilmesi, dolayısıyla önsel olarak bu testlere ihtiyaç duymaması,
- ii. Tahmin için gerekli kritik değerlerin her bir yatay kesit birimi için özel olarak üretilmiş bootstraplı kritik değerler olması,
- iii. Yatay kesit bağımlılığı ve heterojenliği göz önünde bulundurması
- iv. Son olarak da paneldeki kesitlerin hangisinde tek taraflı Granger nedensellik, kesitlerin hangisinde çift yönlü Granger nedensellik ve hangi kesitlerde nedensellik ilişkisi olmadığını araştırmaya imkan tanınması testin avantajlarıdır (Konya, 2006; Afonso ve Rault, 2009).

Testin görünürde ilişkisiz regresyon sistemine (SUR) dayalı denklemsel süreci aşağıda gösterilmiştir (Konya, 2006: 981):

$$\begin{aligned}
y_{1,t} &= \alpha_{1,1} + \sum_{l=1}^{ly_1} \beta_{1,1,l} y_{1,t-l} + \sum_{l=1}^{lx_1} \gamma_{1,1,l} x_{1,t-l} + \varepsilon_{1,1,t} \\
y_{2,t} &= \alpha_{1,2} + \sum_{l=1}^{ly_1} \beta_{1,2,l} y_{2,t-l} + \sum_{l=1}^{lx_1} \gamma_{1,2,l} x_{2,t-l} + \varepsilon_{1,2,t} \\
&\cdot \\
&\cdot \\
&\cdot \\
y_{N,t} &= \alpha_{1,N} + \sum_{l=1}^{ly_1} \beta_{1,N,l} y_{N,t-l} + \sum_{l=1}^{lx_1} \gamma_{1,N,l} x_{N,t-l} + \varepsilon_{1,N,t} \\
\\
x_{1,t} &= \alpha_{2,1} + \sum_{l=1}^{ly_2} \beta_{2,1,l} y_{1,t-l} + \sum_{l=1}^{lx_2} \gamma_{2,1,l} x_{1,t-l} + \varepsilon_{2,1,t} \\
y_{2,t} &= \alpha_{2,2} + \sum_{l=1}^{ly_1} \beta_{2,2,l} y_{2,t-l} + \sum_{l=1}^{lx_1} \gamma_{2,2,l} x_{2,t-l} + \varepsilon_{2,2,t} \\
&\cdot \\
&\cdot \\
&\cdot \\
y_{N,t} &= \alpha_{2,N} + \sum_{l=1}^{ly_2} \beta_{2,N,l} y_{N,t-l} + \sum_{l=1}^{lx_2} \gamma_{2,N,l} x_{N,t-l} + \varepsilon_{2,N,t}
\end{aligned}$$

Burada, T, N , ve l sırasıyla panelin zaman boyutunu, paneldeki kesit sayısını ve her kesit için uygun gecikme sayısını ifade etmektedir. Kónya (2006) panel nedensellik testi Wald test istatistiğine dayanır. Her yatay kesit için kritik değerler hesaplandığından, panel nedensellik testi için ortak bir temel hipotez gerekmemektedir (Kar vd., 2011: 689).

3.3. Ekonometrik Bulgular

Çalışmanın bu kısmında yapılan panel veri testlerinden elde edilen bulgular raporlanarak sonuçlar ortaya koyulacaktır.

Tablo 21: Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Değişkenler	Test İstatistikleri		
	CDLM1	CD _{LM2}	LM _{adj}
Indyy	98.76525* (0.0000)	5.667355* (0.0000)	5.429259* (0.0000)
Inküdi	334.6951* (0.0000)	30.53654* (0.0000)	30.29845* (0.0021)

Not: * 1% , seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade eder.

Çalışmada değişkenlerin tamamı 3 farklı yatay kesit testine tabi tutulmuştur. Sonuçlar incelendiğinde serilerde yatay kesit bağımlılığı mevcuttur. Diğer bir ifade ile “yatay kesit bağımlılığı yoktur” boş hipotezi 1 % anlamlılık seviyesinde reddedilmiştir. Elde edilen sonuç göstermektedir ki; ülkelerden birinde meydana gelecek bir şok diğerlerini de etkileyecektir.

Eğim katsayılarının homojenliğinin belirlenmesi amacıyla yapılan, Pesaran ve Yamagata (2008) Delta testi sonuçları aşağıdaki tablo 22’ de gösterilmiştir.

Tablo 22: Homojenite Test Sonuçları

Testler	Test istatistiği	Olasılık değeri
Delta_tilte ($\hat{\Delta}$)	4.132*	0
Delta_tilte_adj ($\hat{\Delta}_{adj}$)	4.431*	0

Not: * , 1% seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade eder.

Yapılan testler sonucunda edilen sonuçlar “eğim katsayıları homojendir” boş hipotezinin reddedildiğini göstermektedir. Modelde, eğim katsayıları heterojendir.

Serilerin durağanlık derecelerinin ortaya koyulması amacıyla yapılan Hadri-Kuruzomi (2012) birim kök test sonuçları tablo 23’te raporlanmıştır.

Tablo 23: H-K Birim Kök Test Sonuçları

	Z_{A_spac}	Z_{A_la}
Indyy	7,529 (0.002)	8,0415 (0.000)
Inküdi	2.1108* (0.113)	3.1108* (0.344)
ΔIndyy	0.7443* (0.2284)	1.0320* (0.1510)

Not: * , 1% seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade eder.

Tablo 23'deki sonuçlara göre serinin durağan olduğu sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde Inküdi için reddedilememektedir. Inküdi değişkeni seviyede durağan iken Indyy değişkeni birim köklüdür. Birinci farkı alınan Indyy değişkeni durağan hale gelmiştir. Diğer bir ifade ile çalışmanın bağımlı değişkeni olan Indyy serisinin durağanlık mertebesi I(1) iken, bağımsız değişken Inküdi'nin durağanlık mertebesi I(0)'dır.

Çalışmada değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin belirlenebilmesi amacıyla Westerlund (2008) Durbin-Hausman eşbütünleşme testi yapılmıştır. Bu testin tercih edilmesindeki sebepler, yatay kesit bağımlılığı ve heterojenliği dikkate almasının yanı sıra bağımlı değişken I(1) olmak şartıyla, bağımsız değişkenlerin birinci mertebeden veya düzey değerde durağan olmasına imkân tanınmasıdır. Çalışmada bağımlı değişken olan Indyy'nin I(1) seviyesinden, bağımsız değişken olan Inküdi'nin I(0) seviyesinde durağan olması D-H eşbütünleşme testinin yapılmasının önünü açmıştır. Yapılan test sonuçları tablo 24'te gösterilmiştir.

Tablo 24: D-H Eşbütünleşme Test Sonuçları

	İstatistik değeri	Bootstrap Olasılık değeri	Karar
D-H grup istatistiği	15,353	1	Eşbütünleşme yoktur.
D-H panel istatistiği	8,762	0,951	Eşbütünleşme yoktur.

Test sonucunda elde edilen grup ve panel istatistiklerine ait bootstrap olasılık değerleri temel hipotezin reddedilemediğini göstermektedir. Diğer bir ifade ile değişkenler arasında panelin geneli için eşbütünleşik bir ilişki yoktur. Bir sonraki aşamada eşbütünleşme ilişkisi olmadığından eşbütünleşme ilişkisi olmasa bile kullanılabilen ve yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Kónya (2006) bootstrap nedensellik testi kullanılmıştır.

Tablo 25: Kónya Bootstrap Nedensellik Test Sonuçları

$$H_0 : \ln küdi \not\rightarrow \ln dyy$$

Ülkeler	Wald Statistics	1%	5%	10%
Brezilya	2,029	24,022	18,143	9,951
Çin	9.351***	18,037	13,024	7,123
Güney Afrika	0,399	25,406	7,994	5,07
Hindistan	3,618	24,968	20,363	11,889
İspanya	0,214	21,781	11,986	9,168
İtalya	0,106	25,55	12,746	9,674
Portekiz	5,009	21,198	11,164	9,312
Rusya	16.121**	33,014	15,248	11,745
Türkiye	10.074***	17,649	14,328	9,763
Yunanistan	0,401	26,695	13,009	8,217

Not: $\not\rightarrow$ notasyonu nedensellik yoktur temel hipotezini ifade eder. Bootstrap döngü sayısı 10000 alınmıştır. * , 1% seviyesinde, ** , 5% seviyesinde, *** , 10% seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade eder.

Elde edilen sonuçlar Çin, Rusya ve Türkiye’de temel hipotezin reddedildiğini göstermektedir. Diğer bir ifade ile KÜDİ puanlarından doğrudan yabancı yatırımlara doğru nedensellik ilişkisi mevcuttur. Dolayısıyla bu ülkeler doğrudan yabancı sermaye ye yönelik politikalarını belirlerken, kredi derecelendirme kuruluşlarının puanlarını önemsemeleri gerekmektedir.

Tablo 26: Konya Bootstrap Nedensellik Genel Test Sonuçları

$$H_0: \ln dy \rightarrow \ln ki$$

Ülkeler	Wald Statistics	1%	5%	10%
Brezilya	0,052	20,619	8,843	6,775
Çin	21.105*	15,136	13,366	8,416
Güney Afrika	0,04	11,272	8,824	6,023
Hindistan	34.256**	37,218	30,261	25,617
İspanya	6,257	24,719	22,083	15,559
İtalya	1,064	28,246	23,543	14,752
Portekiz	1,476	34,802	24,054	12,26
Rusya	3,484	15,425	9,12	6,161
Türkiye	2,113	50,823	23,223	17,52
Yunanistan	0,373	51,932	20,825	15,46

Not: $\rightarrow$ notasyonu nedensellik yoktur temel hipotezini ifade eder. Bootstrap döngü sayısı 10000 alınmıştır. * , 1% seviyesinde, ** , 5% seviyesinde, *** , 10% seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade eder.

Elde edilen sonuçlar Çin ve Hindistan'da doğrudan yabancı yatırımlardan KÜDİ puanlarına doğru nedenselliğin olduğunu ortaya koymuştur. Bu ülkelerde puanlarına yönelik politikalarında doğrudan yabancı yatırımlara yönelik politikalarına önem vermelidirler.

SONUÇ

Kredi derecelendirme kuruluşları bir ülkenin veya bir firmanın borçlarını tam ve zamanında geri ödeyebilme kabiliyetini belirli ölçüt ve kriterlere dayanarak, anlaşılabilir bir harf ve/veya rakam sistemine bağlı olarak kategorize edip yatırımcılara sunmaktadır. Yabancı sermaye yatırımcılarının yatırım kararlarını alırlarken kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar etkili olmaktadır. Derecelendirme kuruluşları ise verdikleri bu notlar için “Ülke Riski ve Endüstri Riskini” dikkate alarak bir değerlendirmede bulunmaktadır. Ülke riskinde derecelendirme yapılırken ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durumunu, o ülkenin ekonomik yapısı, büyüme oranı ve ülke yönetim sistemi gibi kriterlere bakılarak değerlendirilmektedir. Endüstri riski ise şirketlerle ilgili analiz yapılmasıdır. Ülkedeki yasal düzenlemeler, teknolojik gelişmeler ve maliyetler şirket analizi değerlendirmesine dahil edilmektedir.

Dünya piyasalarının küreselleşmesiyle birlikte sermaye sahipleri, portföylerine katacakları ürün ve yatırım yapacakları menkulün risk yapısını ve mevcut değerini belirlemek için bilgiye ihtiyaç duymaktadırlar. Doğru, güvenilir ve ayrıntılı bilginin kamuoyuyla paylaşılması önem arz etmektedir. Bilgi asimetrisini ortadan kaldırarak, finans piyasaları ve sermaye sahipleri arasında bilgi sağlayan kredi derecelendirme kuruluşları bu ihtiyacın sonucunda ortaya çıkmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları yatırımcılara yol gösterici olmalıdır. Kredi derecelendirme kuruluşlarından sahip oldukları bilgi sayesinde geleceğe yönelik doğru sinyaller göndermesi beklenmektedir. Sermaye sahipleri bu sinyallere bakarak yatırımlarına karar vermektedirler.

Yüksek kredi notu almak için menkul kıymet eden şirket ve firmalar mali, finansal ve yönetsel yapılarını sağlam ve tutarlı hale getirmek zorundadırlar. Güçlü bir yapıya sahip ülkeler yüksek kredi notu alarak yabancı sermaye fonlarını çekebilmektedirler. Özellikle gelişmekte olan ülkeler yabancı sermaye çekebilmek için hukuki, ekonomik ve politik yapılarını güçlendirmeleri son derece önemlidir. Çünkü kredi derecelendirme kuruluşları kredi notlarını verirken bu kriterlere göre değerlendirme yapmaktadırlar. Bunun sonucu olarak kredi notları doğrudan yabancı sermaye ve diğer fonların ülkeye akışında ciddi bir referans kaynağı olmaktadır. Basel Kriterleri çerçevesinde işletmeler ise kredi derecelendirme kuruluşlarından aldıkları kredi notlarıyla kredi alabileceklerdir. Yüksek kredi notuna sahip işletmeler daha ucuza kredi temin ederken, düşük kredi

notuna sahip işletmeler ise daha pahalıya kredi temin edebileceklerdir. Bu sayede riskli işletmeler sistemden elenerek, bankaların riskleri en aza indirgenebilecektir. Kredi notları finansal sistem için bu özelliği sayesinde sigorta vazifesi görmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar ülkeler arasındaki dış borçlanma piyasası ile gelişmiş ülke yatırımcılarının gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmadan önceki kontrol noktasıdır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapmadan önce ülke hakkındaki kredi notuna bakarak değerlendirme yapmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler ise finansman ihtiyacı için doğrudan yabancı sermaye yatırımına ihtiyaç duymaktadır. Yabancı sermaye girişi ülkeye finansal kaynak temini için önemli bir faktördür. Fakat yabancı sermaye yatırım yapmak için kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlara göre uygun bir ülke arar ve buna göre yatırım kararını verebilmektedir. Yabancı yatırımcı ülkenin kredi notuna büyük önem vermektedir. Yüksek kredi notuna sahip ülke dışarıdan finansman bularak yabancı sermayeyi ülkesine çekebilir. Gelişmekte olan ülkelerin ise yabancı sermaye çekebilmek için “*yatırım yapılabilir*” seviyede not alması gerekmektedir. Alınan kredi notu finansman maliyetini etkilediğinden yüksek not, düşük finansman maliyetine ve düşük not ise yüksek finansman maliyetine yol açmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler yüksek not sayesinde ülkelerine yabancı sermaye çekebilmekte ve ucuz finansmana sahip olabilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının bir kriz anında ya da ekonomik bir olumsuzlukta not düşürmeleri gelişmekte olan ülkelerde yabancı sermaye çıkışına ve yüksek maliyetle borçlanmaları sonucunu doğurmaktadır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde yeni bir krizin oluşmasına ya da var olan krizin daha da derinleşmesine neden olmaktadır.

Bu çalışmadaki ampirik sonuçlara göre Çin, Rusya ve Türkiye’ye verilen kredi notları ile ülkeye giren doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında nedensellik ilişkisi mevcuttur. Kredi notlarındaki bir değişim doğrudan sermaye yatırımlarının giriş ve çıkışlarını etkilemektedir. Bu ülkeler yabancı yatırım için politikalarına karar verirken kredi notlarını dikkate alarak hareket etmelidir. Çin ve Rusya eski sosyalist ekonomik sistemlerini liberalleştirdikçe kredi notlarını ve ülkelerine giren doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını artırabilmektedir. Türkiye’de ekonomik performansa bağlı olarak yüksek not aldığı yıllarda doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının arttığı gözlemlenmektedir. Diğer ülke uygulamaları dikkate alındığında Türkiye’de ekonomi

politikaları kredi notunu artırmaya yönelik uygulandığı taktirde, ÷lkeye giren doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını pozitif yönde etkilemesi muhtemeldir. İtalya, İspanya, Yunanistan, Portekiz, Brezilya, Hindistan ve Güney Afrika'ya verilen kredi notları içinse kredi notları ile ÷lkeye giren doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Bu ÷lkelere verilen kredi notlarının doğrudan yabancı sermaye üzerinde etkisi yoktur. Sonuç olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği kredi notlarının pozitif yönde artması, yabancı sermaye girişini ve ekonomik büyümeyi desteklediği gör÷lmektedir.



KAYNAKÇA

- Afonso, A., & Rault, C. (2009). Budgetary and external imbalances relationship: a panel data diagnostic.
- AKÇAYIR, Ömer, YILDIZ, Zafer (2014), Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013), Akademik Bakış Dergisi, Sayı: 40.
- AKÇAYIR, Ömer, DOĞAN, Buhari (2016), Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Sermaye Hareketleri Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği, Aydın İktisat Fakültesi Eurefe Bildirisi, 135-157
- ATB, 2009, Ankara Ticaret Borsası -Kredi Notu, Kaynak: <http://eski.ankaratb.tobb.org.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e> (Erişim Tarihi: 12.11.2017)
- <http://www.tdk.gov.tr>, 10.06.2017.
- BALIKÇIOĞLU, Eda (2013), Ülkelerin Finansal Açından Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler ve Kurallı Maliye Politikasının Etkisi: 2000 Sonrası Dönem Türkiye’de Uygulanan Maliye Politikalarının Kredi Notları Üzerindeki Etkisinin Karşılaştırmalı Analizi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye (Kamu Ekonomisi) Anabilim Dalı, Doktora Tezi.
- BASU, K., Bisen, A., De, S. Ve Ghosh Shweta, R., (2012), “Comparative Rating Index for Sovereigns (CRIS): A Report Based on “The Relativity of Sovereigns: A New Index of Sovereign Credit Ratings and an Analysis of How Nations Fared over the Last Six Years”, Ministry of Finance, India on eSS
- “Credit Rating Agencies, Globally” <http://www.defaultrisk.com/rating_agencies.htm> 31.10.2019.
- BAYAR, Yılmaz (2015), Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Yunanistan Borç Krizi, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, Sayı: 15.

- BOCUTOĞLU, Ersan (2015), Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve 2007 Küresel Finans Krizi, HAK-İŞ Uluslararası Emek ve Toplum Dergisi, 2015/3, Cilt:4, Sayı:10: 66-112.
- Breusch, T.S ve Pagan, A.R. (1980), “The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification Tests in Econometrics”, Review of Economic Studies, 47, 239-53.
- ÇALIŞKAN, Ömer Veysel (2002), Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri, Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 1/2002, 53-66
- DEMİR, Murat ve EMİNER, Fehiman (2014), Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşünceler, LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 2014 Aralık: 96-113.
- DEMİRCİOĞLU, Mustafa Yaşar, Erkan, Mustafa (2011), Türkiye’ye Verilen Derecelendirme Notlarının Doğrudan Yabancı Yatırım Girişine Etkisini Yıllar İtibariyle İncelenmesi, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2011 Cilt:2, Sayı: 1: 209-237.
- DİLEK, Şerif, İSTİKBAL, Deniz ve YANARTAŞ, Meryem (2018), Küresel Ekonomide Yeni Bir Güç Odağı: BRICS, Seta Raporu, (<https://setav.org/assets/uploads/2018/09/256-Brics-Analiz.pdf>), 23.07.2019.
- DİMİTRİJEVIĆ, Alexanda ve HOLMES, Zeynep (2012), Ülkelerin Kredi Notunu Nasıl Belirliyoruz?, http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/2012-03-01_UlkerlerinKrediNotunuBasilBelirliyoruz.pdf, Standart&Poor’s Raiting Services, McGraw-Hill , 02.05.2017.
- EREN, E. (2010). “Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü
- Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği”,
- BDDK, Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi, 4(2), 111-144.
- GEÇER, Turgay (2012), Kredi Sistemi Ve Kredi Garanti Programları, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, S.21, Bahar, ss:215-228.

Gujarati, D. (2001). Econometría Básica, Colombia.

GÜLMEZ, Ahmet ve GÜNDOĞAN Hilal (2014), Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye: Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi, Cilt:2, Sayı:4

GÜNGÖR, Fatma (2012), Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ülke Riski, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tez.

HADRI, K., & KUROSUMI, E. (2012). A simple panel stationarity test in the presence of serial correlation and a common factor. Economics Letters, 115(1), 31-34.

HASBİ, Derya (2012), Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tez.

<https://countryeconomy.com/ratings> Erişim Tarihi 30.09.2018.

<https://data.worldbank.org> Erişim Tarihi 30.09.2018.

<https://www.dunya.com/finans/haberler/moodys-guney-afrikanin-notunu-teyit-etti-haberi-408653> Erişim Tarihi 31.08.2019.

<https://www.dunya.com/finans/haberler/sp-hindistanin-kredi-notunu-teyit-etti-haberi-392061> Erişim Tarihi 30.08.2019

<http://eski.ankaratb.tobb.org.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e> Erişim Tarihi 08.11.2017.

<https://www.fitchratings.com/site/turkey> Erişim Tarihi 14.11.2017.

<http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=kurulusumuz-hakkinda> Erişim Tarihi 14.11.2017.

<http://www.invest.gov.tr/tr->

[TR/investmentguide/investorguide/Pages/FDIinTurkey.aspx](http://www.invest.gov.tr/tr-TR/investmentguide/investorguide/Pages/FDIinTurkey.aspx) Erişim Tarihi 29.10.2018.

<https://www.theguardian.com/business/2012/feb/15/credit-ratings-agencies-moodys>

Erişim Tarihi 01.04.2018.

<https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/avrupa/portekiz/ulke-profil/ekonomik-gorunum/genel-ekonomik-durum> Erişim Tarihi 19.07.2019

<https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/avrupa/ispanya/ulke-profil/ekonomik-gorunum/genel-ekonomik-durum> Erişim Tarihi 19.07.2019

<https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/dogu-asya/cin-halk-cumhuriyeti/ulke-profil/dogrudan-yabanci-yatirimlar> Erişim Tarihi 30.08.2019

<https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/afrika/guney-afrika-cumhuriyeti/ulke-profil/ekonomik-gorunum/dogrudan-yabanci-yatirimlar> Erişim Tarihi 31.08.2019

<https://unctad.org> Erişim Tarihi 29.10.2018

JARAMİLLO, L. ve TEJADA, C. M. (2011), “Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?”, IMF Working Paper, No: 11/44.

KANLI, İbrahim Burak ve BARLAS, Yasemin (2011), Eşiği Aşınca: Kredi Notunun “Yatırım Yapılabilir” Seviyeye Yükselmesinin Etkileri, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği No:11/23

KANG, J.K. ve STULZ, R.M. (1997), “Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan”, Journal of Finansal Economics, Sayı:46, 3-28.

KAMİNSKY, G. ve SCHMUKLER, S. (2001), “Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?”, World Bank Policy Research Working Paper, No: 2678.

- KAR, M., NAZLIOĞLU, Ş., & AĞIR, H. (2011). Financial development and economic growth nexus in the MENA countries: Bootstrap panel granger causality analysis. *Economic modelling*, 28(1-2), 685-693.
- KARAGÖL, Erdal Tanas ve MIHÇİOKUR, Ülkü İstiklal (2012), Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar, *Seta Rapor*, S.7, ss: 8-36.
- KARGI, Bilal (2014), Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Türkiye'nin Kredi Notu Üzerine Bir İnceleme (1998-2013), *International Journal of Social Science*
- Doi number:<http://dx.doi.org/10.9761/JASSS2243> , Number: 24 , p. 351-370, Spring 2014
- KAYA, Y., (1998). “Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği”, DPT.
- KIRANKABEŞ, M (2006), “Ülke Risk Kavramı Metodolojisi ve Türkiye Değerlendirmesi”, *Mevzuat Dergisi*, s.102.
- KINGSLEY, Patrick (2012), “How credit ratings agencies rule the World”, <https://www.theguardian.com/business/2012/feb/15/credit-ratings-agencies-moodys> (Erişim Tarihi 01.04.2018)
- KÓNYA, L. (2006). Exports and growth: Granger causality analysis on OECD countries with a panel data approach. *Economic Modelling*, 23(6), 978-992.
- MIHAELAJMÉNO, Marioara Oana (2015), Credit rating agency performance in terms of profit, 3rd Economics & Finance Conference, Rome, Italy, April 14-17, 2015 and 4th Economics & Finance Conference, London, UK, August 25-28, 2015 <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115012769> Erişim Tarihi 14.11.2017
- Moodys, 2009, Moody's Rating Symbols And Definitions, <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx> Erişim Tarihi: 12.11.2017

https://www.moodys.com/pages/default_tu.aspx Erişim Tarihi: 12.11.2017

MUCUK, Mehmet, DEMİRSEL, Mustafa Tahir (2009), Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Performans, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi, Sayı 29, 365-373.

MUKATEL, Loni Aslan, (2006), Ülke Derecelendirme Notlarının Borsa Endekslerine Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerinde Bir Model Denemesi, İstanbul, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

OVALI, Serap (2014), Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: AB ile Karşılaştırmalı Analiz, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 2014, Cilt:10, Sayı: 23, 53-80.

PERSYN, D., & WESTERLUND, J. (2008). Error-correction–based cointegration tests for panel data. The STATA journal, 8(2), 232-241.

PESARAN, M.H. (2004), “General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels”, Cambridge Working Papers in Economics, 435

PESARAN, M.H. ve Yamagata, T. (2008), “Testing Slope Homogeneity in Large Panels”, Journal of Econometrics, 142(1), 50-93.

PESARAN, M.H., Ullah, A. ve Yamagata, T. (2008), “A Bias-Adjusted LM Test of Error Cross-Section Independence”, Econometrics Journal, 11, 105-127.

RESMİ GAZETE (2012), Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, 28267 No’lu Tebliğ.

SEVAL, Belkıs (2016), Kredi Derecelendirmesi, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kitabı.

SUADIYE, Gülhan (2006), Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri, Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi, 2009 (2) Cilt 3, Sayı 6, 1-16.

ŞİRVAN, Nesrin (2004), Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi, Kaynak:
[http://www.researchgate.net/publication/267771881_KRED_DERECELENDR
ME_VE_TRKYE_EKONOMS](http://www.researchgate.net/publication/267771881_KRED_DERECELENDR_ME_VE_TRKYE_EKONOMS), (Erişim Tarihi: 23.07.2017).

TATOĞLU, F. Y. (2013). Panel Veri Ekonometrisi, Beta Yayınevi.

WALCH, N. Ve WÖRZ, J. (2012), “The İmpact of Country Risk Ratings and of the Status EU İntegration on FDI İnflows in CESEE Countries”, Focus on European Economic İntegration, 8-26.

YAZICI, Mehmet (2015), Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi Ve Denetimi, 1 (82), 4-20, <http://www.e-dergi-marmara.dergipark.gov.tr/mfy/issue/16298/170864> (01.08.2017).

YARDIMCIOĞLU, M. ve BORA, K. (2013), Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri, İşleyişleri, Küresel Dünyadaki Rol ve İşlevleri, KSÜ İ.İ.B.F Dergisi, 2013(1): 111-118.

YENİPAZARLI, Aslı, BULUT, Eda ve KAVAK Gamze (2017), “Seçilmiş Ülke ve Ülke Gruplarında Kredi Derecelerinin Yatırımlar Üzerindeki Etkisi”, Aydın İktisat Fakültesi Dergisi Cilt:2 Sayı:1, 80-104.

EKLER

EK 1: Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksine Esas Teşkil Eden Puanlama Sistemi

Fitch/S&P Not Skalası	Moody's Not Skalası	Not Görünümü	Özet Puan	Orijinal KÜDİ	KÜDİ *1,66	[KÜDİ *1,66]+0,4	Seviye
AAA	Aaa	(+) Pozitif	Aaa (+)	-	-	-	Yatırım Yapılabilir
		(0) Durağan	Aaa (0)	60	99,6	100	
		(-) Negatif	Aaa (-)	59	97,94	98,34	
AA+	Aa1	(+) Pozitif	Aa1 (+)	58	96,28	96,68	
		(0) Durağan	Aa1 (0)	57	94,62	95,02	
		(-) Negatif	Aa1 (-)	56	92,96	93,36	
AA	Aa2	(+) Pozitif	Aa2 (+)	55	91,3	91,7	
		(0) Durağan	Aa2 (0)	54	89,64	90,04	
		(-) Negatif	Aa2 (-)	53	87,98	88,38	
AA-	Aa3	(+) Pozitif	Aa3 (+)	52	86,32	86,72	
		(0) Durağan	Aa3 (0)	51	84,66	85,06	
		(-) Negatif	Aa3 (-)	50	83	83,4	
A+	A1	(+) Pozitif	A1 (+)	49	81,34	81,74	
		(0) Durağan	A1 (0)	48	79,68	80,08	
		(-) Negatif	A1 (-)	47	78,02	78,42	
A	A2	(+) Pozitif	A2 (+)	46	76,36	76,76	
		(0) Durağan	A2 (0)	45	74,7	75,1	
		(-) Negatif	A2 (-)	44	73,04	73,44	
A-	A3	(+) Pozitif	A3 (+)	43	71,38	71,78	
		(0) Durağan	A3 (0)	42	69,72	70,12	
		(-) Negatif	A3 (-)	41	68,06	68,46	
BBB+	Baa1	(+) Pozitif	Baa1 (+)	40	66,4	66,8	
		(0) Durağan	Baa1 (0)	39	64,74	65,14	
		(-) Negatif	Baa1 (-)	38	63,08	63,48	
BBB	Baa2	(+) Pozitif	Baa2 (+)	37	61,42	61,82	
		(0) Durağan	Baa2 (0)	36	59,76	60,16	
		(-) Negatif	Baa2 (-)	35	58,1	58,5	
BBB-	Baa3	(+) Pozitif	Baa3 (+)	34	56,44	56,84	
		(0) Durağan	Baa3 (0)	33	54,78	55,18	
		(-) Negatif	Baa3 (-)	32	53,12	53,52	
BB+	Ba1	(+) Pozitif	Ba1 (+)	31	51,46	51,86	Spekülatif
		(0) Durağan	Ba1 (0)	30	49,8	50,2	
		(-) Negatif	Ba1 (-)	29	48,14	48,54	
BB	Ba2	(+) Pozitif	Ba2 (+)	28	46,48	46,88	
		(0) Durağan	Ba2 (0)	27	44,82	45,22	
		(-) Negatif	Ba2 (-)	26	43,16	43,56	
BB-	Ba3	(+) Pozitif	Ba3 (+)	25	41,5	41,9	

		(0) Durağan	Ba3 (0)	24	39,84	40,24
		(-) Negatif	Ba3 (-)	23	38,18	38,58
B+	B1	(+) Pozitif	B1 (+)	22	36,52	36,92
		(0) Durağan	B1 (0)	21	34,86	35,26
		(-) Negatif	B1 (-)	20	33,2	33,6
B	B2	(+) Pozitif	B2 (+)	19	31,54	31,94
		(0) Durağan	B2 (0)	18	29,88	30,28
		(-) Negatif	B2 (-)	17	28,22	28,62
B-	B3	(+) Pozitif	B3 (+)	16	26,56	26,96
		(0) Durağan	B3 (0)	15	24,9	25,3
		(-) Negatif	B3 (-)	14	23,24	23,64
CCC+	Caal	(+) Pozitif	Caal (+)	13	21,58	21,98
		(0) Durağan	Caal (0)	12	19,92	20,32
		(-) Negatif	Caal (-)	11	18,26	18,66
CCC	Caa2	(+) Pozitif	Caa2 (+)	10	16,6	17
		(0) Durağan	Caa2 (0)	9	14,94	15,34
		(-) Negatif	Caa2 (-)	8	13,28	13,68
CCC-	Caa3	(+) Pozitif	Caa3 (+)	7	11,62	12,02
		(0) Durağan	Caa3 (0)	6	9,96	10,36
		(-) Negatif	Caa3 (-)	5	8,3	8,7
CC	Ca	(+) Pozitif	Ca (+)	4	6,64	7,04
		(0) Durağan	Ca (0)	3	4,98	5,38
		(-) Negatif	Ca (-)	2	3,32	3,72
C	C	-----	C	1	1,66	2,06

Kaynak: Basu, (et.al., 2012, s.8-9) yararlanılarak Akçayır ve Yıldız (2014) tasarlamıştır.

EK 2: Kredi Derecelendirme Notlarına Göre Ülkeler Listesi

Ülke	S&P			Fitch			Moody's		
	Not	Durum	Tarih	Not	Durum	Tarih	Not	Durum	Tarih
ABD	AA+	Durağan	10.06.2013	AAA	Negatif	15.10.2013	Aaa	Negatif	5.08.2013
Almanya	AAA	Durağan	27.03.2013	AAA	Durağan	21.11.2011	Aaa	Negatif	5.08.2013
Angola	BB-	Durağan	20.02.2012	BB-	Durağan	21.11.2011	Ba3	Durağan	5.08.2011
Arjantin	CCC+	Negatif	11.09.2013	CC	Negatif	27.11.2012	B3	Durağan	5.08.2011
Arnavutluk	B+	Durağan	20.02.2012				B1	Durağan	5.08.2011
Aruba	A-	Durağan	20.02.2012	BBB	Durağan	21.11.2011			
Avrupa Birliği	AA+	Durağan	20.12.2013						
Avustralya	AAA	Durağan	20.02.2012	AAA	Durağan	21.11.2011	Aaa	Durağan	5.08.2011
Avusturya	AA+	Negatif	20.02.2012	AAA	Durağan	21.11.2011	Aaa	Durağan	13.02.2012
Azerbaycan	BBB-	Pozitif	20.02.2012	BBB-	Pozitif	21.11.2011	Baa3	Pozitif	19.04.2012
Bahamalar	BBB	Durağan	20.02.2012				A3	Durağan	5.08.2011
Bahreyn	BBB	Negatif	20.02.2012	BBB	Durağan	21.11.2011	Baa1	Negatif	5.08.2011
Bangladeş	BB-	Durağan	20.02.2012				Ba3	Durağan	5.08.2011
Barbados	BB+	Negatif	20.02.2012				Baa3	Negatif	5.08.2011
Belçika	AA	Negatif	20.02.2012	AA	Durağan	24.01.2013	Aa3	Negatif	16.12.2011
Belize	B-	Negatif	20.02.2012				B3	Durağan	5.08.2011
Benin	B	Durağan	20.02.2012	B	Durağan	21.11.2011			
Bermuda	AA-	Durağan	20.02.2012	AA+	Durağan	21.11.2011			
Beyaz Rusya	B-	Pozitif	17.04.2013				B3	Negatif	5.08.2011
Birleşik Arap Emirlikleri	AA	Durağan	20.02.2012	AA	Durağan	21.11.2011	Aa2	Durağan	5.08.2011
Birleşik Krallık	AAA	Negatif	13.04.2012	AA+	Durağan	19.04.2013	Aa1	Durağan	22.02.2013
Bolivya	BB-	Pozitif	20.02.2012	B+	Durağan	21.11.2011	Ba3	Pozitif	5.08.2011
Bosna-Hersek	B	Negatif	20.02.2012				B3	Negatif	3.04.2012
Botsvana	A-	Durağan	20.02.2012				A2	Negatif	5.08.2011
Brezilya	BBB	Negatif	20.02.2012	BBB	Durağan	21.11.2011	Baa2	Pozitif	5.08.2011
Bulgaristan	BBB	Durağan	20.02.2012	BBB-	Pozitif	21.11.2011	Baa2	Durağan	5.08.2011
Burkina Faso	B	Durağan	20.02.2012						
Cayman Adaları							Aa3	Durağan	5.08.2011
Cook Adaları	B+	Durağan	20.02.2012						
Curaçao	A-	Durağan	20.02.2012						
Çekya	AA-	Durağan	20.02.2012	A+	Pozitif	21.11.2011	A1	Durağan	18.07.2012
Çin	AA-	Durağan	20.02.2012	A+	Durağan	21.11.2011	Aa3	Durağan	5.08.2011
Danimarka	AAA	Durağan	20.02.2012	AAA	Durağan	21.11.2011	Aaa	Durağan	5.08.2011
Dominik Cumhuriyeti	B+	Durağan	20.02.2012	B	Pozitif	21.11.2011	B1	Durağan	5.08.2011

Ekvador	B	Pozitif	20.02.2012	B-	Durağan	21.11.2011	Caa1	Durağan	20.02.2012
El Salvador	BB-	Durağan	20.02.2012	BB-	Durağan	16.07.2013	Ba2	Durağan	5.08.2011
Endonezya	BB+	Pozitif	29.11.2011	BBB-	Durağan	21.11.2011	Baa3	Durağan	18.01.2012
Ermenistan				BB-	Durağan	21.11.2011	Ba2	Negatif	5.08.2011
Estonya	AA-	Durağan	20.02.2012	A+	Durağan	21.11.2011	A1	Durağan	5.08.2011
Fas	BBB-	Durağan	29.11.2011	BBB-	Durağan	21.11.2011	Ba1	Durağan	5.08.2011
Fiji	B	Durağan	20.02.2012				B1	Negatif	5.08.2011
Filipinler	BBB-	Durağan	2.05.2013	BBB-	Durağan	27.03.2013	Baa3	Pozitif	3.10.2013
Finlandiya	AAA	Durağan	20.02.2012	AAA	Durağan	21.11.2011	Aaa	Durağan	5.08.2011
Fransa	AA	Durağan	20.02.2012	AA+	Durağan	12.07.2013	Aa1	Negatif	19.11.2012
Gabon	BB-	Durağan	20.02.2012	BB-	Durağan	21.11.2011			
Gana	B	Durağan	29.11.2011	B+	Durağan	21.11.2011			
Grenada	SD	Negatif	13.03.2013						
Guatemala	BB	Negatif	29.11.2011	BB+	Durağan	21.11.2011	Ba1	Durağan	5.08.2011
Guernsey	AA+	Durağan	29.11.2011						
Güney Afrika	BBB	Durağan	29.11.2011	BBB	Durağan	10.01.2013	Baa1	Durağan	5.08.2011
Güney Kore	A+	Durağan	14.09.2012	AA-	Durağan	7.09.2012	Aa3	Durağan	27.08.2012
Gürcistan	BB-	Durağan	20.02.2012	B+	Pozitif	21.11.2011	Ba3	Durağan	5.08.2011
Hırvatistan	BB+	Durağan	14.12.2012	BBB	Durağan	5.09.2012	Baa3	Durağan	5.08.2011
Hindistan	BBB-	Negatif	25.04.2012	BBB-	Durağan	12.06.2013	Baa3	Durağan	5.08.2011
Hollanda	AA+	Durağan	29.11.2013	AAA	Durağan	21.11.2011	Aaa	Negatif	23.07.2012
Honduras	B+	Pozitif	8.06.2012				B2	Negatif	26.02.2013
Hong Kong	AAA	Durağan	29.11.2011	AA+	Durağan	21.11.2011	Aa1	Pozitif	5.08.2011
İrlanda	BBB+	Pozitif	13.02.2013	BBB+	Durağan	15.11.2012	Baa3	Pozitif	17.01.2014
İspanya	BBB-	Durağan	29.11.2013	BBB	Negatif	7.06.2012	Baa2	Pozitif	21.02.2014
İsrail	A+	Durağan	29.11.2011	A	Pozitif	29.11.2013	A1	Durağan	5.08.2011
İsveç	AAA	Durağan	24.10.2012	AAA	Durağan	21.11.2011	Aaa	Durağan	5.08.2011
İsviçre	AAA	Durağan	29.11.2011	AAA	Durağan	21.11.2011	Aaa	Durağan	5.08.2011
İtalya	BBB	Negatif	9.07.2013	BBB+	Negatif	8.03.2013	Baa2	Durağan	15.02.2013
İzlanda	BBB-	Durağan	29.11.2011	BBB-	Durağan	17.02.2012	Baa3	Negatif	5.08.2011
Jamaika	CCC+	Negatif	27.03.2013	B-	Durağan	21.11.2011	B3	Durağan	5.08.2011
Japonya	AA-	Negatif	29.11.2011	A+	Negatif	22.05.2012	Aa3	Durağan	23.08.2011
Kamboçya	B	Durağan	20.02.2012				B2	Durağan	5.08.2011
Kamerun	B	Durağan	20.02.2012	B	Durağan	21.11.2011			
Kanada	AAA	Durağan	20.02.2012	AAA	Durağan	21.11.2011	Aaa	Durağan	5.08.2011
Karadağ	BB-	Negatif	29.11.2011				Ba3	Durağan	5.08.2011
Katar	AA	Durağan	29.11.2011				Aa2	Durağan	5.08.2011
Kazakistan	BBB+	Durağan	29.11.2011	BBB	Pozitif	21.11.2011	Baa2	Durağan	5.08.2011
Kenya	B+	Durağan	29.11.2011	B+	Durağan	21.11.2011			
Kıbrıs Cumhuriyeti	B-	Durağan	29.11.2013	BB-	Negatif	22.11.2012	Caa3	Negatif	8.10.2012
Kolombiya	BBB	Durağan	24.04.2013	BBB-	Pozitif	21.11.2011	Baa3	Pozitif	8.07.2013
Kosta Rika	BB	Durağan	20.02.2012	BB+	Durağan	21.11.2011	Baa3	Durağan	5.08.2011

Kuveyt	AA	Durağan	29.11.2011	AA	Durağan	21.11.2011	Aa2	Durağan	5.08.2011
Küba							Caa1	Durağan	5.08.2011
Lesotho				BB-	Negatif	21.11.2011			
Letonya	BBB+	Pozitif	13.12.2013	BBB+	Durağan	9.07.2013	Baa2	Pozitif	15.03.2013
Lihtenştayn	AAA	Durağan	29.11.2011						
Litvanya	BBB	Pozitif	29.10.2013	BBB+	Durağan	25.04.2013	Baa1	Durağan	5.08.2011
Lübnan	B	Durağan	29.11.2011	B	Durağan	21.11.2011	B1	Durağan	5.08.2011
Lüksemburg	AAA	Durağan	12.08.2013	AAA	Durağan	21.11.2011	Aaa	Negatif	23.07.2012
Macaristan	BB	Durağan	23.11.2012	BB+	Negatif	6.01.2012	Ba1	Negatif	24.11.2011
Makao							Aa3	Durağan	5.08.2011
Kuzey Makedonya	BB	Durağan	29.11.2011	BB+	Durağan	21.11.2011			
Malezya	A-	Durağan	29.11.2011	A-	Negatif	21.11.2011	A3	Durağan	5.08.2011
Malta	BBB+	Durağan	16.01.2013	A+	Durağan	21.11.2011	A1	Durağan	5.08.2011
Mauritius							Baa2	Durağan	5.08.2011
Meksika	BBB+	Durağan	19.12.2013	BBB+	Durağan	8.04.2013	A3	Durağan	5.02.2014
Man Adası	AA+	Durağan	29.11.2011				Aaa	Durağan	5.08.2011
Mısır	CCC+	Durağan	9.05.2013	B-	Negatif	30.01.2013	Caa1	Negatif	21.03.2013
Moğolistan	BB-	Durağan	29.11.2011	B+	Durağan	21.11.2011	B1	Durağan	5.08.2011
Moldova							B3	Durağan	5.08.2011
Montserrat	BBB-	Durağan	29.11.2011						
Mozambik	B+	Durağan	29.11.2011	B	Durağan	21.11.2011			
Namibya				BBB-	Pozitif	21.11.2011			
Nikaragua							B3	Durağan	5.08.2011
Nijerya	BB-	Durağan	29.11.2011	BB-	Durağan	21.11.2011			
Norveç	AAA	Durağan	29.11.2011	AAA	Durağan	21.11.2011	Aaa	Durağan	5.08.2011
Pakistan	B-	Durağan	29.11.2011				Caa1	Negatif	13.07.2012
Panama	BBB	Durağan	2.07.2012	BBB	Durağan	21.11.2011	Baa2	Durağan	31.10.2012
Papua Yeni Gine	B+	Durağan	29.11.2011				B1	Durağan	5.08.2011
Paraguay	BB-	Durağan	29.11.2011				B1	Durağan	5.08.2011
Peru	BBB+	Durağan	19.08.2013	BBB+	Durağan	23.10.2013	Baa2	Pozitif	16.08.2012
Polonya	A-	Durağan	7.03.2013	A-	Pozitif	21.02.2013	A2	Durağan	5.08.2011
Portekiz	BB	Negatif	5.07.2013	BB+	Negatif	21.11.2011	Ba3	Negatif	13.02.2012
Romanya	BB+	Durağan	29.11.2011	BBB-	Durağan	21.11.2011	Baa3	Durağan	5.08.2011
Ruanda	B	Durağan	29.09.2012	B	Durağan	21.11.2011			
Rusya	BBB	Durağan	29.11.2011	BBB	Durağan	16.08.2012	Baa1	Durağan	5.08.2011
Saint Vincent ve Grenadinler							B1	Durağan	5.08.2011
San Marino				BBB+	Negatif	23.07.2012			
Seyşeller				B	Durağan	21.11.2011			
Senegal	B+	Negatif	29.11.2011				B1	Durağan	5.08.2011
Sırbistan	BB-	Negatif	7.08.2012	B+	Durağan	17.01.2014	B1	Negatif	14.07.2013

Singapur	AAA	Durağan	29.11.2011	AAA	Durağan	21.11.2011	Aaa	Durağan	5.08.2011
Slovakya	A	Durağan	13.01.2012	A+	Durağan	21.11.2011	A1	Durağan	13.02.2012
Slovenya	A-	Durağan	13.02.2013	BBB+	Negatif	17.05.2013	Ba1	Negatif	30.04.2013
Sri Lanka	B+	Pozitif	5.12.2011	BB-	Durağan	21.11.2011	B1	Pozitif	5.08.2011
Surinam	BB-	Durağan	29.11.2011	BB-	Durağan	10.07.2012	B1	Durağan	5.08.2011
Suudi Arabistan	AA-	Durağan	29.11.2011	AA-	Durağan	21.11.2011	Aa3	Durağan	5.08.2011
Şili	AA-	Pozitif	26.12.2012	A+	Durağan	21.11.2011	Aa3	Durağan	5.08.2011
Tayland	BBB+	Durağan	29.11.2011	A-	Durağan	8.03.2013	Baa1	Durağan	5.08.2011
Tayvan	AA-	Durağan	29.11.2011	A+	Durağan	21.11.2011	Aa3	Durağan	5.08.2011
Trinidad ve Tobago	A	Durağan	29.11.2011				Baa1	Durağan	5.08.2011
Tunus	BB-	Negatif	20.02.2013	BB-	Negatif	30.10.2013	Baa3	Negatif	5.08.2011
Türkiye	BB+	Negatif	27.03.2013	BB+	Durağan	27.01.2017	Ba1	Negatif	25.09.2016
Uganda	B+	Durağan	29.11.2011	B	Durağan	21.11.2011			
Ukrayna	CCC+	Negatif	26.12.2013	CCC	Negatif	21.11.2011	Caa1	Negatif	20.09.2013
Umman	A	Negatif	29.11.2011				A1	Durağan	5.08.2011
Uruguay	BBB-	Durağan	3.04.2012	BBB-	Durağan	21.11.2011	Baa3	Pozitif	31.07.2012
Ürdün	BB	Negatif	29.11.2011				Ba2	Negatif	5.08.2011
Venezuela	B	Negatif	17.06.2013	B+	Negatif	21.11.2011	B2	Durağan	5.08.2011
Vietnam	BB-	Negatif	29.11.2011	B+	Durağan	21.11.2011	B1	Negatif	5.08.2011
Yeni Zelanda	AA	Durağan	29.11.2011	AA	Durağan	21.11.2011	Aaa	Durağan	5.08.2011
Yeşil Burun Adaları	B+	Durağan	20.02.2012	B+	Durağan	21.11.2011			
Yunanistan	B-	Durağan	18.12.2012	B-	Durağan	17.05.2012	Caa3	Durağan	29.11.2013
Zambiya	B+	Durağan	29.11.2011	B+	Durağan	21.11.2011			

Kaynak: (https://www.moodys.com/researchandratings?lang=en&cy=global ,
http://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings#secondPage ,
https://www.fitchratings.com/site/fitchsolutions-home/creditratingsandresearch ,
https://www.jcr.co.jp/en/pdf/dm25/JCR's_Rating_Methodology20141107.pdf, 2019)

ÖZGEÇMİŞ

1983 İstanbul’da doğdu. İstanbul’da ilk, orta ve lise öğrenimini tamamladı. 2004 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi Ünye İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi’nden mezun oldu. 2006 yılında Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü’nde İktisat Ana Bilim dalı İktisat Bölümünde Yüksek Lisans öğrenimine başladı. İkinci üniversite olarak Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Fakültesi Halkla İlişkiler bölümünden 2010 tarihinde mezun oldu. 15 yıl telekomünikasyon sektöründe ürün ve operasyon yöneticisi olarak çalıştı.

