

İzmir YMMO Dergisi

Yıl/Year: 2020 Cilt/Volume: 2 Sayı/No:2 Dönem/Period:
Aralık/December 2020 Sayfa: 46-70

Promethee Yöntemi İle Ülke Riskinin Ölçülmesi *

Prof. Dr. Mine TÜKENMEZ ¹

Okan ÖZ ²

Özet

Küreselleşen günümüz dünyasında yatırımlar ve sermaye hareketleri, ülkelerin kredi notlarına göre şekillenmektedir. Bu nedenle uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, fon ihtiyacı içerisindeki ülkelerin ihtiyaç duydukları fona erişmelerinde kilit rol üstlenmektedir. Bu kuruluşların açıkladığı kredi notları, ülkelerin borç ödeme kapasitesini ortaya koymaktadır. Bu notların verilmesinde ülke riski de kriter olarak kullanılmaktadır.. Bu çalışmada Türkiye ile benzer niteliklere ve risklere sahip 14 ülkenin ülke riski PROMETHEE yöntemi ile değerlendirilmiş ve elde edilen bulgular, kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladıkları notlar ile karşılaştırılmıştır. Promethee yöntemi ile yapılan değerlendirme sonuçları büyük ölçüde kredi derecelendirme kuruluşları ile tutarlı sonuçlar üretirken, sürpriz bulgulara da rastlanmıştır.

Anahtar Kelimeler— Ülke riski, kredi derecelendirme kuruluşları, PROMETHEE

JEL Sınıflama Kodları: C65, G24, O57

¹ Prof. Dr., Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, mine.tukenmez@deu.edu.tr

² Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Fakültesi, okan_3593@hotmail.com

* Çalışma yüksek lisans tezinden üretilmiştir.

Assessment of Country Risk by PROMETHEE Method

Abstract

In today's globalized world, investments and capital movements are shaped according to the credit ratings of countries. Therefore, international credit rating agencies play a key role in the countries in need of fund access to the fund they need. The credit ratings announced by these institutions reveal the debt payment capacity of the countries. Country risk is also used as a criterion in giving these grades. In this study, 14 countries which are in similar qualifications and risk with Turkey evaluated using PROMETHEE. Findings obtained by PROMETHEE method were compared to notes issued by the credit rating agencies. Country risk evaluation using Promethee produced results almost entirely consistent with credit rating agencies, but there were also some surprise findings.

Keywords— Country risk, credit rating agencies, PROMETHEE

JEL Classification Codes: C65, G24, O57

1.GİRİŞ

Küreselleşmenin etkisi ile sermayenin serbest dolaşımı, ülkeler arasındaki ilişkiyi daha da sıkılaştırmıştır. Küresel ekonomik sistem içerisinde ülkeler, fon ihtiyacına girdiğinde bu ihtiyaçlarını uluslararası piyasalardan temin etmek istemekte, sermaye ise o ülkenin, kredi derecelendirme kuruluşlarından yüksek kredi notuna sahip olmasını beklemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları, not hesaplamalarında ülke riskini de dikkate almaktadır.

Ülke riski, ülkelerin ekonomik, sosyal ve politik faktörleri dikkate alınarak belirlenen ve bağımsız organizasyonlarca ölçümlenen bir kriterdir. Bu nedenle bağımsız kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı ülke riski değerlendirmeleri ve açıkladığı notlar, uluslararası finans kurumları tarafından daima göz önünde bulundurulmaktadır. Ancak kredi derecelendirme kuruluşları, yayınladıkları notlarda kullandıkları yöntemi ve kullandıkları kriterleri net açıklamamakla ve verdikleri kredi notlarının objektiflikten uzak ve siyasi emeller doğrultusunda verildiğiyle eleştirilmektedir.

Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliğinin sorgulandığı günümüz dünyasında bu kuruluşların verdiği kredi notlarına göre yapılan sıralama ile ülke riski hesaplaması sonucunda elde edilen sıralama arasında fark olup olmadığı incelenmektedir.

2. ÜLKE RİSKİ KAVRAMI

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

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

Akademisyenler ve profesyoneller bu araştırma alanının kapsadığı konuları ve tanımı hakkında henüz bir fikir birliğine varmış değillerdir. “Ülke riski” için kapsamlı bir tanıma ulaşmaktaki zorluk araştırma alanı içerisinde incelenen konuların benzerliği, çakışması gibi durumlardan ileri gelmektedir. Ülke sınırları dışında iş yapmaya dair riski ele alan, literatürde en sık rastlanan terimler “ülke

riski” ve “politik risk” tir. Daha ender de olsa, “cross-border risk” ve “sovereign risk” şeklinde de ilgili referanslar bulunabilir. “Politik risk” bu anlamda kullanılagelen en eski terminoloji olarak akademik makalelerde sıkça karşılaşılanıdır.

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

Tarihsel açıdan bakıldığında, son kırk yıllık sürede yapılan ülke riski çalışmalarının meydana gelen bir dizi krizden kaynaklandığı söylenebilir. 1960’larda ve 1970’lerde meydana gelen politik krizler, 1980’lerde meydana gelen borç krizleri ve 1990’larda meydana gelen mali krizler örnek gösterilmektedir. Söz konusu krizlerden sonraki dönemlerde araştırmacılar bu araştırma alanına yönelmiş ve sonucunda bir yayın patlaması yaşanmıştır. Buna karşın, çok az sayıda çalışma daha kapsamlı bir görüş oluşturarak bu özel durumlardan genel bir kural oluşturmayı denemiştir.

2.1. Ülke Riskinin Kaynakları

Ülke riskinin temel kaynağı o ülkenin borcudur. Borç söz konusu olduğunda o borcun ödenmesi veya ödenmemesi şeklinde iki farklı senaryo ortaya çıkmaktadır. Ülke riskini oluşturan durum ise bu iki senaryodan ikincisi olan borcun ödenmemesi durumudur.

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

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

2.2. Ülke Riskinin Sınıflandırılması

Ülke riski ile ilgili yapılan kavramsal çalışmalar incelendiğinde bu türden bir risk sınıflandırmasının, iki temel gruba indirgemekten, yedi gruba ayırmaya çalışmak kadar farklı anlayışlar ile ele alındığı görülebilir. Bu çalışmada riskler iki

temel gruba ayrılarak “transfer riski” ve “politik risk” başlıkları altında değerlendirilmiştir.

Tablo 1: İçsel veya Dışsal Risk Kaynakları

Savaş veya iç savaş, İşgale uğramak, Devrim, İsyanlar, Aşırı bir yönetime gelmesi, Siyasi destekli borç temerrüdü, Moratoryum, Borç hizmet şartlarında tek taraflı değişiklik yapılması, Finansal liberalizasyon, Öğrenci eylemleri, Doğal afetler, Ekonomide depresyon veya şiddetli resesyon, Yanlış para veya maliye politikalarının uygulanması	Kredi sıkışıklığı, Grevler, Devalüasyon veya para biriminin değer kaybı, Enflasyon oranı ve satın alma gücü paritesi, Büyüme hızı, Komşularla olan ilişkiler, Ekonomik veya siyasi amaçla kurulmuş ülkeler arası ittifaklar, Diğer ülkelerle yapılmış olan ticari anlaşmalar, Uluslararası entegrasyon, Ülkenin askeri gücü, Ülkenin ekonomisinin bağımlı olduğu ülke veya ülkeler grubu ile olan ilişkileri, Yabancı yatırımcıya verilen izinler, Ticaret kotaları,
--	--

Kaynak: Bezirci, 1998: 4-6 ve Clark,2018: 8-10 ‘dan derlenerek oluşturulmuştur.

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

Transfer riskine konu miktar ülkenin, kurumların, özel şirketler ve bireylerin dış ülkelere olan toplam borcudur. Söz konusu ülkeye ait borç stoku genel olarak uluslararası ödemelerde kullanılan önemli hacme sahip para birimleri cinsinden

olmaktadır. Bu durum dolayısıyla ülkenin döviz elde etme gücü ve ekonomik göstergeleri, transfer riski açısından işaretlerdir.

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

Politik risk, ülke riskini meydana getiren diğer bir önemli risk konusudur. Politik risk faktörleri o ülkenin doğasında var olabilir, evrimleşerek ortaya çıkabilir veya kökenlerini ülke dışında tutabilmektedir. Söz konusu faktörlerin politik risk derecesi üzerinde olumlu veya olumsuz bir etkisi olabilmektedir. Dolayısıyla, politik olaylar sadece tehlike değil, fırsatlar da yaratır demek yanlış olmayacaktır.

Politik riskin birçok unsuru vardır ve bu unsurlar Tablo 2’de sıralanmıştır.

Tablo 2: Politik Risk Unsurlar

İçsel unsurlar	Dışsal unsurlar
Elitler arasındaki mücadeleler	Dış uyumsuzluklar için beklentiler,
Etnik çatışmalar	Sınır ülkeleri ile olan ilişkiler
Bölgesel mücadeleler	Bölgesel dengesizlikler
İstikrarı etkileyen ekonomik faktörler	Büyük ve bölgesel güçte ittifaklar
Belirli bir projeyi etkileyebilecek faktörler	Önemli hammaddeler
Siyasi partiler (iktidarda olan/olmayan)	Başlıca dış pazarlar
Politikalar	A.B.D’ye ilişkin politika
Önde gelen ve ortaya çıkan kişilikler	A.B.D’nin ülkeye yönelik politikası
İç güç mücadeleleri	Diğer önemli gruplar
Belirli sektör veya alana dair güçlü yönleri	Sendikalar ve emek hareketleri
İktidarı korumak/kazanmak için beklentiler	Ordu ve askeri gruplar
Hükümet	Hane halkı
Ofisler, kurumlar ve yetkililer	İş ve finans grupları
Bürokrasi	Aydınlar ve entelektüel kesim
Politikalar	Öğrenciler
Bekleyen mevzuat	Dini gruplar
Özel sektöre karşı tutum	Medya
Güç ağları ve lobicilik	Yerel ve bölgesel yönetimler
	Aktivistler
	Etnik gruplar
	Ayrıılıkçı hareketler
	Yabancı topluluklar

Kaynak: Luthans ve Doh,2018: 343’den derlenerek oluşturulmuştur.

3. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI

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

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

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

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

3.1.Kredi Derecelendirme Kuruluşları

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

Kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelerinin karşılaştırması not açıklaması ile birlikte Tablo 3’de görülmektedir. Buna göre kredi derecelendirme kuruluşları ülkeleri “yatırım yapılabilir” ve “spekülatif” olarak sınıflandırmaktadır.

Tablo 3: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Sistemlerinin Karşılaştırılması

Standart & Poor's	Fitch	Moody's	Notun Açıklaması	
AAA	AAA	Aaa	En Yüksek Derece	Yatırım Yapılabilir Seviye
AA+	AA+	Aa1	İyi Kredi Derecesi	
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1	İyi Kredi Derecesi	
A	A	A2		
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1	Ortanın Altı Seviye	
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1	Yatırım Yapılmaz	Spekülatif Seviye
BB	BB	Ba2		
BB-	BB-	Ba3	Spekülatif	
B+	B+	B1		
B	B	B2		
B-	B-	B3		
CCC+	CCC	Caa	Şiddetli Riskli	
CCC	CC	Caa3		
CC	C	C	Aşırı Spekülatif	
D	DDD	D	Yükümlülüğünü Yerine Getiremez	İflas
	DD			
	D			

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

4. PROMETHEE İLE ÜLKE RİSKİ ÖLÇÜMÜ UYGULAMASI

4.1. Araştırmanın Amacı

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

4.2. Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışmada çok kriterli karar verme probleminin çözümünde en etkili ve kolay uygulanan yöntemlerden biri olan PROMETHEE (The Preference Ranking Organization Method for Enrichment Evaluation) yönteminden faydalanılmıştır. Yöntem, karar verme problemine esas olan alternatifleri, belirlenen tercih fonksiyonuna dayanarak değerlendirmekte ve alternatifleri ikili karşılaştırmalarla kısmi ve tam önceliklendirmektedir. Yöntemde GAIA (Geometrical Analysis for Interactive Aid) düzleminden de faydalanılmaktadır. GAIA, basitçe karar vericinin daha rahat karar verebilmesi için grafik gösterimidir.

PROMETHEE yönteminde sonlu sayıda alternatif üzerinde hem kısmi sıralama (PROMETHEE I) hem de tam sıralama (PROMETHEE II) yapılabilmektedir. Yöntem, karar verme problemine karara esas teşkil edecek alternatiflerin sıralamasını sağlamaktadır. GAIA ise bu sıralamayı görsel olarak zenginleştirmektedir (Genç, 2013: 134-135). Yöntem şu şekilde uygulanmaktadır (Şenkayas ve Hekimoğlu, 2013: 68-73):

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

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

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

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

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

Adım 6: PROMETHEE I ile kısmi sıralama belirlenir.

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

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

Çalışmada öncelikle Türkiye ile ekonomik ve/veya politik yönden benzerlikler taşıyan ve genelde gelişmekte olan ülkelerin oluşturduğu bir grup ülke belirlenmiştir. Tüm ülkelere ilişkin yıllık veriler, güvenilirliğinin sorgulanmaması açısından Dünya Bankası veri tabanından ve ABD doları cinsinden temin edilmiştir. Seçilen toplam 14 ülke Azerbaycan, Brezilya, Çin, Mısır, Endonezya, Hindistan, Meksika, Nijerya, Pakistan, Romanya, Rusya, Türkiye, Ukrayna ve Güney Afrika'dır. Verilerin temin edilmesinde kullanılan zaman aralığı, 2008'deki finansal kriz sonrasına odaklanılarak 10 yıl olması kararlaştırılmış ve 2008 yıl sonu verisi ilk ve 2017 yıl sonu verisi son olacak şekilde düzenlenmiştir. Elde edilen verilerin en yakın yıla ait olanının en önemlisi olacağı varsayımı altında; 10 yıllık

veriler Excel programı vasıtasıyla doğrusal olarak ağırlıklandırılmıştır. Bu işlemin yapılabilmesi için Tablo 4'deki katsayılar elde edilmiştir.

Tablo 4: Katsayılar

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

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

• **Yıllık reel büyüme** : Sabit yerel para birimi bazında yıllık GSYH büyüme oranının 2010 ABD dolarına sabitlenmiş halidir.

• **Yıllık tüketici enflasyon oranı**

• **Cari denge**

• **Toplam dış borç stoku** : Gayri safi milli gelire göre toplam dış borç stokudur. Oranla ilgili olarak başlı başına risk ve kredibilite ölçütüdür demek yanlış olmayacaktır. Örneğin; dış borçlanmadaki yıllık büyüme oranının, GSMH'deki büyüme oranını aşıp aşmadığını gözetmek, artan riskler hakkında önemli bir sinyal yakalamayı sağlayabilir. Bu oranın değerlendirilmesiyle ilgili, Dünya Bankası ve IMF tarafından önerilen bir takım eşik değerler vardır. Bu eşik değerlere göre, Toplam dış borç stoku/GSMH oranının %30 ve %50 arasında olması ülkenin orta borçlu, %50 ve daha fazla olması ise ülkenin yüksek borçlu ülkeler ile gruplanmasına neden olmaktadır.

• **İthalat / toplam rezervler (altın dahil)**

• **WGI Skorları** : Çalışmada ayrıca politik risk değişkenine ihtiyaç duyulmuştur. Bu noktada, literatür incelendiğinde, bazı kuruluşların yayınladıkları verilerden yararlanabileceği anlaşılmaktadır. WGI puanları politik risk değişkeni olarak seçilebilecektir (Emir vd., 2013).

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

Aşağıdaki tabloda, Türkiye ve Güney Afrika’nın politik risk skorları (WGI puanları) bazı yıllar için örnek olarak sunulmuştur.

Tablo 5: Türkiye ve Güney Afrika Politik Risk Skorları

Türkiye WGI	2008	2012	2013	2016	2017
Yolsuzluğun Kontrolü	0,11236	0,157739	0,092246	-0,19158	-0,19291
Hükümet Etkinliği	0,268657	0,408524	0,381218	0,043021	0,070512
Politik İstikrar ve Şiddetin Olmaması	-0,82357	-1,22053	-1,24993	-2,00906	-1,79662
Düzenleyicilik Kabiliyeti	0,259386	0,420095	0,429084	0,196143	0,035141
Hukukun Üstünlüğü	0,083061	0,036304	0,066959	-0,20863	-0,25014
Konuşma Yetkisi ve Denet.	-0,04129	-0,20693	-0,25133	-0,60889	-0,70741
Güney Afrika WGI	2008	2012	2013	2016	2017
Yolsuzluğun Kontrolü	0,2112635	-0,115579	-0,070048	0,124319	-0,00813
Hükümet Etkinliği	0,5094988	0,3456312	0,438292	0,274931	0,278473
Politik İstikrar ve Şiddetin Olmaması	0,0497333	-0,025386	-0,046294	-0,14150	-0,26731
Düzenleyicilik Kabili.	0,4988977	0,3817532	0,419975	0,211843	0,233144
Hukukun Üstünlüğü	0,0725051	0,1104317	0,158148	0,115789	-0,01119
Konuşma Yetkisi ve Denet.	0,5756481	0,5821533	0,600703	0,650145	0,637225

Tablodan görüleceği üzere, hemen hemen her politik risk bileşeninde Türkiye'nin skoru Güney Afrika'ya göre düşüktür.. Aynı zamanda yıllar itibariyle bakıldığında ise Türkiye'nin politik risk puanlarının kötüleştiği de ayrıca göze çarpmaktadır.

Çalışmada WGI altındaki her bir başlığa ait puanlara eşit derecede ağırlık verilmiştir. Bu ağırlıklar ile Excel programı yardımıyla ortalama alınmış ve bir WGI skoru elde edilmiş. Oluşan skor, politik risk verisi olarak kriterler arasında yerini almıştır.

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

4.2.2. Karar Matrislerinin Oluşturulması

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

Çalışmada Visual Promethee Academic yazılımı kullanılmıştır. Kriter olarak kullanılan verilerin tamamı lineer tercih fonksiyonuna uygun karakteristiklere sahiptir. Tüm kriterlere ilişkin tercih fonksiyonları yazılımda seçildikten sonraki aşamada kriterlerin hangisinde tercih yönlerinin belirlenmesi gerekmektedir. Politik risk kriteri için kullanılan WGI puanları için ise değer arttıkça riskin azalması durumu söz konusudur. Bu nedenle, "max." seçeneği tercih yönü olarak belirlenmiştir.

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

Yazılıma girilen verileri gösteren matris Tablo 6'da sunulmuştur.

Tablo 6: Politik Risk Kriteri için Dünya Bankasının WGI Puanlarından Elde Edilen Endeksin Kullanımına İlişkin Matris

Ülke	PR-WGI	Büyüme	Enflasy.	Cari Denge	TDBS/GSMH	İth./Rez
Azerbaycan	-0,7456	1,5654	6,81379	10,47034	25,60411	2,4472
Brezilya	-0,0592	0,4516	6,38215	-2,40824	24,19343	0,9105
Çin	-0,4715	7,6349	2,25297	2,30685	13,55759	0,6624
Mısır	-0,8416	3,6285	14,2035	-3,42287	20,06813	3,6263
Hindistan	-0,2880	7,1117	6,85814	-1,97839	21,03975	1,6502
Endonezya	-0,2411	5,3118	5,11252	-1,76309	33,04648	1,9363
Meksika	-0,2263	2,5378	4,01674	-1,83280	34,23010	2,6772
Nijerya	-1,0867	3,1991	12,1081	1,82878	6,68438	2,2409
Pakistan	-1,0551	4,4438	6,85013	-2,37234	25,80010	3,6905
Romanya	0,1852	3,4488	1,87731	-2,80202	59,20372	1,9790
Rusya	-0,7178	0,8950	7,94271	3,09175	32,37967	1,0327
Türkiye	-0,2423	5,8899	8,52214	-5,13007	45,29827	2,3023
Ukrayna	-0,7031	-1,274	15,6735	-3,23794	100,90560	4,6771
Güney Afrika	0,2099	1,6327	5,64200	-3,74711	42,36362	2,5420

4.3. Bulgular

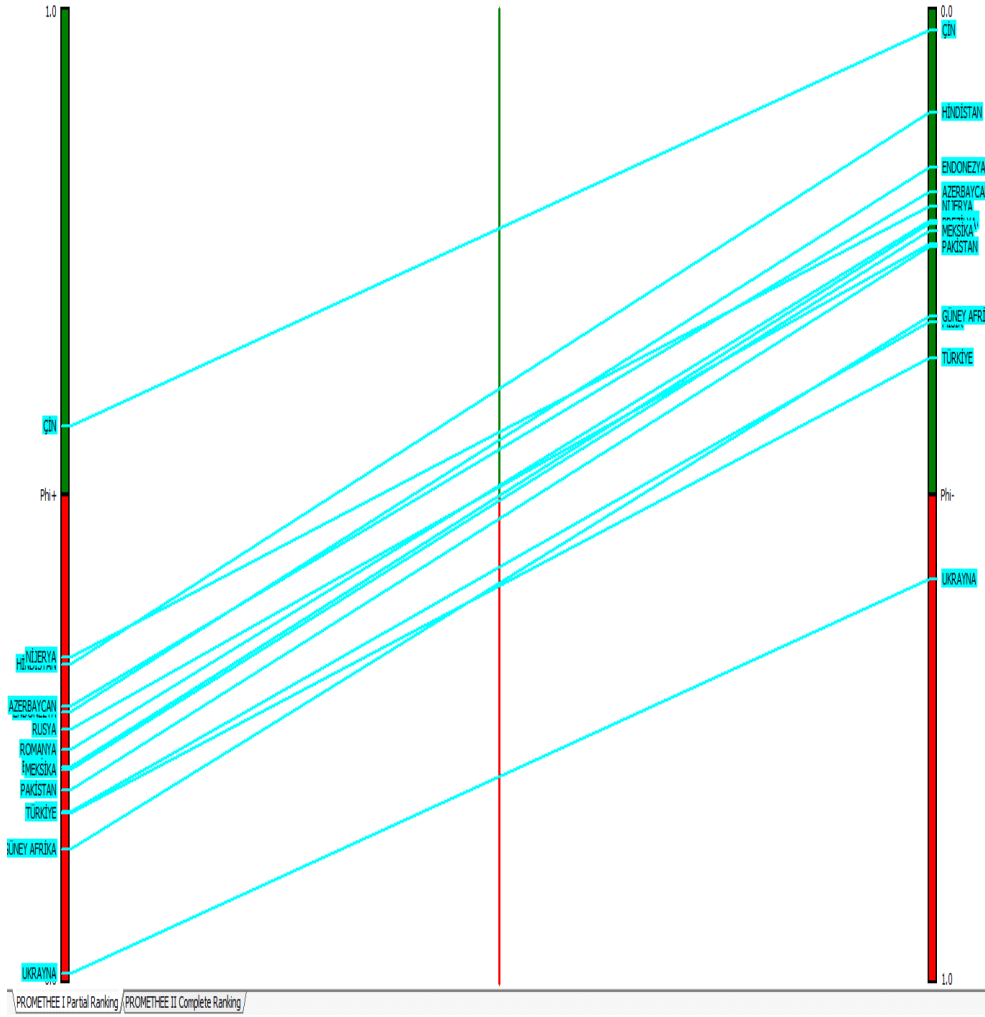
4.3.1. PROMETHEE I'e İlişkin Bulgular

Veriler programa girildikten sonra, alternatif ülkeler olan Azerbaycan, Brezilya, Çin, Mısır, Endonezya, Hindistan, Meksika, Nijerya, Pakistan, Romanya, Rusya, Türkiye, Ukrayna ve Güney Afrika ülkelerinin PROMETHEE yöntemi ile değerlendirilmeleriyle sıralama sonuçlarını içeren çıktılar elde edilmiştir. PROMETHEE I için ortaya çıkan sıralamalar Şekil 1'de verilmiştir.

Şekil 1'de PROMETHEE I (kısmi sıralama) sonuçları gösterilmektedir. Kısmi sıralamada, ölçüme tabi tutulan her bir alternatif adına -1 ile +1 arasında bulunmak şartıyla negatif ve pozitif değerler hesaplanmaktadır. Pozitif çıkan değer, değerlendirilen alternatifin diğer alternatiflere göre pozitif üstünlüğünü göstermektedir. Negatif çıkan değer ise, değerlendirilen alternatifin diğer alternatiflere göre ne kadar zayıf kaldığını göstermektedir (Şahin ve Akkaya, 2013, s. 75).

PROMETHEE I (kısmi sıralama) analizinin sonucunda, Çin'in kendisini ayrıştırıcı bir olumlu performans sergilediğini söylemek mümkündür. Pozitif üstünlüklere göre bakıldığında Çin alternatifinin arkasından Nijerya'nın geldiği, negatif üstünlüklere göre bakıldığında ise Hindistan'ın 2'nci sırayı aldığı görülmektedir. Ukrayna alternatifi en son sırayı almıştır.

Sondan bir önceki sırayı ise negatif üstünlüklere göre bakıldığında Güney Afrika; pozitif üstünlüklere göre bakıldığında ise Türkiye'nin aldığı görülmektedir.



Şekil 1: Promethee I Sonuçları

4.3.2. PROMETHEE II'ye İlişkin Bulgular

Visual Promethee yazılımı kısmi sıralamaya ek olarak, tam sıralama yapmaya da olanak vermektedir. PROMETHEE II (tam sıralama), pozitif ve negatif üstünlükleri birlikte değerlendirerek net üstünlük değerlerini ortaya koymaktadır. Bu noktada, 0 ile +1 arasında yer alan alternatifler olumlu olarak değerlendirilebilecektir (Şahin ve Akkaya, 2013, s. 75).

PROMETHEE II aracılığıyla alternatiflerin tam öncelik değerleri hesaplanmakta ve tüm PROMETHEE II sonuçlarını gösteren ekran görüntüleri Şekil 2’de verilmiştir.

PROMETHEE II sonuçları incelendiğinde ise sırasıyla Çin, Hindistan ve Nijerya’nın en iyi üç alternatif olduğu görülmektedir. Son sırada yer alan Ukrayna’nın hemen üzerinde Türkiye yer almaktadır. Türkiye ile Güney Afrika alternatifinin birbirlerine yakın performans sergiledikleri görülmektedir.

4.3.3. PROMETHEE I ve PROMETHEE II Bulgularının Karşılaştırılması

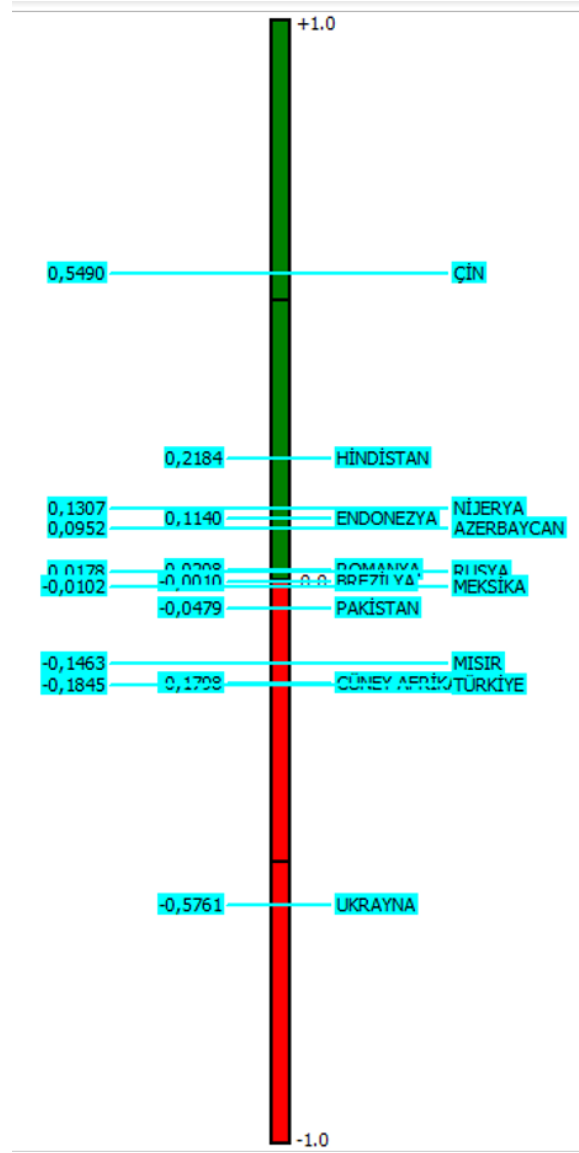
Tablo 7’de çalışmada yer alan alternatif ülkelere ait PROMETHEE II sonucuna dayanarak oluşturulan PROMETHEE Akış Tablosundan elde edilmiş sonuçlar gösterilmiştir. Bu tabloda, PROMETHEE II sıralamasında gösterilmiş alternatiflerin net Phi değerlerine dayanarak sıralanmış hali verilmiştir. Phi değerleri, ise pozitif üstünlük değerlerinden (Ph+) negatif üstünlük değerlerinin (Ph-) çıkarılması sonucu elde edilen net Phi değerlerini ifade etmektedir (Güney, 2017, s. 184). Bu noktada, Çin 0,5490 net üstünlük değeri ile birinci sıradadır. Ukrayna, -0,5761 net üstünlük değeri elde ederek en son sırada yer almıştır.

Analiz sonucunda net üstünlük değeri açısından olumlu kabul edilebilecek ülkelerin sırasıyla Çin, Hindistan, Nijerya, Endonezya, Azerbaycan, Romanya ve Rusya ülkeleri olduğu görülmektedir.

Tablo 7: Net Üstünlük Değerleri

Ülke Adı	Phi (Net)		
1. Çin	0,5490	8.Brezilya	-0,0010
2. Hindistan	0,2184	9.Meksika	-0,0102
3. Nijerya	0,1307	10.Pakistan	-0,0479
4. Endonezya	0,1140	11.Mısır	-0,1463
5. Azerbaycan	0,0952	12.G.Afrika	-0,1798
6. Romanya	0,0208	13.Türkiye	-0,1845
7. Rusya	0,0178	14.Ukrayna	-0,5761

Tablo 7 incelendiğinde, ilk bakışta Çin ve Hindistan seçilebilir derecede iyi performans gösterdiği anlaşılmaktadır. Çin 1’inci sırada yer alırken; en kötü performansı sergileyen Ukrayna, son sırayı işgal etmiş, Türkiye ise on üçüncü sırayı almıştır.



Şekil 2: PROMETHEE II Sonuçları

4.3.4. GAIA Düzlemine İlişkin Bulgular

GAIA düzlemi sayesinde birden fazla çok kriterli problemlere ilişkin çözümler iki boyutlu olarak ifade edilebilmektedir. Kalın ve yatay eksene yakın bulunan doğru optimal sonucun kestirilmesinde kullanılır. Ayrıca, bu optimal

doğruya yakınlık gösteren değerlerin, değerlendirilen kriterlere göre seçilebilecek alternatifler olduğu bilinmektedir. Kriterler ince çizgilerle gösterilmektedir. Bu çizgilerden birine yakın olan alternatifin ise, söz konusu kriter açısından öncelikli bir konuma sahip olduğu anlaşılmaktadır (Şahin ve Akkaya, 2013, s. 75).

Ayrıca, GAIA düzleminde kullanılan renk kodları vardır. Düzlemde gösterilen elemanların sayısı bakımından bir kalite göstergesi olan bu renk kodlarında; yeşil renk, tatminkâr bir kalite düzeyini ifade ederken, kırmızı renk ise oldukça düşük bir düzeyi ifade etmektedir (Visual PROMETHEE, 2013). Bu çalışmada gösterilen renk kodları yeşil renge sahiptir.

Şekil 3’de GAIA düzlemi görüntüsü yer almaktadır. Buna göre Hindistan’ın en iyi konuma sahip olduğunu söylemek mümkündür. Ayrıca Endonezya’nın optimal doğru ile aynı bölümde olduğu göze çarpmaktadır. Çin’in de eksenin aynı tarafında yer alması nedeniyle tercih edilebilir konumda bulunduğu söylenebilir. Mısır’ın optimal doğruya yaklaştığı görülmektedir. Türkiye’nin performansının olumsuz olduğu söylenebilir. Kriterler açısından bakıldığında, enflasyon artışı kriterine göre en iyi seçimin Endonezya olduğu anlaşılmaktadır. Ukrayna alternatifinin gösterdiği kötü performansın ne düzeyde ayrıştırıcı etki yaptığı da yine GAIA düzlemi gösterimi sayesinde anlaşılır olmaktadır.

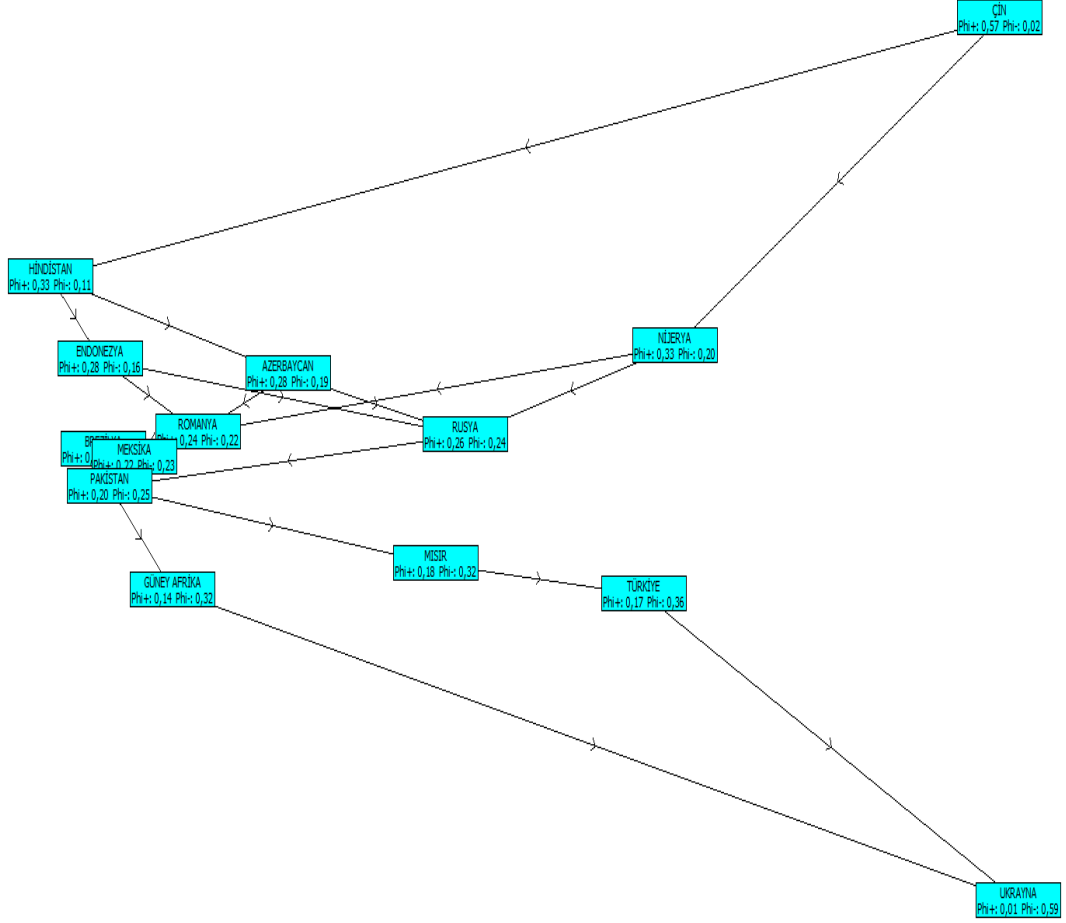


Şekil 3: GAIA Düzlemi Gösterimi

4.3.5. Promethee Network'e İlişkin Bulgular

Promethee Network çıktısında alternatiflerin düğüm (ağ) şeklinde ve tercih konusu olan ise alternatifler ok sembolü ile gösterilmesi söz konusudur. Göreceli konumlarda yer alan düğüm şekli sayesinde üstünlük değerlerinin arasındaki yakınlık daha net bir ifadeye kavuşmaktadır (Visual PROMETHEE, 2013). Promethee Network çıktısına ait ekran görüntüsü Şekil 4'de verilmiştir.

Promethee Network çıktısını gösteren Şekil 4 incelendiğinde ise Çin'in en iyi ve Ukrayna'nın en kötü performansı sergilediği açık bir şekilde anlaşılmaktadır. Kümelenmeler incelendiğinde Brezilya, Pakistan, Romanya ve Meksika alternatiflerinin birbirleriyle benzer özelliklere sahip olduğu görülmektedir.



Şekil 4: Promethee Network Çıktısı

4.3.6. Promethee Bulguları ile Kredi Derecelendirme Notlarının Karşılaştırılması

Tablo 8’de üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından ülkelere ülkelere verilen kredi notları, açıklamaları ile birlikte görülmektedir.

Tablo 8: Ülkelerin Kredi Derecelendirmesine Göre Sıralaması

Moody			S&P			Fitch		
Çin	A1	Orta Üst	Çin	A+	Orta Üst	Çin	A+	Orta Üst
Meks	A3	Orta Üst	Meks.	BBB+	Orta Alt	End	BBB	Orta Alt
Endon.	Baa2	Orta Alt	Endon.	BBB	Orta Alt	Rusya	BBB	Orta Alt
Hind.	Baa2	Orta Alt	Roman	BBB-	Orta Alt	Meks.	BBB	Orta Alt
Roma.	Baa3	Orta Alt	Rusya	BBB-	Orta Alt	Hind.	BBB-	Orta Alt
Rusya	Baa3	Orta Alt	Hind.	BBB-	Orta Alt	Roman.	BBB-	Orta Alt
Güney Afrika	Baa3	Orta Alt	Azerb.	BB+	Yat. Yapıla.	Azerb.	BB+	Yat.Yapı-lamaz
Azerb.	Ba2	Yatırı Yapıla.	Güney Afrika	BB	Yat Yapılam.	Güney Afr.	B+B	Yat.Yapı-lamaz
Brez.	Ba2	Yatırıç Yapıla.	Brez.	BB-	Yat.Yapı-lamaz	Brez.	BB-	Yat.Yapı-lamaz
Türk.	B1	Yüksek Ölçüde Spekül.	Türk.	B+	Yüksek Ölçüde Spekül.	Türk	BB-	Yat.Yapı-lamaz
Mısır	B2	Yüksek Ölçüde Spekül.	Ukray.	B	Yüksek Ölçüde Spekül.	Mısır	B+	Yüksek Spekül.
Pakis.	B3	Yüksek Ölçüde Spekül.	Nijerya	B	Yüksek Ölçüde Spekül.	Nijerya	B+	Yüksek Spekül.
Ukray.	Caa1	Önemli Ölçüde Riskli	Mısır	B	Yüksek Ölçüde Spekül.	Ukray.	B	Yüksek Spekül.
Nijery.	N/A	-	Pakis.	B-	Yüksek Ölçüde Spekül.	Pakis.	B-	Yüksek Spekül.

Bulgular ile kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladığı kredi notlarına göre yapılan sıralama karşılaştırıldığında ise Çin ve Hindistan'ın yine başı çektiği görülmekle birlikte sürpriz bulgular da söz konusudur. Örneğin Nijerya ve Azerbaycan, kendilerine üst sıralarda yer bulurken, her üç kredi derecelendirme kuruluşu için de üst sıralarda yer alan Meksika, orta sıraların altında yer almaktadır. Azerbaycan, her üç kuruluş için de "Yatırım Yapılamaz" seviyesindeyken, Nijerya Standard & Poors ve Fitch için "Yatırım Yapılamaz" seviyesindedir. Ukrayna en son sırada kendisine yer bulmuştur. Dolayısıyla bulgular ile kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarına göre yapılan sıralama da ufak sürprizlerle birlikte oldukça tutarlıdır.

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

5.SONUÇ

Bu çalışmada, Dünya Bankası veri tabanı kullanılarak Türkiye ile benzer ekonomik ve/veya politik koşullara sahip olan 14 ülke, Çok kriterli karar verme tekniklerinden (ÇKKV) biri olan PROMETHEE yöntemi ile ülke riskine göre sıralanmıştır. Elde edilen sıralama sonuçları, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladığı notların sıralaması ile ne ölçüde uyumlu olduğunu ortaya koymak amacıyla karşılaştırılmıştır.

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

Ayrıca, PROMETHEE yöntemi ÇKKV yöntemleri arasında tercih fonksiyonları belirleme imkânı sunan ve GAIA düzleminin kullanılmasını sağlayan bir yöntem olması nedeniyle ön plana çıkmaktadır. Bu durum, alternatiflerin, kriterlere göre ikili karşılaştırma sürecini kolaylaştırmaktadır. Ancak bu noktada, hangi tercih fonksiyonunun hangi kritere atanacağı büyük ölçüde karar vericinin bilgi ve tecrübe birikimine göre şekilleneceğinden kaynaklı ek bir zorluk ortaya çıkmaktadır.

Araştırmadan elde edilen bulgular, Hindistan ve Çin'in en başarılı ülkeler olduğunu göstermektedir. Bu iki ülke, kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladığı kredi notlarına göre yapılan sıralamada da ilk sıralardadır. Mısır ve Ukrayna ise hem ülke riskine göre yapılan sıralamada hem de kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladığı kredi notlarına göre yapılan sıralamada son sıralardadır. Dolayısıyla çalışmada ulaşılan bulgular ile kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınladığı notlar, hem en iyi ve en kötü alternatifler açısından hem de Türkiye'nin son sıralardaki yeri açısından benzer sonuçlar üretmiştir.

En iyi ve en kötü ülkeler açısından bir değerlendirme farkı tespit edilmese de farklı denilebilecek bulgulara da erişilmiştir: Nijerya, Azerbaycan ve Meksika için bulgular sürpriz niteliktedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları notlara göre yapılan sıralamada Nijerya ve Azerbaycan son sıralardayken, Meksika üst sıralardadır. Ancak bulgular ışığındaki sıralamada Nijerya ve Azerbaycan üst sıralarda, Meksika ise alt orta sıralarda kendisine yer bulabilmiştir.

Ulaşılan bulgular doğrultusunda ülke riskinin değerlendirmesinde PROMETHEE yöntemi ile bir sıralama yapılabileceğini söylemek mümkündür. Zira PROMETHEE ile yapılan ülke riski sıralaması ile kredi derecelendirme kuruluşlarınınki arasında önemli derecede farklılıklar tespit edilmemiştir. Hatta bulguların tutarlı olduğunu söylemek mümkündür.

KAYNAKLAR

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

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

BOUCHET, M. H., CLARK, E., GROSLAMBERT, B. (2003). *Country Risk Assessment*. John Wiley & Sons.

BOUCHET, M. H., FİSHKİN, C. A., GOGUEL, A. (2018). *Managing Country Risk in an Age of Globalization*. Palgrave MacMillan.

CLARK, E. (1997). Valuing Political Risk. *Journal of International Money and Finance*, 16(3).

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

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

EMİR, M., UYSAL, M., DOĞRU, B. (2013). Ülkenin Risklilik Durumu ile Ülkeye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27(2).

GENÇ, T. (2013). PROMETHEE Yöntemi ve GAIA Düzlemi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, XV(I).

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

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

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

KAUFMAN, D., KRAAY, A.,MASTRUZZI, M. (2008). Governance Matters VII: Aggregate and Individual Governance Indicators 1996-2007. *World Bank Institute Policy Research Working Paper*.

KAYA-KANLI, N.,AYDOĞUŞ, O. (2017). Ülke Risk Faktörlerinin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Belirleyici Etkisi. *Ege Akademik Bakış*, 17(2).

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

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

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

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

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

ŞAHİN, A., AKKAYA, G. C. (2013). Promethee Sıralama Yöntemi ile Portföy Oluşturma Üzerine Bir Uygulama. *Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(2).

ŞENKAYAS, H., HEKİMOĞLU, H. (2013). Çok Kriterli Tedarikçi Seçim Problemine PROMETHEE Yöntemi Uygulaması. *Verimlilik Dergisi*(2).

TCMB.(2019).<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Egitim-Akademik/Terimler+Sozlugu/>
(09.09.2019)

TÜRE, H., BAŞER, F. (2015). Bulanık C Ortalama Kümeleme Algoritması ile Ülke Risk Değerlendirmesi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*(23).

VİSUAL PROMETHEE. (2013). Visual PROMETHEE.
<http://www.promethee-gaia.net/files/VPManual.pdf> (09.01.2020)

WORLD BANK. (2000). World Development Report 2000/2001.

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

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

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