KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE ÜLKE KREDİ NOTLARININ MAKROEKONOMİK BELİRLEYİCİLERİ: PANEL VERİ ANALİZİ

Ümit YILDIZ

(Yüksek Lisans Tezi)

Eskişehir, 2014

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE ÜLKE KREDİ NOTLARININ MAKROEKONOMİK BELİRLEYİCİLERİ: PANEL VERİ ANALİZİ

Ümit YILDIZ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Bülent GÜNSOY

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Eylül, 2014

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Ümit YILDIZ'ın, "Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Ülke Kredi Notlarının Makroekonomik Belirleyicileri: Panel Veri Analizi" başlıklı tezi **15 Eylül 2014** tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, **İktisat** Anabilim Dalında, **yüksek lisans tezi** olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

			İmza
Üye (Tez Danışmanı)	:	**Prof.Dr.Bülent GÜNSOY**	.....
Üye	:	**Doç.Dr.Yılmaz KILIÇASLAN**	.....
Üye	:	**Doç.Dr.Harun SÖNMEZ**	.....

Doç.Dr.Fatih TEMİZEL
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdür Vekili

Yüksek Lisans Tez Özü

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE ÜLKE KREDİ NOTLARININ MAKROEKONOMİK BELİRLEYİCİLERİ: PANEL VERİ ANALİZİ

Ümit YILDIZ

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eylül 2014

Danışman: Prof. Dr. Bülent GÜNSOY

Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen ülke kredi notları ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki incelenmektedir. Bu kapsamda, çalışmada üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan biri olan S&P'un derecelendirdiği 105 ülke, panel veri ekonometrik teknikleri yardımıyla analiz edilmektedir. Ülkelerin alt ve orta gelirli ülkeler ile yüksek gelirli ülkeler başlıkları altında incelendiği çalışmada, ekonometrik yöntem olarak Sıralı Probit ve Sıralı Logit tahmin yöntemleri tercih edilmiştir. Yapılan analiz sonuçlarında alt ve orta gelirli ülkelerde *Kişi Başına Düşen Gelir Düzeyi, Büyüme Oranı, Enflasyon Oranı, Kamu Borcu, Bütçe Dengesi* ve *Cari İşlemler Dengesinin,* yüksek gelirli ülkelerde ise *Kişi Başına Düşen Gelir Düzeyi, Enflasyon Oranı, İşsizlik Oranı* ve *Kamu Borcunun* ülke kredi notlarının belirlenmesinde önemli makroekonomik değişkenler olduğu sonucuna varılmıştır. Diğer taraftan alt ve orta gelirli ülkeler için *İşsizlik Oranı*, yüksek gelirli ülkeler için ise *Büyüme Oranı, Bütçe Dengesi* ve *Cari İşlemler Dengesi* ile kredi notları arasında sistematik bir ilişkiye rastlanılmamıştır. 105 ülkenin tümü için yapılan analizde ise her iki tahmin yönteminin ortak sonucu olarak *Kişi Başına Düşen Gelirin, Enflasyon Oranının, Bütçe Dengesinin* ve *Kamu Borcunun* ülke kredi notlarının temel belirleyicileri olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kredi Derecelendirmesi, Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Ülke Kredi Notu, Standard and Poor's, Sıralı Probit ve Logit Model

Abstract

CREDIT RATING AGENCIES AND MACROECONOMICS DETERMINANTS OF SOVEREIGN CREDIT RATINGS: PANEL DATA ANALYSIS

Ümit YILDIZ

Department of Economics

Anadolu University Graduate School of Social Science, September 2014

Adviser: Prof. Dr. Bülent GÜNSOY

In this study, it is investigated whether there is a relation between sovereign credit rating determined by Credit Rating Agencies and macroeconomic variables or not. Within this framework, 105 countries graded by S&P, one of three well known Credit Rating Agencies, were analyzed by using Econometric Analysis Of Panel Data. Ordered Probit and Ordered Logit were used as an econometric estimation technique and the countries were categorized as low income and middle income countries and high income countries in the study. According to the estimation results, it was reached a conclusion that they, *Per Capita Income, Growth Rate, Inflation Rate, Government Debt, Budget Balance, Current Account Balance,* are significant macroeconomic variables in terms of determining sovereign credit rating for low income and middle income countries while they, *Per Capita Income, Inflation Rate, Unemployment Rate, Government Debt*, are significant macroeconomic variables in terms of determining sovereign credit rating for high income countries. On the other hand, it was reached a systematic relation between credit rating and neither *Unemployment Rate* for low income and middle income countries nor *Growth Rate, Budget Balance, Current Account Balance* for high income countries. In the analysis of 105 countries for all the common results of both estimation methods indicate that *Per Capita Income, Inflation Rate, Budget Balance* and *Government Debt* are key determinants of Sovereign Credit Rating.

Key Words: Credit Rating, Credit Rating Agencies, Sovereign Credit Rating, Standard and Poor's, Ordered Probit and Logit Models

Etik İlke ve Kurallara Uygunluk Beyannamesi

Bu tez çalışmasının bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumunda bilimsel etik ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilmeyen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada, yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla tarandığını ve hiçbir şekilde intihal içermediğini beyan ederim.

Her hangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

Ümit YILDIZ



Özgeçmiş

Ümit YILDIZ

İktisat Anabilim Dalı
Yüksek Lisans

Eğitim

Ls. 2010 Anadolu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi (İİBF), İktisat Bölümü

Lise 2005 Rize Fener Yabancı Dil Ağırlıklı Lisesi, Türkçe-Matematik Bölümü

Kişisel Bilgiler

Doğum yeri/yılı: İspir / 18.03.1987 Cinsiyet: Erkek Yabancı Dil: İngilizce

İçindekiler

Sayfa

Jüri ve Enstitü Onayı ii
Öz iii
Abstract iv
Etik İlke ve Kurallara Uygunluk Beyannamesi v
Özgeçmiş vi
Tablolar Listesi ix
Şekiller Listesi x
Kısaltmalar Listesi xi
Giriş 1

Birinci Bölüm

Kredi Derecelendirme Kavramı ve Kapsamı

1. **Kredi Derecelendirmesi** 3
2. **Kredi Derecelendirmesinin Kapsamı** 5
3. **Derecelendirmenin Önemi** 8
   - **3.1. Yatırımcılar Açısından Önemi** 9
   - **3.2. Ülkeler Açısından Önemi** 10

İkinci Bölüm

Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları

1. **Kredi Derecelendirme Kuruluşları** 12
   - **1.1. Kuruluşların Amaçları ve İşlevleri** 14
   - **1.2. Finansal Piyasalarda KDK'lerin Önemi** 14
   - **1.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihçesi** 15
2. **Derecelendirme Yöntemi** 16
   - **2.1. Risk Faktörü** 16
     - **2.1.1. Firma ve kuruluş riski** 17
     - **2.1.2. Ülke riski** 17
       - **2.1.2.1. Ekonomik risk** 18
       - **2.1.2.2. Politik risk** 20

3. Ülke Kredi Notu (Sovereign Credit Rating) 21
3.1. Ülke Kredi Notunun Önemi 22
3.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Sistemi 23
4. Başlıca Kredi Derecelendirme Kuruluşları 24
4.1. Standard and Poor's 24
4.1.1. S&P ülke kredi derecelendirme kriterleri 27
4.2. Fitch Ratings 31
4.2.1. Fitch ülke kredi derecelendirme kriterleri 33
4.3. Moody's Investor Service 35
4.3.1. Moody's ülke kredi derecelendirme kriterleri 38
5. Türkiye'nin Ülke Kredi Notu Gelişimi 40
6. Türkiye'de Derecelendirme Şirketleri ve Derecelendirme Faaliyetlerine Yönelik Yapılan Yasal Düzenlemeler 45
7. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Faaliyetlerine Yönelik Yapılan Uluslararası Yasal Düzenlemeler 48
8. Ülke Riskini Belirleyen Alternatif Yaklaşımlar 48
8.1. CDS (Credit Default Swap) Primleri 48

Üçüncü Bölüm

Ülke Kredi Notlarının Makroekonomik Belirleyicileri: Panel Veri Analizi

1. Literatür 51
2. Yöntem 54
2.1. Verilerin Toplanması 54
2.2. Verilerin Analizi 55
3. Bulgular 58
3.1. Alt ve Orta Gelirli Ülkeler Grubu 58
3.2. Yüksek Gelirli Ülkeler Grubu 63
3.3. Tüm Ülkeler 69
4. Sonuç 75

Ekler 79
Kaynakça 92

Tablolar Listesi

Sayfa

Tablo 1. Derecelendirme Türleri 6

Tablo 2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Sistemi 23

Tablo 3. S&P Uzun Vadeli Kredi Notlarına İlişkin Açıklamalar 26

Tablo 4. S&P Ülke Kredi Derecelendirmesinin Çerçevesi 29

Tablo 5. S&P Gösterge Niteliğindeki Derecelendirme Seviyelerinin Belirlenmesi 30

Tablo 6. Fitch Uzun Vadeli Kredi Notlarına İlişkin Açıklamalar 31

Tablo 7. Fitch Ülke Kredi Notunun Belirleyici Değişkenleri 34

Tablo 8. Moody's Uzun Vadeli Kredi Notlarına İlişkin Açıklamalar 36

Tablo 9. Moody's Ülke Kredi Derecelendirme Kriterleri 38

Tablo 10.Uzun Vadeli Yabancı Para Cinsinden Türkiye'nin Kredi Notu Gelişimi 41

Tablo 11. Ülke Kredi Notları İçin Doğrusal Dönüşüm Tablosu 42

Tablo 12. Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar 47

Tablo 13. Modele Ait Açıklayıcı Değişkenler 54

Tablo 14. Ülke Kredi Notları İçin Frekans Dağılım Tablosu-1 58

Tablo 15. Sıralı Probit/Logit Tahmin Sonuçları-1 59

Tablo 16. Marjinal Değişimlerin Olasılıklar Üzerindeki Etkileri-1 61

Tablo 17. Ülke Kredi Notları İçin Frekans Dağılım Tablosu-2 63

Tablo 18. Sıralı Probit/Logit Tahmin Sonuçları-2 64

Tablo 19. Marjinal Değişimlerin Olasılıklar Üzerindeki Etkileri-2 66

Tablo 20. Ülke Kredi Notları İçin Frekans Dağılım Tablosu-3 69

Tablo 21. Sıralı Probit/Logit Tahmin Sonuçları-3 71

Tablo 22. Marjinal Değişimlerin Olasılıklar Üzerindeki Etkileri-3 72

Tablo 23. Karşılaştırmalı Tahmin Sonuçları 77

Sekiller Listesi

Sayfa

Şekil 1. Türkiye'nin Ülke Kredi Notu Gelişimi (S&P) 43

Şekil 2. Türkiye'nin Ülke Kredi Notu Gelişimi (Fitch) 43

Şekil 3. Türkiye'nin Ülke Kredi Notu Gelişimi (Moody's) 44

Şekil 4. Türkiye İçin 5 Yıllık CDS Baz Puanları..... 49

Şekil 5. CDS Primleri ve Ülke Kredi Notları..... 50

Kısaltmalar Listesi

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

CDS: Credit Default Swap

ESME: European Securities Markets Expert Group

GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla

GSYH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

ILO: International Labour Organization

IOSCO: International Organization of Securities Commissions

KBGSMH: Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hasıla

KBGSYH: Kişi Başına Düşen Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

KDK: Kredi Derecelendirme Kuruluşu

NRSRO: National Recognized Statistical Rating Organization

SEC: Securities and Exchange Commission

S&P: Standard & Poor's

TDK: Türk Dil Kurum

Giriş

Dünyamız asırlardır hızlı bir değişim ve gelişim içerisindedir. Hayatın her alanında yaşanan ve yaşanmaya devam eden bu değişim özellikle son asırda oldukça hız kazanmış ve birçok alanda yeni olgular ve yeni ihtiyaçlar doğurmuştur. Bu dönemde sanayi devrimi yerini teknoloji devrimine bırakmış, teknolojik ilerlemeler ise etkisini hemen hemen her alanda göstermiştir. Teknolojik ilerlemelerle paralel şekilde gelişim gösteren küreselleşme, deregülasyon ve liberalizasyon gibi olgular etkilerini tüm dünya ekonomilerinde göstermiş ve neredeyse tüm ekonomi politikalarının bu çerçevede şekillenmesine neden olmuştur.

Ekonomik karar alma süreçlerini önemli derecede etkileyen bu gelişmeler, kendisini finansal piyasalarda da hissettirmiş ve finansal piyasaları küresel bir pazar haline getirmiştir. Ülkeler arasındaki sınırların kalkması ile birlikte, doğrudan sermaye yatırımlarının yanı sıra finansal sektör yatırımlarında da önemli gelişmeler yaşanmış, yatırımcıların tüm pazarda rahatça hareket edebilmelerine olanak sağlanmıştır.

Son dönemlerde yaşanan bu gelişmeler ise piyasa katılımcılarının sağlıklı karar verebilmeleri, bir diğer ifadeyle; fon arz edenler ve talep edenlerin yatırım kararı alırken karşı karşıya kalacakları riskleri belirleyebilmeleri için gerekli bilgi donanımına sahip olmaları gerekliliğini doğurmuştur. Bu durum ise derecelendirme işlemine olan ihtiyacı gün yüzüne çıkarmıştır.

Derecelendirme kısaca, bir kuruluşun, yükümlülüklerini zamanında ve eksiksiz yerine getirebilmesine yönelik riski yansıtan görüş olarak tanımlanmaktadır. Derecelendirme işlemi sonucunda, kuruluşun belirlenen kredi değerliliği, evrensel ve anlaşılması kolay bir takım harf ve sayılardan oluşan sembollerle ilan edilir. Dünya genelinde derecelendirme işlemini yapan çok sayıda kredi derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen, sektörün oldukça önemli bir kısmını elinde bulunduran Standard and Poor's, Moody's ve Fitch, piyasaya ve piyasa katılımcılarının kararlarına yönelik en yüksek etki gücüne sahip ve dünya çapında yatırımcılar tarafından kabul görmüş ilk üç kuruluş olarak karşımıza çıkmaktadır. Derecelendirme piyasasını domine eden söz konusu üç küresel oyuncudan, Fitch %15'lik bir paya sahipken, S&P ve Moody's piyasanın yaklaşık %80'ini elinde bulundurmaktadır (Alsakka ve Gwilym, 2010: 2615).

Bahsi geçen kredi derecelendirme kuruluşları her ne kadar birçok farklı finansal enstrüman için kredi derecelendirmesinde bulunsa da, özellikle ülkeler için yapılan kredi derecelendirmeleri yatırımcılar tarafından yakından takip edilmektedir. Derecelendirme işleminin alt başlıklarından birini oluşturan ülke derecelendirmesi yerli para veya yabancı para cinsinden kısa veya uzun vadeli yapılmaktadır. Bu kapsamda kredi derecelendirme kuruluşları tarafından birtakım ekonomik ve politik faktör ışığında gerekli risk değerlendirmesi yapıldıktan sonra, uzun vadeli yabancı para cinsinden açıklanan alfa numerik sonuçlara kısaca *Ülke Kredi Notu (Sovereign Credit Rating)* adı verilmektedir. Bu çalışmada da genel itibariyle uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ve bu kuruluşlar tarafından belirlenen ülke kredi notları üzerinde durulmaktadır.

Çalışma 3 temel bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kredi derecelendirme kavram ve kapsamı üzerinde durulmakta, kredi derecelendirmesinin tanımı, kapsamı, içeriği ve türleri hakkında genel bilgiler verilmektedir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarını içeren ikinci bölümde ise, söz konusu kuruluşların tarihçeleri, finansal piyasalardaki önemi ve işlevleri hakkında bilgiler verilerek, ülke kredi notlarını belirlerken inceledikleri değişkenler ve izledikleri yöntem ile ilgili açıklamalara yer verilmektedir. Bu bölümde aynı zamanda Türkiye'nin üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından belirlenen ülke kredi notlarının gelişimine değinilerek, ülke kredi notunu belirleyen alternatif yaklaşımlardan da söz edilmektedir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise ülke kredi notunun belirleyicilerine yönelik ekonometrik analiz yapılmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları ülke riskini, bir diğer ifadeyle ülke kredi notunu belirlerken çok sayıda ekonomik ve politik faktörden faydalanmaktadır. Ancak çalışmanın bu kısmında kalitatif özellik taşıyan politik faktörler bir kenara bırakılarak, kantitatif özellikteki makroekonomik değişkenlerin ülke kredi notları üzerindeki etkileri analiz edilmektedir. Bu analiz yapılırken üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan biri olan S&P'un derecelendirdiği 105 ülkeye ait 2003-2012 yıllarını kapsayan 10 yıllık veriler panel veri ekonometrik teknikleriyle analiz edilmektedir.

Birinci Bölüm

Kredi Derecelendirme Kavramı ve Kapsamı

1. Kredi Derecelendirmesi

Doktrinde, kredi derecelendirme, kredibilite veya rating gibi farklı isimlerle de karşımıza çıkan derecelendirme kavramı, bir çok farklı şekilde tanımlanmaktadır. Bu tanımlamalardan bazılarını şu şekilde sıralayabiliriz;

Kredi derecelendirme kavramı, açılacak kredilerin zamanında ve tam olarak geri ödenmesi konusunda objektif ve uluslararası sermaye piyasalarındaki ölçütlere uygunluk sağlanması amacıyla, borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapılması halinde, yatırımcının yükleneceği riskin belirlenmesidir (Karagöz, 1990).

Derecelendirme, bir firma veya bireyin geçmiş ve bugünkü nitel ve nicel verilerine dayanarak yapılan ve firma veya bireyin finansal yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğini tahmin etmek için kullanılan bir sınıflandırmadır (Yazıcı, 2009: 2).

Derecelendirme, borçlunun kredibilitesini, borcunu zamanında ve düzenli geri ödeme kapasitesini ölçemeye yarayan, profesyoneller tarafından oluşturulmuş standartlar ve objektif görüştür (Yazıcı, 2009: 2-3).

Derecelendirme, bir ekonomik birimin kredi geçmişi ve kullandığı kredileri geri ödeme kapasitesinin belirlenmesine yönelik yapılan ölçme işlemidir (Yaslıdağ, 2007: 130).

Diğer bir tanımıyla derecelendirme, firmanın taşıdığı riskin ya da karşı tarafın karşılaşacağı riskin sayısallaştırılmasıdır (Kayalı ve Çümen, 2011: 116).

Kredi derecelendirme, bir yükümlünün, menkul kıymetler, finansal enstrümanlar veya borç yükümlülüklerine ilişkin kredibilitesinin değerlendirilmesidir (Schroeter, 2013: 379).

Bir diğer ifade şekliyle kredibilite, fon arz edenlerin, ihraç ettikleri borç niteliğindeki menkul kıymetlerin anapara ve faizini zamanında ve eksiksiz geri ödeme yeterliliğini belirlemek amacıyla, bağımsız kuruluşlar tarafından yapılan bir değerleme sonucunun ifadesidir (Çalışkan, 2002: 55).

Derecelendirme (Rating) farklı bir tanımıyla, bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceği yönünde verilen bağımsız bir görüştür. Bu görüşün kolay anlaşılabilir olması için sonuçlar evrensel uygulamaya sahip sembollere dönüştürülmüştür (Berker, 2003: 2).

Derecelendirme aynı zamanda, ihraççının borçlarını ödeyebilme gücünün, şirketin tahvile ilişkin yükümlülüklerini vaktinde yerine getirememe riski, iflası veya finansal krize girmesi halinde tahvil sahibine sağlanan haklar gibi unsurlara bağlı olarak değerlendirilmesidir (Çelik, 2004: 4).

Türk Dil Kurumu'na (TDK) göre derecelendirme, şirketlerin taşınır değerlerinin ticari riskine, ülkelerin de siyasi risklerine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenip sıralanmasıdır.[1] Avrupa Birliği Komisyonu'na (2008: 19) göre ise kredi derecelendirmesi, bir işletmenin kredibilitesine ilişkin görüşü temsil etmektedir.

Bir diğer ifadeyle kredi dereceleri, borçlunun borç menkul kıymet ihracından doğan ana para ve faizinin, sözleşmede yer alan hükümlere uygun şekilde, zamanında ödeyebilme olasılığının, diğer bir anlatımla, ödenmeme riskinin göstergesi olarak belirlenir (Özdinç, 1999: 79).

Kredi derecelendirme sistemi ayrıca, borçlu tarafın yükümlülüklerini yerine getirme konusundaki yetkinliğini ölçen değerlendirmelerin bir bütünü olarak da tanımlanmaktadır (Çevik, 2011: 3).

Standart and Poor's'a göre rating, S&P'nin bir menkul kıymet veya herhangi bir mali yükümlülükle ilgili kredibilitesi hakkındaki görüşüdür. Moody's için ise, belli bir getiriye sahip menkul kıymetin ana para ve faizini zamanında ödeyebilme kapasitesidir (Çelik, 2004: 5). Fitch'e göre kredi derecelendirme ise, bir işletmenin finansal taahhütlerini karşılayabilme yeteneği konusundaki görüşü temsil etmektedir.[2]

[1] http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts, (Erişim Tarihi, 12.01.214)
[2] Fitch Ratings Definitions, https://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_defintions/index.cfm (Erişim Tarihi:13.01.2014)

2. Kredi Derecelendirmesinin Kapsamı

Kredi notları, kredi alan veya borçlanma aracı ihraç eden tarafın borcun anapara ve faiz ödemelerini zamanında yapıp yapmayacağının belirlenmesine yönelik yapılan değerlendirmedir (Karluk, 2009: 429). Bu haliyle üzerindeki anapara ve faizin geri dönmeme riskinin belirlenmesi işlemi olarak tanımladığımız rating, birçok farklı alt kategoride sınıflandırılabilir. Ancak derecelendirme işlemi literatürde genellikle vadelerine ve türlerine göre ayrılmaktadır. Bu noktada rating vadelerine göre uzun veya kısa, türlerine göre ise yerel para ve yabancı para rating olarak sınıflandırılabilir (Babuşcu, 2005: 105).

Uzun vadede rating, kurumun performansı ile kuruluşun ait olduğu sektörün temel ekonomik ve finansal özelliklerine dayanarak verilen görüştür ve uzun vadede yükümlülüklerin yerine getirilebilme olasılığını belirler. Kısa vadeli rating ise 1 yıla kadar olan yükümlülüklerin karşılanabilmesi için likidite ve sermaye kaynaklarına erişim imkanının değerlendirilmesidir. Türlerine göre ratingler ise uluslararası döviz cinsinden veya uluslararası yerel para cinsinden ratingler olarak 2'ye ayrılır ve söz konusu paralar cinsinden yükümlülükleri ilgili para cinsini yaratarak ödeyebilme kapasitesini değerlendirir (Berker, 2003). Şirvan (2004: 5) ise ratingi gruplarına göre 4 başlık altında incelemektedir: Ülke ratingi, kurumsal rating, ihraç ratingi ve proje ratingi.

Temel olarak derecelendirmenin türleri bahsi geçen başlıklar altında incelense de, kredi derecelendirmenin kapsamı bu alt başlıklarla sınırlı değildir. Tablo 1'de tüm derecelendirme türleri, derecelendirme işleminin yapıldığı kriterlere göre farklı kategorilerde sıralanmıştır. Bu şekilde tüm rating işlemlerini, vadesine göre, para cinsine göre, derecelendirilen kuruma göre ve derecelendirmeyi yapan kuruma göre sınıflandırmak mümkündür.

Tablo 1. Derecelendirme Türleri

Derecelendirme Türleri	
Vadesine Göre	• *Uzun Vadeli*
	• *Kısa Vadeli*
Para Cinsine Göre	• *Uluslararası Döviz Cinsinden*
	• *Uluslararası Yerel Para Cinsinden*
	• *Ulusal Yerel Para Cinsinden*
Derecelendirilen Kuruma Göre	• *Ülke Derecelendirme* (Sovereign Rating)
	• *Kurumsal Derecelendirme* (Sigorta Şirketleri, Bankalar, Finans Kurumları, Sınai Ve Ticari Şirketler, Belediyeler)
	• *İhraç Derecelendirmesi* (Tahvil, Yapılandırılmış Finansman)
	• *Proje Derecelendirmesi*
Derecelendirmeyi Yapan Kuruma Göre	• *İçsel Derecelendirme*
	• *Dışsal Derecelendirme*

Kaynak: Akçayır ve Yıldız, 2014: 5

Vadesine göre derecelendirme işleminin uzun veya kısa vadeli olduğundan bahsetmiştik. Derecelendirme işlemini para cinsine göre incelediğimiz zaman ise karşımıza 3 farklı durum çıkmaktadır. Uluslararası döviz cinsinden, uluslararası yerel para cinsinden ve ulusal yerel para cinsinden derecelendirme.

Rating türlerini derecelendirilen kuruma göre inceleyecek olursak yine 3 farklı derecelendirme işlemiyle karşılaşmaktayız. Ülke derecelendirme, kurumsal derecelendirme ve ihraç derecelendirmesi. Ülke derecelendirmesi, kısaca bir ülkenin yükümlülüklerini zamanında ve tam olarak geri ödeyebilme istek ve kapasitesinin ölçülmesi işlemi şeklinde tanımlanabilir. Kurumsal derecelendirme ise sigorta şirketleri, bankalar, finans kurumları, sınai ve ticari şirketler ve belediyeler gibi birçok kurumun borç ödeme gücünü diğer bir ifadeyle kredibilitesini ölçme ve değerlendirme işlemidir. İhraç derecelendirmesinde ise kredi derecelendirme kuruluşları, tahvil ve yapılandırılmış

finansman bonosu gibi menkul kıymetlerin kredibilitesini ölçerek, söz konusu menkul kıymetleri belirli bir sistematikte derecelendirmektedir.

Bir diğer derecelendirme kriteri ise derecelendirmeyi yapan kuruma göre ratingtir. Burada kredi derecelendirmesini iki alt başlık halinde inceleyebiliriz: İçsel derecelendirme ve dışsal derecelendirme. İçsel derecelendirme, bankaların borç talebinde bulunanlara kendi içsel değerlendirme kriterlerine göre verdikleri notlardır (Yazıcı, 2009: 3). İçsel derecelendirmede, bankalar varlıklarının risk ağırlıklarını, risk ağırlığı fonksiyonuna dayanan belirli ölçümler ile kendileri içsel olarak hesaplar (Ankara Ticaret Odası, 2007: 26). Dışsal derecelendirme ise derecelendirme kuruluşları tarafından, görece daha büyük ölçekli firmaların sermaye piyasalarından borçlanabilmesini sağlamak amacıyla yapılan gösterge niteliğindeki kredi notu şeklinde tanımlanmaktadır (Yazıcı, 2009: 3).

Derecelendirmenin türlerini bu şekilde sıraladıktan sonra derecelendirme işleminin kapsamını genişletebiliriz. Örneğin kredi derecelendirmesi yalnızca, derecelendirme işlemine tabi olan kurum, kuruluş, devlet veya menkul kıymetin kredibilitesinin ölçülmesiyle sınırlı değildir. Kredi derecelendirme notu, kurumların veya bu kurumların ihraç ettiği sermaye piyasası yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilme kapasitesini göstermesinin yanı sıra bir işletmeye ya da bireye kredi tahsisi yapılırken taşınılan riskin matematiksel ifade edilmesi sürecini de kapsamaktadır (Yaslıdağ, 2007: 129). Benzer şekilde derecelendirme faaliyetleri, uygulanan belirli bir model çerçevesinde geçmiş dönem verileri kullanılarak derecelendirmeye konu olan değer ile risk faktörleri ölçme çalışmalarını da içermektedir (Yaslıdağ, 2007: 129).

Bahsedilmesi gereken bir diğer önemli nokta kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ölçülen kurum ve kuruluş risklerinin, bulundukları ülkelere ait ülke risklerinden bağımsız olarak değerlendirilmediğidir. Bu anlamda kuruluşların kredi dereceleri, ülke kredi dereceleriyle sınırlandırılmıştır. Bu durumda özellikle yabancı para cinsinden yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi, hükümetlerin döviz transferlerine getireceği bir sınırlamayla imkânsız hale gelebilir. Bu yüzden ülke notu yabancı para ratingi için sınır oluşturmaktadır. Dolayısıyla Türkiye gibi yatırım yapılabilir seviyenin altında kredi notuna sahip ülkelerde (S&P'a göre) bulunan kuruluşların dar bir alanda sıkışmaları, kuruluşlar arasındaki göreli değerlendirme yapmayı güçleştirmektedir (Berker, 2003: 3).

3. Derecelendirmenin Önemi

Özellikle geçtiğimiz son asırda yaşanan küreselleşme ve deregülasyon, teknolojik ilerlemelerle birlikte kendini her alanda yoğun şekilde göstermiştir ve hızla göstermeye devam etmektedir. Yaşanan bu gelişmeler ekonomik sistemin her alanında olduğu gibi finansal piyasalarda da karşılığını bulmuş, ülkeler arası kısıtlamalar ve engellemeler hızlı bir şekilde etkisini yitirmeye başlamıştır. Bu durum ise bazı özel durumların haricinde tıpkı insanların, mal ve hizmetlerin serbest dolaşımı gibi finansal sermayenin de serbest dolaşımıyla neticelenmiştir. Sonuç olarak finansal piyasa oyuncuları kendilerini serbestçe hareket edebildikleri daha geniş bir oyun alanında bulmuşlardır. Ancak tam bu noktada piyasa katılımcıları için çok önemli bir ihtiyaç doğmuştur: Doğru bilgi. Borç alanlar ve borç verenler yatırım kararı alırken hangi menkul kıymete yöneleceklerini ancak tam etkin ve doğru bilgiye sahip oldukları zaman verebilirler. Fakat bu durumda yatırım kararı alırken üstlendikleri risk hakkında bilgi sahibi olmak isteyen piyasa oyuncuları için, doğru bilgiye ulaşmak oldukça maliyetli ve piyasa disiplinini olumsuz yönde etkileyecek bir hal alacaktır. Bu noktada rating, piyasa disiplini sağlamaya yarayan en önemli araçtır. Bu özelliğiyle derecelendirme, çok büyük kitlelere hitap ettiği için bilgiye ulaşımı sınırlı olan bireysel yatırımcılara büyük bir hizmet vermektedir (Berker, 2003: 2).

Derecelendirme işleminin en belirgin özelliklerinden biri değerlendirme sonucunda derecelendirmeye konu olan varlığın kredi kalitesinin duyurulmasında kullanılan evrensel göstergelerdir. Derecelendirme, para ve sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kurumlara, yatırımcılara, tüm aracı ve düzenleyicilere değerlendirmelerinde yardımcı olan güçlü ve kullanışlı sembollerden oluşmaktadır (Nye ve Eke, 2004: 38'den aktaran Yazıcı, 2009: 3). Bu şekilde firmaları, finansal kurumları, bankaları ve ülkeleri derecelendiren kredi derecelendirme kuruluşları, bu işlem sonucunda elde edilen verileri anlaşılması kolay sembollere dönüştürerek yatırımcıya derecelendirilen varlık hakkında bilgi vermektedir (Yaslıdağ, 2007: 130).

Derecelendirme işlemi için vurgulamamız gereken en önemli noktalardan biri de, yapılan değerlendirmenin uygun şartlarda ve doğru yöntemlerle yapılması ve duyurulan kredi notlarının güvenirlik ve doğruluğunun yüksek seviyelerde olması gerektiğidir. Bu anlamda finansal kurumların Basel II ve Basel III kriterleri çerçevesinde, uymakla mükellef oldukları bankacılık düzenlemeleri gereği, yüksek risk barındıran varlıklara

daha yüksek karşılık ayrılması ve kredi notlarına olan yüksek bağımlılıklar, finansal piyasaların kredi notlarının doğruluğuna daha büyük önem vermesini sağlamıştır (Gür ve Öztürk, 2011: 71).

Derecelendirme işleminin bir diğer önemli işlevi ise verilen notların piyasa katılımcıları ve derecelendirilen menkul kıymetlerin kredi değerliliği üzerindeki etkisidir. Her ne kadar derecelendirme kuruluşları tarafından, yapılan derecelendirmelerin tavsiye niteliği taşımadığı belirtilse de, derece seviyesinin menkul kıymetin pazarlanabilirliği üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır (Özdinç, 1999: 9).

3.1. Yatırımcılar Açısından Önemi

Derecelendirme faaliyetinin yatırımcı açısından temel fonksiyonu; derecelendirilmiş ve derecelendirilmemiş menkul kıymetlerin karşılaştırılmasını sağlayarak yatırımcıya ödeme olasılığının bir sıralamasının sunulmasıdır (Acar Boyacıoğlu, 2005:68). Ayrıca derecelendirme, yatırımcı ve fon sahiplerine, kolay anlaşılabilir semboller aracılığıyla, menkul kıymetin kalitesi ve riski hakkında, kredi verenler açısından da verilen kredilerin geri ödenmesi ile ilgili bilgi sağlamaktadır (Yaslıdağ, 2007: 129).

Bölgesel ve finansal altyapı eksiklikleri, finans piyasalarında giderek daha sık karşımıza çıkan kriz ortamlarının oluşmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla verilen kredilerin geri dönmemesi veya geri dönmemesi konusundaki yüksek riskler, finansal piyasaların sağlıklı işleyişini aksatarak, piyasaları kriz ortamına kadar götüren ciddi sorunlara neden olmaktadır. Bu noktada piyasaların düzgün işleyebilmesi için her piyasa katılımcısının üstlendiği riskin bilincinde olması gerekmektedir (Berker, 2003). Bu özelliği ile kredi derecelendirme, piyasa katılımcıları için yatırım yapılabilir finansal varlıklara ait riskleri değerlendirme ve karar alma kolaylığı sağlamaktadır.

Kredi derecelendirmesi her ne kadar sübjektif bir görüş niteliğinde olsa da verilen notlar, yatırımcıların kararlarını etkileyebilmektedir. Aynı zamanda yerli yatırımcıların iş yapması, yurtdışından kredi sağlamaları, tahvil alım satımları ve yurtdışı finansmanı gerektiren büyük alt yapı projelerinin finansmanı gibi yatırımlara dair finansal kaynaklar bu kuruşlar tarafından verilen notlardan etkilenmektedir (Karagöl, 2013: 8). Büyük çaplı yatırımların finansal piyasalardaki en büyük finansman kaynağı devlet tahvilleridir. Küresel olarak ihraç edilen tahvil stoklarının %40'dan fazlasını oluşturan devlet

tahvilleri, günümüzde yatırımcıların elinde önemli bir yatırım seçeneği olarak durmaktadır. Bu nedenle, yatırımcıların yatırım kararlarında yardımcı olabilecek, dünyaca kabul gören ve tutarlı kredi derecelendirme kıstaslarının varlığı oldukça önemlidir (Dimitrijevic, 2012: 2).

Diğer taraftan hangi kategoride yer alan menkul kıymetin satın alınacağı, yatırımcının riske karşı tutumuna bağlı olmasının yanı sıra, genelde yatırımcıların üst kategorilerdeki düşük riskli menkul kıymetlere yöneldikleri görülmektedir. Yine de bu risk kategorisi yüksek menkul kıymetlerin pazarlanamayacağı anlamına gelmemektedir. Söz konusu riskin telafi edilmesi durumunda, riskli menkul kıymetlerin pazarlanabilme olanakları da artmaktadır (Özdinç, 1999: 9-10).

Finansal piyasalarda kredi derecelendirme borç verenler için önemli olduğu kadar borç alanlar için de ciddi riskleri ortadan kaldıracak özelliğe sahiptir. Elbette piyasalar yalnızca yatırımcılardan oluşmamaktadır. Bu durumda borçlular yani herhangi bir borç enstrümanını ihraç eden tarafın da yine üstlendiği riskin farkında olması gerekmektedir. Bu yönüyle rating borçlular açısından da gerekli finansal değerlendirmeyi içerir (Berker, 2003).

3.2. Ülkeler Açısından Önemi

Finansal piyasalardaki serbestleşme ile birlikte, uluslararası fonlar da uluslararası finansal piyasalarda serbest şekilde dolaşmaya başlamıştır. Ancak bu fonun hangi finansal varlığa, hangi şirkete ya da hangi ülkeye yöneleceği önemli bir tartışma konusudur. Günümüzde uluslararası fonun hangi ülkelere yöneleceğini belirleyen çok sayıda ekonomik ve siyasi faktörlerden biri de, kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke riskini ölçmeye yönelik verdiği notlardır (Erdoğan ve Ener, 2000: 30). Yatırımcılar birçok kriterin yanı sıra, derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notlarıyla da ilgilenerek karar almaktadırlar. Bu durumda ise yüksek kredi notuna sahip ülkelere ait tahvil veya bonolara olan talep, düşük nota sahip ülkelere nispeten daha yüksek seviyelerde olacaktır. Yatırımcılar düşük riski tercih edecek ve bu ülke tahvillerine yönelecektir. Bu özelliği ile kredi derecelendirmesi sonucunda verilen notlar yatırımcılar, borçlular ve alacaklılar ile devletler tarafından kullanılmakta ve finansal piyasalarda önemli rol oynamaktadır (AB Komisyonu, 2008: 2).

Derecelendirmenin ülkeler açısından önemine değinirken bahsedilmesi gereken önemli bir nokta da gelişmekte olan ülkelerin durumudur. Gelişme yolundaki ülkeler kalkınmalarını finanse ederken, öz kaynaklarındaki yetersizliklerden dolayı uluslararası fonlara ihtiyaç duymaktadır. Bu şekilde finansman olanakları araştıran ülkeler, kamu kuruluşları, özel sektör kuruluşları ve finansal kuruluşlar ile yatırımcıların bir araya geldikleri uluslararası piyasalarda, borç talep eden kuruluşların kredibilitesinin doğru tespiti büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle kredi notları, düzenleme ve risk yönetimi sürecinde oldukça sık kullanılan bir gösterge haline gelmiştir (Gür ve Öztürk, 2011: 71).

Kredi notlarının ülke riskine yönelik açıklayıcı bilgi içermesi kuşkusuz ülke ekonomilerini önemli derecede etkilemektedir. Babuşcu ve Hazar (2008: 357) derecelendirme işlevinin ülke ekonomisine ve piyasalara etkisini şu şekilde özetlemektedir (Yazıcı, 2009: 4).

- Ekonomiye güvenilir ve istikrar içinde gelişen mali piyasalar kazandırır,
- Piyasaların uluslararası piyasalarla bütünleşmesini sağlar,
- Ekonomide genel risk düzeyini sınırlandırırken, mali işlemlerin ekinliğini artırır.

İkinci Bölüm

Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Kredi derecelendirmesi en kısa ve net tanımıyla; yükümlünün borç anapara ve faizini zamanında ve eksiksiz ödeyebilme kapasitesinin ölçülmesi anlamına gelmektedir. Bu derecelendirme işlemi ise, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirli bir yöntem ve sistematik çerçevesinde yapılmaktadır. Dünyada yerel ve uluslararası bazda çok sayıda derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen, bu bölümde piyasanın neredeyse tamamını elinde bulunduran Standard and Poor's, Fitch ve Moody's üzerinde durulacaktır.

Birinci bölümde derecelendirme işleminin türleri incelenirken, derecelendirmenin vadesine, para cinsine, derecelendirmeyi yapan kuruma ve derecelendirmeye konu olan varlığa göre alt kategorilerde sınıflandırıldığından söz edilmektedir. Çalışmanın bu bölümünde ise, bahsi geçen derecelendirme türleri arasından ülke derecelendirmesi üzerinde durulacak ve söz konusu üç uluslararası KDK tarafından belirlenen *uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notları* incelenecektir.

1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

En genel haliyle kredi derecelendirme kuruluşları, verdikleri notlar çeşitli nedenlerle hükümetler, yatırımcılar, menkul kıymet ihraç edenler ve borç yükümlüleri tarafından kullanılan, bağımsız kredibilite görüşü sağlayıcıları olarak tanımlanırlar (ESME, 2008: 3). Bu kuruluşlar, sermaye piyasalarında piyasa oyuncularının yatırım kararı alabilmeleri için gerek duydukları bilgilere ulaşmada aracılık yapacak bilgi sağlayıcılarına duyulan ihtiyaç sonucu ortaya çıkmışlardır. Derecelendirme kuruluşları, serbest piyasalarda yatırımcıların ve diğer piyasa oyuncularının bilgi açığını kapatan aracılardır ve piyasaların etkin işleyebilmeleri için önemli bir sorumluluk üstlenmişlerdir. Rating (Derecelendirme), piyasa oyuncularına yol gösteren bir araçtır ve yatırımlarını uygun gördükleri risk grubunda değerlendirilebilmelerini sağlar.[3]

Söz konusu kuruluşlar şirketler, devletler ve çok sayıda finansal enstrümana yönelik kayıp riskleri veya temerrüt olasılığı hakkında bağımsız görüş yansıtmaktadır (AB Komisyonu, 2008: 2). Ayrıca bu kurumlar hazine bonosu ya da tahvil almak isteyen

[3] http://www.fitchratings.com.tr/derecelendirme.asp (Erişim Tarihi: 16.01.2014)

yatırımcılar için, yatırdıkları paraların geri ödenip ödenmemesi konusundaki riskleri ölçerek bildirirler (Karluk, 2009: 429). Bu nedenle finansal piyasalarda borçlanma ihtiyacı duyan, ya da menkul kıymetlere yatırım yapmak isteyen çok sayıda piyasa aktörü, kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerini yakından takip etmektedir. Derecelendirme şirketleri, borç menkul kıymetlerle ilgili olarak yaptıkları değerlendirmede belirli kategoriler kullanmakta ve kategorileri harf, sayı ya da hem harf hem sayıdan oluşan ve kolay anlaşılabilir sembollerle göstermektedir (Özdinç, 1999: 8). Bu semboller ise derecelendirmeye konu olan varlığa ait risklerin kolay anlaşılabilmesi için uluslararası bir standart oluşturmaktadır.

Dünyada ulusal, bölgesel veya küresel düzeyde pek çok derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bunlardan hali hazırda dünya üzerinde kredi derecelendirme faaliyetinde bulunan en büyük üç firma Standard and Poor's, Moody's ve Fitch'dir (Yazıcı, 2009: 6).

Derecelendirme sektörünün hızla gelişmesi ve sektörde çok sayıda kuruluşun faaliyet göstermeye başlaması, piyasanın sağlıklı işleyişini bozan gelişmelere neden olmuştur. 1975 yılında Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerine ve piyasa giriş çıkışlarına bir standart getirmek amacıyla NRSRO'yu (National Recognized Statistical Rating Organization) kurarak kuruluşları tek çatı altında toplamıştır. Başlangıçta 3 üyesi bulunan kurumun günümüzde 10 üyesi bulunmaktadır (Yazıcı, 2009: 6).

NRSRO'ya üye kuruluşları şu şekilde sıralayabiliriz.[4]

- Standart and Poor's Ratings Services
- Moody's Investor Service
- Fitch Ratings
- Japan Credit Rating Agency
- Morningstar Credit Ratings
- A.M. Best Company
- Kroll Bond Rating Agency
- DBRS
- HR Ratings de Mexico
- Egan-Jones Ratings Company

[4] http://www.sec.gov/about/offices/ocr.shtml (Erişim Tarihi, 16.01.2014)

1.1. Kuruluşların Amaçları ve İşlevleri

Finansal piyasalar, hızla gelişen ve değişen dünyaya çok çabuk ayak uydurmakta ve tüm küresel değişimlerle paralel hareket etmektedir. Ve her alanda olduğu gibi sermaye piyasaları da artık ülke sınırlarının olmadığı bir yapıya bürünmüştür. Ancak bu sistemin sağlıklı işleyebilmesi için gerekli bilgiye ulaşmak tahmin edilenden zor olmuş ve bu açığı kapatacak bir sisteme ihtiyaç duyulmuştur. Bu noktada uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları finansal piyasaların gelişmesiyle, piyasa aktörleri arasındaki bilgi boşluğunu doldurmak amacıyla ortaya çıkmışlardır (Birdişli, 2012: 445). Bu doğrultuda kredi derecelendirme kuruluşlarının temel amacı, finansal piyasalarda borç alan ve borç veren taraflar arasındaki asimetrik bilgi sorununu ortadan kaldırmak şeklinde nitelenebilir (Kanlı ve Barlas, 2011: 1). Piyasadaki bilgi sorununu ortadan kaldırmak veya en azından minimuma indirme amacı ile kurulan bu kuruluşlar aynı zamanda finansal piyasalarda düzenleme ve denetleme görevini de üstlenmişlerdir. Kredi derecelendirme kuruluşları, finansal piyasalar içinde, düzenleme, denetim ve yatırım aktivitelerinin gerçekleşmesi hususunda önemli bir role sahip olmanın yanı sıra, kuruluşların verdiği notlar finansal piyasaların düzenlenmesi ve denetlenmesinde de bir ölçüt olarak kullanılmakta, Basel II kriterleri gibi uluslararası veya yerel düzenlemelerde risk ağırlıklarının tespitinde temel görevi görmektedir (Yazıcı, 2009).

1.2. Finansal Piyasalarda KDK'lerin Önemi

Özellikle son dönemde yaşanan, KDK'lere yönelik güven sarsıcı tüm gelişmelere rağmen, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen ülke kredi notları yatırımcılar için oldukça önemli birer gösterge olma işlevini devam ettirmektedir. Bu anlamda ülke kredi notları, bireysel veya kurumsal tüm yatırımcıların, ülkelere yönelik risk algılarının oluşmasında etkilidir. Yatırımcıların risk algılarında ise, ulusal ekonomilerde para ve maliye politikaları için önemli etkileri bulunmaktadır (Acar, 2011: 10-11). Uluslararası piyasalarda yatırım yapan ya da borç veren her kurum veya kuruluşun ülkelerin ekonomik ve siyasi yapısını araştırması hem zaman alan hem de yüksek maliyet gerektiren bir durumdur. Bu noktada kredi derecelendirme kuruluşları, alanında uzman ekonomistlerle, ülkeler ve kuruluşlar için herhangi bir yatırımcının tek başına ulaşabileceği bilgiye çok daha kısa sürede ulaşabilmektedir (Erdoğan ve Ener, 2000: 33).

1.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihçesi

Tarihte ilk derecelendirme işlemleri, 1837-41 döneminde ABD ekonomisindeki büyük gerilemenin ve şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirememesinin ardından, Lewis Tapan tarafından yapılmaya başlanmıştır (Berker, 2003: 4). New Yorklu bir manifaturacı olan Tappan, 1841 yılında ilk derecelendirme şirketini kurmuştur. Daha sonrasında John Moody şirket bilgilerini derlediği 'Moody's Manual of Industrial and Corporation Securities' başlıklı yatırım tercihlerini yönlendiren el kitabını yayınlamıştır. 1909 yılında Moody ilk kez firma borcu için derecelendirme yaparak, en yüksek kalitedeki borca 'A', orta kaliteye 'B', düşük kalitedeki borçlara ise 'C' derecesini vermiştir. Sonrasında ise 1913'te, şirketlerin performanslarını yayınlayan bir şirket olarak kurulan Fitch, 1924 yılında, günümüzde de halen kullanılmakta olan üç harfli rating skalasını kullanmaya başlamıştır. Derecelendirmeler ilk kez, 1931 yılında Wall Street'in çöküşü sonrasında düzenleyici amaçlarla kullanılmıştır (Berker, 2003: 4).

Diğer taraftan, derecelendirme işlemine 1916 yılında başlayan Poor's Publishing Company ile 1922 yılında başlayan Standard Statistic Company, 1941 yılında birleşerek daha geniş kapsamlı bir şirket halini almış ve günümüzde de en önemli üç derecelendirme kuruluşundan biri olan Standard and Poor's'u kurmuşlardır (Çelik, 2004: 7).

İlerleyen süreçte ise Moody's, 1962 yılında Dun & Bradstreet tarafından satın alınmış, 2000 yılında ise Dun & Bradstreet şirketine yarı bağlı fakat ayrı bir şirket haline gelmiştir. Moody's ayrıca derecelendirme konusunda faaliyet gösteren en eski firma olmasının yanı sıra, derecelendirme faaliyetlerine en fazla yoğunlaşan kuruluştur (Çelik, 2004: 7). Söz konusu bu 3 kuruluş sektörde önde gelen ilk üç büyük kuruluş olarak nitelendirilmektedir. Piyasada seksene yakın kredi derecelendirme kuruluşu bulunmasına rağmen, söz konusu üç kuruluşa yönelik oluşan 'Üç Büyükler' algısı haklı kabul edilebilir. Çünkü günümüzde ABD derecelendirme piyasasının %97'si, küresel piyasanın ise %95'i bu üç firmanın hakimiyetindedir (Akçayır ve Yıldız, 2014).

2. Derecelendirme Yöntemi

Derecelendirme yöntemi ve derecelendirme esnasında kullanılan değişkenler derecelendirilen varlığın kurum, kuruluş, ülke veya herhangi bir finansal araç olup olmadığına göre farklılık göstermektedir. Örneğin bir şirket derecelendirmesi yapılırken şirket hakkında çeşitli bilgiler toplanır, kuruluşun geçmişi, stratejisi, faaliyet durumu, finansal yönetim ve muhasebe politikaları, gelecek için planlanan projeler ile kuruluşun potansiyel kazançları araştırılır. Bu işlem sonucunda elde edilen veriler anlaşılması kolay evrensel sembollere dönüştürülür ve bu semboller derecelendirilen şirket hakkında yatırımcıya bilgi verir (Yaslıdağ, 2007: 130). Eğer derecelendirme bir ülke için yapılıyorsa, değerlendirme yapılırken, ülkenin genel ekonomik yapısı analiz edilerek ülkenin dış borçlarını ödeme kapasitesi ve siyasi yapısı da göz önünde bulundurulur (Erdoğan ve Ener, 2000: 33). Genel itibariyle derecelendirme faaliyetleri, belirli bir model çerçevesinde geçmişe dair verileri kullanarak risk faktörünü ölçmeyi amaçlamaktadır (Yaslıdağ, 2007: 129).

2.1. Risk Faktörü

Fransızca kökenli bir kelime olan risk, kısaca zarara uğrama tehlikesi, istenmeyen sonuçlarla karşılaşma olasılığı olarak tanımlanmaktadır (Özbilgin, 2012: 88). Ekonominin tüm birimlerinde olduğu gibi sermaye piyasalarında da bir takım riskler bulunmaktadır. Özellikle uluslararası fonların bu denli serbest dolaştığı günümüz finansal piyasalarında risk faktörü hayati önem taşımakta ve bu risklerin belirlenmesine yönelik profesyonel analizlere ihtiyaç duyulmaktadır. Bu noktada ise karşımıza temel işlevleri kredi risklerini belirmek olan kredi derecelendirme kuruluşları çıkmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları, kredi risklerini belirlerken farklı yöntemler kullanırlar. Kuruluşlardan bazıları analistler yardımıyla kredi notlarını belirlerken, bazıları ise matematiksel modellere başvururlar. Bir kısmı ise her iki yöntemin kombinasyonu olan bir yöntemi tercih eder. Derecelendirme kuruluşlarının kullandığı modeller, kuruluşların derecelendirme kriterleri, değerlendirme süreçleri ve not tanımlarına göre farklılık

göstermektedir. [5] Riskler belirli kriterler çerçevesinde belirlenerek not derecelendirmeleri yapılmaktadır. Bu kriterler sonucunda ulaşılan riskleri, firma ve kuruluş riski ile ülke riski olmak üzere 2 alt başlık halinde incelemek mümkündür.

2.1.1. Firma ve kuruluş riski

Firma ve kuruluşlara yönelik derecelendirmeler için şu kriterler göz önünde bulundurulur (Yaslıdağ, 2007: 155).

- Sermaye piyasasındaki kuruluşların organizasyon yapıları
- Mali yükümlülükleri karşılayabilme kapasitesi
- Şirket riskleri
- Üretime konu olan mal ve hizmetler
- Hammadde teminleri
- Pazar payı
- Maliyetler
- Şirketin sektördeki yeri
- Rekabet
- Üretim kapasitesi
- Dağıtım sistemi
- Pazarlama
- Finansal yönetim ve pazarlama politikaları
- Şirketin geleceğini etkileyecek yönetsel ve sermaye yapısı değişiklikleriyle yatırımlardaki değişiklikler

Söz konusu bu kriterler çerçevesinde bir firma veya kuruluşun kredibilitesi hesaplanarak not değerlemesi yapılmaktadır.

2.1.2. Ülke riski

Ülke riski, uluslararası kredi işlemlerinde borçlanan kişi veya kurumun, faaliyet gösterdiği ülkenin ekonomik, sosyal ve siyasi yapısı gereği yükümlülüklerini kısmen veya tamamen zamanında yerine getirip getirememesi ihtimali olarak tanımlanmaktadır (Babuşcu, 2005: 25). Tanımdan da anlayacağımız gibi ülke riski, kurum veya kuruluş

[5] http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/ (Erişim Tarihi: 20.01.2014)

riskinden çok daha fazlasını ifade etmektedir. Herhangi bir kurum veya kuruluşa ait kedi riski yalnızca o firmayı, o firmaya karşı alacaklı veya borçlu durumda olan piyasa katılımcılarını ilgilendirirken, ülke riskleri ilgili ülkeye yatırım yapan ya da yapmak isteyen tüm piyasa oyuncuları tarafından takip edilmektedir.

Ülke riski ölçülürken uluslararası derecelendirme kuruluşlarının ülkelere verdiği kredi notları kullanılabileceği gibi 'puanlama yöntemi' adı verilen bir yöntem de kullanılmaktadır. Bu yöntem sayısal olarak ifade edilebilen değişkenler ve bunların toplam risk içindeki ağırlığı göz önünde bulundurularak, ülkeler için bir risk puanı hesaplanması temeline dayanır (Babuşcu, 2005: 25). Babuşcu'ya (2005: 125-126) göre ülke riski ölçülürken aşağıdaki risk unsurları dikkate alınmalıdır:

- Ülkenin merkezi yönetim ve diğer kuruluşlarının, kredi yükümlülüğünü yerine getirme istek ve kabiliyetleri,
- Ülkenin, kredi borçlularının yükümlülüklerini yerine getirmesine imkan tanıması hususundaki istekliliği,
- Ülke ekonomik, sosyal ve siyasi koşullarının iç ve dış kaynaklı değişikliklere karşı duyarlılığı ve tepkisi.

Ülke riskinin ölçümü temel olarak saydığımızı bu risk unsurlarına bağlı olmakla birlikte esasen çok daha karmaşık bir yapıya sahiptir. Bu nedenle ülke riski bünyesinde, birçok alt risk grubunu barındırmaktadır. Dolayısıyla ülke riskine dair ölçüm yapılırken farklı birçok alt risk grubuna ait faktörler değerlendirilmektedir. Yaslıdağ'a (2007: 154) göre ülke risklerini ölçerken genelde ekonomik ve politik risk faktörlerine dikkat edilmektedir.

2.1.2.1. Ekonomik risk

Temel olarak ülke riski, ekonomik risk ve politik risk bileşenlerinden oluşmaktadır. Ülke riski incelenirken, ülkeye ait ekonomik ve politik değişkenler analiz edilerek ülkenin borç yükümlülüklerini zamanında, kısmen veya tamamıyla yerine getirebilme yeteneği belirlenmektedir. Acar Boyacıoğlu'na (2005) göre ekonomik risk, ülkenin iç ve dış bir takım iktisadi faktörlerden dolayı dış yükümlülüklerini tamamen ve zamanında yerine getirememesidir. Bu noktada, kantitatif özellikteki ekonomik riskin belirlenmesinde ilk olarak ülkenin borçlarını ödeyebilme kapasitesini etkileyen iç ve dış faktörlerin tespiti gerekmektedir.

Ülke içi ekonomik faktörler; ekonominin gelişmişlik düzeyi, genel iktisat politikası ve hammadde rezervleri başlıkları altında incelenmektedir.

Bir ülkenin ekonomik gücünü en iyi gösteren değişkenler Gayri Safi Milli Hasıla ve sanayileşmeye ait göstergeleridir. Bir ülkenin kişi başına düşen GSMH değeri ne kadar yüksekse ülke o kadar zengin ve ülke riski o denli düşüktür. Ancak KBGSMH ile birlikte, gelir dağılımı da büyük önem taşımaktadır. Kişi başına düşen gelir yüksek olmasına rağmen gelir dağılımı adaletsiz ise ülke riskinin düşük olduğunu söyleyemeyiz (Stockner, 1984'den aktaran Acar Boyacıoğlu, 2005: 121).

Genel iktisat politikası çerçevesinde ise, enflasyon ve işsizlik incelenmektedir. Enflasyonist bir ortamda üretim maliyetleri yükseleceğinden ihracat azalacak, ithalat artacak ve dış ticaret kötüye gidecektir. Dolayısıyla bu durum ödemeler bilançosunu olumsuz etkileyecek, uluslararası rekabet gücü zayıflayacaktır. Tüm bu durumlar ise ülke riskini arttıracaktır. Enflasyon oranının yüksek olmasının yanında işsizlik oranının yüksek olması da ülke riskini artırıcı faktörlerden biridir (Acar Boyacıoğlu, 2005).

Hammadde rezervleri yönünden incelendiğinde ise şayet ülke hammadde rezervleri yönünden fakir ise ihtiyacını dışardan karşılama yoluna gidecektir ve bu durum ülkeyi dış kaynağa bağımlı hale getirerek ülke riskini arttıracaktır (Acar Boyacıoğlu, 2005: 122). Ülkenin borç ödeyebilme yeteneğini etkileyen dış ekonomik faktörler ise, ülkenin kendi iç dinamiklerinden bağımsız gelişen makroekonomik gelişmelerin ülke üzerindeki etkilerinin analizini içermektedir.

Pek tabi bir ülkenin ekonomik yapısını belirleyebilmek için belirttiğimiz bu değişkenlerden çok daha fazlasını incelemeliyiz. Bu noktada ekonomik riski belirleyebilmek için çok sayıda makroekonomik veriden faydalanmamız gerekebilir. Yaslıdağ'a (2007: 154) göre, ekonomik risk belirlenirken temel olarak şu göstergeler incelenmektedir:

- Ülke ekonomisinin gelir yaratma kapasitesi
- GSMH
- Dış borçlar
- Likidite göstergeleri
- Ekonomik riskler

- Döviz cinsinden nakit akımları
- İhracat
- Borç oranları
- Ödemeler dengesi ve cari işlemler
- Sermaye akışları
- Rezervler, gelişme ve büyüme hızları
- Toplam tasarruflar
- Kamu sektörünün mali açıkları
- Yatırımlar
- Enflasyon verileri

Shapiro'ya (1985: 891) göre ise ülke riski ekonomik açıdan incelenirken üzerinde durulan karakteristik özellikler şunlardır (Erdoğan ve Ener, 2000: 33).

- GSMH'ye oranla göreli olarak bütçe açığı
- Para arzındaki büyük genişlemeler
- Düşük getirili kamu harcamaları
- Fiyat kontrolleri, ticari sınırlamalar ve diğer engeller

Söz konusu bu değişkenler belirli bir yöntem ve sistematik çerçevesinde incelenerek ülkenin makroekonomik anlamda nasıl bir yapıya sahip olduğu belirlenir. Belirlenen bu makroekonomik yapı ise ülkenin ekonomik açıdan riskini ortaya koyacak ve yatırım kararı almak isteyen finansal piyasa oyuncularına önemli fikirler verecektir.

2.1.2.2. Politik risk

Büschgen'e (1998) göre kalitatif özellikte ve sübjektif kriterlere dayalı olan politik riskin belirlenmesi için öncelikle riski etkileyen iç ve dış faktörler tespiti gerekmektedir. Bu faktörlerden, iç politikaya ilişkin riskler belirli bir işletmeyi veya sektörü ilgilendirirken, dış politikaya dair riskler bütün yabancı şirketleri kapsamaktadır (Acar Boyacıoğlu, 2005: 119). Bu anlamda iç politikaya ilişkin risk faktörleri çerçevesinde,

- Politik istikrar
- Radikal grupların örgütlenme derecesi ve gücü
- Gelir ve servetin dağılımı incelenmektedir (Acar Boyacıoğlu, 2005: 119).

Dış politikaya ilişkin risk faktörleri içerisinde ise genel olarak;

- Komşu ülkelerle olan politik ilişkilerin niteliği ve kalitesi
- Lider ülkelerle olan politik ilişkilerin niteliği ve kalitesi
- Uluslararası veya bölgesel ekonomik, politik ve savunma ittifakları değerlendirilmektedir (Acar Boyacıoğlu, 2005: 120).

Yaslıdağ'a (2007: 154-155) göre ise politik risk faktörleri olarak;

- Seçim sistemleri ve zamanları
- Dış politikadaki gelişmeler
- Koalisyonların yapısı
- Muhalefetin durumu
- Komşularından etkilenme düzeyi
- Merkez Bankası'nın bağımsızlık düzeyi gösterilmektedir.

Ekonomik riskte olduğu gibi politik riskin belirlenmesinde de yine birçok belirleyici değişken analiz edilmektedir. Ancak bu faktörler makroekonomik değişkenler gibi kantitatif özellik taşımadığından matematiksel bir modellemeden çok sübjektif görüşleri temsil etmektedir.

Sonuç olarak bir ülkenin kredibilitesine ilişkin iki farklı risk grubundan söz edebiliriz: Ekonomik risk ve politik risk. Derecelendirme kuruluşları, ülkelerin ekonomik ve politik risk unsurlarından hareketle, her bir ülke için risklilik durumunu gösteren bir ülke kredi notu belirlemekte ve bu notları kolay anlaşılabilir sembollerle kamuoyuna duyurmaktadır. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen söz konusu bu ülke kredi notları üzerinde durulacaktır.

3. Ülke Kredi Notu (Sovereign Credit Rating)

Afonso, Gomes ve Rother'a (2007: 5) göre, ülke kredi notu, bir ülkenin mevcut kamu borcuna ait anapara ve faizini zamanında ödeme istek ve kabiliyetinin değerlendirilmesidir. Bu özelliğiyle ülke kredi notu, bir ülkenin kredi değerliliğini gösteren en önemli evrensel göstergelerin başını çekmektedir. Benzer ifadeyle ülke riskini temsil eden kredi notları, kredi derecelendirme kuruluşları adını verdiğimiz ulusal veya uluslararası bazda çalışan kurumlar tarafından belirlenmekte ve ilan edilmektedir.

Söz konusu kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen ülke kredi notları, ülkelerin, yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitelerinin, diğer bir değişle kredi riskliliklerinin bir göstergesi olarak kabul görmektedir (Kanlı ve Barlas, 2011: 1).

Ülke kredi notlarının yerel para veya yabancı para cinsinden belirlenebileceğini söylemiştik. KDK'ler yabancı para cinsinden kredi notu belirlerken ağırlıklı olarak ülkenin ekonomik ve politik göstergelerini incelemektedir. Ayrıca söz konusu kuruluşlar, derecelendirmeye konu olan ülkelerin piyasalardaki dalgalanmalara karşı dayanıklılığını da göz önünde bulundurmaktadır. Dolayısıyla ülkenin güçlü iç dinamiklere sahip olması durumunda yerel para cinsinden kredi notu, yabancı para cinsinden kredi notundan daha yüksek olabilmektedir (Çevik, 2011: 3).

Çalışmamızda üzerinde duracağımız üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu da uzun yıllardır ülke risklerini ölçmekte ve not değerlendirmesi yapmaktadır. Örneğin S&P 1961'den beri, Moody's ise 1974'ten beri ülkelere yönelik kredi derecelendirme notu belirlemektedir (Bissoondoyal-Bheenick, 2005: 254).

3.1. Ülke Kredi Notunun Önemi

Ülke kredi notları temel olarak iki kategoride sınıflandırılmaktadır. Yatırım yapılabilir seviye ve spekülatif seviye. Yatırım yapılabilir kredi notu seviyesi, ülkelerin dış finansmana ulaşımında eşik görevi görmektedir. Bu anlamda küresel finansal piyasalarda, yatırım yapılabilir seviye ile spekülatif seviyede yer alan kredi notları farklı risk grupları olarak görülmektedir. Bunun yanı sıra mevcut bazı yasa ve düzenlemeler, emeklilik ve sigorta fonları gibi bir çok uzun vadeli fonun yalnızca yatırım yapılabilir seviyede kredi notuna sahip ülkelere yatırım yapılabilmesine imkan tanımaktadır. Diğer bir ifadeyle bir ülkenin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesi, söz konusu ülkeye dair risk algısında önemli değişikliklere neden olarak, ülkenin daha geniş bir yatırımcı tabanına sahip olmasını sağlamaktadır (Kanlı ve Barlas, 2011). Aksi durumda ülke kredi notunun spekülatif seviyelerde seyretmesi ülkeye ait risk algısının yüksek olması ve yatırımcı potansiyelinde istenilen düzeye çıkılamaması gibi sonuçlar doğuracak, yatırım yapılması yasalara bağlı olan çok sayıda menkul kıymete yönelik yapılacak yatırımların da önünü kapatacaktır.

3.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Sistemi

Kredi derecelendirme kuruluşları, derecelendirdiği ülke ya da şirkete ilişkin kredi notlarını risksiz olarak kabul edilen 'prime' seviyesinden 'iflas' seviyesine kadar farklı birçok seviyeden oluşan bir ölçekte belirlemektedir (Kanlı ve Barlas, 2011: 3). Bu ölçek aynı zamanda kuruluşların not sistemini göstermektedir. Tablo 2'de S&P, Fitch ve Moody's tarafından verilen notlar, en düşük riske sahip kredi notundan en yüksek risk grubunu oluşturan kredi notuna kadar sıralanmaktadır.

Tablo 2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Sistemi

Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Sistemi			
Standart & Poor's	**Fitch**	**Moody's**	**Açıklama**
AAA	AAA	Aaa	Yatırım Yapılabilir
AA+	AA+	Aa1	
AA	AA	Aa2	
AA-	AA-	Aa3	
A+	A+	A1	
A	A	A2	
A-	A-	A3	
BBB+	BBB+	Baa1	
BBB	BBB	Baa2	
BBB-	BBB-	Baa3	
BB+	BB+	Ba1	Spekülatif
BB	BB	Ba2	
BB-	BB-	Ba3	
B+	B+	B1	
B	B	B2	
B-	B-	B3	
CCC+	CCC+	Caa1	
CCC	CCC	Caa2	
CCC-	CCC-	Caa3	
CC	CC	Ca	
D/SD	DDD/DD/D	C	Temerrüt

Kaynak: S&P, Fitch ve Moody's

Tablodan da anlaşılacağı gibi en düşük riski temsil eden kredi notu S&P ve Fitch için 'AAA', Moody's için ise 'Aaa' seviyesidir. Gerek bir şirket için, gerek bir ülke için bu seviye, borçlunun yükümlülüklerini karşılamada son derece kuvvetli bir yapıya sahip olduğu, yükümlülüklerin zamanında ve tamamıyla yerine getirilmesi hususunda neredeyse hiçbir riskin bulunmadığı anlamına gelmektedir. Tablonun aşağıya doğru her bir sütunu bu hususta riskliliğin arttığını, bir noktadan sonra ise spekülatif düzeye indiğini belirtmektedir. Tablonun en alt sütunu ise artık borcun geri ödenme olasılığının olmadığı iflas düzeyini göstermektedir. Kısacası, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kullanılan skala 3 farklı düzeyde incelenmektedir; Yatırım yapılabilir seviye, spekülatif seviye ve temerrüt seviyesi.

Yatırım yapılabilir seviye, S&P ve Fitch için AAA'dan BBB-'ye kadar olan kredi notlarını temsil ederken, Moody's için yatırım yapılabilir seviye Aaa'dan Baa3'e kadardır. Bu seviye risk algısının en düşük olduğu grubu temsil etmesi bakımından, yatırımcılar, şirketler, ülkeler veya herhangi bir finansal piyasa katılımcısı için istenilen, diğer bir ifadeyle ulaşılmaya çalışılan kredi düzeyidir. Bu düzeyden itibaren ise artık spekülatif seviyeye geçilmekte, piyasa oyuncuları tarafından risk algısı giderek artmaktadır. Diğer taraftan S&P ve Fitch için 'CC' ve Moody's için 'Ca', riskin en üst düzeyde olduğu, hatta yükümlülüklerin yerine getirilmesinin neredeyse olanaksız olduğu, D, DD,DDD ve SD ise artık iflasın gerçekleştiği kredi notu düzeylerini temsil etmektedir.

4. Başlıca Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Dünya genelinde çok sayıda kredi derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen sektörün neredeyse tamamını elinde bulunduran, tüm dünyada genel kabul görmüş, yatırımcı davranışlarını önemli derecede etkileyen 3 büyük derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Standard and Poor's, Moody's ve Fitch**.** Bu kısımda söz konusu bu 3 kredi derecelendirme kuruluşu üzerinde duracağız ve kuruluşların ülkeleri derecelendirirken, bir diğer ifadeyle ülkelere ait kredi notlarını belirlerken inceledikleri değişkenleri ve izledikleri yöntemleri araştıracağız.

4.1. Standard and Poor's

1860 yılında ekonomi analisti Henry Varnum Poor tarafından yazılan ABD Demiryolları ve Karayollarının Tarihi (History of Railroads and Canals in the USA) isimli kitabın

yayınlanmasıyla temelleri atılan S&P, 1916 yılından günümüze kredi derecelendirmeleri yayınlamakta ve dünya çapında yatırımcılar ve piyasa katılımcıları için bağımsız kredi riski analizleri sunmaktadır (S&P Kredi Derecelendirmeleri Tanıma Rehberi, 2011). Kökleri 150 yıl öncesine dayanan S&P'un dünya genelinde 25 ofisi ve bu ofislerinde 1400'ün üzerinde analisti, yöneticisi ve ekonomisti bulunmaktadır.[6]

Daha önceden de belirttiğimiz gibi çalışmamızda uzun dönem yabancı para cinsinden ülke kredi notları üzerinde durulmaktadır. Bu nedenle söz konusu 3 büyük kredi derecelendirme kuruluşunun, ülke kredi notlarını belirlerken faydalandıkları açıklayıcı değişkenleri ve izledikleri yolu inceleyeceğiz. Ancak bu incelemeye geçmeden önce her bir kuruluşa ait uzun vadeli kredi notlarına dair açıklamalarda bulunmak ve söz konusu notlarının ne anlama geldiğini belirtmek faydalı olacaktır.

[6] https://ratings.standardandpoors.com/about/who-we-are (Erişim Tarihi, 01.02.2014)

Tablo 3. S&P Uzun Vadeli Kredi Notlarına İlişkin Açıklamalar

Ratings	Açıklaması	
AAA	Mali yükümlülüklerini karşılamak için son derece kuvvetli kapasite en yüksek derece	**Yatırım Notu**
AA	Mali yükümlülüklerini karşılamak için çok kuvvetli kapasite	
A	Mali yükümlülüklerini karşılamak için kuvvetli kapasite, ancak şartlardaki değişiklikler ve uygunsuz ekonomik koşullara karşı bir şekilde hassasiyet mevcut	
BBB	Mali yükümlülüklerini karşılamak için yeterli kapasite ancak uygunsuz ekonomik koşullara daha fazla maruz	
BBB-	Piyasa katılımcıları tarafından en düşük yatırım yapılabilir not	
BB+	Piyasa katılımcıları tarafından en yüksek spekülatif not	**Spekülatif Not**
BB	Yakın gelecekte daha az hassasiyet göstermekle birlikte, uygunsuz iş koşulları, finansal ve ekonomik koşullara karşı mevcut belli başlı bilinmezlikler ile karşı karşıya	
B	Uygunsuz iş koşulları, finansal ve ekonomik koşullara karşı daha hassastır, ancak finansal yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesi mevcuttur	
CCC	Hali hazırda hassasiyet mevcuttur ve finansal yükümlülüklerini yerine getirmesi için uygun iş koşulları, finansal ve ekonomik koşullara bağlıdır	
CC	Hali hazırda yüksek ölçüde hassasiyet	
C	İflas veya benzeri işlemler başlatılmakla beraber, finansal yükümlülüklerin ifası devam etmektedir	
D	Finansal yükümlülüklerin ifası temerrüde düşmüştür	

Kaynak: S&P Kredi Derecelendirmelerini Tanıma Rehberi, 2011:10

Tablo 3'de S&P tarafından belirlenen uzun vadeli kredi notları gösterilmekte ve bu notların ne anlama geldiği belirtilmektedir. Esasında tabloda belirtilen her bir kredi notu bir risk düzeyini temsil etmektedir. Tablonun en üst sütunundan (AAA) en alt sütununa (D) doğru ilerledikçe, derecelendirmeye konu olan varlığa ilişkin risklerin git gide arttığı anlaşılmaktadır. Diğer bir ifadeyle mali yükümlülüklerin yerine getirilmesi konusundaki riskler bu doğrultuda giderek artmaktadır.

Tablo 3'den çıkaracağımız bir diğer önemli nokta ise uzun vadeli kredi notlarının 'Yatırım yapılabilir' ve 'Spekülatif' olmak üzere iki farklı düzeyde gruplandırıldığıdır. Buradaki eşik ise 'BBB-' olarak görülmektedir. Bu not mali yükümlülüklerin yerine getirilmesi için yeterli kapasiteye sahip olunduğunu gösteren en düşük yatırım yapılabilir not düzeyidir ve birçok şirket veya ülke bu eşiği aşmak için uğraşmaktadır.

Diğer taraftan yatırım yapılabilir seviyenin altına inildikçe, piyasa katılımcıları için riskler artmakta ve spekülatif hareketlere karşı direnç azalmaktadır. CCC, CC ve C düzeyi, yükümlülüklerin yerine getirilmesinde ciddi riskler barındırırken, D seviyesi, finansal yükümlülüklerin ifasının artık temerrüde düştüğünü göstermektedir.

4.1.1. S&P ülke kredi derecelendirme kriterleri

S&P'un ülke kredi derecelendirmesine dair kriterleri, bir ülkede devlet borçlarının zamanında ve tamamıyla ödenmesi ile ilgili isteklilik ve kapasiteyi etkilediği düşünülen faktörlerden oluşmaktadır. S&P'a göre ülke kredi derecelendirmesinin temelini oluşturan 5 faktör şu şekilde sıralanabilir (Dimitrijevic, 2012: 3):

- *Politik skor*
  Kurumsal etkinlik ve politik riskler
- *Ekonomik skor*
  Ekonomik yapı ve büyüme beklentileri
- *Harici skor*
  Harici likidite ve uluslararası yatırım pozisyonu
- *Mali skor*
  Mali performans ve esneklik ile devlet yükü
- *Parasal skor*
  Parasal esneklik

Standard and Poor'a göre kredi notlarının temelini oluşturan bu 5 faktörden her bir faktörün kapsamı ve temsil ettiği göstergeler şu şekilde belirtilmektedir (Dimitrijevic, 2012: 4).

Politik skor: S&P'a göre politik skor, bir devletin kurumlarının ve politikalarının o ülkenin kredi temellerini sürdürülebilir kamusal finansman alanı oluşturmak, dengeli ekonomik büyümeyi desteklemek ve iktisadi veya politik şoklara cevap vermek açısından nasıl etkilendiğine yönelik görüşü yansıtmaktadır.

Ekonomik skor: Söz konusu ülkenin gelir seviyesi, büyüme perspektifi ve ekonomik çeşitliliği ile volatilitesini içermektedir.

Harici skor*:* Bir ülkenin harici skoru üzerinde etkiye sahip 3 temel faktör mevcuttur; Ülkenin para biriminin uluslararası işlemlerdeki statüsü, ülkenin likiditesi ve ülke vatandaşlarının varlıkları ile borçlarının dünyanın geri kalanıyla kıyaslandığındaki durumunu gösteren harici borçluluk.

Mali skor: S&P'a göre mali skor, devletin bütçe açıklarının ve borç yükünün sürdürülebilirliğine yönelik görüşü temsil etmektedir. Söz konusu ölçüt, mali esnekliği, uzun vadeli mali eğilimleri ve hassasiyetleri, borç yapısın, fonlama erişimini ve koşullu finansal yükümlülüklerden doğan riskleri göz önünde bulundurur.

Parasal skor*:* S&P için parasal skoru belirleyen faktörler, para arzını ve yurtiçi likidite şartlarını kontrolü yoluyla parasal karar vericilerin, para politikalarıyla yurtiçi ekonomik sorunlara eğilme yeteneği, enflasyon eğilimlerinde ölçüldüğü şekilde para politikalarının kredibilitesi ve para politikası kararlarının etkisini reel ekonomiye aktaran mekanizmaların etkinliğidir.

Ülke kredi derecelendirmesinin temelini oluşturan bu 5 faktörden her biri, niceliksel ve niteliksel bir takım faktörler kullanılarak 1 ila 6 (1: en kuvvetli, 6:en zayıf) rakamları arasında bir skor alır. Daha sonra, bu 5 faktörden politik ve ekonomik skorun ortalamasıyla, *politik ve ekonomik profil*, harici, mali ve parasal skorun ortalamasıyla ise *esneklik ve performans profili* elde edilir (Dimitrijevic, 2012: 5).

Tablo 4. S&P Ülke Kredi Derecelendirmesinin Çerçevesi

Ülke Kredibilitesini Belirleyen 5 Temel Faktör				
Politik Skor	Ekonomik Skor	Harici Skor	Mali Skor	Parasal Skor
Politik ve Ekonomik Profil		Esneklik ve Performans Profili		
Gösterge Niteliğinde Ülke Kredi Derecelendirme Seviyesi				
Düzenleyici faktörler				
Yabancı Para Cinsinden Ülke Kredi Notu				
Sıfır ila iki basamak yükseltme				
Yerli Para Cinsinden Ülke Kredi Notu				

Kaynak: Dimitrijevic, 2012: 4

Daha sonra bu iki profil, söz konusu ülkeye ait, gösterge niteliğinde kredi derecelendirme seviyesi belirlemek için kullanılır. S&P'a göre genel beklenti, ülkelerin yabancı para cinsinden kredi derecelendirmelerinin söz konusu ülkelerin benzerleriyle kıyaslandığındaki konumuna dayanılarak, genelde gösterge niteliğindeki derecelendirme seviyesinin bir basamak altında veya üstünde olacağıdır (Dimitrijevic, 2012: 5).

Tablo 5. S&P Gösterge Niteliğindeki Derecelendirme Seviyelerinin Belirlenmesi

Politik ve Ekonomik Profil												
Esneklik ve Performans Profili	Kategori	Üstün	Son derece kuvvetli	Çok kuvvetli	Kuvvetli	Kısmen kuvvetli	Orta	Kısmen zayıf	Zayıf	Çok zayıf	Son derece zayıf	Yetersiz
Kategori	Skor	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6
Son derece kuvvetli	1-1,7	aaa	aaa	Aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A
Çok kuvvetli	1,8-2,2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
Kuvvetli	2,3-2,7	aaa	aa+	Aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
Kısmen kuvvetli	2,8-3,2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
Orta	3,3-3,7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
Kısmen zayıf	3,8-4,2	aa-	a+	A	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
Zayıf	4,3-4,7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
Çok zayıf	4,8-5,2	N/A	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
Son derece zayıf	5,3-6	N/A	bb+	Bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	ccc/cc	ccc/cc

Kaynak: Dimitrijevic, 2012:5

Tablo 5'de, ekonomik ve politik profil ile esneklik ve performans profilinin farklı bileşimlerinden oluşan, farklı gösterge niteliğinde kredi derecelendirme seviyeleri verilmektedir. Örneğin bir ülkenin politik ve ekonomik profili kısmen kuvvetli, esneklik ve performans profili çok kuvvetli ise, gösterge niteliğinde kredi derecelendirme seviyesi AA- düzeyinde olacaktır ve yabancı para cinsinden ülke kredi notu büyük olasılıkla AA-'nin bir basamak altında veya üstünde yer alacaktır (Dimitrijevic, 2012: 5).

Diğer taraftan, bir ülkenin yerel para cinsinden kredibilitesi, ülkelerin kendi sınırları içinde bazı özel durumlarla desteklenebilir. Bu da söz konusu ülkenin yerli para cinsinden derecelendirmesinin, yabancı para birimi cinsinden derecelendirmesinin üzerinde olabileceğini göstermektedir. Bu şekilde yerel para birimi cinsinden derecelendirme,

yabancı para birimi cinsinden derecelendirmenin iki basamağa kadar yükseltilmesiyle belirlenir. Ancak ortak para birimine sahip olunması, dolayısıyla parasal politikaların ve döviz kuru politikalarının ortak bir merkez bankası tarafından belirlenmesi durumunda, söz konusu ülkelerin yerel para birimi ve yabancı para birimi cinsinden derecelendirmeleri birbirine eşittir (Dimitrijevic, 2012: 6).

4.2. Fitch Ratings

3 büyük kredi derecelendirme kuruluşundan biri olan Fitch'in ülke kredi derecelendirmesi de, diğer kredi derecelendirme kuruluşları gibi kısa ve uzun vadeli olarak yerel para birimi ve yabancı para birimi cinsinden yapılmaktadır. Tablo 6'da Fitch'in uzun vadeli yabancı para cinsinden kredi notlarına ilişkin açıklamalar verilmektedir. Tablodan da anlaşılacağı gibi Fitch ve S&P aynı not skalasını kullanmaktadır.

Tablo 6. Fitch Uzun Vadeli Kredi Notlarına İlişkin Açıklamalar

Ratings	**Tanım**	**Açıklaması**	
AAA	Son derece kuvvetli	Borçların geri ödenmeme riskinin en düşük olduğu kredi seviyesidir. Yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi son derece kuvvetli, öngörülebilir olumsuzluklardan etkilenme ihtimali ise son derece düşüktür.	
AA	Oldukça kuvvetli	Borçların geri ödenmeme riski oldukça düşük, yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi oldukça yüksektir. Öngörülebilir olumsuzluklardan ciddi anlamda etkilenmez.	**Yatırım Notu**
A	Kuvvetli	Borçların geri ödenmeme riski düşük, yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi yüksektir. Yine de bu kredi düzeyi daha yüksek kredi seviyelerine nispeten, ekonomik koşullardaki değişimlere karşı daha savunmasızdır.	
BBB	İyi	Borçların geri ödenememe riski düşüktür. Yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilme kapasite yeterli kabul edilir ancak ekonomik koşullardaki olumsuz değişimlerden etkilenme olasılığı daha yüksektir.	

BB	Kısmen zayıf	Ekonomik koşullardaki değişimlere karşı daha savunmasızdır ve borçların geri ödenmeme riski mevcuttur. Buna rağmen yükümlülüklerini yerine getirebilecek kapasiteye sahiptir.	
B	Zayıf	Borçların geri ödenebilmesi konusunda yüksek risk barındırmaktadır. Yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi ekonomik şartlara ve uygun piyasa koşullarına bağlıdır.	**Spekülatif**
CCC	Çok zayıf	Borçların geri ödenebilmesi hususunda önemli derecede risk barındırmaktadır. Yükümlülüklerin zamanında yerine getirilebilme kapasitesinin sürdürülebilirliği ekonomik şartlara ve uygun piyasa koşullarına bağlıdır.	**Not**
CC	Oldukça zayıf	Yükümlülükler hala zamanında yerine getiriliyor olsa dahi gelecek için önemli derecede risk içermektedir.	
C	İflasa yakın	Yükümlülüklerin yerine getirilememe ihtimaline oldukça yakın olunduğunu göstermektedir	
D	İflas	Yükümlülüklerin yerine getirilmesinin artık mümkün olmadığını göstermektedir.	**İflas**

Kaynak: https://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_defintions, (Erişim Tarihi:24.01.2014)

Fitch'in uzun vadeli kredi notlarını ve bu notlara ilişkin açıklamalarını içeren tabloyu incelediğimizde, not düzeylerinin benzer şekilde 3 farklı seviyede farklılaştığını görmekteyiz. Yatırım yapılabilir düzey, spekülatif düzey ve iflas düzeyi. AAA, AA, A ve BBB düzeyindeki kredi notları (pozitif ve negatif işarete sahip notlar da dahil) yatırım yapılabilir düzeydeki kredi notlarını oluştururken, BB, B, CCC, CC ve C düzeyi ise spekülatif hareketlerden etkilenmesi muhtemel notlarını göstermektedir. D düzeyi ise yükümlülüklerin yerine getirilmesinin artık mümkün olmadığı kredi notunu temsil etmektedir.

Skalanın en üst satırında yer alan AAA, derecelendirilen finansal enstrüman, kurum, kuruluş veya ülkeye yönelik finansal risklerin neredeyse yok denecek kadar az olduğu anlamına gelmektedir. Söz konusu kredi notuna sahip ülkenin yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi son derece kuvvetli, öngörülebilir olumsuzluklardan etkilenme ihtimali ise son derece düşüktür.

Not skalasında yukarıdan aşağıya doğru inildikçe, risk algısı giderek artmakta ve her bir kredi notu bir alt seviyedeki kredi notuna göre daha az riskli kabul edilmektedir. Buna paralel olarak, bir alt seviyedeki kredi notu bir üst düzeye göre spekülatif hareketlerden daha fazla etkilenmektedir. Örneğin, BB seviyesinde ülke, ekonomik koşullardaki değişimlere karşı daha savunmasızdır ve borçların geri ödenmeme riski mevcuttur. Buna rağmen yükümlülüklerini yerine getirebilecek kapasiteye sahiptir. Ancak CCC düzeyinde ülke, borçların geri ödenebilmesi hususunda önemli derecede risk barındırmaktadır. Bu seviyede yükümlülüklerini zamanında yerine getirilebilme kapasitesinin sürdürülebilirliği ekonomik şartlara ve uygun piyasa koşullarına bağlıdır. Diğer taraftan C düzeyi iflasa çok yakın olunduğu, D düzeyi ise ülkenin artık yükümlülüklerini yerine getirebilmesinin olanaksız olduğu kredi notu seviyesini göstermektedir.

Fitch Ratings'in uzun dönem yabancı para cinsinden kredi notlarına dair açıklamalarından sonra, bu aşamada kuruluşun bir ülkeyi değerlendirirken hangi kriterlere göre hareket ettiğini inceleyebiliriz.

4.2.1. Fitch ülke kredi derecelendirme kriterleri

Fitch, bir ülkeye ait risk algısını belirlerken, 4 temel başlık altında birçok farklı iktisadi ve politik değişkeni incelemektedir. Makroekonomik değişkenler, kamu maliyesine ilişkin değişkenler, dış finansmana ilişkin değişkenler ve yapısal değişkenler başlıkları altında incelediği söz konusu bu faktörler Tablo 7'de açıkça belirtilmektedir. Bahsettiğimiz bu temel başlıkları ve temel başlıklar altında incelenen ekonomik, mali ve yapısal faktörlerin her birini ayrı ayrı inceleyelim.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan biri olan Fitch'in, ülke kedi notunu belirlerken incelediği makroekonomik değişkenleri sırasıyla enflasyon oranı, reel GSYH'deki büyüme ve reel GSYH'deki büyümenin volatilitesi şeklinde sıralamak mümkündür. Burada enflasyon tüketici fiyatları endeksindeki yüzde değişimi, reel GSYH'deki büyümenin volatilitesi ise reel GSYH'deki yıllık ortalama değişimin izleyen 10 yıldaki standart sapmasının doğal logaritmasını temsil etmektedir.

Tablo 7. Fitch Ülke Kredi Notunun Belirleyici Değişkenleri

Değişkenler	Hesaplaması ve Açıklaması
MAKROEKONOMİ	
Enflasyon (Tüketici Fiyatları)	Tüketici fiyatlarındaki yıllık değişimin cari yıl merkezli 3 yıllık ortalaması
Reel GSYH'nın büyüme hızı	Reel GSYH'daki yıllık değişimin cari yıl merkezli 3 yıllık ortalaması
Reel GSYH'daki büyümenin volatilitesi	Reel GSYH'daki yıllık ortalama değişimin izleyen 10 yıldaki standart sapmasının doğal logaritması
KAMU MALİYESİ	
Bütçe dengesi	Genel yönetim bütçe dengesinin, GSYH'ya oranının cari yıl merkezli 3 yıllık ortalaması
Toplam brüt borç	Brüt genel yönetim borcunun GSYH'daki payının cari yıl merkezli 3 yıllık ortalaması
Faiz ödemeleri	Brüt kamu faiz ödemelerinin, genel yönetim gelirleri içindeki payının cari yıl merkezli 3 yıllık ortalaması
Kamu döviz borcu	Döviz cinsinden kamu borçlarının, brüt genel yönetim borcu içindeki payının cari yıl merkezli 3 yıllık ortalaması
DIŞ FİNANSMAN	
Emtia bağımlılığı	Hammadde ihracatının toplam dış alımlara içindeki payı (CXR).
Cari işlemler dengesi + Doğrudan yabancı yatırımlar	Cari işlemler dengesi + Doğrudan net yabancı yatırımların GSYH'daki payı (Cari yıl merkezli 3 yıllık ortalama)
Brüt dış borç	Brüt kamu dış borcunun brüt toplam dış borç içindeki payının cari yıl merkezli 3 yılık ortalaması
Dış faiz servisi	Dış faiz servisinin dış gelirlere oranının cari yıl merkezli 3 yıllık ortalaması
Resmi uluslararası rezervler	Altın dahil yıl sonu uluslararası rezervlerin ithalat ödemelerindeki aylık tutarı
YAPISAL DEĞİŞKENLER	
Para arzı	Geniş para arzının GSYH'ya oranının doğal logartiması
Kişi başına düşen GSYH	Piyasa döviz kuruna göre hesaplanan ABD Doları cinsinden kişi başına düşen GSYH'nın yüzdelik sıralaması

Birleşik yönetim göstergeleri[7]	Dünya Bankası'nın, Rule of Law (Hukukun Üstünlüğü), Government Effectiveness (Yönetim Etkinliği), Control of Corruption (Yolsuzluğun Kontrolü), Voice & Accountability (Hesap Verilebilirlik), endeks değerlerinin yüzdelik sıralamasının ortalaması
Rezerv durumu	Mevcut rezerv durumu: güçlü=3, orta=2, zayıf=1, hiçbiri =0
Son temerrütten itibaren geçen süre	Son temerrütten itibaren geçen sürenin doğrusal olmayan fonksiyonu. Temerrüt geçmişi yoksa bu gösterge 0 değerini alacaktır.

Kaynak: Fitch Ratings**,** Sovereign Rating Criteria, 2012:18

Fitch, kamu maliyesine ilişkin değişkenleri ise 4 faktör çerçevesinde incelemektedir. Bunlar bütçe dengesi, toplam brüt borç, faiz ödemeleri ve kamunun toplam döviz borcu şeklinde sıralanmaktadır. Diğer taraftan, emtia bağımlılığı, cari işlemler dengesi, doğrudan yabancı yatırımlar, brüt dış borç, dış faiz servisi ve altın dahil toplam resmi uluslararası rezervler, dış finansmana yönelik incelenen değişkenleri oluşturmaktadır.

Fitch, bu üç temel başlık altında birçok değişkeni incelerken, ayrıca yapısal değişkenler adını verdiği bir diğer temel başlık altında bir takım iktisadi ve politik faktörlere de yüksek derecede önem vermektedir. Yapısal değişkenler başlığı altında değerlendirilen kalemleri ise, toplam para arzı, KBGSYH, mevcut rezerv durumu, Dünya Bankası birleşik yönetim göstergeleri ve temerrüt geçmiş oluşturmaktadır.

4.3. Moody's Investors Service

Ana şirketi Moody's Corporation[8] olan, Moody's Investors Service kredi derecelendirmeleri ve risk analizlerine yönelik çalışmalar yapan, derecelendirme sektörünün önde gelen 3 kuruluşundan bir tanesidir. Şirket 115'den fazla ülkede, 10 bin kurumsal ihraççıyı, 22 bin kamu finansman ihraççısını ve 82 bin yapılandırılmış finansal yükümlülükleri takip etmektedir.[9]

[7] Birleşik Yönetim Göstergeleri, http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home , (Erişim Tarihi: 10.02.2014)
[8] Moody's Corporation bünyesinde, Moody's Investors Service ve Moody's Analytics'i barındıran ana kuruluştur.
[9] https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx (Erişim Tarihi: 05.02.2014)

Moody's de diğer kredi derecelendirme kuruluşları gibi birçok ülke, kurum veya menkul kıymete dair kredi risklerini değerlendirerek, söz konusu varlıklara yönelik kredi notu belirlemektedir. Ancak bu kısımda da diğer kredi derecelendirme kuruluşlarında olduğu gibi mevcut birçok derecelendirme türünden yalnızca uzun vadeli kredi notlarına ilişkin açılamalar verilecek ve uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notu üzerinde durulacaktır.

Tablo 8. Moody's Uzun Vadeli Kredi Notlarına İlişkin Açıklamalar

Ratings	Açıklaması	
Aaa	Yükümlülüklerin yerine getirilmesinde en düşük kredi riskine sahip not, en yüksek kalite	**Yatırım yapılabilir seviye**
Aa	Yükümlülüklerin yerine getirilmesinde çok düşük kredi riskine sahip not, yüksek kalite	
A	Yükümlülüklerin yerine getirilmesinde düşük kredi riskine sahip not, üst-orta seviye	
Baa	Yükümlülüklerin yerine getirilmesinde orta düzey kredi riskine sahip not, belirli spekülatif karakteristiklerin görülebileceği orta seviye, en düşük yatırı yapılar kredi notu seviyesi	
Ba	Yükümlülüklerin yerine getirilmesinde önemli derecede kredi riskine sahip spekülatif seviye	**Spekülatif seviye**
B	Yükümlülüklerin yerine getirilmesinde yüksek kredi riskine sahip ciddi spekülatif seviye	
Caa	Yükümlülüklerin yerine getirilmesinde çok yüksek kredi riskine sahip spekülatif seviye	
Ca	Borç ana para ve faizinin geri ödenme ihtimali bir hayli düşük, temerrüde düşme ihtimali oldukça yüksek ya da temerrüde çok yaklaşmış spekülatif seviye	
C	Borç ana para ve faizinin geri ödenme ihtimalinin en düşük olduğu, tipik iflas seviyesi	

Kaynak: Moody's Investor Service, Rating Symbols and Defintions, 2013: 5

Tablo 8'de Moody's derecelendirme kuruluşu tarafından belirlenen uzun vadeli kredi notları ve bu notlara dair açıklamalar verilmektedir. Tablodan da anlaşılacağı gibi Moody's, S&P ve Fitch'den farklı bir not skalası kullanmaktadır. Ancak yine diğerlerinde olduğu gibi, tablonun en üst satırından aşağıya doğru ilerledikçe, derecelendirmeye konu olan varlığın risk algısının giderek arttığı görülmektedir. Moody's göre Aaa düzeyinde bir kredi notu en yüksek kaliteye sahiptir ve bu nota sahip ülke, kurum veya kuruluşun ya da menkul kıymet ihraççısının yükümlülüklerini yerine getirmesindeki riskler son derece düşüktür. Benzer şekilde Moody's de, kredi notlarını yatırım yapılabilir seviye ve spekülatif seviye diye ayırmaktadır. Bu doğrultuda Moody'se göre, Baa (Baa1, Baa2 ve Baa3) ve üzeri düzeyde kredi notları yatırım yapılabilir seviyede görülürken, Baa'nın altında yer alan kredi notları spekülatif hareketlerden önemli derecede etkilenmektedir.

Diğer taraftan Moody's, derecelendirme işlemini yaparken ilgili tüm risk etkenleri ve bakış açılarını incelemektedir. Moody's'e göre derecelendirme sürecinde kılavuzluk eden analitik prensiplerden bazıları şunlardır.[10]

> Uzun Vadeye Odaklanması: Büyük ekonomik durgunluklar, yönetim stratejisinin temelden değişmesi veya büyük düzenleyici gelişmeler gibi borç ödemelerini uzun vadede karşılama gücünü değiştirebilecek değişkenlere odaklanmaktadır. Kredi notları iş veya arz ve talep döngüleriyle birlikte inip çıkmak veya kısa vadeli piyasa hareketlerini yansıtmak için tasarlanmıştır.
>
> Nakit Akışının İstikrarının ve Tahmin Edilebilirliğinin Vurgulanması: Moody's'in ana analitik odaklarından biri nakit akış üretimini yönlendiren faktörlerin anlaşılması ve özellikle nakit akışının tahmin edilebilirliği ve sürdürülebilirliğinin üzerindedir. Moddy's bir ihraççının ekonomik durgunluk durumundaki nakit akış esnekliğinin belirlenmesi için mali analizler yapmaktadır.

[10] https://www.moodys.com/pages/default_tu.aspx (Erişim Tarihi: 06.02.2014)

4.3.1. Moody's ülke kredi derecelendirme kriterleri

Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun uzun vadeli kredi notlarına dair açıklamalardan sonra, kuruluşun çalışmamızın da temel konusunu oluşturan ülke kredi notlarını belirlerken analiz ettiği değişkenleri inceleyebiliriz. Bu anlamda Moody's ülke kredibilitesine ilişkin derecelendirme yaparken 4 temel başlık altında birçok faktörü incelemektedir. Bu faktörler temel başlıkları ve açıklamaları ile birlikte tablo 9'da açıkça yer almaktadır.

Tablo 9. Moody's Ülke Kredi Derecelendirme Kriterleri

Moody's Ülke Kredi Notunun Belirleyici Kriterleri			
Faktörler	***Alt Faktörler***	***Alt Faktörün Faktör İçindeki Ağırlığı***	***Alt Faktör Göstergeleri***
Ekonomik Dayanıklılık	Büyüme dinamikleri	%50	*GSYH'daki reel büyümenin ortalaması (t-4'ten t+5'e)*
			GSYH'daki reel büyümenin volatilitesi (t-9dan t'ye)
			WEF Küresel Rekabet Endeksi (t)
	Ekonomik ölçek	%25	*Nominal GSYH ($) (t-1)*
	Ulusal gelir	%25	*Kişi başına düşen GSYH (PPP,$)(t-1)*
	Düzenleyici faktörler	1-6 arası bir skor	*Çeşitlendirme*
			Kredi patlaması
Kurumsal Dayanıklılık	Kurumsal çerçeve ve etkinlik	%75	*Dünya Bankası Yönetim Etkinliği Endeksi*
			Dünya Bankası Hukukun Üstünlüğü Endeksi
			Dünya Bankası Yolsuzluk Endeksi
	Politikaların güvenilirliği ve etkinliği	%25	*Enflasyon düzeyi (t-4'ten t+5'e)*
			Enflasyonun volatilitesi (t-9'dan t'ye)
	Düzenleyici faktör	1-6 arası bir skor	*Temerrüt geçmişi*

Mali Dayanıklılık	Borç yükü	%50	*Genel yönetim borç stoğu/GSYH (t)*
			Genel yönetim borç stoğu / Genel yönetim gelirleri (t)
	Borçlarını karşılayabilme gücü	%50	*Genel yönetim faiz ödemeleri/ Genel yönetim gelirleri (t)*
			Genel yönetim faiz ödemeleri/GSYH (t)
	Düzenleyici faktörler	1-6 arası bir skor	*Borç eğilimi (t-4'te t+1'e)*
			Genel yönetim döviz borcu Genel yönetim borç stoğu (t)
			Diğer kamu borçları/GSYH (t)
			Kamu sektörü finansal varlıkları veya bağımsız varlık fonları/GSYH (t)
Olay Riskine Karşı Duyarlılık	Politik risk		*İç politik risk*
			Jeopolitik risk
	Likidite riski		*Temel ölçütler*
			Piyasa fonlama baskısı
	Bankacılık sektör riski		*Bankacılık sisteminin dayanıklılığı*
			Bankacılık sisteminin hacmi
			Finansman açıkları
	Dışsal zafiyet riski		*Cari işlemler dengesi+Doğrudan yabancı yatırımlar/GSYH (t)*
			Dışşal kırılganlık göstergeleri (t+1)
			Uluslararası net yatırım pozisyonu/GSYH (t)

Kaynak: Moody's Investors Services, 2013:3

Moody's ülke kredi notunu belirlerken, derecelendirmeye konu olan ülke için *Ekonomik Dayanıklılık, Kurumsal Dayanıklılık, Mali Dayanıklılık* ve *Olay Riskine Karşı Duyarlılık* başlıkları altında çok sayıda ekonomik ve politik değişkenden faydalanmaktadır. Moody's ülkeleri genel olarak bu 4 ana faktör başlığı altında incelese de, her bir faktör başlığının altında çok sayıda alt faktörler yer almaktadır. Tablodan da anlaşılacağı gibi Moody's'in ülke kredi notunu belirlerken incelemeye aldığı iktisadi ve politik değişkenler diğer iki büyük kredi derecelendirme kuruluşu ile paralellik göstermektedir.

5. Türkiye'nin Ülke Kredi Notu Gelişimi

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, kuruluşların not sistemleri ve ülke kredi notlarının belirlenmesi sürecinde analiz ettikleri değişkenlerin incelemesinden sonra, söz konusu kuruluşların Türkiye hakkındaki not değerlendirmelerinin ve nihayetinde verdikleri ülke kredi notlarının tarihsel süreç içerisindeki gelişimini incelemek, Türkiye'ye dair risk algısının bu süreç içerisinde ne gibi değişikliklere uğradığı hakkında fikir sahibi olunabilmesi için faydalı olacaktır. Bu amaçla Türkiye'nin uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notlarını gösteren Tablo 10 hazırlanmıştır.

Tabloyu incelediğimizde dikkatimizi çeken ilk nokta her üç kuruluşun da 20 yılı aşkın bir süredir Türkiye'yi derecelendirdiğidir. S&P ve Moody's Türkiye için 1992 yılından beri kredi notu belirlerken, Fitch 1994 yılından bu yana Türkiye'ye dair ülke riskini ölçmekte ve ülke kredi notu belirlemektedir. Bu süreç içerisinde S&P, Türkiye'nin ülke kredi notu üzerinde en sık değişikliğe giden kuruluş olarak göze çarpmaktadır. Geneli itibariyle görünümü değiştirme yoluna giden kuruluş, ilk derecelendirmeyi yaptığı 4 Mayıs 1992 tarihinden itibaren Haziran 2014'e kadar 32 kez Türkiye'nin kredi notunu değiştirmiştir. Moody's ve Fitch ise görece daha az sıklıkla not artırımı veya azaltımında bulunmuştur.

Söz konusu üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu için en güncel kredi notlarını incelediğimizde ise son olarak S&P'un 7 Şubat 2014 tarihinde Türkiye'nin kredi notunda değişikliğe gittiğini görmekteyiz. Bu tarihte, BB+ durağan olan kredi notunun görünümünü değiştirerek BB+ negatif olarak yeniden belirlemiştir. Diğer taraftan Fitch Türkiye için son not değişimini 26 Şubat 2013 tarihinde gerçekleştirirken, Moody's 11 Nisan 2014 tarihinde Türkiye'nin mevcut kredi notunu belirlemiştir. Söz konusu tarihlerde her iki kuruluş da Türkiye için ülke kredi notunun yatırım yapılabilir seviyede olduğunu duyurmuştur.

Çalışmamızda da üzerinde durduğumuz üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu için Türkiye'nin kredi notunun tarihsel gelişimine değindikten sonra nihayetinde, bu 3 kuruluştan Fitch ve Moody's'in Türkiye için risk algısını yatırım yapılabilir seviyede değerlendirdiğini, S&P'un ise Türkiye için ülke kredi notunu hala spekülatif seviyede tuttuğunu söyleyebiliriz.

Tablo 10. Uzun Vadeli Yabancı Para Cinsinden Türkiye'nin Kredi Notu Gelişimi

Türkiye'nin Kredi Notu Gelişimi

Tarih	S&P		Fitch		Moody's	
1992	**4 Mayıs**	*BBB (D)*			**5 Mayıs**	*Baa3*
1993	**3 Mayıs**	*BBB (N)*				
1994	**14 Ocak**	*BBB- (N)*	**10 Ağustos**	*B*	**13 Ocak**	*Ba1*
	16 Ağustos	*B+ (D)*			**2 Haziran**	*Ba3*
1995	**24 Temmuz**	*B+ (P)*	**26 Eylül**	*BB-*		
	18 Ekim	*B+ (D)*				
1996	**13 Aralık**	*B (D)*	**20 Aralık**	*B+*		
1997					**13 Mart**	*B1*
1998	**10 Ağustos**	*B (P)*				
1999	**21 Ocak**	*B (D)*			**30 Kasım**	*B1 (P)*
	10 Aralık	*B (P)*				
2000	**25 Nisan**	*B+ (P)*	**27 Nisan**	*BB-*		
	5 Aralık	*B+ (D)*				
2001	**27 Nisan**	*B- (D)*	**2 Ağustos**	*B (N)*	**21 Şubat**	*B1 (D)*
	11 Temmuz	*B- (N)*			**6 Nisan**	*B1 (N)*
	30 Kasım	*B- (D)*				
2002	**29 Ocak**	*B- (P)*	**5 Şubat**	*B (D)*	**15 Ocak**	*B1 (D)*
	26 Haziran	*B- (D)*			**10 Temmuz**	*B1 (N)*
	9 Temmuz	*B- (N)*				
	7 Kasım	*B- (D)*				
2003	**28 Temmuz**	*B (D)*	**25 Mart**	*B- (N)*	**21 Ekim**	*B1 (D)*
	16 Ekim	*B+ (D)*	**6 Ağustos**	*B- (P)*		
			25 Eylül	*B (P)*		
2004	**8 Mart**	*B+ (P)*	**9 Şubat**	*B+ (D)*		
	17 Ağustos	*BB- (D)*	**25 Ağustos**	*B+ (P)*		
2005			**13 Ocak**	*BB- (D)*	**11 Şubat**	*B1 (P)*
			6 Aralık	*BB- (P)*	**14 Aralık**	*Ba3 (D)*
2006	**23 Ocak**	*BB- (P)*				
	27 Haziran	*BB- (D)*				
2007			**10 Mayıs**	*BB- (D)*		
2008	**3 Nisan**	*BB- (N)*				
	31 Temmuz	*BB- (D)*				
	13 Kasım	*BB- (N)*				
2009	**17 Eylül**	*BB- (D)*	**3 Aralık**	*BB+ (D)*	**18 Eylül**	*Ba3 (P)*
2010	**19 Şubat**	*BB (P)*	**24 Kasım**	*BB+ (P)*	**8 Ocak**	*Ba2 (D)*
					5 Ekim	*Ba2 (P)*
2011			**20 Mayıs**	*BB+ (D)*		
2012	**1 Mayıs**	*BB+ (D)*			**20 Haziran**	*Ba1 (P)*
2013			**26 Şubat**	*BBB- (D)*	**16 Mayıs**	*Baa3 (D)*
2014	**7 Şubat**	*BB+ (N)*			**11 Nisan**	*Baa3 (N)*
	Mevcut	*BB+ (N)*	**Mevcut**	*BBB- (D)*	**Mevcut**	*Baa3 (N)*

Kaynak: http://countryeconomy.com/ratings , (Erişim Tarihi: 10.06.2014)

D: Durağan, **P:**Pozitif, **N:**Negatif

Tablo 10'da yer alan Türkiye'nin kredi notu gelişimini grafiksel olarak da göstermek mümkündür. Bu anlamda Tabloda yer alan ülke kredi notlarının süreç içindeki değişimini daha net görebilmek için her üç kuruluş için de ayrı ayrı üç grafik oluşturulmuştur. Ancak kredi notlarını grafik üzerinde gösterebilmek için öncelikle söz konusu kredi notlarının sayısal dönüşümünün yapılması gerekmektedir. Bu sayısallaştırma için ise aşağıdaki doğrusal dönüşüm tablosundan faydalanılmaktadır.

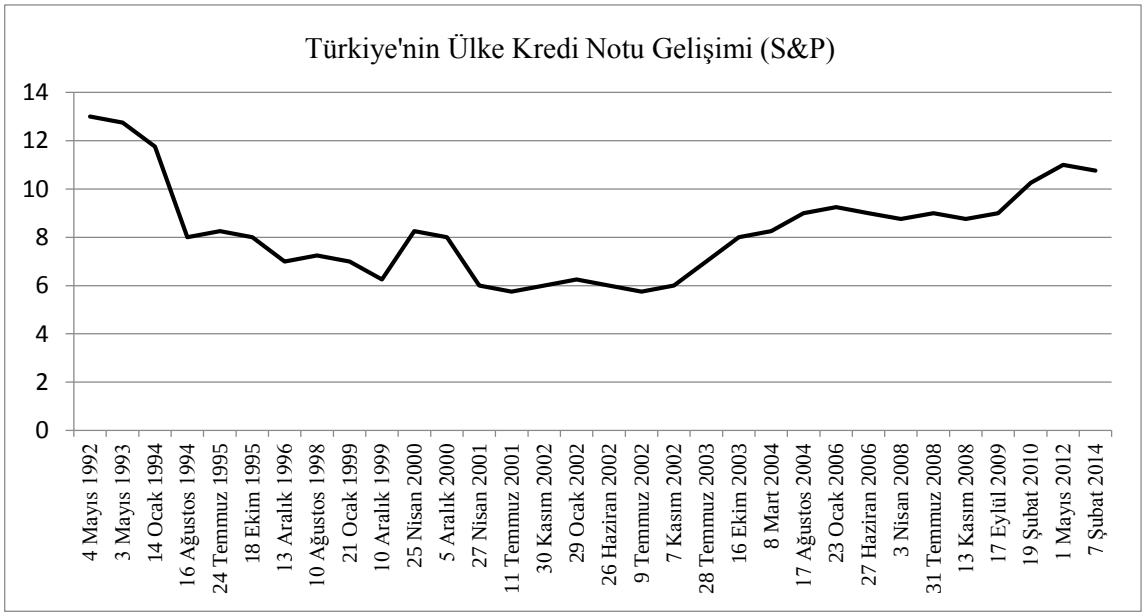
Tablo 11. Ülke Kredi Notları İçin Doğrusal Dönüşüm Tablosu

Doğrusal Dönüşüm Tablosu										
S&P	AAA	AA+	AA	AA-	A+	……	CCC	CCC-	CC	D
Fitch	AAA	AA+	AA	AA-	A+	……	CCC	CCC-	CC	D
Moody's	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	……	Caa2	Caa3	Ca	C
	21	**20**	**19**	**18**	**17**		**4**	**3**	**2**	**1**

Kaynak: Afonso, Gomes ve Rother, 2007:34

Tablo 11 ülke kredi notları için doğrusal dönüşümleri içermektedir. Bu dönüşüm yapılırken 1'den 21'e kadar sıralı tam sayılar kullanılmaktadır. Bu şekilde kredi notlarının, en yüksek riski gösteren kredi notundan, en düşük seviyede riski barındıran kredi notuna kadar 1 ile 21 arasında bir sayısal değer ile doğrusal dönüşümü yapılmıştır. Bu dönüşüm sonrasında, S&P ve Fitch için en yüksek kredi notu olan AAA ve Moody's için Aaa kredi notu 21 değerini alırken, yine S&P ve Fitch için D ve Moody's için C düzeyi 1 değerine sahiptir. Diğer kredi notları ise 1 ve 21 arasında farklı değerler almaktadır. Diğer taraftan, pozitif görünme sahip kredi notları için sayısal değere 0,25 eklenmiş, negatif görünüme sahip kredi notlarında ise sayısal değerden 0,25 çıkarılmıştır. Durağan görünümdeki kredi notları için ise herhangi bir düzenleme yapılmamıştır.

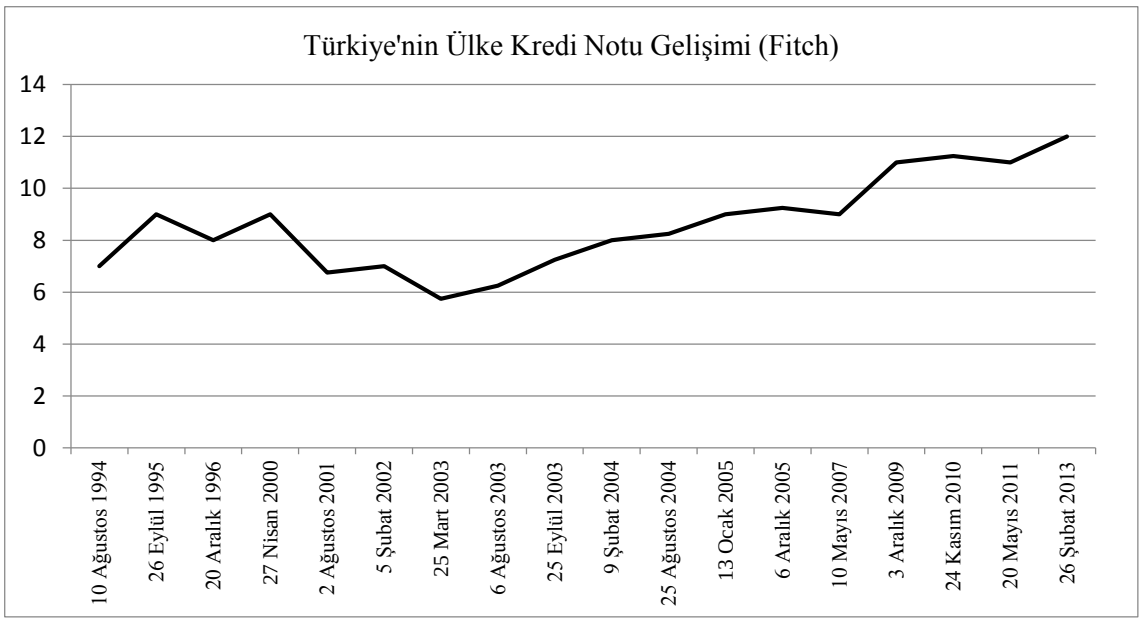
Şekil 1'de yukarıdaki doğrusal dönüşüm tablosu yardımıyla düzenlenen S&P'a ait Türkiye için ülke kredi notlarının tarihsel gelişimi gösterilmektedir. Grafik incelendiğinde ilk göze çarpan nokta yine, Türkiye'nin ülke kredi notunun sık sık değişime uğradığıdır. Yalnızca 2002 yılında S&P Türkiye için 4 kez not değişiminde bulunmuştur. Diğer önemli bir nokta ise grafiğin seyri ile ilgilidir. İlk derecelendirme tarihi olan 1992'den 2000'li yılların başlarına kadar kredi notları negatif yönde ilerlerken, 2002-2003 dönemi sonrası kredi notlarında gözle görülür bir artış yaşanmıştır.



Şekil 1. Türkiye'nin Ülke Kredi Notu Gelişimi (S&P)

Kaynak: http://countryeconomy.com/ratings , (Erişim Tarihi: 10.06.2014)

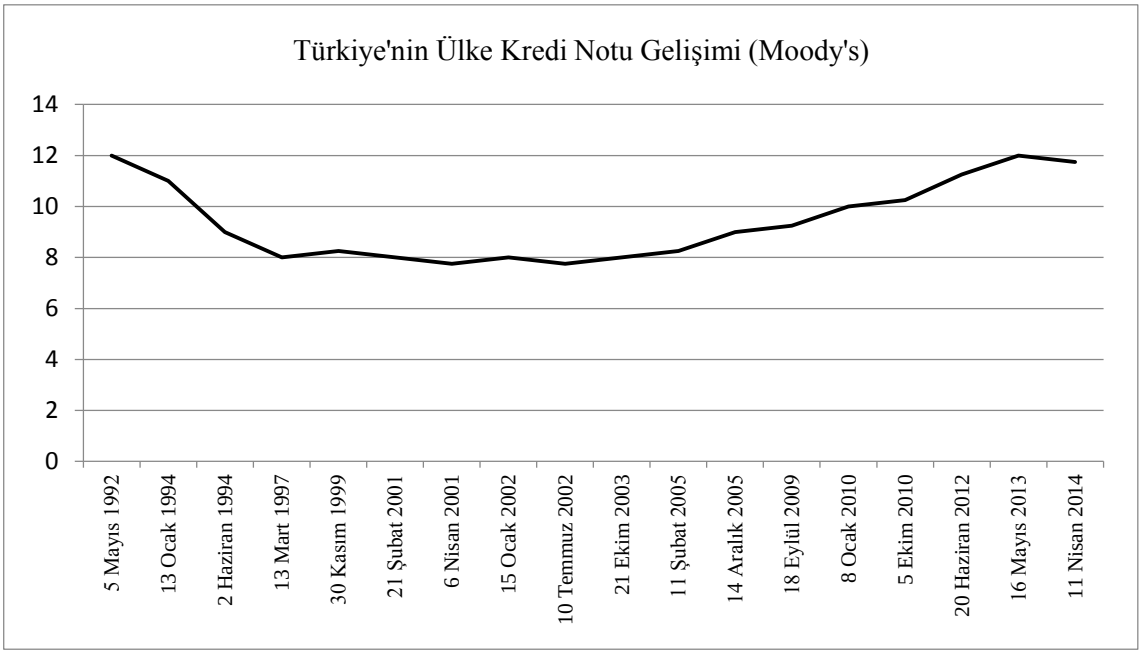
Fitch'e ait kredi notlarını incelediğimiz zaman ise öncelikle S&P'da olduğu kadar sık not değişimlerinin yaşanmadığını görmekteyiz. Grafikten de anlaşılacağı gibi, Fitch, ilk derecelendirmeyi yaptığı 1994 tarihinden itibaren Türkiye için 18 kez not değişiminde bulunmuştur. Söz konusu not değişimlerinin S&P'a paralel şekilde, 2000'li yıllara kadar dalgalı, bu tarihten günümüze kadar ise pozitif yönde ilerlediği görülmektedir.



Şekil 2. Türkiye'nin Ülke Kredi Notu Gelişimi (Fitch)

Kaynak: http://countryeconomy.com/ratings , (Erişim Tarihi: 10.06.2014)

Moody's'in Türkiye için belirlediği ülke kredi notları incelendiğinde ise yine Fitch'e benzer şekilde çok sık not değişimlerinin yapılmadığı görülmektedir. Moody's'e ait grafik incelendiğinde dikkatimizi çeken en önemli nokta, not artırımlarının veya azaltımlarının diğer iki kuruluş da olduğu kadar keskin yapılmadığıdır. Bu noktada Moody's Türkiye için kredi notu belirlerken daha istikrarlı bir yol izlemiştir ve yaşanan küresel, bölgesel veya yerel ekonomik sorunların kredi notlarının belirlenmesindeki etkilerini sınırlı tutmuştur. Öyle ki Moody's, derecelendirme işlemine tabi tuttuğu süre zarfında Türkiye için B1 düzeyinin altında bir kredi notu öngörmemiştir. Diğer taraftan diğer iki kuruluşta da olduğu gibi, notlardaki negatif değişimler 2000'li yılların başına kadar devam ederken, söz konusu tarihlerden günümüze kadar Türkiye'nin ülke kredi notunda belirgin artışlar gözlemlenmektedir.



Şekil 3. Türkiye'nin Ülke Kredi Notu Gelişimi (Moody's)

Kaynak: http://countryeconomy.com/ratings , (Erişim Tarihi: 10.06.2014)

Söz konusu 3 kuruluşun Türkiye'ye dair kredi notlarındaki tarihsel süreci kısaca özetlemek gerekirse öncelikle, tüm derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu, 90'lı yıllardan 2000'li yılların başına kadar giderek azalan bir seyirde değiştirdiğini, sonrasında ise pozitif yönde not değişimlerinin yapıldığını söyleyebiliriz. Diğer taraftan bu üç kuruluş arasından S&P, Türkiye için ülke kredi notunu, görece daha sık aralıklarla değiştiren kredi derecelendirme kuruluşu olarak karşımıza çıkmaktadır.

6. Türkiye'de Derecelendirme Şirketleri ve Derecelendirme Faaliyetlerine Yönelik Yapılan Yasal Düzenlemeler

Türkiye'de derecelendirme şirketleri ve derecelendirme faaliyetine yönelik yapılan ilk yasal düzenleme, SPK'nın 'Derecelendirme Faaliyeti ile Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar'ı düzenleyen Seri: VIII, No:3 Sayılı Tebliği, Resmi Gazete'nin 6 Mart 1997 tarih ve 22925. sayısında yayımlanarak yürürlüğe girmesiyle başlamıştır (Yaslıdağ, 2007: 130). Daha sonraki süreçte ise Türkiye'de Derecelendirme Kuruluşları'na ilişkin pek çok kez yasal düzenlemelere gidilmiştir.

Son olarak, kredi derecelendirme kuruluşları hakkında 16.09.2009 tarih ve 2009/1060/AT sayılı Avrupa Birliği Tüzüğü, 21.05.2013 tarih ve 462/2013 AB Tüzüğü ile değiştirilmiş ve ülke kredi notlarının kamuya açıklanmasına ilişkin yeni düzenlemeler yapılmıştır. Bu kapsamda AB ve uluslararası düzenlemelere uyumu teminen, 12.07.2007 tarih ve 26580 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:VIII No:51 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği"nde değişiklik yapan Seri: VIII No: 76 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" (Tebliğ), 29/8/2013 tarih ve 28750 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış ve yayımı tarihinde yürürlüğe girmiştir. Yeni düzenlemelere göre;[11]

> Sermaye piyasası araçlarının değerlerini, tasarruf sahipleri, ihraççılar ve sermaye piyasası kurumlarının yatırım kararlarını etkileyen ülke kredi derecelendirme notlarının açıklanmalarına ilişkin esaslar Tebliğ kapsamına alınmıştır.
>
> Ülkenin talebe bağlı olan ya da olmayan kredi derecelendirme notlarına ilişkin gözden geçirme süresi en fazla 6 ay olarak belirlenmiştir.
>
> Ülkenin talebe bağlı olan ya da olmayan kredi derecelendirme notlarının ve not görünümlerinin açıklanmasına ilişkin olarak;
>
> i. Derecelendirme kuruluşları, her yıl Aralık ayı sonunda, bir sonraki yıl içerisinde yapacakları not ve/veya görünüm açıklamalarının tarihlerine ilişkin takvimi kamuya duyurmak ve Kurula göndermek zorundadırlar;

[11] Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Yeni Düzenlemeler, http://spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20130829&subid=0&ct=c (Erişim Tarihi: 28.01.2014)

ayrıca, not veya görünüm açıklaması tarihlerinin Cuma günlerine denk getirilmesinin esastır,

ii. Not veya görünüm açıklamalarının derecelendirme kuruluşu tarafından önceden kamuya duyurulan tarihte, borsanın ilk seans açılışından en az bir saat önce veya son seans kapanışından sonra yapılması zorunludur,

iii. Not veya not görünümü açıklaması ile aynı anda ülke notunun veya not görünümünün belirlenmesinde dikkate alınan tüm hususları içeren ayrıntılı bir araştırma raporunun kamuya açıklanması gerekmektedir.

Tablo 12'de, Türkiye'de SPK tarafından derecelendirme faaliyetiyle yetkili uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları gösterilmektedir. Tabloyu incelediğimizde söz konusu kuruluşların 2 alt başlık halinde sınıflandırıldığını görmekteyiz. Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları ve Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları. SPK tarafından Türkiye'de derecelendirme faaliyetine izin verilen kuruluşların, çalışmamıza da konu olan Standard and Poor's, Moody's ve Fitch'den oluştuğunu görmekteyiz.

Tablo 12. Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar

Kredi Derecelendirme Kuruluşları		
	Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları	**Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları**
Kredi Derecelendirmesi	**1-** Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	**1-** Standard and Poor's Corp.
	2- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.	**2-** Moody's Investor Service Inc.
	3- TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.	**3-** Fitch Ratings Ltd
	4- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	
	5- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.	
	6- Turkrating İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu

7. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Faaliyetlerine Yönelik Yapılan Uluslararası Yasal Düzenlemeler

ABD'de 1975 yılında oluşturulan NRSRO ile KDK'ler tek bir çatı altında toplanmış ve sonrasında 2006 yılında bu çatı yasal bir çerçeveye kavuşturularak 'CRA Reform Act' kongrede onaylanmasının ardından yürürlüğe girmiştir. Bu kapsamda KDK'ların daha şeffaf yöntemleri benimsemesi ve bu konuda yeni düzenlemelere gidilmesi gerektiği kararlaştırılmıştır (Gür ve Öztürk, 2011: 81).

Diğer taraftan 2008 finansal krizi öncesi, kredi derecelendirme sektöründe KDK'ların kendi kendilerini denetlemesini (self-regulation) benimseyen bir sistem işlemekteydi. Kendi kendine denetimin çerçevesini ise, IOSCO tarafından 2004 yılında yayımlanan kurallar (Code Of Conduct, 'CRA Code') belirlemekteydi. 2007 yılının ikinci yarısından itibaren piyasalara hakim olan küresel kriz nedeniyle, CRA Code yeniden gözden geçirilerek, özellikle yapılandırılmış ürünlerin derecelendirilmesine yönelik yeni düzenlemeleri de içerecek şekilde 2008 yılında tekrar yayımlanmıştır (Gür ve Öztürk, 2011: 81).

8. Ülke Riskini Belirleyen Alternatif Yaklaşımlar

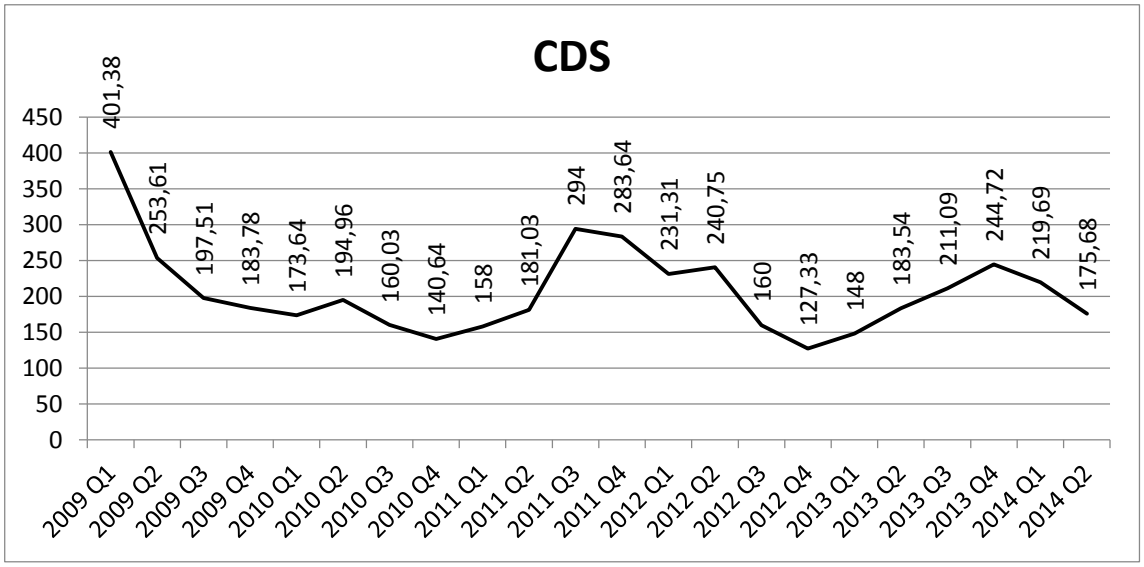
Özellikle kriz sonrası dönemde piyasadaki riskin belirlenmesi hususunda kredi derecelendirme kuruluşlarına ve bu kuruluşlar tarafından verilen kredi notlarına olan güven oldukça zayıflamıştır. Bu noktada kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen ülke kredi notlarına yönelik en önemli eleştiri, kredi notlarının piyasanın hızına yetişme konusundaki yetersizliğidir. Ellis (1998) ile Baker ve Mansi'ye (2002), ait çalışmalarda sonuçlar göstermektedir ki; kredi derecelerinin düzenlenmesindeki yavaşlık yatırımcılar tarafından oldukça iyi algılanmaktadır (Altman ve Rijken, 2004: 2680). Bu durum ise, riskliliği piyasa katılımcılarına daha gerçekçi ve hızlı bir şekilde aktaran CDS primlerini, finansal oyuncular için yakından takip edilen bir olgu haline getirmiştir.

8.1. CDS (Credit Default Swap) Primleri

CDS kısaca, bir finansal kredinin geri ödenmeme riskine karşı, borç veren tarafın alacağını koruma altına alan, bunu da belirli bir ücret karşılığında yapan kredi türev

enstrümanı şeklinde tanımlanmaktadır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 21). Diğer bir tanımıyla, iflas riskine sahip şirket veya ülke borç senetleri üzerinde yazılan CDS'ler, bir alacaklının üçüncü bir kişiye borçlarını sigortalaması için ödediği prime verilen addır. CDS kontratları ise riskin, iflasın, gerçekleşmediği durumlarda alıcının satıcıya dönemsel olarak risk primi ödediği sigorta anlaşmaları şeklinde tanımlanmaktadır. Riskin gerçekleştiği durumlarda ise riski üstlenen CDS satıcısı borç senetlerinin cari değerini karşılamakla yükümlüdür (Çevik, 2011: 5). CDS priminin yüksek olması ülkeye yönelik kredibilitenin düşük olduğu, diğer bir ifadeyle ülke riskinin yüksek olduğu anlamına gelmektedir.

CDS primleri ülkelerin 5 yıllık CDS baz puanına göre belirlenmektedir. Şekil 4'de Türkiye'nin, 2009'un ilk çeyreği ile 2014'ün 2. çeyreği arasındaki ay sonu verileri ile 5 yıllık CDS baz puanları gösterilmektedir.

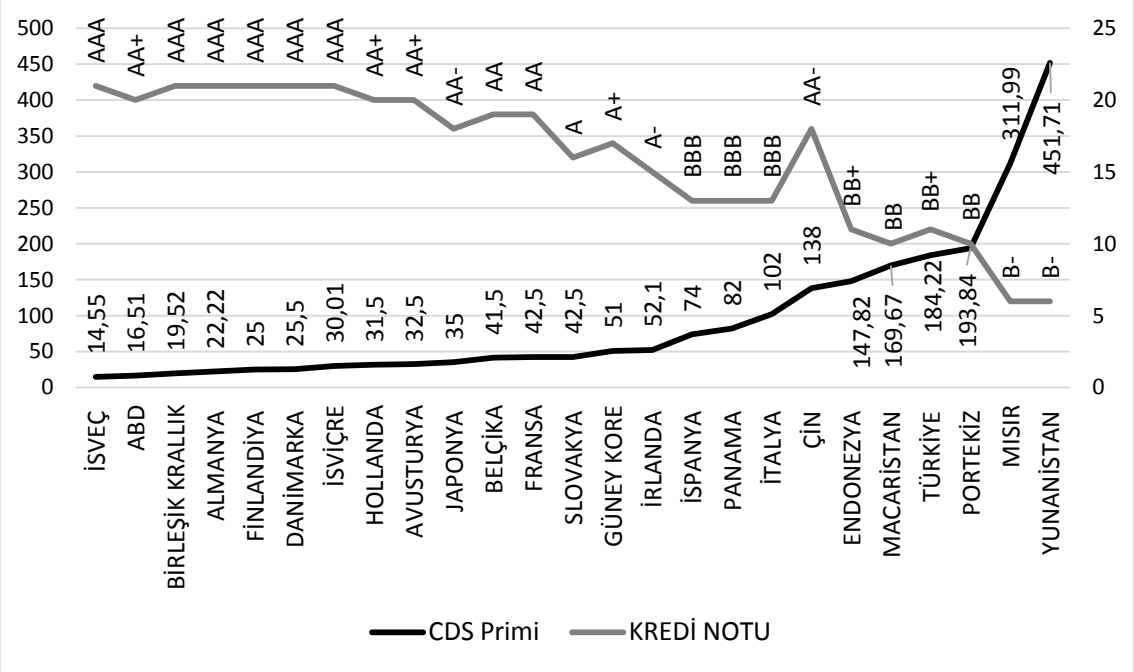


Şekil 4. Türkiye İçin 5 Yıllık CDS Baz Puanları

Kaynak: Bloomberg HT

Grafikten de anlaşılacağı gibi, küresel kriz sonrası dönemde oldukça yüksek düzeylerde seyreden CDS primleri, bu tarihten itibaren krizin de etkilerini azaltmasıyla birlikte giderek azalan bir seyir izlemeye başlamıştır. Büyüme hedeflerinin de daraltıldığı 2011'in 3. ve 4. çeyreğinde tekrar yükselen CDS'ler ekonomideki toparlanmayla birlikte 2013 yılına kadar tekrar düşme eğilimine girmiştir. Özellikle 2013 yılının ortalarında yaşanan politik sorunlar CDS'lerin söz konusu tarihten itibaren tekrar yükselmesine neden olmuş, 2014 yılı itibariyle ise CDS baz puanları tekrar azalan bir süreç izlemeye başlamıştır.

CDS'ler hakkında bahsedilmesi gereken diğer bir önemli nokta ise piyasa riskini eşanlı takip etmediği yönünde eleştirilen ülke kredi notları ile yatırımcılara piyasa riskine dair daha güncel sonuçlar veren CDS'ler arasındaki ilişkidir. Bu ilişkiyi daha iyi anlayabilmek için her iki değişkene ait verilerin birlikte incelenmesi daha sağlıklı olacaktır. Bu doğrultuda Şekil 5'de yer alan ve her iki değişkeni birlikte gösteren grafik hazırlanmıştır. Grafikte, 21 Temmuz 2014 tarihi için seçilmiş ülkelere ait 5 yıllık CDS baz puanları ve ülke kredi notları birlikte gösterilmektedir. Söz konusu grafik incelendiğinde özel birkaç durumun haricinde ülke kredi notları ile CDS primleri arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığından söz edebiliriz. Daha net bir ifadeyle yüksek CDS primine sahip ülkelerde kredi notu düşük seviyelerde iken, CDS baz puanı düşük düzeylerde seyreden ülkelere ait kredi notlarının oldukça yüksek düzeylerde olduğunu söyleyebiliriz.



Şekil 5. CDS Primleri ve Ülke Kredi Notları

Kaynak: Bloomberg HT ve CNBC

Son dönemde finansal piyasalarda yatırımcılar tarafından yakından takip edilen CDS'ler, aynı zamanda bir ülkeye yönelik iktisadi ve politik gelişmelere karşı duyarlı olan kısa vadeli risk göstergeleridir. Piyasalardaki küresel ekonomiye veya herhangi bir ülkeye ilişkin belirsizliklerdeki artış, borç senetlerinin üzerinde yazılan CDS primlerine de yansımaktadır (Çevik, 2011: 6).

Üçüncü Bölüm

Ülke Kredi Notunun Makroekonomik Belirleyicileri: Panel Veri Analizi

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ülkelere ait kredi değerliliklerini analiz ederken bir takım politik ve ekonomik faktörleri göz önünde bulundurarak ülkelerin kredi notlarını belirlemektedir. Çalışmanın önceki bölümlerinde de bahsedildiği gibi politik faktörler yoruma açık niteliksel değişkenler iken, ekonomik faktörler evrensel uygulamaya sahip niceliksel değişkenler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Çalışmanın bu bölümünde söz konusu politik faktörler bir kenara bırakılarak, makroekonomik değişkenlerin ülke kredi notları üzerindeki etkileri incelenecektir. Bu anlamda seçilen makroekonomik değişkenler panel veri ekonometrik teknikleri yardımıyla analiz edilerek, ülke kredi notlarının makroekonomik belirleyicilerine ulaşılmaya çalışılacaktır.

1. Literatür

Cantor ve Packer (1996), ülke kredi notunun ekonomik belirleyicilerini açıklamaya yönelik yaptıkları çalışmalarında, Standard and Poor's ve Moody's'in kredini notunu belirlerken kullandıkları çok sayıda belirleyici değişken arasından 6 iktisadi faktörün, ülke kredi notunun belirlenmesinde temel rol oynadığı sonucuna varmışlardır; (1) Kişi başına düşen gelir, (2) GSYH'nin büyüme hızı, (3) enflasyon, (4) dış borç stoku, (5) ekonomik gelişmişlik düzeyi ve (6) temerrüt geçmişi. 49 ülkeye ait yatay kesit verilerinin çoklu regresyon yöntemiyle analiz edildiği çalışmada, ülke kredi notu ile bütçe açığı veya cari açık arasında ise sistematik bir ilişkiye rastlanılmamıştır.

Mulder ve Perelli'ye (2001) göre, yatırımların GSYH'ye oranı, toplam borçların ihracata oranı, üretim artışı, mali denge, tahkim geçmişi ve enflasyon ülke kredi notlarındaki değişimin önemli belirleyicileridir. Çalışmada, S&P ve Moody's tarafından derecelendirilen 25 gelişmekte olan ülkeye ait, 1992-1997 dönemini kapsayan panel veriler analiz edilmiştir.

Afonso (2002), S&P ve Moody's tarafından derecelendirilen, 29'u gelişmiş, 52'si gelişmekte olan 81 ülkeye ait yatay kesit verileri ile en küçük kareler yöntemini kullandığı çalışmasında, Cantor ve Packer (1996) ile paralel sonuçlara ulaşmıştır. Çalışmada, ülke

kredi notunun 6 temel belirleyicisi olduğu sonucuna varılmıştır. (1) Kişi başına düşen gelir, (2) dış borç, (3) ekonomik gelişmişlik düzeyi, (4) temerrüt geçmişi, (5) reel büyüme hızı ve (6) enflasyon oranı.

Rowland 2004 yılında hazırladığı çalışmasında kredi notu B- ve daha üzeri olan 49 gelişmekte olan ülkeye ait veriler yardımıyla ülke kredi notu ve kredibiliteyi belirleyen ekonomik değişkenleri en küçük kareler yöntemiyle tahmin etmiştir. Rowland'a göre, kredi notu ve kredibilitenin belirleyicileri kişi başına düşen GSYH, GSYH'nin büyüme hızı, enflasyon oranı, borç oranları (borçların GSYH'ye oranı ve borçların ihracata oranı), borç servis oranı, uluslararası rezervler ve ihracatın GSYH'ye oranı şeklinde 7 maddede özetlenmektedir.

Bissoondoyal-Bheenick (2005), Moody's ve Standard and Poor's tarafından verilen ülke kredi notlarının ölçülebilir belirleyicilerini analiz ettiği çalışmasında, 25'i yüksek kredi notuna sahip (S&P için AAA'dan AA'ya ve Moody's için Aaa'dan Aa3'e), 70'i ise düşük kredi notuna sahip (S&P için A+'dan CC'ye ve Moody's için A1'den C'ye) toplam 95 ülkeyi analiz etmiştir. Çalışmada mevcut ekonomik ve finansal göstergelerin tek başına kredi notunu açıklamada yetersiz olduğu belirtilmektedir. Ayrıca ekonomik değişkenler ile ülke kredi notu arasındaki ilişkinin farklı derecelendirme kategorilerine karşısında farklılık gösterdiği belirtilmektedir. Bissoondoyal-Bheenick'e göre uzun bir finansal istikrar geçmişi olan yüksek nota sahip ülkeler ile henüz yapısal dönüşümlerini tamamlayamamış düşük kredi notuna sahip ülkelerde ekonomik değişkenler kredi notunu belirlemede aynı öneme sahip değildir.

Mellios ve Paget- Blanc (2006), S&P, Moody's ve Fitch tarafından derecelendirilen, 31 Aralık 2003 tarihi itibariyle 86 ülkeye ait verileri doğrusal regresyon ve sıralı logit modelleriyle analiz etmişlerdir. Çalışmada 6 faktörün ülke kredi notları üzerinde en önemli etkiye sahip olduğu sonucuna varmışlardır. Kişi başına düşen gelir, kamu gelirleri ve reel döviz kurunda meydana gelen değişimler, enflasyon oranı ve temerrüt geçmişi, ülkenin gelişmişlik düzeyi ve yolsuzluk indeksi.

Kalaycı, Demir ve Gök (2010), 27 Avrupa Birliği üyesi ve Türkiye üzerine yaptıkları çalışmalarında, 2002-2008 yıllarını kapsayan dönemde, Fitch tarafından verilen ülke kredi notları arasında farklılıklara neden olan makroekonomik değişkenleri diskriminant

analizi yardımıyla incelemişlerdir. Araştırmada 20 makro ekonomik değişken arasından, tüketici fiyatları, yurtiçi tasarrufların GSYH'ye oranı, dış faiz servisi ve genel yönetim faiz dışı bütçe dengesinin GSYH'ye oranı gibi değişkenlerin diskriminant faktörü olduğu, diğer değişkenlerin ise ülkeler arasında homojenlik gösterdiği sonucuna varılmıştır.

Afonso, Gomes ve Rother (2011), ülke kredi notlarının kısa ve uzun dönemdeki belirleyicilerini incelerken 3 büyük kredi derecelendirme kuruluşu için 1995-2005 yıllarını kapsayan süreçte verdikleri kredi notlarını doğrusal ve sıralı tepki modeli yardımıyla analiz etmişlerdir. Sonuç olarak kısa dönemde kişi başına düşen gelir, GSMH'deki büyüme hızı, kamu borcu ve bütçe dengesinin kredi notu üzerinde etkili olduğu, uzun dönemde ise devletin etkinliğinin, dış borç stokunun, döviz rezervlerinin ve ülkenin temerrüt geçmişinin kredi notunun belirleyici değişkenler olduğu sonucuna varmışlardır.

Şahinöz ve Gönenç (2011), çalışmalarında gelişmekte olan ülkelerin kredi notunu, risk primini ve faiz oranını etkileyen faktörleri incelemişlerdir. Bu bağlamda 18 gelişmekte olan ülkenin S&P tarafından 1998-2008 yıllarını kapsayan süreçte verdikleri kredi notuna dair verileri panel veri analizi yöntemiyle araştırmışlardır. Çalışmanın sonunda uluslararası sermaye piyasalarındaki yerini iyileştirmek isteyen gelişmekte olan ülkelerin, büyümelerini arttırmaları, kamu borçlarını azaltmaları ve politik istikrarı sağlamaları gerektiği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca para politikası ve kurumsal kalite de kredi notunun belirlenmesinde önemli değişkenler olarak gösterilmektedir.

Erdem ve Varlı (2014) gelişmekte olan piyasalarda makroekonomik değişkenlerin ülke kredi notları üzerindeki etkilerinin araştırdıkları çalışmalarında, bütçe dengesinin GSYH'ye oranı, kişi başına düşen gelir, toplam rezervlerin GSYH'ye oranı ve birleşik yönetim göstergelerinin ülke kredi notları ile yakından ilişki değişkenler olduğu sonucuna varmışlardır. Çalışmada S&P tarafından derecelendirilen ülkelere ait panel veriler havuzlandırılmış OLS, sabit ve rassal etkiler ile sıralı probit tahmin yöntemleriyle analiz edilmiştir.

2. Yöntem

2.1. Verilerin Toplanması

Çalışmamızda, en büyük 3 derecelendirme kuruluşundan biri olan Standard and Poor's tarafından belirlenen ülke kredi notlarının makroekonomik belirleyicilerine yönelik analiz yapılmaktadır. S&P, Haziran 2014 itibariyle 129 ülkeyi derecelendirmektedir. Ancak, özellikle alt ve orta gelir grubunda yer alan bazı ülkelere ait makroekonomik verilere ulaşmada yaşanan sorunlardan dolayı, çalışmada bu ülkelerden 105 tanesi analize dahil edilmiştir. Söz konusu bu 105 ülke ise alt ve orta gelirli ülkeler (60 ülke) ile yüksek gelirli ülkeler (45 ülke) başlıkları altında iki alt kategoride sınıflandırılarak ayrı ayrı analiz edilmiştir.

Modele ait tanımlayıcı değişkenler ise literatür takip edilerek ve S&P derecelendirme kuruluşu tarafından incelenen değişkenler göz önüne alınarak belirlenmiştir. Bu anlamda Kişi Başına Düşen Gelir, Büyüme, Enflasyon, İşsizlik, Bütçe Dengesi, Kamu Borcu ve Cari Denge, ülke kredi notları üzerindeki etkilerinin ölçüldüğü makroekonomik değişkenler olarak seçilmiştir. Tablo 13'de analize konu olan makroekonomik değişkenlere ait açıklamalar ve değişkenlere ait verilerin kaynakları gösterilmektedir.

Tablo 13. Modele Ait Açıklayıcı Değişkenler

Değişken	***Açıklaması***	***Kaynak***
Kişi Başına Gelir	Cari fiyatlarla KBGSYH (ABD Doları)	Dünya Bankası
Büyüme	GSYH'nin büyüme hızı	Dünya Bankası
Enflasyon	Tüketici fiyatlarındaki yıllık % değişim	Dünya Bankası
İşsizlik	ILO modeli ile hesaplanan işsizlik oranları	Dünya Bankası
Bütçe Dengesi	Genel yönetim bütçe açığı-fazlası/GSYH	IMF
Kamu Borcu	Genel yönetim brüt borç Stoku/GSYH	IMF
Cari Denge	Cari işlemler açığı-fazlası/GSYH	IMF

Çalışmada, 2003-2012 yılları için S&P tarafından derecelendirilen 105 ülkeye ait ülke kredi notları ve 7 açıklayıcı değişkene ait panel veriler analiz edilmektedir. Kişi başına düşen gelir, büyüme, enflasyon ve işsizlik değişkenlerine ait verilere Dünya Bankası veri

tabanından ulaşılırken, bütçe dengesi, kamu borcu ve cari denge değişkenlerine ait veriler, Uluslararası Para Fonu'na (IMF) ait veri kaynaklarından temin edilmiştir.

2.2. Verilerin Analizi

Makroekonomik değişkenlerin ülke kredi notları üzerindeki etkilerinin araştırıldığı bu çalışmada panel veri ekonometrik teknikleri kullanılmıştır. Ekonometrik teknik olarak ise Sıralı Probit ve Sıralı Logit tahmin yöntemleri tercih edilmiştir. Çalışmada sıralı bir modelin seçilmesindeki neden ise modele ait bağımlı değişkenin kesikli bağımlı değişken adını verdiğimiz sıralı tam sayılardan oluşmasıdır. Kredi notlarının sıralı tam sayılara dönüştürülmesinde ise ikinci bölümde yer alan doğrusal dönüşüm tablosundan faydalanılmıştır. *(AAA:21…D:1).* Her bir yıla ait ülke kredi notu ise yılsonundaki kredi notu (pozitif veya negatif görünüm hariç) referans alınarak belirlenmiştir.

Sıralı Probit –Sıralı Logit Modeli

Sıralı Probit ve Sıralı Logit modelleri bağımlı değişkenin sıralı tam sayılardan oluştuğu analizlerde sıklıkla kullanılan bir tahmin yöntemidir. Bu model, iki yönlü tercih modellerinde olduğu gibi gözlenemeyen bir değişken varsayımı etrafında oluşturulmaktadır (Greene, 2003: 736). Aşağıdaki varsayım bağımlı değişken 'y' ile gözlenemeyen bağımlı değişken 'y^*' arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

$$y^* = x'\beta + \varepsilon$$

$$\begin{aligned} y &= 0; \quad y^* \leq 0 \text{ ise} \\ &= 1; \quad 0 < y^* \leq \mu_1 \text{ ise} \\ &= 2; \quad \mu_1 < y^* \leq \mu_2 \text{ ise} \\ &\dots \\ &= J; \quad \mu_{j-1} < y^* \quad \text{ise} \end{aligned}$$

y^* : gözlenemeyen bağımlı değişken değerleri

x : açıklayıcı değişkenler

ε : hata terimi (standart dağılım/lojistik dağılım)

μ : eşik değerleri

Modelde y* gözlenemeyen bağımlı değişkeni, x açıklayıcı değişken vektörünü, ε ise hata terimini temsil etmektedir. Sıralı probit modelde hata terimi normal dağıldığı varsayılırken, sıralı logit modelinde lojistik dağılıma sahip olduğu varsayılır. μ ise y'nin alacağı değerler için alt ve üst sınırları belirten eşik değerlerini göstermektedir. Eşik değerlerinin sayısı, bağımlı değişkenin alacağı değerlerin sayısına bağlıdır. Örneğin, 'y', 0, 1 ve 2 değerlerini alıyorsa, modelde iki tane eşik değeri (μ_1 ve μ_2) bulunmaktadır (Wooldridge, 2002: 505).

Normal dağılım varsayımı altında Sıralı Probit ve lojistik dağılım varsayımı altında Sıralı Logit için olasılıklar aşağıdaki şekilde formüle edilebilir (Greene, 2003: 737).

$$P(y = 0 \mid x) = \Phi(-x'\beta)$$
$$P(y = 1 \mid x) = \Phi(\mu_1 - x'\beta) - \Phi(-x'\beta)$$
$$P(y = 2 \mid x) = \Phi(\mu_2 - x'\beta) - \Phi(\mu_1 - x'\beta)$$
$$\dots$$
$$P(y = j \mid x) = 1 - \Phi(\mu_{j-1} - x'\beta)$$

Φ: Hata teriminin dağılımı için yapılan varsayıma göre farklılaşmaktadır. Sıralı probit modeli için normal dağılımı, sıralı logit modeli için lojistik dağılımı temsil etmektedir.

Sıralı probit ve sıralı logit tahmin yöntemleri için bahsedilmesi gereken önemli diğer bir nokta ise, tıpkı iki yönlü olasılık modellerinde olduğu gibi tahmin sonuçlarını temsil eden parametrelerin marjinal etkileri göstermediğidir. Bu anlamda marjinal etkileri görebilmek için Sıralı Probit/Logit için tasarlanmış olasılık fonksiyonunun bağımsız değişkene göre türevi alınmaktadır.

Örneğin 3 olasılıklı (0,1 veya 2) bir modelde tahmincilerin marjinal etkileri şu şekilde gösterilmektedir (Greene, 2003: 738).

$$\partial \text{ Prob}(y = 0 \mid x) / \partial x = -\Phi(x'\beta)\beta$$

$$\partial \text{ Prob}(y = 1 \mid x) / \partial x = [\Phi(-x'\beta) - \Phi(\mu - x'\beta)]\beta$$

$$\partial \text{ Prob}(y = 2 \mid x) / \partial x = \Phi(\mu - x'\beta)\beta$$

Ekonometrik Model

Sıralı probit ve sıralı logit gibi çoklu tercih modellerinin temelini iki yönlü tercih modelleri (Binary Response Model) oluşturmaktadır. Probit ve logit gibi iki yönlü tercih modellerinde bağımlı değişken 0 veya 1 olmak üzere 2 farklı değer almaktadır. Ancak bazı ekonomik durumlarda 2'den fazla alternatif durum söz konusu olabilir. Bu alternatifler taşıma şekilleri (araba,otobüs,tren vs) veya meslek gruplar (avukat, öğretmen vs.) gibi sıralanamayan değişkenler olabileceği gibi, tahvil dereceleri (AAA,AA vs) ya ada anket sonuçları (kesinlikle katılıyorum..kesinlikle katılmıyorum) gibi sıralı değişkenleri de içerebilir (Baltagi, 2008: 339). Bu noktada çalışmamızda incelediğimiz ülke kredi notları da benzer şekilde 2'den fazla ekonomik durumu barındıran sıralı alternatiflerden oluşmaktadır ve bu nedenle analizde birer çoklu tercih modeli olan sıralı probit ve sıralı logit tahmin yöntemleri kullanılmıştır. Ülke kredi notlarının belirleyicisi olarak seçilen makroekonomik değişkenler ve panel veri için tasarlanan ekonometrik model ise şu şekildedir;

y^*: *Ratings*
x_1: *Kbgsyh*
x_2: *Büyüme*
x_3: *Enflasyon*
x_4: *İşsizlik*
x_5: *Bütçe Dengesi*
x_6: *Kamu Borcu*
x_7: *Cari Denge*

$$Rating_{it} = \beta_1 Kbgsyh_{it} + \beta_2 Büyüme_{it} + \beta_3 Enflasyon_{it} + \beta_4 İşsizlik_{it} + \beta_5 Bütçe\ Dengesi_{it} + \beta_6 Kamu\ Borcu_{it} + \beta_7 Cari\ Denge_{it} + u_{it}$$

$$y^* = x'\beta + \varepsilon$$

$$\begin{aligned} yit &= \textbf{\textit{0}};\ y^* \leq 0 \\ &= \textbf{\textit{(D)}}\quad \textbf{\textit{1}};\ 0 < y^* \leq \mu_1 \\ &= \textbf{\textit{(CC)}}\quad \textbf{\textit{2}};\ \mu_1 < y^* \leq \mu_2 \\ &\ \ \ldots \\ &= \textbf{\textit{(AA+)}}\quad \textbf{\textit{20}};\ \mu_{19} < y^* \leq \mu_{20} \\ &= \textbf{\textit{(AAA)}}\quad \textbf{\textit{21}};\ \mu_{20} < y^* \end{aligned}$$

3. Bulgular

3.1. Alt ve Orta Gelirli Ülkeler Grubu

Frekans Dağılımları

Tablo 14, S&P tarafından derecelendirilen alt ve orta gelirli ülkeler için kredi derecelerinin gerçekleşme sıklıklarını, diğer bir ifadeyle kredi notlarına ilişkin frekans dağılımlarını göstermektedir. Tabloyu incelendiğimizde öncelikle, 60 alt ve orta gelirli ülkeye ait 10 yıllık süreci kapsayan toplam 531 gözlem değerinin varlığından söz edebiliriz. Her bir kredi notuna ilişkin frekanslar incelendiğinde ise notların önemli bir kısmının B, B+, BB-, BB ve BB+'da biriktiği görülmektedir. BB+ noktasındaki kümülatif yüzde ise %78,34 düzeyindedir. Diğer bir ifadeyle alt ve orta gelirli ülkelerin oldukça önemli bir kısmı yatırım yapılabilir not düzeyi olan BBB- ve üzeri seviyelere ulaşamamıştır.

Tablo 14. Ülke Kredi Notları İçin Frekans Dağılım Tablosu-1

	RATING	FREKANS	YÜZDE	KÜMÜLATİF YÜZDE
1	D/SD	4	0,75	0,75
2	CC	1	0,19	0,94
4	CCC	4	0,75	1,69
5	CCC+	7	1,32	3,01
6	B-	39	7,34	10,36
7	B	74	13,94	24,29
8	B+	100	18,83	43,13
9	BB-	65	12,24	55,37
10	BB	70	13,18	68,55
11	BB+	52	9,79	78,34
12	BBB-	34	6,40	84,75
13	BBB	25	4,71	89,45
14	BBB+	25	4,71	94,16
15	A-	17	3,20	97,36
16	A	9	1,69	99,06
17	A+	2	0,38	99,44
18	AA-	3	0,56	100,00
	Toplam	531	100,00	

Frekans dağılımlarıyla ilgili bir diğer önemli nokta ise gözlem sayısı yüksek olan kredi notlarına ilişkin anlamlılık düzeyleridir. Her bir kredi notu için incelediğimiz marjinal etkiler, frekans sayısı yüksek olan dolayısıyla tüm notlar içinde yüksek gözlem yüzdesine sahip kredi notlarında istatistiksel olarak daha anlamlı sonuçlar vermektedir.[12]

[12] Bkz. Ek 8. Alt ve Orta Gelirli Ülkeler İçin Marjinal Etkiler (Sıralı Probit)

Tahmin sonuçları

Tablo 15 alt ve orta gelirli ülkeler grubu için yaptığımız Sıralı Probit ve Sıralı Logit analizlerinin tahmin sonuçlarını içermektedir.

Tablo 15. Sıralı Probit/Logit Tahmin Sonuçları-1

	SIRALI PROBIT	***SIRALI LOGIT***
	Katsayı **P>IzI**	**Katsayı** **P>IzI**
KBGSYH	0,0002 *(0,000)*	0,0003 *(0,000)*
BÜYÜME	0,0780 *(0,000)*	0,1569 *(0,000)*
ENFLASYON	-0,0450 *(0,000)*	-0,0814 *(0,000)*
İŞSİZLİK	0,0047 ***(0,531)***	0,0082 ***(0,527)***
BÜTÇE D.	-0,0535 *(0,000)*	-0,0934 *(0,000)*
KAMU B.	-0,0120 *(0,000)*	-0,0191 *(0,000)*
CARİ D.	0,0200 *(0,000)*	0,0388 *(0,000)*
GÖZLEM SAYISI	497	497
PROB > CHI2	0,0000	0,0000
PSEUDO R2	0,0788	0,0823

Tahmin sonuçları incelendiğimizde öncelikle her iki tahmin sonucunun da birbirine paralel olduğunu söyleyebiliriz. Katsayılarda birtakım farklılıklar olsa da katsayılara ait anlamlılık değerleri arasında ciddi farklar bulunmamaktadır.

Modelin bir bütün olarak anlamlılığını incelediğimizde, oldukça yüksek anlam düzeyine sahip olduğunu görmekteyiz. Dolayısıyla kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı bir model olduğunu söyleyebiliriz. Diğer taraftan tanımlayıcı değişkenler olarak seçilen 7 makroekonomik değişkenden, *Kişi Başına Düşen Gelir, Büyüme Oranı, Enflasyon Oranı, Bütçe Dengesi, Kamu Borcu* ve *Cari İşlemler Dengesinin* istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. İşsizlik Oranı ile kredi notları arasında ise sistematik bir ilişkiye rastlanılmamıştır.

Diğer taraftan, Sıralı Probit ve Sıralı Logit tahmin sonuçlarına ilişkin parametreler de, tıpkı iki yönlü olasılık modellerinde olduğu gibi marjinal etkileri göstermemektedir. Bu

nedenle tahmin sonuçlarını değerlendirirken, katsayıların sayısal değerlerinden ziyade işaretlerini yorumlamak daha sağlık olacaktır. Bu anlamda tüm açıklayıcı değişkenlere ait katsayıları yorumlayacak olursak;

- *Kişi Başına Düşen Gelir (+):* Kişi başına düşen gelir ile kredi notu arasında pozitif ilişki söz konusudur. Kişi başına düşen gelir miktarı yüksek olan ülkelerin kredi notunun da yüksek olması daha olasıdır.

- *Büyüme (+):* Büyüme oranı ile ülke kredi notu arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Diğer bir ifadeyle daha hızlı büyüyen ülkelerin, görece daha yavaş büyüyen ülkelere göre üst düzey bir kredi notuna sahip olma olasılığı daha yüksektir.

- *Enflasyon (-*): Enflasyon oranı ile kredi notları arasındaki ilişki negatif yönlüdür. Enflasyon oranı düşük olan ülkelerin görece yüksek olan ülkelere göre kredi notlarının da yüksek olması beklenmektedir.

- *Bütçe Dengesi (-*): Katsayı negatif işarete sahiptir. Açıklayıcı değişken olarak kullandığımız bütçe dengesi, bütçe açığı veya fazlasının GSYH'ye oranı şeklinde tanımlanmaktadır. Dolayısıyla bu, bütçe açığı/fazlasının GSYH'ye oranı ile kredi notu arasındaki ilişkinin negatif yönlü olduğu anlamına gelmektedir. Bu anlamda bir ekonomide cari işlemler açığı söz konusu ise açıklayıcı değişken olan bütçe dengesi negatif, bütçe fazlası durumunda ise pozitif bir değer alacaktır ve ekonomideki bütçe fazlası arttıkça, değer pozitif yönde ilerleyecektir. Bütçe dengesine ait katsayının işaretinin negatif olması ise şu şekilde yorumlanabilir. Bütçe açığındaki artışlar kredi notunu olumlu yönde etkilemektedir. Bir diğer ifadeyle yüksek kredi notuna sahip alt ve orta gelirli ülkelerde bütçe açığı görece daha fazladır.

- *Kamu Borcu (-*): Kamu borcu toplam kamu borcunun GSYH'ye oranı şeklinde tanımlanmaktadır. Ekonomilerde bu oranın düşük olması yani kamu borcunun GSYH'ye göre azalması beklenir. Analiz sonuçları da bu beklentilere paralel gerçekleşmiştir. Kamu borcu değişkenine ait parametrenin negatif işarete sahip

olması, GSYH'ye oranla daha yüksek kamu borcuna sahip ülkelerin, ülke kredi notlarının görece daha düşük olma olasılığını arttıracağı anlamına gelmektedir.

- *Cari Denge (+):* Cari denge, cari işlemler açığı/fazlasının GSYH'ye oranı anlamına gelmektedir. Dolayısıyla bir cari açık durumunda değişken negatif işarete, cari fazla durumunda ise pozitif işarete sahip olacaktır. Cari denge değişkenine ait katsayının pozitif işarete sahip olması ise şu anlama gelmektedir; Cari işlemler dengesinde fazla veren ya da görece daha düşük cari açığa sahip ülkelerin, daha yüksek cari açığa sahip ülkelere göre kredi notlarının da yüksek olma ihtimali daha olasıdır. Daha net bir ifadeyle cari açık arttıkça ülke kredi notlarının azalma olasılığının yükseleceğini söyleyebiliriz.

Marjinal Etkiler

Tablo 16. Marjinal Değişimlerin Olasılıklar Üzerindeki Etkileri-1

	CCC+	***B-***	***B***	***B+***	***BB-***	***BB***	***BB+***	***BBB-***	***BBB***	***BBB+***	***A-***	***A***
KBGSYH												
BÜYÜME				**-**					**+**			
CARİ D.												
ENFLASYON												
BÜTÇE D.				**+**					**-**			
KAMU B.												

Tablo 16'da sıralı probit tahmini sonucunda istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara sahip değişkenlerin marjinal etkileri gösterilmektedir. Tabloyu incelediğimiz zaman, anlamlı sonuçlara sahip açıklayıcı değişkenlerin her bir kredi notunda farklı etkilere sahip olduğunu görmekteyiz. Tanımlayıcı değişkenlere ait marjinal etkileri şu şekilde özetleyebiliriz;

- *Kişi Başına Düşen Gelir:* Kişi başına düşen gelirdeki marjinal artışlar kredi notlarını CCC+, B-, B, B+ ve BB- seviyelerinde olumsuz yönde etkilerken, BB, BB+, BBB-, BBB, BBB+, A- ve A düzeylerinde olumlu yönde etkilemektedir. Örneğin kişi başına düşen gelirdeki 1 birimlik artış, kredi notunun B+ olma olasılığını azaltırken, BBB- olma olasılığını arttırmaktadır.

- *Büyüme:* Büyüme oranı ile kredi notları arsındaki ilişki CCC+, B-, B, B+ ve BB- seviyelerinde negatif yönlüyken, BB, BB+, BBB-, BBB, BBB+, A- ve A düzeylerinde ise pozitif yönlüdür. Örneğin, alt ve orta gelir grubunda yer alan bir ülkede, büyüme oranında meydana gelen 1 birimlik bir artış, kredi notunun BB- olma olasılığını düşürürken, BB olma olasılığını arttırmaktadır.

- *Cari Denge:* Cari işlemler dengesi ile kredi notları arasındaki ilişki kişi başına düşen gelir ve büyüme oranıyla paralellik göstermektedir. Cari işlemler açığında meydana gelen azalışlar ya da cari işlemler fazlasında meydana gelen artışlar ülke kredi notlarını CCC+, B-, B, B+ ve BB- seviyelerinde olumsuz yönde etkilerken, BB, BB+, BBB-, BBB, BBB+, A- ve A düzeylerinde olumlu yönde etkilemektedir. Örneğin, GSYH'ye oranla cari işlemler fazlasındaki 1 birimlik artış kredi notunun BB- ve altı kredi notlarının gerçekleşme ihtimalini azaltırken, BB ve üzeri kredi notlarının gerçekleşme olasılığını arttırmaktadır.

- *Enflasyon:* Enflasyon oranında meydana gelen değişimlerin, ülke kredi notlarının gerçekleşme olasılıkları üzerindeki etkisine bakıldığında, enflasyon oranında meydana gelen 1 birimlik artışın, BB- ve altı kredi notlarının gerçekleşme olasılığında bir artışa, BB ve üzeri kredi notlarının gerçekleşme olasılıklarında ise bir azalışa neden olduğunu söyleyebiliriz.

- *Bütçe Dengesi:* Bütçe açığı veya fazlasının GSYH'ye oranı ile kredi notları arasında CCC+, B-, B, B+ ve BB- seviyelerinde pozitif yönde bir ilişki mevcutken, BB, BB+, BBB-, BBB, BBB+, A- ve A kredi notu düzeylerinde negatif bir ilişki söz konusudur. Örneğin, kamu bütçesinin fazla verdiği durumlarda, bütçe fazlasında meydana gelen 1 birimlik marjinal bir artış, ülke kredi notunun BB- olma olasılığını arttırırken BB olma olasılığını azaltmaktadır.

- *Kamu Borcu:* Toplam brüt kamu borcunun GSYH'ye oranını temsil eden kamu borcu değişkeni ile kredi notları arasında CCC+, B-, B, B+ ve BB- seviyelerinde pozitif, BB, BB+, BBB-, BBB, BBB+, A- ve A kredi notu düzeylerinde ise negatif bir ilişki söz konusudur.

3.2. Yüksek Gelirli Ülkeler Grubu

Tablo 17'de, analize konu olan yüksek gelirli ülkelere ait kredi notlarının frekans dağılımları gösterilmektedir. Tablo incelendiğinde ilk dikkat çeken nokta AAA düzeyindeki kredi notlarının toplam frekanslar içinde önemli bir paya sahip olduğudur. 45 ülkeye ait 10 yıllık toplam 450 gözlem içinde AAA, 159 gözlemle ilk sırada yer almaktadır. En düşük riski temsil eden söz konusu kredi notuna kadar kümülatif yüzde %64,67 seviyesinde iken, sadece AAA'nın toplam içindeki yüzdelik payı %35,33'tür. Bu da bize ekonomik gelişmişlik düzeyinin ülke riskinin değerlendirilmesinde ve kredi notlarının belirlenmesinde ne denli etkili olduğunu göstermektedir.

Diğer taraftan söz konusu ülkelerin neredeyse tamamı yatırım yapılabilir düzey olan BBB- ve üzeri kredi notuna sahiptir. Tabloda düşük frekanslarla gösterilen, risk düzeyinin yüksek olduğu kredi notları ise spesifik birkaç ülkenin yaşadığı ekonomik sorunlar sonucu oluşan uç değerler olarak karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu seviyeler için hesaplanan marjinal değerler de bu duruma paralel şekilde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar vermemektedir.

Frekans Dağılımları

Tablo 17. Ülke Kredi Notları İçin Frekans Dağılım Tablosu-2

RATING		***FREKANS***	***YÜZDE***	***KÜMÜLATİF YÜZDE***
2	***CC***	1	0,22	0,22
5	***CCC+***	1	0,22	0,44
6	***B-***	2	0,44	0,89
7	***B***	2	0,44	1,33
8	***B+***	2	0,44	1,78
9	***BB-***	2	0,44	2,22
10	***BB***	4	0,89	3,11
11	***BB+***	6	1,33	4,44
12	***BBB-***	12	2,67	7,11
13	***BBB***	24	5,33	12,44
14	***BBB+***	18	4,00	16,44
15	***A-***	35	7,78	24,22
16	***A***	65	14,44	38,67
17	***A+***	32	7,11	45,78
18	***AA-***	35	7,78	53,56
19	***AA***	26	5,78	59,33
20	***AA+***	24	5,33	64,67
21	***AAA***	159	35,33	100,00
Toplam		450	100,00	

Tahmin sonuçları

Tablo 18. Sıralı Probit/Logit Tahmin Sonuçları-2

	SIRALI PROBIT	***SIRALI LOGIT***
	Katsayı **P>IzI**	**Katsayı** **P>IzI**
KBGSYH	0,0001 *(0,000)*	0,0001 *(0,000)*
BÜYÜME	-0,0162 ***(0,228)***	-0,0052 ***(0,836)***
ENFLASYON	-0,1712 *(0,000)*	-0,3081 *(0,000)*
İŞSİZLİK	-0,0957 *(0,000)*	-0,0161 *(0,000)*
BÜTÇE D.	-0,0052 ***(0,665)***	-0,0200 ***(0,390)***
KAMU B.	-0,0071 *(0,000)*	-0,0143 *(0,000)*
CARİ D.	-0,0037 ***(0,619)***	-0,0081 ***(0,575)***
GÖZLEM SAYISI	450	450
PROB > CHI2	0,0000	0,0000
PSEUDO R2	0,1990	0,2102

Tahmin sonuçlarını incelediğimizde seçilen 7 makroekonomik değişkenden *Kişi Başına Düşen Gelir, Enflasyon Oranı, İşsizlik Oranı* ve *Kamu Borcu* değişkenleri için istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılırken, *Büyüme oranı, Bütçe Dengesi* ve *Cari Denge* ile kredi notları arasında sistematik bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Aynı zamanda yüksek gelirli ülkelerde makroekonomik değişkenlerin ülke kredi notları üzerindeki etkilerini belirlemeye yönelik kurulan söz konusu modelin bir bütün olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Benzer şekilde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılan değişkenlere ait her bir katsayı, katsayının işareti üzerinden yorumlanmaktadır. Bu çerçevede her bir parametreyi yorumlayacak olursak;

- *Kişi Başına Düşen Gelir (+):* Kişi başına düşen gelir değişkenine ait katsayı pozitif işaret sahiptir. Bu işaretin taşıdığı anlam ise şudur; Kişi başına gelir düzeyi yüksek olan ülkelerin, görece daha düşük ülkelere göre kredi notlarının da üst seviyelerde olma olasılığı daha fazladır. Daha net bir ifadeyle ülke kredi notu ve kişi başına düşen milli gelir arasında doğru yönlü bir ilişki söz konusudur.

- *Enflasyon Oranı (*-): Tahmin sonuçlarına göre enflasyon oranı ile kredi notu arasındaki ilişki negatif yönlüdür. Bu durumda enflasyon oranı yüksek ülkelerin kredi notlarının düşük olması, enflasyon oranı düşük olan ülkelerin ise kredi notlarının da görece daha yüksek olması beklenmektedir.

- *İşsizlik (*-): Alt ve orta gelirli ülkeler grubu için yapılan analizde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılamayan işsizlik oranı, yüksek gelirli ülkelerin kredi notlarının belirlenmesinde önemli bir değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. Uluslararası Çalışma Örgütü'nün yöntemine göre hesaplanan işsizlik oranlarını temsil eden değişken negatif işarete sahiptir. Bu durumda, iki ülkeden işsizlik oranı daha yüksek olan ülkenin kredi notunun, diğerine göre daha alt seviyede olma ihtimalinin daha yüksek olduğu söylenilebilir.

- *Kamu Borcu (*-): Kamu borcu, toplam brüt kamu borcunun GSYH'ye oranını temsil eden açıklayıcı değişkendir. Dolayısıyla toplam kamu borcu arttıkça değişkene ait verilerin sayısal değerleri de artacaktır. Tahmin sonuçlarına göre kamu borcuna ait parametre negatif işarete sahiptir. Yani yüksek kamu borcuna sahip ülkelerin kredi notlarının daha alt düzeylerde gerçekleşme ihtimali daha yüksektir.

Dünya Bankası tarafından yüksek gelirli ülkeler kategorisinde gösterilen ve S&P tarafından derecelendirilen 45 ülke için, makroekonomik değişkenlerin ülke kredi notları üzerindeki etkilerinin araştırılmasına yönelik hazırlanan ekonometrik model ve bu modelin tahmini sonucunda seçilen 7 makroekonomik değişken arasından *Büyüme Oranı, Bütçe Dengesi* ve *Cari İşlemler Dengesi* ile kredi notları arasında anlamlı ve sistematik bir ilişki görülmemiştir.

Marjinal Etkiler

Tablo 19'da yüksek gelirli ülkeler grubu için yapılan sıralı probit tahmin sonucunda istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılan değişkenler için marjinal etkilerin katsayılarına ait işaretler gösterilmektedir.[13] Yalnız BBB- kredi seviyesinin altı ve AA- düzeyi için anlamlı sonuçlara ulaşılamadığından söz konusu kredi notları tabloda yer almamaktadır. BBB-'nin altında kalan not düzeylerinin istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar vermemesinin en önemli nedeni, bahsi geçen kredi notlarının yüksek gelirli ülkeler için uç gözlemler olmasıdır. Kredi notlarına ait frekans dağılımlarında da bahsedildiği gibi bu notlar spesifik birkaç ülkenin geçici ekonomik ve politik bir takım sorunlarından kaynaklanan uç örneklerdir. Diğer taraftan AA- düzeyine ilişkin marjinal etkilerin anlamlı sonuçlar vermemesinin nedeni olarak ise, ilgili dönemde söz konusu not düzeyine sahip ülkelerin makroekonomik verilerinde ciddi farklılaşmaların yaşanması gösterilebilir.

Tablo 19. Marjinal Değişimlerin Olasılıklar Üzerindeki Etkileri-2

<table>
<tr><th></th><th>BBB-</th><th>BBB</th><th>BBB+</th><th>A-</th><th>A</th><th>A+</th><th>AA</th><th>AA+</th><th>AAA</th></tr>
<tr><td>KBGSYH</td><td colspan="6">-</td><td colspan="3">+</td></tr>
<tr><td>ENFLASYON</td><td colspan="6" rowspan="3">+</td><td colspan="3" rowspan="3">-</td></tr>
<tr><td>İŞSİZLİK</td></tr>
<tr><td>KAMU B.</td></tr>
</table>

Her bir açıklayıcı değişkendeki marjinal değişimlerin kredi notlarının gerçekleşme olasılıkları üzerindeki etkileri şu şekilde sıralanabilir;

- *Kişi Başına Düşen Gelir:* Kişi başına düşen gelirdeki değişimlerin kredi notları üzerindeki etkileri BBB-, BBB, BBB+, A-, A ve A+ düzeylerinde negatif yöndeyken, AA, AA+ ve AAA seviyelerinde pozitif yöndedir. Bu durumu bir örnekle açıklayacak olursak, yüksek gelirli ülkelerde kişi başına düşen gelirdeki marjinal artışların, ülke kredi notunun BBB düzeyinde gerçekleşme olasılığını azaltırken, AA+ düzeyinde gerçekleşme olasılığını arttıracağını söyleyebiliriz. Bu noktada kişi başına düşen gelirdeki marjinal artışların ülke kredi notlarını düşük

[13] Bkz. Ek 9. Yüksek Gelirli Ülkeler İçin Marjinal Etkiler (Sıralı Probit)

seviyelerde olumsuz yönde etkilemesi, diğer taraftan yüksek seviyelerde kredi notlarını olumlu etkilemesi iktisadi açıdan beklenen bir durumdur. Bu durum kişi başına düşen gelirdeki artışların kredi notlarını alt düzeyden üst düzeye çıkarma olasılığını arttırdığını göstermektedir.

- *Enflasyon:* Enflasyon oranındaki marjinal değişimlerin olasılıklar üzerindeki etkilerine bakıldığında, enflasyon oranındaki artışlar ile kredi notları arasındaki ilişkinin, kişi başına düşen gelirin aksine, alt düzey kredi notlarında pozitif, üst düzey kredi notlarında ise negatif yönlü olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Örneğin enflasyon oranındaki 1 birimlik artış, ülke kredi notunun AA- olma olasılığını arttırırken, AAA olma olasılığını azaltmaktadır. Daha kısa ve net bir ifadeyle, enflasyon oranının artmasının ülke kredi notunun düşme olasılığını arttıracağını söyleyebiliriz. Gelişmiş ülkelere ait kredi notlarının frekans dağılımlarını incelediğimiz zaman, yüksek seviyedeki kredi notlarının toplam içindeki payının oldukça yüksek olduğunu görmüştük. Bu durumda BBB-, A- gibi notların söz konusu ülkeler için düşük kabul edilebilir not düzeyleri olduğu söylenebilir. Dolayısıyla enflasyon oranındaki artışların kredi notunun gerçekleşme ihtimalini bu seviyelerde arttırırken, yüksek seviyelerde azaltması iktisadi anlamda beklenen bir durumdur.

- *İşsizlik:* Modelimizde, istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılan bir diğer makroekonomik değişken ise işsizlik oranlarıdır. İşsizlik oranlarına yönelik hesaplanan marjinal etkiler için öncelikle, enflasyon oranlarının marjinal etkileri ile paralellik gösterdiğini söyleyebiliriz. Tıpkı enflasyon oranlarında olduğu gibi, işsizlik oranlarındaki marjinal artışlar da, kredi notlarının BBB-, BBB, BBB+, A-, A ve A+ olma olasılıklarını arttırmakta, AA, AA+ ve AAA olma olasılıklarını ise azaltmaktadır. İşsizlik oranlarının risk derecesi yüksek kredi notları üzerindeki pozitif, düşük riskli kredi notları üzerindeki negatif etkileri hem istatistiksel olarak anlamlıdır, hem de iktisadi anlamda beklenen bir durumdur.

- *Kamu Borcu:* Ülke kredi notları üzerindeki etkileri bakımından, enflasyon oranları ve işsizlik oranları ile paralellik göstermektedir. Kamu borcunun GSYH içindeki payı, kredi notları üzerinde yüksek risk barındıran notlar için pozitif, düşük risk barındıran notlar için ise negatif etkilere sahiptir. Örneğin, GSYH'ye oranla kamu borcundaki 1 birimlik artış, kredi notunun A- olma olasılığını arttıracak, diğer taraftan AA olma olasılığını azaltacaktır. Benzer şekilde GSYH'ye oranla kamu borçlarındaki azalışlar, olasılıkları ters yönde etkileyecektir. Bu durumda kamu borcunu azaltmaya yönelik ekonomi politikaları uygulayan devletlerin, ülke kredi notlarını arttırma olasılıklarını da giderek yükselteceklerini söylemek mümkündür.

3.3. Tüm Ülkeler

Standard and Poor's tarafından derecelendirilen 105 ülkeyi gelir gruplarına göre analiz ettikten sonra, söz konusu ülkeleri tek bir çatı altında toplayarak incelemek de, tüm ülkeler için makro iktisadi değişkenlerin kredi notları üzerindeki etkileri hakkında fikir sahibi olmamız için faydalı olacaktır. Bu kapsamda analizimize öncelikle tüm ülkelerin kredi notların ait frekans dağılımlarını inceleyerek başlayabiliriz.

Frekans Dağılımları

Tablo 20. Ülke Kredi Notları İçin Frekans Dağılım Tablosu-3

	RATING	***FREKANS***	***YÜZDE***	***KÜMÜLATİF YÜZDE***
1	***D/SD***	4	0,41	0,41
2	***CC***	2	0,20	0,61
4	***CCC***	4	0,41	1,02
5	***CCC+***	8	0,82	1,83
6	***B-***	41	4,18	6,01
7	***B***	76	7,75	13,76
8	***B+***	102	10,40	24,16
9	***BB-***	67	6,83	30,99
10	***BB***	74	7,54	38,53
11	***BB+***	58	5,91	44,44
12	***BBB-***	46	4,69	49,13
13	***BBB***	49	4,99	54,13
14	***BBB+***	43	4,38	58,51
15	***A-***	52	5,30	63,81
16	***A***	74	7,54	71,36
17	***A+***	34	3,47	74,82
18	***AA-***	38	3,87	78,70
19	***AA***	26	2,65	81,35
20	***AA+***	24	2,45	83,79
21	***AAA***	159	16,21	100
	Toplam	981	100,00	

Tablo 20'de tüm ülkeler için kredi notlarına ait frekans dağılımları gösterilmektedir. Bu kapsamda analiz edilen 105 ülkeye ait 10 yıllık kredi notları incelendiğinde en yüksek yüzdeye AAA düzeyindeki kredi notunun sahip olduğunu görmekteyiz. Öyle ki; toplam 981 gözlemin 159'unu oluşturan kredi notu toplam frekansların yaklaşık %16'sını oluşturmaktadır. Bu durum ise bize, S&P tarafından derecelendirilen yüksek gelirli ülkelere ait ülke kredi notlarının, alt ve orta gelir grubunda yer alan ülkelere göre uzun

yıllar istikrarlı bir şekilde yüksek seviyelerde seyrettiğini göstermektedir. Özellikle bu gelir grubunda yer alan ve dünyanın en gelişmiş ekonomileri olarak kabul edilen bazı ülkelerde kredi notlarının uzun yıllar AAA düzeyinde seyretmesi ya da nadir sıklıkla değişmesi, kredi notlarına ait frekans dağılımlarında söz konusu not düzeyindeki oransal yüzdenin bu derece yüksek olmasının diğer bir nedenidir.

Çok sayıda gözleme sahip olan bir diğer kredi notu da tablodan da anlaşılacağı gibi B+ düzeyindeki kredi notlarıdır. Bu not düzeyine ait frekanslar incelendiğinde toplam gözlem sayısının AAA'dan sonra ikinci sırada yer aldığı görülmektedir. Toplam içinde yaklaşık %10'a denk gelen söz konusu kredi notu, toplam 981 gözlemin 102'sini oluşturmaktadır. Diğer kredi notlarına ait dağılımlar incelendiğinde ise bu kredi notlarının görece daha homojen bir dağılıma sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Bahsedilmesi gereken diğer bir önemli nokta ise frekans dağılımlarının kümülatif yüzdeleri ile ilgilidir. Bu noktada kümülatif yüzdeler incelendiğinde toplam frekansların yaklaşık %45'inin spekülatif düzey olan BB+ ve altında yer alan ülke kredi notlarından oluştuğu görülmektedir. Yaklaşık %55'i ise spekülatif hareketlerden etkilenme olasılığının son derece düşük olduğu yatırım yapılabilir düzeyi temsil eden BBB- ve üzeri kredi notlarından oluşmaktadır. Oldukça düşük seviyede yer alan kredi notlarına ait kümülatif yüzdeler ise son derece düşüktür. Bu noktada tüm ülkeler için yapılan analiz sonuçlarının, yüksek gelirli ülkeler için yapılan analiz sonuçlarıyla benzerlik göstermesinin beklenen bir durum olduğunu söyleyebiliriz.

Tahmin Sonuçları

Tüm ülkelere ait kredi derecelerinin frekans dağılımlarını inceledikten sonra, bu ülkeler için makroekonomik değişkenlerin kredi notları üzerindeki etkilerini araştırabiliriz. Bu kapsamda hazırlanan Tablo 20'de çalışmamıza konu olan tüm ülkeler için Sıralı Probit/Logit tahmin sonuçları detaylı bir şekilde gösterilmektedir.

Tablo 21. Sıralı Probit/Logit Tahmin Sonuçları-3

	SIRALI PROBIT	***SIRALI LOGIT***
	Katsayı **P>IzI**	**Katsayı** **P>IzI**
KBGSYH	0,0001 *(0,000)*	0,0002 *(0,000)*
BÜYÜME	**0,0052** ***(0,585)***	0,0634 *(0,000)*
ENFLASYON	-0,0662 *(0,000)*	-0,1064 *(0,000)*
İŞSİZLİK	-0,0045 ***(0,497)***	-0,0062 ***(0,585)***
BÜTÇE D.	-0,0181 *(0,023)*	-0,0568 *(0,000)*
KAMU B.	-0,0082 *(0,000)*	-0,0180 *(0,000)*
CARİ D.	0,0079 ***(0,069)***	0,0215 *(0,005)*
GÖZLEM SAYISI	947	947
PROB > CHI2	0,0000	0,0000
PSEUDO R2	0,2231	0,2422

Tablo incelendiğinde, yapılan diğer iki analizden farklı şekilde sıralı probit ve sıralı logit tahmin sonuçlarının istatistiksel olarak bir takım farklılıklara sahip olduğu anlaşılmaktadır. Bu kapsamda öncelikle sıralı probit yöntemiyle tahmin edilen makro iktisadi değişkenlerden büyüme oranının, sıralı logit sonuçlarının aksine istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Diğer taraftan cari işlemler açığı veya fazlasının GSYH'ye oranını temsil eden cari denge değişkeni ise panel veri sıralı probit tahmin sonuçlarına göre %90 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlıdır. Kişi başına düşen gelir düzeyi, enflasyon oranı, bütçe açığı veya fazlasının GSYH'ye oranı ve toplam brüt kamu borcu için ise her iki tahmin yönteminde de anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır. Diğer bir ifadeyle; iki farklı tahmin sonuçları göstermektedir ki; S&P tarafından derecelendirilen toplam 105 ülke için yapılan analizde söz konusu 4 makroekonomik değişken ülke kredi notlarının belirlenmesinde oldukça önemli faktörlerdir. İşsizlik oranı için ise bu durum söz konusu değildir. Her iki tahmin sonucu da bize, işsizlik oranı ile kredi notları arasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar vermemektedir. Tüm bu ön

değerlendirmeden sonra her iki tahmin yönteminin sonucuna göre istatistiksel olarak anlamlı değişkenlerin her birini ayrı ayrı yorumlayacak olursak;

- *Kişi Başına Düşen Gelir (+):* Katsayı pozitif işarete sahiptir. Bu durum kişi başına düşen gelir düzeyi ile ülke kredi notu arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Kişi başına gelir düzeyi görece yüksek olan ülkelerin diğer ülkelere göre daha düşük riske sahip bir kredi notuna sahip olma olasılıkları fazladır.

- *Enflasyon (-):* Enflasyon değişkenine ait katsayının işareti negatiftir. Bu durumda yüksek enflasyonun yaşandığı ülkelerin sahip oldukları kredi derecelerinin, daha düşük enflasyon oranına sahip ülkeler göre alt düzey bir seviyede olma olasılığı yüksektir.

- *Bütçe Dengesi (-):* Değişkene ait veri bütçe fazlası durumunda pozitif, bütçe açığı durumunda ise negatif bir değer alacaktır. Dolayısıyla bütçe açık verdikçe değer eksi yönde büyüyecek, sayısal değeri ise küçülecektir. Katsayının negatif işarete sahip olması ise, değişkene ait sayısal değer küçüldükçe, yani bütçe açığı arttıkça ülke kredi notunun yükselme olasılığının artması anlamına gelmektedir.

- *Kamu Borcu (-):* Toplam brüt kamu borcunun GSYH'ye oranını temsil eden değişkene ait katsayı negatif işarete sahiptir. Bu durumda yüksek kamu borcuna sahip ülkelerin diğerlerine göre düşük kredi notuna sahip olma olasılıkları yüksektir.

Marjinal Etkiler

Tablo 22. Marjinal Değişimlerin Olasılıklar Üzerindeki Etkileri-3

	CCC+ …….. BBB+	***A- …… AAA***
KBGSYH	**-**	**+**
ENFLASYON	**+**	**-**
BÜTÇE D.		
KAMU B.		

Tablo 22'de sıralı probit tahmin sonuçlarına göre kredi notları ile sistematik ilişkisi olan makro iktisadi değişkenlerin kredi notları üzerindeki istatistiksel olarak anlamlı marjinal etkileri gösterilmektedir.[14] Diğer bir ifadeyle tablo 22'de analizde açıklayıcı değişkenler olarak kullanılan makroekonomik değişkenlerdeki marjinal değişimlerin her bir kredi notunun gerçekleşme olasılığı üzerindeki negatif veya pozitif yönlü etkileri yer almaktadır. Burada bahsedilmesi gereken en önemli nokta diğer iki analizde de olduğu gibi açıklayıcı değişkenlerdeki değişimlerin farklı not düzeyleri için farklı etkilere sahip olduğudur. Bu kapsamda makroekonomik değişkenlerin her biri için şu açıklamalarda bulunabiliriz.

- *Kişi Başına Düşen Gelir:* Kredi notlarıyla makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi test eden analizlerin neredeyse tümü göstermektedir ki; kişi başına düşen gelir düzeyi bir ülkenin kredi notunun belirlenmesinde kullanılan iktisadi değişkenlerin başında gelmektedir. Bu analiz sonuçları da bu durumu doğrular niteliktedir. Kişi başına düşen gelir düzeyinin kredi notlarının gerçekleşme olasılıkları üzerindeki etkileri incelendiğinde, kişi başına düşen gelirdeki marjinal değişimler ile üst düzey kredi notları arasında pozitif, görece daha alt düzey kredi notları arasında ise negatif bir ilişki söz konusudur. Örneğin, kişi başına düşen gelirde meydana gelen 1 birimlik bir artış 105 ülkenin tümü için yapılan analiz sonuçlarına göre, ülke kredi notunun BBB olma olasılığını düşürürken, A olma olasılığını arttırmaktadır.

- *Enflasyon:* Tabloda da anlaşılacağı gibi enflasyon oranı ile kredi notları arasındaki ilişki, kişi başına düşen gelir ile kredi notları arasındaki ilişkinin tersi yönündedir. Burada enflasyon oranındaki 1 birimlik artışın CCC+'dan BBB+'ya kadar olan kredi notlarının gerçekleşme olasılıklarını arttırdığı, A- ve üzeri kredi notlarının gerçekleşme olasılıklarını ise düşürdüğü görülmektedir. Dolayısıyla enflasyon oranındaki marjinal artışlar ile kredi notları arasındaki ilişkinin üst düzey kredi notlarında negatif, görece daha alt düzey kredi notlarında ise pozitif olduğu görülmektedir.

[14] Bkz. Ek 10. Tüm Ülkeler İçin Marjinal Etkiler (Sıralı Probit)

- *Bütçe Dengesi:* Bütçe dengesindeki değişimlerin olasılıklar üzerindeki etkilerine bakılacak olursa öncelikle sonuçların enflasyon oranı ile paralellik gösterdiği söylenilebilir. Bütçe fazlasında meydana gelecek artışlar, bütçe dengesi değişkenine ait değerinde artması anlamına gelmektedir. Bu durumda bütçe fazlasında oluşacak artışlar sonucunda bütçe dengesinde meydana gelecek 1 birimlik artış, CCC+'dan BBB+'ya kadar olan kredi notlarının gerçekleşme olasılıklarını arttırırken, A- ve üzeri kredi notlarının gerçekleşme olasılıklarını azaltacaktır. Bütçe açığında meydana gelecek artışlarda ise bütçe açığının GSYH'ya oranına bağlı olarak bu durumun tersi yaşanacaktır.

- *Kamu Borcu:* Toplam brüt kamu borcunun GSYH'ye oranı ile kredi notları arasındaki ilişkinin A- ve üzeri kredi notları için negatif, BBB+ ve altı kredi notları için pozitif yönde olduğu görülmektedir. Örneğin brüt kamu borç stokunun GSYH'ye oranında meydana gelecek 1 birimlik artış ülke kredi notunun BBB- olma olasılığını arttıracakken, AA olma olasılığını düşürecektir.

S&P tarafından derecelendirilen 105 ülke için yapılan analiz sonuçlarında anlamlı sonuçlara ulaşılan makro iktisadi değişkenlerin olasılıklar üzerindeki marjinal etkilerini genel olarak özetleyecek olursak, öncelikle kişi başına düşen gelir düzeyinin, anlamlı diğer üç değişken olan büyüme oranı, bütçe açığı veya fazlasının GSYH'ye oranı ve toplam brüt kamu borcunun GSYH'ye oranı ile farklılık gösterdiğini söylemeliyiz. Bu kapsamda analiz sonuçları göstermektedir ki; kişi başına düşen gelirde meydana gelecek marjinal artışlar, CCC+'dan BBB+'ya kadar olan ülke kredi notlarının gerçekleşme olasılıklarını düşürürken, istatistiksel olarak anlamlı diğer değişkenlerdeki marjinal artışlar, söz konusu seviyelerdeki kredi notlarının gerçekleşme olasılıkları üzerinde pozitif etkiye sahiptir. A- ve üzeri kredi notları için ise bu durumun tersi söz konusudur.

Özetle her bir kredi notuna ilişkin marjinal etkiler incelendiğinde, kişi başına düşen gelir düzeyindeki artışların kredi notlarını daha yüksek seviyelere taşıyacağı öngörülürken, diğer üç değişkendeki marjinal artışların kredi notlarının düşük düzeylerde gerçekleşme olasılıklarını arttıracağı sonucuna ulaşılmaktadır.

4. Sonuç

Makroekonomik değişkenlerin, ülke riskini temsil eden ülke kredi notları üzerindeki etkilerinin belirlenmesine yönelik yapılan bu çalışmada, ülkeler alt ve orta gelirli ülkeler ile yüksek gelirli ülkeler olmak üzere iki başlık altında ayrı ayrı analiz edilmiş ve daha sonra tüm ülkeler tek bir çatı altında incelenmiştir. Tüm bu analizler sonucunda, makroekonomik faktörlerin tüm gelir grupları için ülke kredi notunu belirlemede aynı etkiye sahip olmadıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Alt ve orta gelirli ülkeler için yapılan analiz sonucunda, seçilen 7 makroekonomik değişkenden kişi başına düşen gelir, büyüme hızı, enflasyon, bütçe dengesi, toplam kamu borcu ve cari işlemler dengesi ülke kredi notu üzerinde önemli etkilere sahipken, işsizlik oranının ülke kredi notunu belirlemede herhangi sistematik bir etki bulunmamıştır. Diğer taraftan açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki marjinal etkileri incelendiğinde, kişi başına düşen gelir, büyüme oranı ve cari açık/fazlasının GSYH'ye oranının ülke kredi notunu, alt düzey kredi notlarında (BB- ve altı) olumsuz yönde, görece daha yüksek kredi notlarında (BB ve üzeri) ise olumlu yönde etkilediğini görülmektedir. Diğer bir ifadeyle söz konusu bu üç değişkendeki marjinal artışlar ülke kredi notunun artma olasılığını yükseltmektedir diyebiliriz. Anlamlı diğer 3 açıklayıcı değişken (enflasyon oranı, bütçe dengesinin GSYH'ye oranı ve toplam brüt kamu borcunun GSYH'ye oranı) için ise bu durumun tersi söz konusudur. Bu 3 değişken ülke kredi notunu alt düzey notlarda (BB- ve altı) olumlu etkilerken üst düzey notlarda (BB ve üzeri) olumsuz etkilemektedir. Daha net bir ifadeyle enflasyon oranındaki artışlar, bütçe açığı/fazlasının ve toplam brüt kamu borcunun GSYH içindeki payının artması ülke kredi notunun düşme ihtimalini arttırmaktadır.

Üst gelirli ülkeler grubu için yapılan analiz sonuçlarında ise, büyüme oranının, bütçe açığı/fazlası ile cari işlemler açığı/fazlasının GSYH içindeki payının ülke kredi notunu belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Kişi başına düşen gelir, enflasyon, işsizlik ve brüt kamu borcu ile ülke kredi notu arasında ise önemli ilişkiler bulunmaktadır. Marjinal etkiler incelendiğinde ise, kişi başına düşen gelirdeki artışların ülke kredi notunun yükselme olasılığını yüksek not düzeylerinde artırdığı, düşük not düzeylerinde ise azalttığı görülmektedir. Diğer üç makroekonomik değişken ise ülke

kredi notu üzerinde düşük seviyelerde (A+ ve altı) olumlu, yüksek seviyelerde (AA ve üzeri) ise olumsuz etkilere sahiptir.

Analiz sonuçlarına iktisadi anlamda bakıldığı zaman makroekonomik faktörlerin az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ülke riskini belirlemede gelişmiş ülkelere göre daha belirleyici olduğu sonucuna varılmaktadır. Özellikle gelişme yolundaki ülkelerin istikrarlı bir ekonomik yapılarının olmayışı, ilgili ülkelere ait temel iktisadi bileşenlerin de istikrarsız bir süreç izlemelerine neden olmakta ve bu durum her bir makroekonomik değişkenin ülke riski üzerindeki etkisini arttırmaktadır. Diğer taraftan analizde kullanılan ekonomik faktörlerin benzer şekilde söz konusu ülkeler için paralellik göstermediği, her bir ülkenin kendine özgü avantajları ve dezavantajları olduğu anlaşılmaktadır. Bu nedenledir ki, makroekonomik değişkenler gelişmekte olan ülkelerde ülke riskini, bir diğer adıyla ülke kredi notunu belirlemede oldukça önemli bir rol oynamaktadır. Bu noktada, ülkeden ülkeye ciddi farklılıklar gösteren kişi başına düşen gelir düzeyi, GSYH'deki yıllık büyüme, enflasyon, bütçe açığı veya fazlası, kamu borcu ile cari açık veya fazla az gelişmiş ve gelişme yolundaki ülkelerde ülke kredi notu üzerinde etkiliyken, ülkeler arasında daha homojen bir dağılım gösteren işsizlik oranları ile kredi notları arasında sistematik bir ilişki görülmemektedir.

Konuya gelişmiş ülkeler açısından baktığımız zaman ise, sonuçların gelişmekte olan ülkelere göre birçok noktada farklılaştığını görmekteyiz. Gelişmiş ülkelere ait makroekonomik faktörlerin daha istikrarlı bir süreç izlemeleri ve ülkeler arasındaki farklılıkların ciddi boyutlarda olmayışı, ülke kredi notlarını belirleyen iktisadi faktörleri de sınırlandırmaktadır. Bu nedenle seçilen 7 makro iktisadi değişkenden, kişi başına düşen gelir düzeyi, enflasyon oranı, işsizlik oranı ve kamu borcunun gelişmiş ülkelere ait kredi notları üzerinde anlamlı etkilere sahip olduğu görülmektedir. Gelişmiş ülkelerin kendi içinde birbirine oldukça yakınsayan büyüme hızları ile, iktisadi politika tercihlerinin doğal bir sonucu olarak ülkeler arasında ciddi farklılaşmaların yaşandığı bütçe açığı veya fazlası ve cari işlemler açığı veya fazlasının ilgili ülkelerin ülke kredi notlarının belirlenmesinde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar vermediği görülmektedir.

S&P'un derecelendirildiği 105 ülkenin tümü için yapılan analiz sonucunda ise kullanılan tahmin yöntemine göre bir takım istatistiksel farklılıkların oluştuğu görülmektedir. Elde edilen bu farklı sonuçlara rağmen tüm ülkeler için yapılan analizde kişi başına düşen gelir

düzeyinin, enflasyon oranının, bütçe dengesini ve toplam kamu borcunun ülke kredi notlarının temel makroekonomik belirleyicileri olduğu anlaşılmaktadır. Diğer taraftan büyüme oranı ve cari dengeye ait değişkenlerin sıralı logit tahmin sonuçlarında istatistiksel olarak anlamlı olduğu, sıralı probit sonuçlarında ise kabul edilebilir anlam düzeyinde olmadığı, işsizlik oranının ise kredi notu üzerinde sistematik bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 23. Karşılaştırmalı Tahmin Sonuçları

	Alt-Orta Gelirli Ülkeler (60 Ülke)		**Yüksek Gelirli Ülkeler (45 Ülke)**		**Tüm Ülkeler (105 Ülke)**	
	S. Probit	**S. Logit**	**S. Probit**	**S. Logit**	**S. Probit**	**S. Logit**
KBGSYH	0,000174***	0,000328***	0,0000541***	0,000114***	0,000083***	0,000198***
	(10,25)	(10,76)	(12,10)	(11,52)	(25,85)	(22,20)
BÜYÜME	0,0780***	0,157***	**-0,0162**	**-0,00518**	**0,00518**	0,0634***
	(5,47)	(5,98)	**(-1,21)**	**(-0,21)**	**(0,55)**	(3,54)
ENFLASYON	-0,0450***	-0,0814***	-0,171***	-0,308***	-0,0662***	-0,106***
	(-5,82)	(-6,17)	(-8,29)	(-7,81)	(-9,30)	(-8,24)
İŞSİZLİK	**0,00469**	**0,00825**	-0,0957***	-0,161***	**-0,00450**	**-0,00621**
	(0,63)	**(0,63)**	8-5,43)	(-4,82)	**(-0,68)**	**(-0,55)**
BÜTÇE D.	-0,0535***	-0,0934***	**-0,00520**	**-0,0200**	-0,0181*	-0,0568***
	(-4,12)	(-4,19)	**(-0,43)**	**(-0,86)**	(-2,27)	(-3,72)
KAMU B.	-0,0120***	-0,0191***	-0,00709***	-0,0143***	-0,00822***	-0,0181***
	(-5,45)	(-4,75)	(-4,30)	(-5,00)	(-6,38)	(-7,71)
CARİ D.	0,0200***	0,0388***	**-0,00373**	**-0,00810**	**0,00786**	0,0215**
	(3,66)	(4,09)	**(-0,50)**	**(-0,56)**	**(1,82)**	(2,78)

Parantez içindeki değerler t istatistiklerini göstermektedir.
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Tablo 23'te üç farklı ekonometrik analize ait tahmin sonuçları özet şeklinde verilmektedir. Burada ilişkili olarak kabul edilen değişkenler her iki tahmin yöntemi sonucunda da (Sıralı Probit ve Sıralı Logit) istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar veren

makroekonomik değişkenleri temsil etmektedir. Diğer açıklayıcı değişkenler ile kredi notları arasında ise sistematik olarak bir ilişki olmadığı kabul edilmektedir.

Sonuç olarak, her ne kadar farklı gelişmişlik düzeyleri için yapılan analiz sonuçlarında bir takım istatistiksel farklılıklar görülse de, makro iktisadi değişkenlerin ülke riskinin belirlenmesindeki temel faktörler olduğu ve dolayısıyla ülke riskini gösteren ülke kredi notları üzerinde yüksek derecede öneme sahip olduğu net bir şekilde anlaşılmaktadır.

Ek 1. Analize Konu Olan Ülkelerin Gelir Gruplarına Göre Sınıflandırılması

Alt Gelirli	*Alt-Orta Gelirli*	*Üst-Orta Gelirli*	*Yüksek Gelirli*
Burkina Faso	Bolivya	Angola	A.B.D.
Kamboçya	El Salvador	Arjantin	Almanya
Kenya	Endonezya	Arnavutluk	Avusturalya
Mozambik	Fas	Azerbaycan	Avusturya
Uganda	Filipinler	Belarus	Bahamalar
	Gana	Bosna Hersek	Bahreyn
	Guatemala	Botsvana	Belçika
	Gürcistan	Brezilya	Birleşik Krallık
	Hindistan	Bulgaristan	Çek Cumhuriyeti
	Honduras	Çin	Danimarka
	Kamerun	Dominik Cum.	Estonya
	Mısır	Ekvator	Finlandiya
	Moğolistan	Fiji	Fransa
	Nijerya	Gabon	Güney Kore
	Pakistan	Güney Afrika	Hırvatistan
	Papua Yeni Gine	Jamaika	Hollanda
	Paraguay	Karadağ	Hong Kong
	Senegal	Kazakistan	İrlanda
	Sri Lanka	Kolombiya	İspanya
	Ukrayna	Kosta Rika	İsrail
	Vietnam	Lübnan	İsveç
	Yeşil Burun	Macaristan	İsviçre
		Makedonya	İtalya
		Malezya	İzlanda
		Meksika	Japonya
		Panama	Kanada
		Peru	Katar
		Romanya	Kıbrıs Rum Kesimi
		Sırbistan	Kuveyt
		Surinam	Letonya
		Tayland	Litvanya
		Türkiye	Lüksemburg
		Ürdün	Malta
			Norveç
			Polonya
			Portekiz
			Rusya Federasyonu
			Singapur
			Slovakya
			Slovenya
			Suudi Arabistan
			Umman
			Uruguay
			Yeni Zelanda
			Yunanistan

Kaynak: http://data.worldbank.org/about/country-and-lending-groups , (Erişim Tarihi :14.06.2014)

Ek 2. Alt ve Orta Gelirli Ülkeler İçin Açıklayıcı Değişkenlere Ait Korelasyonlar

	KBGSYH	*BÜYÜME*	*ENFLASYON*	*İŞSİZLİK*	*BÜTÇE D.*	*KAMU B.*	*CARİ D.*
KBGSYH	1,0000						
BÜYÜME	-0,2220*	1,0000					
ENFLASYON	-0,0930	0,0930	1,0000				
İŞSİZLİK	0,2074*	-0,1837*	-0,0457	1,0000			
BÜTÇE D.	0,0332	0,2190*	0,0151	0,00334	1,0000		
KAMU B.	0,0313	-0,1354*	0,0236	-0,0118	-0,4774*	1,0000	
CARİ D.	0,0609	0,0815	-0,0022	-0,1241*	0,3840*	-0,1813*	1,0000

*p < 0.01

Ek 3. Yüksek Gelirli Ülkeler İçin Açıklayıcı Değişkenlere Ait Korelasyonlar

	KBGSYH	*BÜYÜME*	*ENFLASYON*	*İŞSİZLİK*	*BÜTÇE D.*	*KAMU B.*	*CARİ D.*
KBGSYH	1,0000						
BÜYÜME	-0,0649	1,0000					
ENFLASYON	-0,1902*	0,2311*	1,0000				
İŞSİZLİK	-0,4576*	-0,2766*	-0,0755	1,0000			
BÜTÇE D.	0,1779*	0,4219*	0,1726*	-0,4718*	1,0000		
KAMU B.	0,0508	-0,2954*	-0,2582*	0,1259*	-0,4255*	1,0000	
CARİ D.	0,3359*	0,2122*	-0,0606	-0,3873*	0,6920*	-0,1197	1,0000

*p < 0.01

Ek 4. Tüm Ülkeler İçin Açıklayıcı Değişkenlere Ait Korelasyonlar

	KBGSYH	*BÜYÜME*	*ENFLASYON*	*İŞSİZLİK*	*BÜTÇE D.*	*KAMU B.*	*CARİ D.*
KBGSYH	1,0000						
BÜYÜME	-0,2489*	1,0000					
ENFLASYON	-0,3014*	0,1987*	1,0000				
İŞSİZLİK	-0,2435*	-0,1463*	0,0104	1,0000			
BÜTÇE D.	0,2016*	0,2751*	0,0046	-0,1800*	1,0000		
KAMU B.	0,1172*	-0,2448*	-0,1017*	0,0137	-0,4176*	1,0000	
CARİ D.	0,3389*	0,0644	-0,0965*	-0,2348*	0,5626*	-0,1122*	1,0000

*p < 0.01

Ek 5. Alt ve Orta Gelirli Ülkeler İçin Sıralı Probit/Logit Tahmin Sonuçları

RATING	*SIRALI PROBIT*		*SIRALI LOGIT*	
	KATSAYI	**P>IzI**	**KATSAYI**	**P>IzI**
KBGSYH	0,0001744	0.000	0,0003279	0.000
BÜYÜME	0,0779936	0.000	0,1568643	0.000
ENFLASYON	-0,0450091	0.000	-0,0814276	0.000
İŞSİZLİK	0,0046901	0,531	0,0082498	0,527
BÜTÇE D.	-0,0534766	0.000	-0,0933763	0.000
KAMU B.	-0,0119927	0.000	-0,0191325	0.000
CARİ D.	0,0200388	0.000	0,0387791	0.000
GÖZLEM SAYISI	497		497	
LR CHI2(7)	186,97		195,45	
PROB > CHI2	0,0000		0,0000	
PSEUDO R2	0,0788		0,0823	
LOG- LIKELIHOOD	-1093,2302		-1088,9929	

Ek 6. Yüksek Gelirli Ülkeler İçin Sıralı Probit/Logit Tahmin Sonuçları

RATING	*SIRALI PROBIT*		*SIRALI LOGIT*	
	KATSAYI	**P>IzI**	**KATSAYI**	**P>IzI**
KBGSYH	0,0000541	0,000	0,0001135	0,000
BÜYÜME	-0,0161564	0,228	-0,0051765	0,836
ENFLASYON	-0,1711581	0,000	-0,3081247	0,000
İŞSİZLİK	-0,0957003	0,000	-0,01614254	0,000
BÜTÇE D.	-0,0051983	0,665	-0,0199863	0,390
KAMU B.	-0,0070886	0,000	-0,0143347	0,000
CARİ D.	-0,003729	0,619	-0,0080989	0,575
GÖZLEM SAYISI	450		450	
LR CHI2(7)	386,43		408,21	
PROB > CHI2	0,0000		0,0000	
PSEUDO R2	0,1990		0,2102	
LOG- LIKELIHOOD	-777,93442		-767,04605	

Ek 7. Tüm Ülkeler İçin Sıralı Probit/Logit Tahmin Sonuçları

RATING	*SIRALI PROBIT*		*SIRALI LOGIT*	
	KATSAYI	**P>IzI**	**KATSAYI**	**P>IzI**
KBGSYH	0,0000883	0.000	0,0001976	0.000
BÜYÜME	0,0051785	0.585	0,0634210	0.000
ENFLASYON	-0,0662120	0.000	-0,1064081	0.000
İŞSİZLİK	-0,0044997	0,497	-0,0062108	0,585
BÜTÇE D.	-0,0180720	0.023	-0,0567744	0.000
KAMU B.	-0,0082214	0.000	-0,0180519	0.000
CARİ D.	0,0078587	0.069	0,0214623	0.005
GÖZLEM SAYISI	947		497	
LR CHI2(7)	1146,96		1245,63	
PROB > CHI2	0,0000		0,0000	
PSEUDO R2	0,2231		0,2422	
LOG- LIKELIHOOD	-1997,5136		-1948,1762	

Ek 8. Alt ve Orta Gelirli Ülkeler İçin Marjinal Etkiler (Sıralı Probit)

R		*KBGSYH*	*BÜYÜME*	*ENFLASYON*	*İŞSİZLİK*
1	**dy/dx**	**-0,00000111**	**-0,0004983**	**0,0002876**	**-0,00003**
	P>IzI	**0,093**	**0,101**	**0,094**	**0,558**
2	**dy/dx**	**-0,000000319**	**-0,0001425**	**0,0000822**	**-0,0000857**
	P>IzI	**0,332**	**0,334**	**0,334**	**0,597**
4	**dy/dx**	**-0,00000153**	**-0,0006841**	**0,00003948**	**-0,0000411**
	P>IzI	**0,055**	**0,062**	**0,062**	**0,548**
5	**dy/dx**	-0,00000298	-0,0013329	0,0007692	**-0,0000802**
	P>IzI	0,010	0,016	0,015	**0,540**
6	**dy/dx**	-0,000015	-0,0067202	0,0038781	**-0,0004041**
	P>IzI	0,000	0,000	0,000	**0,532**
7	**dy/dx**	-0,0000246	-0,0110073	0,0063522	**-0,0006619**
	P>IzI	0,000	0,000	0,000	**0,533**
8	**dy/dx**	-0,0000212	-0,0095015	0,0054832	**-0,00005714**
	P>IzI	0,000	0,000	0,000	**0,533**
9	**dy/dx**	-0,0000258	-0,0011538	0,0006659	**-0,0000694**
	P>IzI	0,071*	0,077*	0,077*	**0,549**
10	**dy/dx**	0,00000795	0,0035528	-0,0020503	**0,0002136**
	P>IzI	0,000	0,001	0,000	**0,537**
11	**dy/dx**	0,0000145	0,0064662	-0,0037316	**0,0003888**
	P>IzI	0,000	0,000	0,000	**0,531**
12	**dy/dx**	0,0000133	0,0059554	-0,0034368	**0,0003581**
	P>IzI	0,000	0,000	0,000	**0,532**
13	**dy/dx**	0,0000108	0,0048515	-0,0027988	**0,0002917**
	P>IzI	0,000	0,000	0,000	**0,534**
14	**dy/dx**	0,0000114	0,0050785	-0,0029308	**0,0003054**
	P>IzI	0,000	0,000	0,000	**0,535**
15	**dy/dx**	0,00000707	0,0031619	-0,0018247	**0,0001901**
	P>IzI	0,000	0,001	0,001	**0,538**
16	**dy/dx**	0,00000311	0,0013893	-0,0008017	**0,0000835**
	P>IzI	0,005	0,011	0,010	**0,541**
17	**dy/dx**	**0,000000613**	**0,0002742**	**-0,0001582**	**0,0000165**
	P>IzI	**0,176**	**0,184**	**0,185**	**0,566**
18	**dy/dx**	**0,000000695**	**0,000311**	**-0,0001795**	**0,0000187**
	P>IzI	**0,151**	**0,157**	**0,160**	**0,565**

R		*BÜTÇE D.*	*KAMU B.*	*CARİ D.*
1	**dy/dx**	**0,0003417**	**0,0000766**	**-0,000128**
	P>IzI	**0,112**	**0,097**	**0,131**
2	**dy/dx**	**0,0000977**	**0,0000219**	**-0,0000366**
	P>IzI	**0,341**	**0,336**	**0,348**
4	**dy/dx**	**0,0004691**	**0,0001052**	**-0,0001758**
	P>IzI	**0,075**	**0,064**	**0,087**
5	**dy/dx**	0,0009139	0,0002049	-0,0003425
	P>IzI	0,024	0,016	0,032
6	**dy/dx**	0,0046077	0,0010333	-0,0017266
	P>IzI	0,000	0,000	0,001
7	**dy/dx**	0,0075472	0,0016925	-0,0028281
	P>IzI	0,000	0,000	0,001
8	**dy/dx**	0,0065148	0,001461	-0,0024412
	P>IzI	0,000	0,000	0,001
9	**dy/dx**	0,0007911	0,0001774	-0,0002965
	P>IzI	0,089*	0,077*	0,102**
10	**dy/dx**	-0,0002436	-0,0005463	0,0009128
	P>IzI	0,002	0,000	0,004
11	**dy/dx**	-0,0044336	-0,0009943	0,0016613
	P>IzI	0,000	0,000	0,001
12	**dy/dx**	-0,0040833	-0,0009157	0,0015301
	P>IzI	0,001	0,000	0,002
13	**dy/dx**	-0,0033265	-0,000746	0,0012465
	P>IzI	0,001	0,000	0,003
14	**dy/dx**	-0,0034821	-0,0007809	0,0013048
	P>IzI	0,001	0,000	0,003
15	**dy/dx**	-0,0021679	-0,0004862	0,0008124
	P>IzI	0,003	0,001	0,006
16	**dy/dx**	-0,0009525	-0,0002136	0,0003569
	P>IzI	0,017	0,011	0,020
17	**dy/dx**	**-0,000188**	**-0,0000422**	**0,0000704**
	P>IzI	**0,193**	**0,183**	**0,193**
18	**dy/dx**	**-0,0002132**	**-0,0000478**	**0,0000799**
	P>IzI	**0,167**	**0,158**	**0,166**

* %10 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır

Ek 9. Yüksek Gelirli Ülkeler İçin Marjinal Etkiler (Sıralı Probit)

R		*KBGSYH*	*BÜYÜME*	*ENFLASYON*	*İŞSİZLİK*
2	**dy/dx**	**-9,54e-10**	**2,85e-07**	**3,02e-06**	**1,69e-06**
	P>IzI	**0,559**	**0,606**	**0,557**	**0,558**
5	**dy/dx**	**-1,66e-09**	**4,96e-07**	**5,25e-06**	**2,94e-06**
	P>IzI	**0,504**	**0,565**	**0,501**	**0,503**
6	**dy/dx**	**-6,25e-09**	**1,87e-06**	**0,0000198**	**0,0000111**
	P>IzI	**0,384**	**0,486**	**0,380**	**0,386**
7	**dy/dx**	**-1,35e-08**	**4,03e-06**	**0,0000427**	**0,0000239**
	P>IzI	**0,315**	**0,444**	**0,312**	**0,320**
8	**dy/dx**	**-2,23e-08**	**6,66e-06**	**0,0000705**	**0,0000394**
	P>IzI	**0,273**	**0,422**	**0,270**	**0,278**
9	**dy/dx**	**-3,21e-08**	**9,60e-06**	**0,0001017**	**0,0000569**
	P>IzI	**0,245**	**0,408**	**0,243**	**0,251**
10	**dy/dx**	**-9,66e-08**	**0,0000289**	**0,0003057**	**0,0001709**
	P>IzI	**0,114**	**0,343**	**0,113**	**0,122**
11	**dy/dx**	-2,33e-07	**0,000695**	0,0007366	0,0004119
	P>IzI	0,043	**0,303**	0,044	0,052*
12	**dy/dx**	-6,77e-07	**0,0002022**	0,0021424	0,0011979
	P>IzI	0,004	**0,265**	0,005	0,009
13	**dy/dx**	-2,01e-06	**0,0006009**	0,0063661	0,035595
	P>IzI	0,000	**0,238**	0,000	0,001
14	**dy/dx**	-2,10e-06	**0,0006272**	0,0066448	0,0037153
	P>IzI	0,000	**0,0238**	0,000	0,001
15	**dy/dx**	-4,95e-06	**0,0014793**	0,0156713	0,0087624
	P>IzI	0,000	**0,231**	0,000	0,000
16	**dy/dx**	-8,78e-06	**0,0026221**	0,0277782	0,0155317
	P>IzI	0,000	**0,234**	0,000	0,000
17	**dy/dx**	-2,27e-06	**0,0006769**	0,0071715	0,0040098
	P>IzI	0,000	**0,259**	0,000	0,001
18	**dy/dx**	**-1,58e-07**	**0,0000471**	**0,0004992**	**0,0002791**
	P>IzI	**0,750**	**0,760**	**0,749**	**0,748**
19	**dy/dx**	1.36e-06	**-0,0004067**	-0,004386	-0,002491
	P>IzI	0,002	**0,258**	0,003	0,007
20	**dy/dx**	2,12e-06	**-0,006344**	-0,0067211	-0,003758
	P>IzI	0,000	**0,246**	0,000	0,001
21	**dy/dx**	0,0000179	**-0,005336**	-0,0565289	-0,0316072
	P>IzI	0,000	**0,228**	0,000	0,000

R		*BÜTÇE D.*	*KAMU B.*	*CARİ D.*
2	**dy/dx**	**9,17e-08**	**1,25e-07**	**6,58e-08**
	P>IzI	**0,722**	**0,555**	**0,705**
5	**dy/dx**	**1,60e-07**	**2,18e-07**	**1,14e-07**
	P>IzI	**0,713**	**0,501**	**0,688**
6	**dy/dx**	**6,00e-07**	**8,19e-07**	**4,31e-07**
	P>IzI	**0,697**	**0,382**	**0,663**
7	**dy/dx**	**1,30e-06**	**1,77e-06**	**9,30e-07**
	P>IzI	**0,692**	**0,319**	**0,652**
8	**dy/dx**	**2.14e-06**	**2,92e-06**	**1,54e-06**
	P>IzI	**0,689**	**0,281**	**0,646**
9	**dy/dx**	**3,09e-06**	**4,21e-06**	**2,22e-06**
	P>IzI	**0,687**	**0,256**	**0,643**
10	**dy/dx**	**9,28e-06**	**0,0000127**	**6,66e-06**
	P>IzI	**0,679**	**0,134**	**0,632**
11	**dy/dx**	**0,0000224**	**0,0000305**	**0,000016**
	P>IzI	**0,674**	0,065*	**0,628**
12	**dy/dx**	**0,0000651**	0,0000887	**0,000067**
	P>IzI	**0,670**	0,017	**0,623**
13	**dy/dx**	**0,0001933**	0,0002637	**0,0001387**
	P>IzI	**0,668**	0,003	**0,621**
14	**dy/dx**	**0,0002018**	0,0002752	**0,0001448**
	P>IzI	**0,667**	0,003	**0,622**
15	**dy/dx**	**0,000476**	0,000649	**0,0003414**
	P>IzI	**0,666**	0,000	**0,621**
16	**dy/dx**	**0,0008437**	0,0011504	**0,0006052**
	P>IzI	**0,665**	0,000	**0,620**
17	**dy/dx**	**0,0002178**	0,000297	**0,0001562**
	P>IzI	**0,667**	0,004	**0,622**
18	**dy/dx**	**0,0000152**	**0,0000207**	**0,0000109**
	P>IzI	**0,799**	**0,751**	**0,789**
19	**dy/dx**	**-0,0001309**	-0,0001784	**-0,0000939**
	P>IzI	**0,668**	0,008	**0,623**
20	**dy/dx**	**-0,0002041**	-0,0002784	**-0,0001464**
	P>IzI	**0,667**	0,002	**0,621**
21	**dy/dx**	**-0,0017169**	-0,0023412	**-0,0012316**
	P>IzI	**0,665**	0,000	**0,619**

* %10 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır

Ek 10. Tüm Ülkeler İçin Marjinal Etkiler (Sıralı Probit)

R		*KBGSYH*	*BÜYÜME*	*ENFLASYON*	*İŞSİZLİK*
1	**dy/dx**	**-0,0000000099**	**-0,000000578**	**0,00000739**	**0,000000502**
	P>IzI	**0,225**	**0,614**	**0,223**	**0,551**
2	**dy/dx**	**-0,0000000096**	**-0,000000562**	**0,00000719**	**0,000000489**
	P>IzI	**0,237**	**0,614**	**0,237**	**0,556**
4	**dy/dx**	**-0,0000000276**	**-0,00000162**	**0,0000207**	**0,00000140**
	P>IzI	**0,101**	**0,599**	**0,103**	**0,533**
5	**dy/dx**	-0,0000000760	**-0,00000446**	0,000057	**0,00000387**
	P>IzI	0,026	**0,592**	0,028	**0,518**
6	**dy/dx**	-0,000000629	**-0,0000369**	0,0004714	**0,000032**
	P>IzI	0,000	**0,587**	0,000	**0,504**
7	**dy/dx**	-0,00000223	**-0,000131**	0,00016752	**0,0001138**
	P>IzI	0,000	**0,587**	0,000	**0,449**
8	**dy/dx**	-0,00000561	**-0,0003291**	0,0042084	**0,000286**
	P>IzI	0,000	**0,586**	0,000	**0,496**
9	**dy/dx**	-0,00000491	**-0,00002881**	0,0036833	**0,0002503**
	P>IzI	0,000	**0,586**	0,000	**0,496**
10	**dy/dx**	-0,00000706	**-0,0004137**	0,0052901	**0,003595**
	P>IzI	0,000	**0,585**	0,000	**0,497**
11	**dy/dx**	-0,00000611	**-0,00003582**	0,0045805	**0,0003113**
	P>IzI	0,000	**0,585**	0,000	**0,499**
12	**dy/dx**	-0,00000435	**-0,0002552**	0,0032632	**0,0002218**
	P>IzI	0,000	**0,585**	0,000	**0,500**
13	**dy/dx**	-0,00000318	**-0,0001865**	0,0023848	**0,0001621**
	P>IzI	0,000	**0,586**	0,000	**0,502**
14	**dy/dx**	-0,00000102	**-0,0000599**	0,0007653	**0,00052**
	P>IzI	0,040	**0,595**	0,038	**0,523**
15	**dy/dx**	0,00000198	**0,0001162**	-0,0014854	**-0,0001009**
	P>IzI	0,003	**0,593**	0,006	**0,505**
16	**dy/dx**	0,0000103	**0,0006043**	-0,0077261	**-0,0005251**
	P>IzI	0,000	**0,586**	0,000	**0,499**
17	**dy/dx**	0,00000654	**0,0003832**	-0,0048999	**-0,000333**
	P>IzI	0,000	**0,586**	0,000	**0,500**
18	**dy/dx**	0,00000656	**0,0003849**	-0,0049211	**-0,0003344**
	P>IzI	0,000	**0,585**	0,000	**0,499**
19	**dy/dx**	0,00000349	**0,0002047**	-0,0026168	**-0,0001778**
	P>IzI	0,000	**0,586**	0,000	**0,500**
20	**dy/dx**	0,00000233	**0,0001367**	-0,0017481	**-0,0001188**
	P>IzI	0,000	**0,587**	0,000	**0,500**
21	**dy/dx**	0,00000402	**0,000236**	-0,0030171	**-0,000205**
	P>IzI	0,000	**0,587**	0,000	**0,497**

R		*BÜTÇE D.*	*KAMU B.*	*CARİ D.*
1	**dy/dx**	**0,00000202**	**0,000000917**	**-0,000000877**
	P>IzI	**0,281**	**0,226**	**0,318**
2	**dy/dx**	**0,00000196**	**0,000000893**	**-0,000000854**
	P>IzI	**0,291**	**0,241**	**0,323**
4	**dy/dx**	**0,00000564**	**0,00000257**	**-0,00000245**
	P>IzI	**0,180**	**0,109**	**0,225**
5	**dy/dx**	0,0000156	0,00000708	**-0,00000677**
	P>IzI	0,107**	0,033	**0,159**
6	**dy/dx**	0,00001287	0,0000585	**-0,000056**
	P>IzI	0.045	0,000	**0,093**
7	**dy/dx**	0,0004572	0,000208	**-0,0001988**
	P>IzI	0,033	0,000	**0,078**
8	**dy/dx**	0,0011486	0,0005225	**-0,0004995**
	P>IzI	0,028	0,000	**0,075**
9	**dy/dx**	0,0010053	0,0004574	**-0,0004372**
	P>IzI	0,029	0,000	**0,077**
10	**dy/dx**	0,0014439	0,0006569	**-0,0006279**
	P>IzI	0,028	0,000	**0,077**
11	**dy/dx**	0,0012502	0,0005688	**-0,0005437**
	P>IzI	0,029	0,000	**0,077**
12	**dy/dx**	0,0008907	0,0004052	**-0,0003873**
	P>IzI	0,032	0,000	**0,080**
13	**dy/dx**	0,0006509	0,0002961	**-0,000283**
	P>IzI	0,036	0,000	**0,086**
14	**dy/dx**	0,0002089	0,000095	**-0,0000908**
	P>IzI	0,120**	0,045	**0,167**
15	**dy/dx**	-0,0004054	-0,0001844	**0,0001763**
	P>IzI	0,073*	0,008	**0,125**
16	**dy/dx**	-0,0021088	-0,009593	**0,000917**
	P>IzI	0,027	0,000	**0,076**
17	**dy/dx**	-0,0013374	-0,006084	**0,0005816**
	P>IzI	0,031	0,000	**0,081**
18	**dy/dx**	-0,0013432	-0,000611	**0,0005841**
	P>IzI	0,033	0,000	**0,079**
19	**dy/dx**	-0,0007142	-0,003249	**0,0003106**
	P>IzI	0,041	0,000	**0,085**
20	**dy/dx**	-0,0004771	-0,0002171	**0,0002075**
	P>IzI	0,044	0,000	**0,089**
21	**dy/dx**	-0,0008235	-0,0003746	**0,0003581**
	P>IzI	0,036	0,000	**0,081**

* %10 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır

Kaynakça

Acar Boyacıoğlu, M. (2005). *Bankalarda derecelendirme (rating) ve Türk bankacılık sektörü üzerine amprik bir çalışma.* Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi. İstanbul

Acar, O. (2011). Yapısal reformsuz kredi artışı olmaz. TEPAV

Afonso, A. (2002). Understanding the determinants of government debt rating: evidence for the two leading agencies. Department of Economics And Research Center On The Portuguese Economy (CISEP), Lisbon

Afonso, A., Gomes, P. ve Rother, P. (2007). What hides behind sovereign debt ratings?, European Central Bank Working Paper Series, No:711

Afonso, A., Gomes, P. ve Rother, P. (2011). Short and long-run determinants of sovereign debt credit ratings. *International Journal of Finance and Economics, 16* (19), 1-15

Akçayır, Ö. ve Yıldız, Z. (2014). Kredi derecelendirme notlarının uluslararası standardizasyonu ve Türkiye analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı ülke derecelendirme indeksi. *Akademik Bakış Dergisi, 40*

Altman, E.I. ve Rijken, H.A. (2004). How rating agencies achive rating stability, *Journal of Banking &Finance, 28*, 2679-2714

Alsakka, R. ve Gwilym, O. (2010). Leads and lags in soverign credit ratings. *Journal of Banking & Finance, 34*, 2614-2626

Ankara Ticaret Odası (2007). *Basel II kobilerin kredi riski ve derecelendirmesi*. Ankara: Yorum Basın Yayın

Babuşcu, Ş. (2005). *Basel II düzenlemeleri çerçevesinde bankalarda risk yönetimi*. Ankara: Akademi Araştırma Planlama Danışmanlık Eğitim Yayıncılık

Baltagi, B. H. (2008). *Econometrics.* Germany: Springer

Berker, A. B. (2003). Derecelendirme kuruluşları. http://www.fitchratings.com.tr/ftp/derecelendirme/drc_23.pdf (Erişim Tarihi:10.01.2014)

Birdişli, F. (2012). Küresel ekonomik sistemin işleyişi içinde kredi derecelendirme kurumlarının işlevleri. http://iys.inonu.edu.tr/webpanel/dosyalar/1427/file/F_Birdisli.pdf (Erişim Tarihi: 10.01.2014)

Bissoondoyal-Bheenick, E. (2005). An analysis of the determinants of sovereign ratings. *Global Finance Journal, 15*, 251-280

Commission of The European Communities (2008). Regulation of The European Parliament and of The Council on credit rating agencies. No:0217

Cantor, R. ve Packer, F. (1996). Determinants of ımpact of sovereign credit. *FRNBY Economic Policy Review, 2*, 37-53

Çalışkan, Ö. V. (2002). Kredi derecelendirme kuruluşları ve risk değerlendirme kriterleri. *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 1*, 53-66

Çelik, P. (2004). *Bankaların risk derecelendirmesi*. Ankara: TCMB

Çevik, B. (2011). Kredi notları ve CDS ilişkisi sona mı erdi? İşbankası İktisadi Araştırmalar Bölümü. http://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar_03_2011.pdf (Erişim Tarihi: 15.01.2014)

Dimitrijevic, A. (2012). Ülke kredi notunu nasıl belirliyoruz.http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/2012-03-01_UlkerlerinKrediNotunuBasilBelirliyoruz.pdf (Erişim Tarihi: 11.01.2014)

Erdem, O ve Varlı, Y. (2014). Understanding the sovereign credit rating of emerging markets. *Emerging Market Review, 20*, 42-57

Erdoğan, E. ve Ener, M. (2000). Kredi derecelendirme kuruluşlarının küresel boyutlu finansal yönelimlerdeki rolü ve Türkiye değerlendirmesi. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 15* (168), 29-39.

ESME (2008). Role of credit rating agencies. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/report_040608_en.pdf (Erişim Tarihi: 10.01.2014)

Fitch Ratings (2012). Sovereign rating criteria. https://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=685737 (Erişim Tarihi: 14.03.2014)

Greene, W.H. (2003). *Econometric Analysis.* New Jersey: Pearson Education

Gür, T. H. ve Öztürk, H. (2011). Ülke riski, derecelendirme kuruluşlar, aksaklıklar ve yeni düzenlemeler. *Sosyoekonomi Dergisi, 2,* 69-92

Kalaycı, Ş., Demir, Y. ve Gök, İ.Y. (2010). Ülke kredi notunun temel makro ekonomik belirleyicileri: AB ülkeleri ve Türkiye üzerine bir reyting araştırması. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, 47* (544).

Kanlı, İ. B. ve Barlas, Y. (2011). Eşiği aşınca: kredi notunun 'yatırım yapılabilir' seviyeye yükselmesinin etkileri. Ankara: TCMB

Karagöl, E. T. (2013). Kredi derecelendirme kuruluşları. *Uzman Bakış Dergisi, 1,* 8-11

Karagöl, E. T. Ve İstiklal Mıhçıokur, Ü. (2012). *Kredi derecelendirme kuruluşları: Alternatif arayışlar.* Ankara: Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı

Karagöz, M. A. (1990). Kredi değerliliğinin tespiti. *Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi,* 1990/1

Karluk, R. (2009). *Cumhuriyetin ilanından günümüze Türkiye Ekonomisi'nde yapısal dönüşüm*. İstanbul: Beta Yayıncılık

Kayalı, N. ve Çümen, A. (2011). Basel II sürecinde kredi derecelendirmesi ve bir tekstil işletmesinde uygulanması. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 18* (2), 115-126

Mellios, C. ve Paget-Blanc, E. (2006). Which factors determine sovereign credit ratings?. *The European Journal of Finance, 12* (4), 361-377

Moody's Investors Service (2013). Rating methodology sovereign bond ratings

Mulder, C. ve Perrelli, R. (2001). Foreign credit ratings for emerging market economies. IMF Working Paper No:191

Özbilgin, İ. G. (2012). Risk ve risk çeşitleri. *Türkiye Bilişim Dergisi, 145*, 86-93

Özdinç, Ö. (1999). *Derecelendirme sürecinde ekonometrik bir değerlendirme*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu

Rowland, P. (2004). Determinants of spread, credit ratings and creditworthiness for emerging market sovereign debt: a follow-up study using pooled data analysis. *Banco de la Republica de Colombia, Borradores de Economia, 295*

Schroeter, U. G. (2013). *Handbook of key global financial markets, ınstitutions, and ınfrastructure.* 379-390

Standard and Poor's (2011). Kredi derecelendirmeleri tanıma rehberi.

Şahinöz, S. ve Gönenç, Rauf. (2011). Gelişmekte olan ülkelerde kredi notunun, risk priminin ve reel faiz oranının belirleyicileri. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 26* (305), 9-35

Şirvan, N. (2004). Kredi derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi. http://kurumsalyonetimzirvesi.com/files/downloads/bilgi_merkezi/kurumsal_yonetim_endeksi/kredi_derecelendirme_ve_turkiye_ekonomisi_nesrin_sirvan.pdf (Erişim Tarihi: 25.01.2014)

Wooldridge, J.M. (2002). Econometric *analysis of cross section and panel data.* London: MIT Press

Yaslıdağ, B. (2007). *Kredi derecelendirme sistemi.* İstanbul: Literatür Yayınları

Yazıcı, M. (2009). Kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi ve denetimi. http://www.finanskulup.org.tr/ (Erişim Tarihi: 12.01.2014)

İnternet Kaynakları

http://countryeconomy.com/ratings (Erişim Tarihi: 10.06.2014)

http://databank.worldbank.org/ (Erişim Tarihi: 18.04.2014)

http://data.worldbank.org/about/country-and-lending-groups (Erişim Tarihi:14.06.2014)

http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home (Erişim Tarihi:10.02.2014)

https://ratings.standardandpoors.com/about/who-we-are (Erişim Tarihi:01.02.2014)

http://www.bloomberght.com/piyasa/TURKEY%20CDS%20USD%20SR%205Y%20CORPhttp://www.cnbc.com/ (Erişim Tarihi: 21.07.2014)

http://www.cnbc.com/id/38451750#. (Erişim Tarihi: 21.07.2014)

https://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_defintions/index.cfm (Erişim Tarihi:13.01.2014)

https://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_defintions (Erişim Tarihi:24.01.2014)

http://www.fitchratings.com.tr/derecelendirme.asp (Erişim Tarihi: 16.01.2014)

http://www.imf.org/external/data.htm (Erişim Tarihi: 02.05.2014)

https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx (Erişim Tarihi: 05.02.2014)

https://www.moodys.com/pages/default_tu.aspx (Erişim Tarihi: 06.02.2014)

http://www.sec.gov/about/offices/ocr.shtml (Erişim Tarihi, 16.01.2014)

http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20130829&subid=0&ct=c (Erişim Tarihi: 28.01.2014)

http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1 Erişim Tarihi: 28.01.2014)

http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/ (Erişim Tarihi: 20.01.2014)

http:// http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us/?subSectorCode=&start=0&range=50 (Erişim Tarihi: 20.07. 2014)

http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts (Erişim Tarihi, 12.01.2014)