

## Seçilmiş Ülke ve Ülke Gruplarında Kredi Derecelerinin Yatırımlar Üzerindeki Etkisi<sup>1</sup>

**Ashı YENİPAZARLI<sup>2</sup>**

**Ela BULUT<sup>3</sup>**

**Gamze KAVAK<sup>4</sup>**

### Özet

Küreselleşmenin hızla arttığı bir dünyada sermaye hareketliliği de buna bağlı olarak farklılık göstermeye başlamıştır. Bunun sonucunda sermaye sahiplerine yol gösterecek kriterler ve ölçümler gerçekleştiren firmalar önem kazanmıştır. Bu firmaların yapmış oldukları derecelendirmelerin etkinliği iktisat teorileri açısından tartışma konusu olmaktadır. Ülkelerin geliştirmiş oldukları teknolojik yapı ve küreselleşme boyutu ile ülkelerdeki mevcut kaynakların ve yapısallaşmanın etkisi ile ülke yatırımcıları farklı pazar arayışlarına açılmış ve ülkelerinde ki ulusal sınırların dışarısına açılma ihtiyacı oluşmuştur. Bazı ülkelerde hammadde, işgücü, yabancı kaynaklara bağımlı olmaları da yabancı sermaye yatırımı yapacak ülkelerin bu ülkeler ile olan faaliyetlerini geliştirmiştir. Yabancı sermaye yatırımları, ülkelerin geçiş ve gelişim sürecinde önemli bir faktördür. Çok sayıda yabancı sermaye yatırım çeken ülkeler ile bu yatırımlardan faydalanmak isteyen ülkelerin karşılaşması sonucu uluslararası ticaret kavramı ortaya çıkmaktadır. Uluslararası ticareti ülkelerdeki faiz, yurtiçi hasıla, ülkelerin kendi iç büyümeleri ve ekonomik beklentileri etkilemektedir. Bu çalışmada 2000-2015 yılları arasında ülkelere yapılan yabancı yatırımlara, kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış olduğu derecelendirmelerin etkileri analiz edilmiştir.

*Anahtar Kelimeler* ;Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Yabancı Yatırımlar, Moddy's, Standard & Poor, Fitch.

*Jel Kodları* ; G10, G11, O16

<sup>1</sup> Bu makaledeki veriler, 27-29 Temmuz 2017 tarihinde Adnan Menderes Üniversitesi, Aydın İktisat Fakültesi tarafından düzenlenen EUREFE'17 Uluslararası Kongresinde sözlü bildiri olarak sunulmuştur.

<sup>2</sup>Doç. Dr., Adnan Menderes Üniversitesi, Nazilli İ.İ.B.F. İktisat Ana Bilim Dalı, ayenipazarli@adu.edu.tr

<sup>3</sup>Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, elabulut48@gmail.com

<sup>4</sup>Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, gamze\_kv@hotmail.com

## The Effects of Credit Ratings on Investments For Some Selected Country Groups

Aslı YENİPAZARLI

Ela BULUT

Gamze KAVAK

### Abstract

In a global world, capital mobility has begun to vary accordingly. As a result, the companies that carry out the criteria and measures leading to capital owners have gained importance. The ratings of these companies are matters of debate in terms of efficiency theories of economics. With the technological structure and the dimension of globalization developed by the countries and the effects of the existing resources and the structuralization in the countries, the investors of the country have been opened to search for different markets and the need to open up outside the national borders in their countries has been created. In some countries, countries that are dependent on raw materials, manpower, and foreign resources, but which will invest in foreign capital, have improved their activities with these countries. Foreign investment is an important factor in the transition and development process of the countries. The concept of international trade is emerging as a result of the countries attracting a large number of foreign capital investments and the countries that want to benefit from these investments. International trade affects countries' interest, domestic output, countries' own internal growth and economic expectations. In this study, the effects of ratings of credit rating agencies on foreign investments made by countries, between 2000 and 2015 are analyzed.

*Keywords* ; Credit Rating Agencies, Foreign Investments, Moody's, Standard & Poor, Fitch.

*Jel Codes* ;G10, G11, O16

## 1. Giriş

Küreselleşmenin en son noktasına ulaştığı son dönemlerde ekonomi araçlarının önündeki engeller tamamen kaldırılmıştır. Bu durumda dünya iyice küçülerek ülkelerin sermaye piyasasından kendilerine pay alabilmek için yarıştıkları bir alan haline almıştır. Gelişmiş ülkeler refahlarını daha da yükseltmek ve gelir seviyelerini korumak için, geliştirmekte olan ve az gelişmiş ülkeler ise toplum refahını arttırmak, gelişmiş ülkeler seviyesine ulaşmak için çaba göstermektedir. Böyle bir ortamda büyümenin önemli kavramlarından biri olan yatırımlar ülkelerin kalkınma planlarında ilk sıralarda yerini almaktadır. Yatırımcılar için ise sermayelerinin getirisini en yüksek seviyede tutmak ve kazanımını güvenli alanlarda değerlendirmek öncelik arz etmektedir. Böyle bir durumda ilk olarak 19. yy sonu ve 20. yy başlarında ortaya çıkmış olan kredi derecelendirme kavramı sermaye piyasaları için kritik seviyede gereklilik göstermektedir. Bu kapsamda tanınmış üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun yapmış olduğu derecelendirmeler dünya'daki sermaye sahipleri tarafından dikkatle takip edilmektedir. Bu durumda ülkelerin kredibilitelerini yansıtan tablolarda üst sıralara yükselmek hükümetler için öncelikli hale gelmektedir.

2008 küresel krizinden sonra yaşanan olaylar ve kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu notlar tartışmalı hale gelmiştir. Bu kuruluşların kredibilitesi olarak gösterdiği firmaların batması sonucu güvenilirlikleri tartışılır hale gelmiştir. Lehman brother's'ın batması ve Hannover-Re skandalından sonra avrupa ülkelerinininde krizden ciddi bir şekilde zarar görmesi ile sonuçlanan bir dizi olayların ardından bu kuruluşların notlandırmalarının etkisini ölçebilmek önem arz etmektedir.

Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış olduğu notlandırmaların ülkeler açısından yatırımlar üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Ülke grupları üzerinde gelişmişlik seviyelerine göre etkisi kurulan panel veri çoklu regresyon modelleri aracılığıyla ölçülmüştür. 2000-2016 yılları arasında 17 yıllık bir süreçte 134 ülke üzerinde analiz gerçekleştirilmiştir.

## 2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Piyasalar Açısından Önemi

SEC "Securities Exchange Act of 1934" kurumu tarafından belirlenmiş derecelendirme kavramı "*Bir borçlunun para piyasası aracılığıyla veya spesifik bir araca yönelik kredi değerliliğinin değerlendirilmesi*" olarak tanımlanmaktadır (SEC, 2012:32 Akt. Kedikli, 2015:4). Sermaye piyasası kurulu tarafından yayınlanmış olan "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği"de bulunan

5. Madde de kredi derecelendirmesi; işletmelerin ödeyebilirlikleri ve risk durumlarını yada borçluluğu temsil etmekte olan faiz, anapara gibi sermaye piyasası araçlarının yükümlülüklerinin vadeleri süresinde karşılanabilirliği derecelendirme kuruluşları tarafından tarafsız, bağımsız ve adil olarak sınıflandırılarak değerlendirilmesi faaliyeti şeklinde tanımlanmıştır (Akçayır, 2013:6)

Kredi derecelendirmenin literatürde bir çok tanımı bulunmasına rağmen kısaca ifade etmek gerekirse, *“borçlunun anapara ve faiz yükümlülüklerini ödeme yeteneğinin, zamanında ve tam olarak yerine getirilip getirilememesini ölçen bir araç”* şeklinde tanımlamak uygundur. Her bir derecelendirme kuruluşu kendi bünyesinde derecelendirme ile ilgili farklı tanımlar kullanmış olsalarda hem fikir oldukları en önemli husus verilen derecelendirme notunun bir görüş, bir ifade bildirimini olduğudur (Eren, 2010:113).

Derecelendirmeler ülkeler için yapılabildiği gibi bir tek işletme yada bir tek ülke bazında da yapılabilmektedir. Bu kapsamda derecelendirme işleminin başka alanlarda da yapıldığı görülmektedir. Bunlardan bazıları bankalar, menkul kıymetler, finansal kurumlar ve ticari şirketlerdir. Dünya geneline baz alındığında ise çoğunlukla özel sektör yada kamu borçlanma menkul kıymetleri için derecelendirmeler gerçekleştirilmektedir (Küçükkocaoğlu, 2014:3).

Sermaye piyasalarının güvenilir, etkin ve istikrarlı bir şekilde çalışmasına imkan veren ve piyasadaki bilgileri zamanında ve ayrıca doğru bir analizi sağlama konusunda yetersizlikleri bulunan küçük tasarruflara sahip kişi ve kuruluşları koruyan ve kamuyu aydınlatma konusunda da fonksiyonu olan sermaye piyasasına yardımcı kuruluşlardan biri olarak derecelendirme kuruluşlarını adlandırmak mümkündür (Eren, 2010:113). Ayrıca finansal yatırımlarını sağlam ve güvenilir olarak gerçekleştirmek isteyen yatırımcılar aynı zamanda sermaye piyasasının sağlam temeller üstünde inşa edilmesine de katkı sağlamış olur (Kedikli, 2015:9). Derecelendirme sayesinde kayıt dışı ekonomide, yolsuzlukta azalma olduğu ve pazar disiplini konusunda olumlu bir katkı sağlandığı genel kabul görmektedir (Kedikli, 2015:5)

Kredi derecelendirme kuruluşlarından alınan yüksek notlar ülkelerdeki finansman maliyetlerini de etkilemektedir. Kredibilitesi yüksek olan yüksek notlara sahip ülkelerde finansman maliyetleri düşük olurken risk primleri de az olur. Düşük kredi notlarına sahip gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde finansman maliyetleri ve risk primleri yüksek olmaktadır.

Yükselen ekonomilerin doğrudan ve dolaylı yabancı sermaye çekebilmek için yeterli kredibilite düzeyinde olmaları gerekmektedir. Ülkelerin kredi notları kredibilitelerin en somut

göstergesi olmaktadır. Kredi kuruluşlarından alınacak olan yüksek kredi notlarının bu ülkelere yabancı sermaye çekilmesini kolaylaştırmaktadır. Fakat kredi kuruluşlarında yapılacak olan bir kredi notu azaltılması ülkelere yüksek oranda sermaye çıkışları yaşanmasına neden olmaktadır (Setty ve Dodd, 2003 Akt. Kabadayı, 2012:48).

Derecelendirme kuruluşlarının bir onayı ile hükümetler, dünya çapındaki toplam borçların yüzde 40'ını ifade eden 20 trilyon dolara yakın bir meblağda borç alabilmekte ve bunun sonucunda toplumsal açıdan önemli projeleri gerçekleştirebilmektedirler. Fakat bu onayın alınma maliyeti oldukça yüksek olmaktadır (Maliye Bakanlığı, 2005 Akt. Kedikli, 2015:10).

Derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıkış sürecini 1800'lü yıllarda ABD'de bir çok demir yolu şirketinin ortaya kurulması hızlandırmıştır. Ticari şirketlerin aksine kuruldukları yer belli bile olmayan demiryolu şirketlerine yapılan yatırımların riski çok yüksek aynı zamanda risk tahmini de oldukça zorlaşmaktadır. Bu sebeple bu dönemde ABD'de dolandırıcılık olayları artmış yatırımcılar zor durumlarda kalmışlardır. Diğer yandan demiryolu inşasını yapan her bir şirket kendi inşaa ettiği demiryolunu da işletme hakkını alabilmiştir ve bu durumda bir çok işletme ortaya çıkmıştır. Böyle bir ortamda şirketlerin bir çoğu iflas etmiş ve hangi işletmeye yatırım yapılabilecek seviyede olduğu bilinmemektedir (Gülmez ve Gündoğan, 2014: 67). Kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihine bakıldığında zaman; kredi derecelendirme kavramı ilk olarak 1837 yılında New York'ta yaşayan aslında bir manifaturacı olan Lewis Tappan'ın ekonomik durumu kötüye gitmekte olan müşterilerini değerlendirme yöntemine dayanmaktadır ABD'de ortaya çıkan ekonomik krizin ardından Tappan ülkenin farklı yerlerinde çoğunluğu avukat olan 180 muhabir ile iletişime geçerek bir ağ oluşturmuştur (Yazıcı, 2009: 5). 1860 yılında ise S&P şirketi Henry Narnum Poor ve John Poor kardeşler tarafından demir yolu şirketlerine yatırım yapmak amacıyla kurulmuştur. 1941 yılında ise "Standard Statistics Company" ve "Poor's Publishing Company" birleşerek S&P adını almıştır. 1946 yılında ise bilgileri toplamak ve depolamak için elektronik hesaplama sistemine geçmiştir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 12). S&P ilk ülke notunu 1975'de ABD'ye vermiştir. Moody's ise bilinen en eski derecelendirme kuruluşlarından. İlk kuruluşu 1909 yılına dayanmaktadır. John Moody tarafından kurulan şirket başlangıç olarak devlet demiryolları tahvillerini derecelendirmiştir (Hasbi, 2012: 28). Moody's 1909 yılında yatırımcılar için menkul kıymetlerin ve demiryollarının analizini yapan ve yatırım kalitesi hakkında yatırımcılara özet bilgiler sunan bir kitap yayınlamıştır. Bu kitap kısa bir zamanda yatırımcılar için önemli bir kılavuz haline gelmiştir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 11). Moody' ilk ülke notunu 1949 yılında ABD'ye

vermiştir. Fitch ise 1913'te John Knowles Fitch "Fitch Yayıncılık Şirketi" adı altında ilk Avrupa kökenli derecelendirme kuruluşudur. New York'ta kurulmuştur ve ABD tarafından genel kabul gören ilk Avrupa kökenli derecelendirme kuruluşu olarak da bilinmektedir (Akçayır, 2013: 35) Fitch'de S&P gibi ilk ülke notunu 1975 yılında ABD için derecelendirmiştir.

### 3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Derecelendirme İlkeleri

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeleri derecelendirme ilkelerine genel olarak bakıldığında ülkenin kredibilitesini (güvenirliğini), o ülkenin ekonomik, politik ve sosyal yapısının belirlediğini görebiliriz. Yatırım kararlarının verilmesi sırasında sermaye piyasalarının özellikle gelişmiş olduğu ülkelerde kredi şartları için kredibilitenin belirlenmesi gerekmektedir. Bu sebepten ülkelerin kredibilitesi sürekli olarak takip edilmektedir. Ülkelerin riski belirlenirken ülkenin ekonomik yapısını, politik ve sosyal yapılarını oluşturan göstergeler ve belirleyen faktörler ayrıca bunlar arasındaki etkileşim de dikkatle incelenerek önem seviyesine göre kaydedilir. Bu ilkelerin belirlenmesindeki güçlükler sebebiyle ekonomik politik ve sosyal alanda analiz yapmak önemli bir uzmanlık alanıdır (Akçayır, 2013:15).

**Tablo 1:** Kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarının belirleyicileri

	Moody's	S&P	Fitch
Kişi Başı Milli Gelir	%21 (uyarlanmış)	%27	%24
Cari Denge	%9	%12	%11
Borç Stoğu/GSYİH	%11	%12	%10
Yönetim Etkinliği	%16	%11	%24
Sermaye Yatırımları	%9	%8	%7
Enflasyon	%6	%6	%6
Kurlar	%6	%6	
Hukukun Üstünlüğü	%10	%6	
Geçmiş 4 Yıllık Büyüme Oranı Ortalaması	%6	%6	%6
Gelecek Yıl Büyüme Tahmini	%6	%6	%6

**Kaynak:** Haspolat 2015

Kuruluşların notlandırma yaparken ülkelerin kişi başı milli geliri için dikkate aldıkları orana bakıldığında Moody's'in uyarlanmış olarak %21, S&P'nin %27 ve Fitch'in %24 olarak belirledikleri Tablo 1'den görülmektedir. Kuruluşların kriterleri incelendiğinde dikkat çekici olan farklılıklardan biride yönetim etkinliğidir. Bu kriteri Fitch %24 olarak belirlemiş durumda iken Moody's %16, S&P'nin ise %11 oranında dikkate alarak belirlemektedir. Hukukun üstünlüğü ve döviz kurları kriterlerine bakıldığında ise Fitch bu kriterleri dikkate almazken döviz kurlarını Moody's ve S&P %6 oranına göre derecelendirmektedir. Hukukun üstünlüğünde ise Moody's S&P'den farklı olarak %10 seviyesinde notlandırmalarda dikkate almaktadır. Bu durumda Moody's ve S&P'nin Fitch'e göre bir birine daha yakın kriterleri dikkate aldığı söylenebilir. Fitch'in kriterleri nispeten farklılıklar içermektedir. Bu durum notlandırmalarda da Fitch'in yapmış olduğu derecelendirme notlarının Moody's ve S&P'ye göre daha durağan olduğunun göstergesi olarak yorumlanabilir.

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilmiş olan en yüksek değeri alan AAA seviyesinde notlandırılmış ülkeler ve bu ülkeleri notlandıran derecelendirme kuruluşları, 2017 yılı temmuz ayı itibari ile şu şekildedir; Danimarka (Moody's, S&P, Fitch), Almanya (Moody's, S&P, Fitch), Avusturalya (Moody's, S&P, Fitch), Kanada (Moody's, S&P, Fitch) Lüksemburg (Moody's, S&P, Fitch) Hollanda (Moody's, S&P, Fitch), Norveç (Moody's, S&P, Fitch), Singapur (Moody's, S&P, Fitch), İsviçre (Moody's, S&P, Fitch), ABD (Moody's, Fitch), Hong Kong (S&P), Liechtenstein (S&P), Yeni Zelanda (Moody's), Kuveyt (Fitch), İsveç (Fitch).

Derecelendirme kuruluşlarının notlandırmaları doğrultusunda fon çekmek isteyen yatırımcı şirketler mali yapılarını, yönetim sistemlerini, yatırım kararları en yüksek seviyede ve risk faktörlerini minimum düzeyde tutmak isteyeceklerdir. Şirketlerin yapılarını güçlendirme çabaları buldukları sektörde ve buldukları piyasada da sağlam bir sistem oluşmasına ve bunun sonucunda ülke yapısında da güçlenmeye yol açarak yüksek kredi notlarına ulaşılmasına sebep olacaktır. Türkiye gibi yeterli tasarrufa sahip olmayan ülkeler için uluslararası piyasalardaki dolaşımda olan fonlardan faydalanarak büyüme ve kalkınma hızlarını arttırabilmek için önemli miktarda fon kaynağı elde etmelerini sağlayacaktır (Kedikli, 2015:17).

Derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliği son yıllarda özellikle 2008 küresel krizde yüksek notlandırmaya sahip olan finans kuruluşlarının iflasının sonrasında sorgulanmaya başlanmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kendi kurallarını koyduğu ve uyguladığı

bilinmektedir. Bu durum güçlerini kötüye kullanmalarına yol açabilmektedir. bu kuruluşların etkileri büyük olduğundan dolayı firmaların ve hatta ülkelerin geleceğini olumsuz bir şekilde etkileyebilmektedir (Erkan ve Demircioğlu, 2010: 120). Ekonomik kriz nedeniyle bir ülkenin notu düşürüldüğünde o ülkeden büyük miktarlarda para çıkışı gerçekleşir ve yapılacak olan doğrudan yatırımlarda askıya alınır. Bu durum ülkedeki krizi daha da derinleştirir. Asya krizinde kredi derecelendirme kuruluşlarının krizi derinleştirmesinde önemli bir payı bulunmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının bu ülkelerdeki notları düşürmeleri sonucu yoğun sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Benzer bir durum 2001 krizinde ülkemizde de yaşanmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları açısından en çarpıcı örnek Hannover Re skandalıdır. S&P ve Fitch tarafından notlandırılan Hannover Re Alman sigorta şirketini Moody's bir teklif mektubu göndererek notlandırmak istemiştir. Şirket zaten notlandırma şirketleri ile çalıştığını ileri sürerek Moody's'in derecelendirmesini kabul etmemiştir. Buna rağmen Moody's re'sen derecelendirmiştir. Moody's, S&P ve Fitch'in olumlu notlar verdiği şirkete olumsuz notlandırma yaparak şirketi zor durumda bırakmıştır. Moody's'in yapmış olduğu bu şaibeli derecelendirme sonucunda firma hissedarları paniğe kapılmıştır. Bunun sonucunda firma yüzmilyonlarca dolar zarara uğramıştır (Akçayır, 2013: 72). Ayrıca Worldcom ve Parmalat gibi şirketler hakkında verdikleri yatırım yapılabilir notlandırmalarının firmaların batmasından hemen önce değiştirmiş olmaları da bu kuruluşların notlandırmalarına olan güven azaltmıştır. Ayrıca 15 Eylül 2008'de iflasını açıklayan Lehman Brothers'ın notlarının son ana kadar en yüksek seviyede tutulması yine kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirmelerine olan güvenin tekrar sorgulanmasına neden olmuştur (Demir, 2014: 76). Kredi derecelendirme kuruluşları için Milton Friedman'ın 1996 yılında The New York Times'da yazdığı bir köşe yazısındaki şu ifade de oldukça dikkat çekicidir;

*“Dünyada iki büyük süper güç vardır: Birisi Amerika Birleşik Devletleridir, diğeri “Moody”s Bond Rating Service”dir. ABD bomba atarak sizi mahvedebilir, Moody”s ise, tahvillerinizin derecelerini düşürerek sizi mahvedebilir. İnanın, hangisinin daha güçlü olabileceği net değildir”<sup>5</sup>*

Bir çok iktisatçının da hem fikir olduğu gibi kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasaya olan hakimiyeti ve oligopol yapısı tehlikeli bir boyuttadır. Artık dünya'da bu kuruluşları sorgulayan ve yapmış oldukları etkiyi araştıran bir çok çalışma mevcuttur.

<sup>5</sup> Friedman, 1995 Akt. Kılıçaslan ve Giter, 2016: 77



#### 4. Literatür

Literatür'den de anlaşılacağı üzere kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirmelerinin ülkeler üzerindeki etkisini gösteren bir çok çalışma mevcuttur. Yatırımlar üzerindeki etkisini analiz eden bir çalışmaya türkçe literatürde rastlanmamıştır.

**Tablo 2:** Literatür Taraması

Çalışmanın Yazarı ve Yılı	Örneklem	Yöntem ve Sonuç
Akçayır, Ö. (2013)	Firma ve ülke notları analizi	KDK'ların vermiş olduğu notlar firmalar ve ülkeler bazında analiz edilmiştir. KDK derecelendirmelerinin şeffaflık içermediği ve güvenilirliği sorgulanmıştır. Ülkeler ve firmalar bazında çifte standart uygulandığı sonucuna varılmıştır.
Altunkaya, H.İ. 2013	2007-2011, 62 ve 27 değişken data seti.	Veri madenciliği yöntemi kapsamında Sinir Ağları (Neural Network), CART, CHAID, C5.0, QUEST yöntemi kullanılarak ülke derecelerinin analizi yapılmıştır. Kredi notlarını etkileyen faktörlerin önemli ölçüde KBGSYH, Cari işlemler dengesi ve doğrudan yabancı yatırımlar, yozlaşma endeksi ve enflasyon değişkenlerinin etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Çalışkan, Ö.V. (2002)	1988 ve 1994 yılı seçilmiş ülkelerin kredi değerlendirmesi notları	Kredi derecelendirme kriterleri analizi yapılmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının yalnızca fonlar üzerinde etkili olmadığı aynı zamanda doğrudan yabancı yatırımları da etkilediği yargısına varılmıştır.
Demir, M. (2014)	1990-2013 yılları makroekonomik göstergeler	Türkiye'nin makroekonomik göstergeleri ile kredi derecelerinin analizi yapılmıştır. Türkiye için yapılan not artışının 2012 yılında geç kalınmış bir artış olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Demir, M. ve Eminer, F. (2014)	1997 ve 2002 yılları arasında verilen hatalı kredi notları	KDK'larının özellikle kriz dönemlerinde vermiş oldukları hatalı notların analizi yapılmıştır. KDK'larının tarafsız ve güvenilir olmadığı ayrıca oligopolistik yapılarıyla piyasada çok güçlü etkiye sahip olduğu yargısına ulaşılmıştır.
--------------------------------	--	--

Tablo 2'nin devamı.

Eren, E. (2010)	Yasal inceleme	KDK'larının Hukuksal açıdan 3. Kişilere karşı sorumluluğu analiz edilmiştir. KDK'larının vermiş oldukları derecelendirme notları sebebiyle zorunlu mesleki sigortası kapsamında 3. Kişilerin zararlarını tazmin edilmesinin gerekliliği sonucuna ulaşılmıştır. Kriz dönemlerinde sigortanın yetersiz kalacağından dolayı tasarruf mevduatı sigorta fonuna benzer bir fon oluşturularak kriz anında çıkacak büyük risklerin hafifletilmesi gerektiği çıkarımında bulunmuştur.
Gülmez, A. ve Gündoğan, H. (2014)	1992-2013 kredi notu ve 1990-2013 makro değişkenler	Türkiye'nin kredi notları makro ekonomik göstergeler aracılığıyla incelenmiştir. Türkiye'nin alması gereken notun yüksek kredibiliteye sahip olduğu yargısına ulaşılmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının objektiflikten uzak subjektif kararlar verdiği ve güvenilirliklerini yitirmeye başladığı yargısına varılmıştır.
Haspolat, F. B. (2015)	73 ülke ve 1996-2012 kredi dereceleri (moody's,S&P,Fitch)	Panel veri yöntemi ile (Random Effect) kredi derecelerinin kredi derecelendirme kriterleri ile analizi yapılmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ilan ettikleri kriterlerle yapılan derecelendirme kriterlerinin analizi farklılık gösterdiği bulgusuna ulaşılmıştır.
Kabadayı, B. (2012)	1995-2009 yılları 18 ülke kredi notları ve makro göstergeler	Panel veri analizi yöntemi ile kredi dereceleri bağımlı değişken olarak analiz edilmiştir. Elde edilen bulgularda yükselen ekonomilerde cari açığın, borç

		<p>oranlarının ve reel döviz kurunun ülke kredi notunu negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Özgürlük endeksi, kişi başına milli gelir, tasarrufları ise kredi derecelerini yükseltici yönde etkilediği tespit edilmiştir.</p>
<p>Kargı, B. (2014)</p>	<p>1998-2013 yılları arasında çeyreklik veriler ile 2’şer yıllık periodlar halinde gözlem</p>	<p>Grafikler aracılığıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarını makro ekonomik değişkenlerle birlikte eş anlı olarak incelemiştir. Analiz sonucunda değişkenlerle notlar arasındaki senkronize hareket gözlenmiş, makro değişkenlere en uyumlu notlandırmanın Fitch tarafından sonrasında sırasıyla S&amp;P ve Moody’s’in gerçekleştirdiği gözlenmektedir. Değişkenlerde ortaya çıkan değişikliklere en sert tepkiyi S&amp;P verirken en iyimser notlandırmayı Moody’s ‘in yapmış olduğu gözlenmiştir.</p>
<p>Kaya, B. Kaya, E.Ö. Yalçın, K. (2015)</p>	<p>01.01.2007-22.04.2014 tarihleri arasında CDS prim ve kredi derecelendirme notları</p>	<p>01.01.2007 ile 22.04.2014 tarihlerinde ortaya çıkmış olan 127 olayın CDS primleri ve kredi derecelendirme notlarındaki değişimi ile çoklu regresyon modeli ile analiz edilmiştir. Olayların modeller üzerindeki etkisi incelenmiştir. Gerçekleşen iyi ekonomik olayların CDS primlerini düşürdüğü ve kredi derecelendirme notlarını yükselttiği, iyi siyasi olayların hiç bir bağımlı değişkeni etkilemediği, kötü siyasi olayların yalnızca CDS primlerinde etkisi olduğu, kötü ekonomi olaylarının ise yalnızca CDS primlerinde etkili olmadığı bulguları elde edilmiştir. Tüm olaylar dikkate alındığında kredi derecelendirmelerinin CDS primlerine kıyasla daha fazla etki altında kaldığı görülmektedir.</p>

Tablo 2’nin devamı.

Kedikli, E. (2015)	1994-2014 yılları aralığında verilen kredi notları	Türkiye ile Seçilmiş Avrupa ülkelerinin notları analiz edilmiştir. Analizde Türkiye'nin uluslar arası platformda güvenilirliğini arttırmak için KDK'ların kriterlerine uygunluğunun sağlanması gerektiği kararına varılmıştır.
Tekin, İ. Ç. (2016)	1990 ve 2000'li yıllarda yaşanan ülke krizleri	Krizler sürecinde kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler üzerine etkisi incelenmiştir. KDK kuruluşlarının krizleri tahmin etmekte yetersiz ve krizleri derinleştirme yönünde etki sahibi olduğu ayrıca kredi derecelendirme fonksiyonlarını yerine getiremediği sonucuna ulaşılmıştır.
Tütüncü Hasbi, D. (2012)	2000-2011 yılları arasında seçilmiş ülkelerin kredi derecelendirme notları ve makro ekonomik göstergeleri.	2008 küresel krizi öncesi ve sonrasında verilen notlar kapsamında kredi derecelendirme kuruluşları incelenmiştir. Finansal krizin sebebinin KDK'larının olmadığı, yatırım kararlarının tamamen kişi ve kurumların kendi kararları olduğu sonucu bulunmuştur.

Kredi derecelendirmelerinin ülke yatırımlarına olan etkisinin anlaşılması ekonominin güvenilirliği açısından önem arz etmektedir. Bu durumun anlaşılması gerekli önlemlerin alınmasını da gündeme getirecektir.

## 5. Veri Seti ve Yöntem

Çalışmada S&P, Moodys ve Fitch kredi notlarının ülke yatırımları üzerindeki etkisi incelendiği için bu firmaların yayınlamış oldukları ülke notları dikkate alınmıştır. Bu kapsamda bulunabilen 134 ülkenin notları dikkate alınarak çalışma yapılmıştır. Kredi derecelendirme notları countryeconomy.com sitesinden elde edilmiştir. Ayrıca kredi derecelendirme notları eşitlenerek puanlamaya tabi tutulmuştur. Bu şekilde regresyona dahil edilmiştir. Yatırım (inv-foreign direct investment), GSYİH (gdp), faiz oranı (interest), toplam vergi oranı (tax) dataaları

dünya bankasından 2000-2016 yılları aralığında alınarak modelleme yapılmıştır. Gsyih ve yatırım dataları modelleme sırasında ln alınarak regresyona dahil edilmiştir.

Tablo 3 kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları derecelendirmeleri göstermektedir. Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının notları 1-25 arası puanlama yapılarak değerlendirilme yapılmıştır.

**Tablo 3:** Kuruluşların Derecelendirme Çizelgesi

Grade	Moody's	S&P	Fitch	Değer
Prime	Aaa	AAA	AAA	25
High grade	Aa1	AA+	AA+	24
	Aa2	AA	AA	23
	Aa3	AA-	AA-	22
Upper medium grade	A1	A+	A+	21
	A2	A	A	20
	A3	A-	A-	19
Lower medium grade	Baa1	BBB+	BBB+	18
	Baa2	BBB	BBB	17
	Baa3	BBB-	BBB-	16
Non-investment grade	Ba1	BB+	BB+	15
speculative	Ba2	BB	BB	14
	Ba3	BB-	BB-	13
Highly speculative	B1	B+	B+	12
	B2	B	B	11
	B3	B-	B-	10
Substantial risks	Caa1	CCC+	CCC+	9
	Caa2	CCC	CCC	8

	Caa3	CCC-	CCC-	7
Extremely speculative	Ca	CC	CC	6
			C	5
In default with little		SD	RD	4
prospect for recovery				3
In default	C	D	D	2
			DD	1
			DDD	1
Not rated	WR	NR		

**Kaynak:** Sovereign Ratings List <http://countryeconomy.com/ratings>

**Tablo 4:** Kredi Derecelendirme Notlarının Ülkelerin Gelişmişlik Seviyelerine Göre Ortalamaları

**Gelişmiş Ülkeler**

	Moody's			S&P			Fitch		
	Overall	Between	Within	Overall	Between	Within	Overall	Between	Within
Mean	17.45			19.41			22.06		
Std. D.	4.02	3.51	2.03	4.13	3.97	1.28	3.60	3.17	1.78
Min	1	5.53	6.98	4	5.18	8.82	1	9.65	11.36
Max	21	21	22.98	23	23	23.41	25	25	27.41
Observations									
	N=782	n = 46	T = 17	N = 782	n = 46	T = 17	N= 765	n = 45	T = 17

**Gelişmekte Olan Ülkeler**

	Moody's			S&P			Fitch		
	Overall	Between	Within	Overall	Between	Within	Overall	Between	Within
Mean	10.58			12.76			14.52		
Std. D.	3.54	3.22	1.56	3.75	3.71	0.99	3.15	2.87	1.38
Min	3	6	3.23	1	2	5.11	8	10	8.64
Max	18	18	15.47	20	20	19.88	22	21.06	17.93
Observations									
	N=664	n = 39	T = 17	N = 673	n = 40	T = 17	N= 578	n = 34	T = 17

**Az Gelişmiş Ülkeler**

	Moody's			S&P			Fitch		
	Overall	Between	Within	Overall	Between	Within	Overall	Between	Within
Mean	9.94			10.81			12.61		
Std. D.	3.59	3.44	1.24	2.54	2.51	0.54	2.52	2.38	0.89
Min	4	5.38	4.47	6	8	7.34	6	8.58	7.02
Max	19	17.41	13.53	18	17.65	12.69	20	18.88	15.61
Observations									
	N=364	n = 22	T =16.55	N = 522	n = 31	T=16.8	N = 578	n = 34	T = 17

Kredi derecelendirme kuruluşlarının gelişmişlik seviyelerine göre vermiş oldukları notları incelediğimiz zaman Moody's, S&P ve Fitch derecelendirmeleri ortalama değerleri

sırasıyla 17, 19, 22 olarak gözlenmektedir. En yüksek derecelendirmenin Fitch tarafından yapıldığı görülmektedir. Moody's 1-21 arasında derecelendirme gerçekleştirmiştir. S&P; 4-23 arasında Fitch ise 1-25 arasında gelişmiş ülkeleri derecelendirmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerde ise ortalama sırasıyla 10, 12, 14 ortalama derecelendirme gerçekleştirmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelere verilen notlar ise Moody's 3-18, S&P 1-20, Fitch 8-22 arasında notlandırma yapmışlardır. Azgelişmekte olan ülkeler incelendiğinde ise ortalamalar yine Moodys 9, S&P 10 ve Fitch 12 ortalama notlandırma yapmışlardır. Yine dağılım sırasıyla 4-19, 6-18 ve 6-20 arasında gerçekleştiği Tablo 4 verilerinden gözlenebilmektedir.

## 6. Panel Veri Analizi

Panel veri analizi kullanarak değişkenlerin etkisi ölçülmüştür. Panel veri analizinin tercih edilmesinin sebebi 17 yıllık süreçte 134 ülke verilerinin analizini mümkün kılmasından dolayıdır. Panel veri seti yığılanmış datalardan oluşur. Yığılanmış datalar çok kesitli ve çok zamanlı serilerin birleştirilmesi ile meydana gelmektedir. Her bir x değişkeni için (i) birimi ve her bir (i) birimi için ise (t) zamanı içermektedir (Stimson, 1985: 918)

$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_{it}$   $i:1, \dots, N$   $t:1, \dots, T$  i birimleri ifade eder, t ise zaman aralığının ifade etmektedir (Baltagi, 2008:14).

### 6.1. Hausman Testi

Hausman testi bireysel etkilerle açıklayıcı değişkenlerin ilişkisini içsellik problemini anlamamızı sağlayan testtir. H0 hipotezinin kabul edilmesi durumunda etkilerin rassal olduğu kararı verilerek random effect yöntemi ile regresyon kurulur.

H0: Katsayılarıdaki fark sistematik değildir.

Hausman testi sonucunda probability değerleri %5 kritik değerinin üzerinde çıkmıştır. Bu sebepten H0 hipotezi kabul edilir ve alternatif hipotez reddedilmektedir. Yapılan hausman testi sonucunda kurulacak olan model için en uygun regresyon yönteminin tesadüfi etkiler tahmincisi (random effect estimator) ile yapılmasına karar verilmiştir.



**Tablo 5:** Hausman Test sonuçları

	Coefficients		(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	(b)	(B)		
	fix	ran		
lngdp	0.7359054	0.7060012	0.029941	0.1019709
interest	0.0173688	-0.015558	-0.0018108	0.0012774
tax	0.0024137	0.0019362	0.0004775	0.0036568
moodys	0.0416635	0.056936	-0.0152724	0.015909
s_p	0.0513324	0.0440017	0.0073307	0.0150319
fitch	0.0037258	-0.018395	0.0221208	0.0199966

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg Test: Ho: difference in coefficients not systematic  $\chi^2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 3.45$

Prob>chi2 = 0.7503

**Model 1:**  $\ln inv = \alpha + \beta_1 \ln gdp + \beta_2 interest + \beta_3 tax + \beta_4 moodys + \beta_5 s\_p + \beta_6 fitch + e$

Tablo 6 model 1 sonuçlarını içermektedir. R<sup>2</sup> değerlerini incelediğimizde grupların kendi içinde %10, Gruplar arası %73, bütün ülkeler için ise %63 ile modelimizin açıklayıcılığının yüksek olduğu sonucuna ulaşılabılır. Sonuçlara göre moodys ve s\_p'nin yatırımlar üzerindeki etkisi teoriyi doğrular nitelikte etkin çıkmıştır. Sonuçlara göre moodys ve S&P'nin yapmış olduğu bir açıklama yatırımları bütün ülkeler için sırasıyla %5 ve %4 seviyesinde etkilemektedir. Fitch'in beta katsayıları hem negatif etki olduğunu göstermekte ve aynı zamanda diğer kuruluşlara göre daha az etki sahibidir. Bu durum Pazar payının %13 olmasından da dünya piyasasında fitch kuruluşunun etkisinin bulunmadığının göstergesi olarak sayılabilir. Gdp ve faiz oranı verileri incelendiğinde yine teoriye uygundur ve yatırımlar

üzerindeki etkisi pozitif olarak belirlenmiştir. Fakat vergi oranının katsayısı incelendiğinde hem çok düşük bir etkiye sahiptir hem de prob değerleri %10'un altında bulunduğu için yatırımlar üzerinde etkisinin bulunmadığı yargısına ulaşılabilir.

Aynı modeli her bir kredi derecelendirme kuruluşunun vermiş olduğu notlara göre ayrı ayrı modellediğimiz zaman;

**Model 2:**  $\ln inv = \alpha + \beta_1 \ln gdp + \beta_2 interest + \beta_3 tax + \beta_4 moodys + e$

**Model 3:**  $\ln inv = \alpha + \beta_1 \ln gdp + \beta_2 interest + \beta_3 tax + \beta_4 s\_p + e$

**Model 4:**  $\ln inv = \alpha + \beta_1 \ln gdp + \beta_2 interest + \beta_3 tax + \beta_4 fitch + e$

**Tablo 6:** Model 1 regresyon sonuçları

	_cons- $\alpha$	lngdp	İnterest	Tax	moodys	s_p	fitch
$\beta$	2.9916**	0.7060***	-0.0155***	0.0019	0.0569*	0.0440**	-0.0183
Std. Err.	1.3661	0.0557	0.0047	0.0037	0.0295	0.0208	0.0368
	R2_within	R2_between	r2_overall	sigma_u	sigma_e	rho	
	0.1017	0.7362	0.6358	0.8755	0.7614	0.5694	

legend: \* p<0.05; \*\* p<0.01; \*\*\* p<0.001

**Tablo 7:** Model 2,3 ve 4 regresyon sonuçları

**Model 2: Moodys**

	_cons	Lngdp	interest	Tax	moodys	
$\beta$	3.0057***	0.7162***	-0.0134***	0.0026	0.0602***	
Std. Err.	1.0186	0.04217	0.0041	0.0032	0.0121	
	R <sup>2</sup> _within	R <sup>2</sup> _between	R <sup>2</sup> _overall	sigma_u	sigma_e	rho
	0.0927	0.7995	0.7198	0.8144	0.7229	0.5592

**Model 3: S&P**

	_cons	Lngdp	interest	Tax	s_p
$\beta$	1.8118*	0.7544***	-0.0109***	0.0019	0.0648***

Std. Err.	1.0047	0.0425	0.0038	0.0016	0.0145
R <sup>2</sup> _within	R <sup>2</sup> _between	R <sup>2</sup> _overall	sigma_u	sigma_e	rho
0.1000	0.7940	0.7185	0.8544	0.7288	0.5788

**Model 4: Fitch**

	_cons	lngdp	interest	Tax	fitch
$\beta$	1.2851	0.7648***	-0.0076**	0.0020	0.0693***
Std. Err.	1.0335	0.0436	0.0036	0.0020	0.0141
R <sup>2</sup> _within	R <sup>2</sup> _between	R <sup>2</sup> _overall	sigma_u	sigma_e	rho
0.1111	0.8016	0.7249	0.8537	0.7297	0.5778

legend: \* p<0.05; \*\* p<0.01; \*\*\* p<0.001

Tablo 7'deki Model 2 tablosunda yalnızca moodys'in derecelendirmelerinin ülkeler üzerindeki etkisini göstermektedir. Model 2'nin R<sup>2</sup> değerleri incelendiğinde within grup içi R<sup>2</sup> %9 gruplar arasında between %79 ve bütün ülkeler dikkate alınca overall %71 açıklayıcılığa sahiptir. Regresyon sonuçlarına göre vergilendirmenin yatırımlar üzerinde prob değerlerinin %10 kritik seviyenin üzerinde çıkmasından dolayı etkisi görülmemektedir. Faiz oranları yatırımlar üzerinde negatif etki oluşturmakta iken gdp pozitif etki göstermektedir. Moodys'in yapmış olduğu bir derecelendirme değişiminde yatırımlar üzerinde %6 oranında bir değişime sebep olduğu görülmektedir.

Model 3 tablosunda S&P ile kurulmuş olan regresyon modelinde Model 2'de de olduğu gibi R<sup>2</sup> sonuçlarında açıklayıcılık düzeyi %79 ve %72 olarak gerçekleşmiştir. Prob değerleri sonucunda vergi oranlarının model üzerinde etkisi görülmemektedir ve faiz oranlarının negatif etkisi yine regresyon sonucunda izlenmektedir. S&P beta katsayısına derecelendirmede yapılacak bir değişikliğin yatırımlar üzerinde moodys'de de olduğu gibi %6,4 oranında bir değişime neden olmaktadır. Bu durum sonucunda moodys ve S&P derecelendirmelerinin etkisinin yatırımlar üzerinde aynı oranda etki göstermekte olduğu yargısına ulaşılabilir.

Model 4'te ise Fitch'in yapmış olduğu derecelendirmelerin etkisi hesaplanmaktadır. Diğer 2 modelde olduğu gibi yine aynı şekilde R<sup>2</sup> değerlerinin açıklayıcılığı yüksek çıkmıştır. Faizin negatif etkisi ve vergi oranlarının prob değerlerinin kritik değerinin altında olması sebebiyle etkisiz durumu aynı şekilde model 4 tablosundan da görülmektedir. Fitch katsayısı

ise yapılan bir derecelendirme değişikliğinde yatırımlar üzerinde %6,9'luk bir değişimi ifade etmektedir.

## 6.2. Ülkelerin Gelişmişlik Seviyelerine Göre Derecelendirme Kuruluşlarının Etkisi

Herbir derecelendirme kuruluşunun ülkelere vermiş oldukları dereceler farklılık göstermektedir. Aynı ağırlığa sahip bir derece verilmemektedir. Bu sebepten her kuruluşun vermiş olduğu derecenin etkisinde farklı farklı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler, derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları negatif notların sonucunda ülkelerinden yatırımların ayrıldığını ve bu sebepten iktisadi sorunların etkisini negatif yönde arttırdığını ve mevcut olan krizleri daha da derinleştirdiğini iddia etmektedirler. Bu sebepten dolayı derecelendirme kuruluşlarının notlarını ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre değerlendirmek gerekmektedir. Tablo 8,9,10 sırasıyla moody's, S&P ve fitch'in vermiş oldukları notların ülkelerin gelişmişlik seviyesine göre etkilerini göstermektedir.

Tablo 8'de moodys'in derecelendirmeleri ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre ayrı ayrı rapor edilmiştir. Moodys'in derecelendirmeleri sonucunda gelişmiş ülkelerde yatırımlar pozitif yönde artış göstermekte iken gelişmekte olan ülkelere az da olsa negatif yönlü bir etki göstermektedir. Az gelişmiş ülkelere etkisi değerlendirildiğinde ise hem negatif yönlü hemde %4,2 oranında bir etki görülmektedir.

Tablo 9 S&P'nin notlarının ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre etkisinin regresyonunu göstermektedir. Moodys'de olduğu gibi az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere etkisi negatif yönlü iken gelişmekte olan ülkelere etkisi pozitif yönlü ve %5 oranında gerçekleşmektedir. S&P'nin vermiş olduğu notlar moodys'den farklı olarak gelişmekte olan ülkeler üzerinde % 9,7 seviyesinde negatif etki gösterdiği saptanmıştır.

**Tablo 8:** Gelişmişlik seviyelerine göre Moody's derecelendirmelerinin regresyon sonuçları

### Moody's

Gelişmiş Ülkeler			Gelişmekte olan ülkeler			Az Gelişmiş Ülkeler		
		moodys			moodys			moodys
_cons	moodys	g1	_cons	moodys	g2	_cons	moodys	g3

20.4342 ***	0.0760** *	0.0229	20.3747 ***	0.0949** *	-0.0057	20.4216 ***	0.0964* **	-0.0428
0.2337	0.0191	0.0177	0.2295	0.0135	0.0194	0.2299	0.0131	0.0268
R2_with in	R2_betw een	R2over all	R2_with in	R2_betw een	R2_over all	R2_with in	R2betw een	R2_over all
0.0085	0.3810	0.2927	0.0103	0.3753	0.2843	0.0090	0.3929	0.3033
sigma_u	sigma_e	rho	sigma_u	sigma_e	rho	sigma_u	sigma_e	rho
1.4461	0.9844	0.6833	1.4496	0.9864	0.6834	1.4291	0.9863	0.6773

legend: \* p<0.05; \*\* p<0.01; \*\*\* p<0.001 (birinci satır Beta katsayısını ikinci satır Standart hata verilerini içermektedir).

**Tablo 9:** Gelişmişlik seviyelerine göre S&P derecelendirmelerinin regresyon sonuçları

**S&P**

Gelişmiş Ülkeler			Gelişmekte olan ülkeler			Az Gelişmiş Ülkeler		
_cons	s_p	s_pg1	_cons	s_p	s_pg2	_cons	s_p	s_pg3
19.6837 ***	0.0922** *	0.0511* *	19.2517 ***	0.1484** *	-0.0028	19.7388 ***	0.1335** *	0.0970* **
0.3284	0.2624	0.0180	0.2970	0.0175	0.0182	0.3175	0.0178	0.0254
R2_with in	R2_betw een	R2_ove rall	R2_with in	R2_betw een	R2_ove rall	R2_with in	R2_betw een	R2_over all
0.0011	0.4420	0.3433	0.0012	0.4939	0.3810	0.0018	0.4493	0.3559
sigma_u	sigma_e	rho	sigma_u	sigma_e	rho	sigma_u	sigma_e	rho
1.34	1.0257	0.6336	1.3408	1.0252	0.6310	1.3376	1.0248	0.6301

legend: \* p<0.05; \*\* p<0.01; \*\*\* p<0.001 (birinci satır Beta katsayısını ikinci satır Standart hata verilerini içermektedir).

Fitch'in ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre etkisinin regresyonu tablo 10'dan izlenebilmektedir. Diğer iki kuruluşta da olduğu gibi Fitch'in yapmış olduğu

derecelendirmelerde gelişmişlik seviyelerine göre farklılık göstermektedir. Aynı şekilde Fitch'in az gelişmiş ülkeler üzerinde etkisi de negatif ve %5,6 seviyesinde gerçekleşmektedir. Fakat gelişmekte olan ülkelerde diğer kuruluşlardan farklı olarak %5 seviyesinde pozitif etki göstermekte iken gelişmiş ülkelerde ise %1 seviyesinde negatif etki izlenmektedir.

**Tablo 10:** Gelişmişlik seviyelerine göre Fitch derecelendirmelerinin regresyon sonuçları

**Fitch**

Gelişmiş Ülkeler			Gelişmekte olan ülkeler			Az Gelişmiş Ülkeler		
_cons	fitch	fitchg 1	_cons	Fitch	fitchg2	_cons	fitch	fitchg3
19.1499*	0.1479*	-	19.1060*	0.1299**	0.0504*	19.5596*	0.1288**	-
**	**	6	**	*	*	**	*	*
0.3128	0.0216	0.016	0.2852	0.0147	0.0168	0.3070	0.0148	0.0212
R2_withi n	R2_btw n	R2_al l	R2_withi n	R2_betw een	R2_over all	R2_withi n	R2_betw een	R2_over all
0.0162	0.4555	0.354	0.0195	0.4439	0.3528	0.0113	0.4486	0.3607
sigma_u	sigma_e	rho	sigma_u	sigma_e	rho	sigma_u	sigma_e	rho
1.4034	0.9922	0.666	1.3750	0.9985	0.6547	1.3969	1.0066	0.6582

legend: \* p<0.05; \*\* p<0.01; \*\*\* p<0.001 (Birinci satır Beta katsayısını ikinci satır Standart hata verilerini içermektedir).

**7. Sonuç**

Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirmeleri sermaye mobilitesinin yüksek ve hızlı geliştiği günümüzde çok önemli bir konu haline gelmiştir. Özellikle tasarruf açığı yaşayan ülkelerin kalkınma hedeflerinde sermaye hareketliliğini kendi ülkelerine çekmek

öncelikli hedef olarak belirlemektedir. Bu durumda kredi derecelerini yükseltmek ülkelerin gelişimi için zorunlu hale gelmiştir. Fakat yaşanan krizlerle birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının yanlı çalışmaları ve yüksek derecelendirilen ülkelerde meydana gelen krizler ile bankaların iflas açıklamaları bu kuruluşların güvenilirliğinin sorgulanmasına sebep olmuştur. Özellikle 2012 yılına kadar Türkiye için not artışı yapılması gerekirken kasten bunu geciktirmiş olmaları tepkilere sebep olmuştur.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımlar üzerine etkisi regresyon modelleri aracılığıyla açıklanmıştır. 1. Modelde görülmektedir ki Moody's ve S&P'nin yatırımlara etkisi % 5,6 ve %4,4 seviyelerinde pozitif etki olarak gerçekleşmekte iken Fitch'in etkisinin % 1,8 ve negatif olduğu gözlenmiştir. Aynı ayrı yapılan modelleme sonucunda 2,3 ve 4. Modellerde görüldüğü üzere sırasıyla %6,0, %6,4 ve %6,9 oranında yatırımlar üzerinde pozitif etkiler gerçekleştiği görülmektedir. Ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre yapılan regresyon modellerinde ise bu oranların oldukça farklılaştığı görülmektedir. Moody's gelişmiş ülke yatırımlarını pozitif yönlü etkilerken gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde negatif etkiye sebep olmaktadır. Az gelişmiş ülkelerde bu etki % 4 oranında negatif gerçekleşmektedir. S&P'nin etkisi gelişmiş ülkelerde pozitif ve Moody's değerlerine göre daha yüksek seviyede gerçekleşmiştir. Az gelişmiş ülkelere de yine aynı şekilde daha yüksek negatif etkiye sebep olmaktadır. % 9 oranında yatırımlarda azalmaya sebep olabilmektedir. Fitch için yapılan regresyon sonuçları ise daha farklı bir görünüm sergilemiştir. Moody's ve S&P'den farklı olarak gelişmiş ülkelerde %1 oranında negatif gelişmekte olan ülkelerde ise %5 oranında pozitif etkiye sebep olmuştur. Az gelişmiş ülkelerde ise Fitch'in etkisi diğer iki kuruluş gibi negatif olarak %5,6 oranında gerçekleşmiştir. regresyon sonuçları kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımlar üzerindeki etkisini sayısal olarak ortaya çıkartmaktadır. Genel kanıyı kanıtlayan bir görünüm sergileyerek az gelişmiş ülkeler için hayati öneme sahip olduğunu regresyon modelleri ortaya koymaktadır. Gelişmekte olan ülkeler ve az gelişmiş ülkeler açısından sermaye ihtiyacının düşük maliyetlerle karşılanması kalkınma için çok önemli olduğu bir durumda kredi derecelendirme kuruluşları bu ülkelerin kaderini vermiş oldukları notlarla belirleyebilecek niteliktedir. Bu sebepten kredi derecelendirme kuruluşlarının elinde bulunan oligopol yapıyı etkisiz hale getirilmesini sağlayacak yapısal bir çözüm üretilmesi gerekmektedir.

### **Kaynakça**

Akçayır, Ö. 2013;Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları Ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi Ve Bugünü (1992-2012), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Y.lisans tezi, Isparta 2013.

Altunkaya, H. İ. (2013); Ülkelerin Uzun Dönem Kredi Notlarının Derecelendirilmesinde Önemli Değişkenlerin Veri Madenciliği Teknikleri Kullanılarak Belirlenmesi, Hacettepe Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü İstatistik Anabilim Dalı Y. Lisans Tezi

Baltagi, B. (2008). Econometric analysis of panel data. John Wiley & Sons.

Çalışkan, Ö.V. (2002); Kredi Derecelendirme Kuruluşları Ve Risk Değerlendirme Kriterleri, Gazi Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi 1/2002, 53-66

Demir, M. (2014); Kredi Derecelendirme KuruluşlarıDerecelendirme Süreçleri Ve Türkiye, Adnan Menderes Üniversitesi İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Aydın 2014.

Demir, M., Eminer, F.(2014); Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşünceler, Eul Journal Of Social Sciences (V:1ı) Laü Sosyal Bilimler Dergisi December 2014 Aralık.

Eren, E. (2010). Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği. Journal of BRSA Banking & Financial Markets, 4(2).

Erkan, M., & Demircioğlu, M. Y. (2010). Ülke derecelendirmesinin ekonomik kamu düzeni üzerindeki etkisi. İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Cilt:1 Sayı:1 Yıl:2010.

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

Hasbi, D. T. (2012); kredi derecelndirme kuruluşları tarafından yapılan not değerlendirmelerinin ülke ekonomileri üzerinde etkileri: Türkiye Örneği, Adnan Menderes Üniversitesi İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Aydın 2012.

Haspolat, F. B. 2015; Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi, Uzmanlık Tezi, Kalkınma Bakanlığı, Ekonomik Modeller Ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü.



Kabadaylı, B. (2012); Ülke Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler: Yükselen Ekonomiler Ve Türkiye Örneği, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Erzurum, 2012.

Karagöl, E. T., & Mihçioğur, Ü. İ. (2012). Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar. Seta Rapor, 7.

Kargı, B. (2014). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Türkiye'nin Kredi Notu Üzerine Bir İnceleme (1998-2013), International Journal of Social Science, Number: 24 , p. 351-370, Spring 2014.

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

Kedikli, E. (2015); Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomik Etkilerinin İncelenmesi, Avrasya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Trabzon 2015.

Kılıçaslan, H., & Giter, M. S. (2016). Kredi derecelendirme ve ortaya çıkan sorunlar. Maliye Araştırmaları Dergisi, 2(1).

Küçükkocaoğlu, G. (2014). Derecelendirme Kurumları, Enformasyon Servisleri, Kaynak: www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma7.doc, (Erişim Tarihi: 30.07.2017).

Sovereign Ratings List <http://countryeconomy/ratings>

Stimson, J. A. (1985). Regression in space and time: A statistical essay. American Journal of Political Science, 914-947.

Tekin, İ. Ç. (2016). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Kriz ve İflaslar. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi, 19, 181-205.

WB- <http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>

Yazıcı, M. (2009). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi Ve Denetimi. Maliye Finans Yazıları, 1(82).