

DEMOKRASİ DÜZEYİ VE EKONOMİK ÖZGÜRLÜKLER ÜLKE KREDİ NOTLARI ÜZERİNDE ETKİLİ MİDİR? BRICS-T ÜLKELERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Gizem VERGİLİ¹
Mehmet Sinan ÇELİK²

Atıf: Vergili, G. ve Çelik, M.S. (2022). Demokrasi düzeyi ve ekonomik özgürlükler ülke kredi notları üzerinde etkili midir? BRICS-T ülkeleri üzerine bir uygulama. *Hitit Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(2), 581-595. doi: 10.17218/hititsbd.1185899

Özet: Ülke kredi notlarını etkileyen birçok makroekonomik ve finansal faktörün dışında demokrasi düzeyi ve ekonomik özgürlükler gibi faktörlerin de etkisinin olabileceği düşünülmektedir. Çalışma demokrasi düzeyinin ve ekonomik özgürlüklerin BRICS-T (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika ve Türkiye) ülkelerinde kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen ülke kredi notlarına etkisi olup olmadığının tespit edilmesi amacıyla yapılmıştır. Bu amaç doğrultusunda bağımlı değişken olarak piyasanın neredeyse tamamını kontrol eden “Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşu” olan Moody’s, Standard & Poor’s ve Fitch tarafından BRICS-T ülkelerine verilen harf notları “Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi” (KÜDİ) ile sayısallaştırılmış ve bunların aritmetik ortalaması alınmıştır. Demokrasi düzeyi ve ekonomik özgürlükleri temsilen literatürde sıklıkla kullanılan “Demokrasi Kalitesi” ve “Ekonomik Özgürlükler İndeksi”, kontrol değişkenleri olarak da “Ekonomik Büyüme”, “Enflasyon” ve “Rezervler” yer almıştır. Panel Veri Analizinin kullanıldığı çalışmada doğru modelin seçimi için yapılan testler sonucunda “sabit etkiler modeli” uygulanmıştır. Analiz sonucunda enflasyon hariç tüm bağımsız değişkenlerin ülke kredi notları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Demokrasi, Ekonomik Özgürlükler, Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi (KÜDİ), Kredi Dereceleme Kuruluşları, BRICS-T

Do Democracy level and Economic Freedoms Affect a Country’s Credit Ratings? An Application on BRICS-T Countries

Citation: Vergili, G. and Çelik, M.S. (2022). Do democracy level and economic freedoms affect a country’s credit ratings? an application on BRICS-T countries. *Hitit Journal of Social Sciences*, 15(2), 581-595. doi: 10.17218/hititsbd.1185899

Abstract: Apart from many macroeconomic and financial factors that affect sovereign credit ratings, it is thought that factors such as the level of democracy and economic freedoms may also have an impact. The study was carried out to determine whether the level of democracy and economic freedoms affect the sovereign credit ratings given by credit rating agencies in BRICS-T (Brazil, Russia, India, China, South Africa and Türkiye) countries. For this purpose, the grades given to the BRICS-T countries by Moody’s, Standard & Poor’s and Fitch, which are called “The Big Three Credit Rating Agencies” that control almost the entire market as the dependent variable, have been digitized with the “Comparative Rating Index for Sovereigns” (CRIS) and taken as an arithmetic average. “Democracy Quality” and

Araştırma Makalesi / Research Article

Makale Geliş Tarihi / Submitted: 7.10.2022 Makale Kabul Tarihi / Accepted: 24.12.2022

¹ Sorumlu Yazar, Dr. Öğr. Üyesi, Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Bucak İşletme Fakültesi, Ekonomi ve Finans, gizemvergili@mehmetakif.edu.tr, <http://orcid.org/0000-0003-1125-1772>

² Arş. Gör., Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık, mehmetsinancelik@ohu.edu.tr, <http://orcid.org/0000-0002-3102-406X>

“Economic Freedom Index”, which are frequently used in the literature, were used to represent the level of democracy and economic freedoms and “Economic Growth”, “Inflation”, and “Reserves” as control variables. In the study in which Panel Data Analysis was used, the "fixed effects model" was applied due to the tests for selecting the appropriate model. As a result of the analysis, it was determined that all the independent variables had a statistically significant positive effect on the sovereign credit ratings except inflation.

Keywords: *Democracy, economic freedoms, comparative rating index for sovereigns (CRIS), credit rating agencies, BRICS-T*

1. GİRİŞ

Ülkelere kredi derecelendirme kuruluşlarınca verilen kredi notları, o ülkenin kredibilitesi hakkında fikir sahibi olmak için önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Ülke kredibilitesi hakkında bilgi veren kredi notu o ülkenin politik, ekonomik, sosyal ve beşeri yapısına göre kredi derecelendirme kuruluşları tarafından tarafsızca belirlenmektedir. Özellikle yaşanan 2008 küresel finansal kriz sonrasında her ne kadar kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafsızlıkları pek çok çalışmada tartışma konusu olarak ele alınsa da, vermiş oldukları kredi notları objektif görüş olarak tanımlanmaktadır. Metodolojilerinde politik, ekonomik ve sosyal beşeri unsurlarının etki derecesinin net açıklanmaması verilen kredi notlarının da sürekli tartışmaya konu olmasına neden olmaktadır. SEC (Securities and Exchange Commission-ABD Sermaye Piyasa Kurulu) tarafından Ulusal Tanınmış Derecelendirme Kuruluşları (NRSRO-Nationally Recognized Statistical Rating Organization) olarak kabul edilen Standard & Poor’s, Moody’s ve Fitch’in uluslararası piyasada da tanınırlıkları oldukça yüksektir. Piyasada gerçekleştirilen kredi derecelendirme işlemlerinin %95’ini oluşturan kredi derecelendirme kuruluşları “Üç Büyükler” olarak bilinmektedir (CFI-Corporate Finance Institute, 2022). Söz konusu kredi derecelendirme kuruluşları ülkeleri veya şirketleri derecelendirirken birçok faktörü dikkate almaktadır. Politik ve çevresel etmenler, dış ticaret durumu, uzun ve kısa dönemli sermaye hareketleri ve altın-döviz rezerv hareketleri bu faktörlerden bazılarıdır. Tüm bu kriterler dışında uluslararası boyutta dikkate alınan bazı indeks göstergelerinin de kredi derecelendirme notlarına etki ettiği düşünülmektedir. Politik etmenlere yakın olsa da çok farklı kriterleri bünyesinde barındıran ve kabul gören “Demokrasi İndeksi” ile iş yapabilme kabiliyeti göstergesi olarak kullanılabilen “Ekonomik Özgürlükler İndeksi” (Archer, Biglaiser, Deouren Jr, 2007; Roychoudhury ve Lawson, 2010; Kabadayı, 2012; Belasen, Hafer ve Jategaonkar, 2015; Kabadayı ve Çelik, 2015; Boudriga ve Ghardallou 2012; Barta ve Makszin, 2020; Sychowiec 2021) bazı çalışmalarda ülke büyümesine bazı çalışmalarda ise kredi notlarına etki eden indeksler olarak dikkate alınmaktadır.

Çalışmada BRICS-T ülkelerinin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notları kullanılmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının notlandırma sistemi sadece harf ve/veya rakam ve harf birleşimlerinden oluşmaktadır. Bu nedenle kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu notlar sıklıkla harf notu olarak da tanımlanmaktadır. Harf notuna dayanan ve birbirinden farklı olan notlandırma sistemlerini sayısallaştırmak için Hindistanlı araştırmacılar Basu ve diğerleri (2012) tarafından geliştirilen KÜDİ-Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi’nden (CRIS-Comparative Rating Index for Sovereigns) yararlanılmıştır (Basu ve diğerleri, 2012, s.7). Çalışmada bağımlı değişken olarak 2010-2020 yılını kapsayan BRICS-T (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika ve Türkiye) ülkelerine üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar KÜDİ ile sayısallaştırıldıktan sonra aritmetik ortalaması alınarak kullanılmıştır. Çalışmanın BRICS-T ülkeleri özelinde değerlendirilmesinin nedeni özellikle 21. yüzyılın başından itibaren hızlı gelişim gösteren küresel ekonomide etkinlikleri artan, böylece yabancı yatırımcılar için cazibe merkezi olan ülkelere dönüşmesidir. Ülke kredi notunda her ne

kadar makroekonomik faktörlerin ön planda olduğu düşünülse de diğer unsurların da etkisi yadsınmamaktadır. Ülkelerin demokrasi düzeyi, ekonomik özgürlüklere ilişkin yayınlanan verileri kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yakından takip edilmektedir. Demokrasi düzeyini temsilen “The Economist” dergisi “The Economist Intelligence Unit (EIU-İstihbarat Birimi)” tarafından her yıl yayınlanan “Democracy Index (Demokrasi İndeksi)” raporlarından derlenen Demokrasi Kalitesi (DK) bağımsız değişken olarak dikkate alınmıştır. 167 ülkeyi beş farklı kategoride (insan hakları-sivil özgürlükler ve çoğulculuk, hükümetin işleyişi, demokratik siyasi kültür, demokratik katılım, seçim süreci) değerlendiren indeks yıllık rapor olarak yayınlanmaktadır (The Economist, 2022). Her yıl Fraser Institute tarafından yayınlanan “Economic Freedom Index (Ekonomik Özgürlükler İndeksi)” verileri derlenerek BRICS-T ülkelerinin Ekonomik Özgürlükler (EKÖ) bağımsız değişkeni oluşturulmuştur. Modelde ayrıca ülke kredi notuna etki ettiği düşünülen “Ekonomik Büyüme (GSYİH)”, “Enflasyon(ENF)” ve “Rezervler(RZRV)” de kontrol değişkenleri olarak yer almıştır. Panel veri analizi kurularak doğru modelin seçimi için testler uygulanmış ve çalışmada Sabit Etkiler Modeli kullanılmıştır. Analiz sonucunda bağımsız değişkenlerin tamamının ülke kredi notları üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu saptanmış olup, Ekonomik Büyüme değişkeni %5 düzeyinde anlamlıyken diğer değişkenlerin ise %1 düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Çalışmanın ilk bölümünde literatürde demokrasi düzeyi, ekonomik özgürlükler ve ülke kredi notları üzerine yapılan çalışmalar ele alınmış, ardından veri seti ve çalışmanın amacına uygun belirlenen model ile panel veri analiz bulgularına yer verilmiştir. Son bölümde ise çalışmanın sonuçları değerlendirilmiş, literatüre katkısı ve gelecek çalışmalar için öneriler sunulmuştur.

2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Literatür incelendiğinde bazı çalışmalarda demokrasi düzeyi ve politik riskin ülkelerin sermaye piyasaları, ekonomik büyümeleri, finansal gelişmişlikleri ve kredi notları özelinde ilişkileri ele alınırken bazı çalışmalarda ise ekonomik özgürlükler değişkeni açısından yer verildiği görülmüştür. Genellikle literatürde demokrasi düzeyinin ve politik riskin ülke kredi derecelendirme notlarından çok ülke büyümesine ve finansal gelişmişliğe etkisini baz alan çalışmalar yer almaktadır (Mulder ve Perrelli, 2001; Afonso, 2003; Hristova, 2012). Aynı şekilde ekonomik özgürlükler indeks göstergeleriyle de yapılan çalışmalar bulunmaktadır (Aixelá ve Fabro 2009; Peev ve Mueller 2012) Daha çok makroekonomik değişkenler üzerinden ele alınan çalışmalarda ülke kredi notları üzerinde demokrasi düzeyi ve ekonomik özgürlükler değişkenlerinin birlikte yer aldığı çalışmalara pek fazla rastlanamamıştır. Bu çalışma literatürde söz konusu eksiği tamamlama motivasyonu ile ortaya koyulmuştur.

Archer, Biglaiser, Deouren Jr (2007), makroekonomik göstergelerin ve özellikle demokratik avantajın 50 gelişmekte olan ülke tahvil notlarına etkisini 1987 ile 2003 yılları arasında ele almıştır. Standard & Poor’s, Moody’s ve Fitch’in metodolojilerinde siyasi rejim ve diğer politik faktörlerin makroekonomik göstergeler kadar güçlü etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Miletkov ve Wintoki (2009), 1970-2000 dönemi arasında 122 ülkenin yasal kurumları, demokrasi ve finansal sektör gelişmesini inceledikleri çalışmalarında finansal gelişme ve ülkenin demokrasi düzeyi arasında güçlü bir ilişki olsa da nedensellik ilişkisi bulamamışlardır.

Roychoudhury ve Lawson (2010), ekonomi politikasının bir ülkenin sadece ekonomik performansını değil aynı zamanda ülke kredi notunu etkilediğini düşünerek tahvil marjları üzerine yaptıkları çalışmalarında 2000 ile 2006 yılları arasında 93 ülkeyi ele almışlardır. Kişi başına GSYİH, büyüme ve ekonomik özgürlükler indeksindeki iki birimlik düşüşün (2,4 standart sapma ile), bir ülke için yaklaşık %50 daha yüksek borçlanma maliyeti anlamına geldiği sonucuna

ulaşmışlardır. Ekonomik özgürlükler indeksi ile ülke kredi notunun pozitif ilişki içerisinde olduğu gözlemlenmiştir.

Yang (2011), demokrasinin finansal gelişmeyi destekleyen bir unsur olup olmadığını incelemek için 1992-2007 yıllarını kapsayan verilerle hem panel regresyon analizi hem de EKK (En Küçük Kareler) regresyon analizi yapmıştır. EKK yöntemine göre demokrasi ve banka gelişimi arasında pozitif ilişki olduğu bulunurken, panel regresyon analizinde bu ilişkinin ortadan kalktığı görülmüştür. Ayrıca demokrasinin borsa gelişimi ile olumlu bir ilişkisi olmadığını ortaya koymuşlardır.

Boudriga ve Ghardallou (2012), 1984-2006 yılları arasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerden oluşan geniş bir örnekleme demokrasinin finansal gelişme üzerindeki etkisini panel veri yöntemiyle analiz etmişlerdir. Demokrasinin finansal gelişmeyi teşvik etmekte doğrudan etkili olduğunu gözlemlemişlerdir.

Kabadayı (2012), ülke kredi notlarını etkileyen faktörleri S&P'nin yükselen ekonomiler listesinde yer alan ülkeler ve Türkiye özelinde değerlendirmiştir. Hem nicel bağımlı değişken hem de nitel bağımlı değişkenli modeller kurduğu çalışmasında 1995-2009 yılları arası dönemde S&P, Moody's ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşlarının yükselen ekonomiler listesinde yer alan ülkelerin kredi notlarını nicel bağımlı değişken olarak almıştır. Panel veri analizi sonucunda, borç oranlarının, cari açığın, reel döviz kurunun ve enflasyon oranlarının yükselen ekonomiler ülke kredi notlarını negatif etkilediği, kişi başına milli hasıla, tasarruf oranları ve özgürlük indeksi değişkenlerinde yaşanan artışın kredi notlarını olumlu etkilediği sonucuna ulaşmıştır.

Zouhaier ve Karim (2012), MENA (Middle East and North Africa-Orta Doğu ve Kuzey Afrika) bölgesinde yer alan 11 ülkenin yatırım, demokrasi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkisini 2000-2009 dönemi için dinamik panel veri yöntemi ile analiz etmiştir. Analiz sonucunda bir yanda demokrasi ve yatırım, diğer yanda sivil özgürlükler ve ekonomik büyüme arasında istatistiki olarak anlamlı ilişki olduğu ortaya koyulmuştur. Ayrıca siyasi haklar ve yatırım arasında da pozitif ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

Razmi ve Refaei (2013), ekonomik özgürlüğün ekonomik büyümeyi nasıl etkilediğini panel veri analiziyle 17 Orta Doğu ve Doğu Asya ülkesinin 2000-2009 dönemi verileri ile incelemiştir. Ekonomik özgürlük indeksinin büyüme ile pozitif yönlü ve güçlü bir ilişkide olduğunu tespit etmişlerdir.

Tunçsiper ve Biçen (2014), ekonomik özgürlük indeks alt göstergelerinin ekonomik büyümelerine etkisini Türkiye'nin de yer aldığı 9 yükselen ülkede 2000 ve 2012 yıllarını kapsayan panel regresyon analizi ile incelemiştir. Çalışma özgürlüğü ve ticaret özgürlüğü indeksi ile ekonomik büyüme arasında istatistiki olarak anlamlı ve pozitif, mülkiyet hakları ve yatırım yapma özgürlüğü indeksi ile ekonomik büyüme arasında ise istatistiki olarak anlamlı negatif ilişki bulmuşlardır. Genel ekonomik özgürlükler indeksi ile ekonomik büyüme arasında ise istatistiki olarak anlamlı bir ilişki saptayamamışlardır.

Belasen, Hafer ve Jategaonkar (2015), devlet tahvillerinin ekonomik özgürlüklerle ilişkisi olup olmadığını araştırdıkları çalışmalarında Standard & Poor's, Moody's ve Fitch'in derecelendirme notlarını ayrı ayrı ele almışlardır. 1995-2008 dönemi için 50 eyaletin tümünü kapsayan bir örnekleme elde edilen sonuçlardan devlet tahvili derecelendirmelerinin genel ekonomik özgürlüğün yanı sıra ekonomik özgürlüğün üç alt kategorisi ile pozitif ve önemli ölçüde ilişkili olduğunu da tespit etmişlerdir.

Lehkonen ve Heimonen (2015), demokrasi, politik risk ve borsa performansı ilişkisini 49 gelişmekte olan piyasada 2000-2012 yılları için incelemişlerdir. Demokrasi ve politik risk arasındaki ilişkinin parabolik olduğu bir başka ifadeyle politik riskin sonrasında azalmaya başladığı sonucuna ulaşmışlardır. Politik riskteki azalmanın daha yüksek getirilere yol açtığı sonucuna ulaşmışlardır.

Kabadayı ve Çelik (2015), gelişmekte olan ülkelerin kredi notlarında makroekonomik verilerle birlikte politik değişkenlerin etkisini gözlemlemek için sıralı probit ve logit modelleri kullanmışlardır. Enflasyon, dış borcun GSMH'ye oranı, reel döviz kuru, büyüme, Heritage Foundation tarafından sunulan ekonomik özgürlükler indeksi verileri kullanılmıştır. Sonuç olarak Standard & Poor's, Moody's ve Fitch'in derecelendirme notlarında makroekonomik değişkenlerle birlikte politik ve yönetim verilerini de dikkate aldığı gözlemlenmiştir.

Arlı, Poyraz ve Özkoç (2019), demokrasinin sermaye piyasaları üzerindeki etkisini OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development- Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü) ülkeleri özelinde 2010-2018 yılları arasında değerlendirmiştir. Ülkelerin demokrasi indeksi ve borsa indeksleri arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu ancak kısa dönemli ilişkinin olduğundan söz edilemeyeceği sonucuna ulaşmışlardır.

Barta ve Makszin (2020), politik ve siyasi seçimlerin ülke kredi notlarına etkisini tespit etmek için Standard & Poor's tarafından 1999-2012 yıllarında 40 Avrupa ülkesine verilen kredi notlarını dikkate almıştır. Metodolojilerinde politik kararların incelenmesinde ülkeler arası farklılık bulunmazken, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler şeklinde analiz yaptıklarında Avrupa Birliği üyesi ülkelerde siyasi incelemenin gelişmekte olan ülkelerde daha yoğun ele alınarak değerlendirildiğini gözlemlemişlerdir.

Burnie (2021), dünya çapında 87 borsaya ait performansları 1995 Aralık ile 2016 Haziran arasında demokrasi, diktatörlük ve ekonomik özgürlük sinyalleri açısından incelemiş, demokrasi ve diktatörlüğün eklenen riskten dolayı borsa getirileri üzerinde yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşmıştır. Borsaların ekonomik özgürlükler indeksinin yayınlanmasına olumlu tepki verdiğini ancak ekonomik özgürlükler indeksindeki puanlamada düzeltilmiş değişikliğin piyasa getirileri üzerinde hiçbir etkisinin olmadığını tespit etmiştir.

Sychowiec (2021), politik ideolojinin sosyo-kültürel boyutunun 1999 ve 2019 yılları arasında 24 Avrupa ülkesinin kredi notları üzerindeki etkisini incelemiştir. Gelenekçi, Otoriter ve Milliyetçi eğilimlere sahip hükümetlerin daha düşük kredi notlarıyla ilişkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ülke notlarının atanmasında günlük siyasetin ve hükümetlerin siyasi ideolojisinin rolü çalışmada örneklem çerçevesinde açıklanmıştır.

Sonenshine ve Kumari (2022), gelişmekte olan 26 ülke için 2000-2019 yılları arasında politik risk ve alt bileşenlerinin tahvil marjları ve kredi notlarının görünümü üzerindeki etkisini incelemiştir. Politik risk faktörlerindeki iyileşmelerin hem tahvil marjlarının hem de kredi notunun düşürülme olasılığını azalttığını tespit etmişlerdir. Politik riski azaltmanın en azından spekülasyon ve yatırım yapılabilir segmentlerde olumlu bir kredi görünümü olasılığını arttırdığını belirtmişlerdir.

3. YÖNTEM VE VERİLER

Çalışmada bağımlı değişken olarak piyasanın neredeyse tamamını kontrol eden 3 büyük kredi derecelendirme kuruluşları olarak adlandırılan, Fitch, Standard&Poor's ve Moody's tarafından BRICS-T (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika ve Türkiye) ülkelere verilen harf notları "Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi" (KÜDİ) ile sayısallaştırılmış ve üç kredi

derecelendirme kuruluşunun verdiği harf notlandırmalarına karşılık gelen sayısal değerlerin aritmetik ortalaması alınmıştır. Kredi derecelendirme notları “http://countryeconomy.com” internet sitesinden temin edilmiş, eksik notlar ise kredi derecelendirme kuruluşlarının kendi sitelerinden tamamlanmıştır. Ülkelere verilen kredi notlarının sayısal olarak ifade edilmesi ile ülkeler arasında kıyaslama yapabilmek için Dadush-Dasgupta (2001) ve Gaillard (2009) ilk puanlama sistemini oluşturmuştur. Söz konusu sistem geliştirilerek Basu ve diğerleri (2012) çalışmasında “Comparative Rating Index For Sovereigns” (CRIS) Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi (KÜDİ) olarak son halini almıştır.

Demokrasi düzeyi ve ekonomik özgürlükleri temsilen literatürde sıklıkla kullanılan Demokrasi Kalitesi (DK) ve Ekonomik Özgürlükler İndeksi (EKÖ) kullanılmıştır. Demokrasi Kalitesi (DK) verileri “The Economist” dergisinin her yıl yayınlanan “Democracy Index” raporlarından derlenmiştir. Ekonomik Özgürlükler İndeksi (EKÖ) verileri ise “Fraser Institute”den elde edilmiştir. The Economist Dergisi Ekonomi İstihbarat Birimi (EIU) tarafından açıklanan demokrasi düzeyi ile ilgili veri 2006 yılından başlamış ancak 2007 ve 2009 yıllarına ait veriler yayınlanmamıştır. Çalışmada bütünlüğü bozmamak ve kayıp veriler olmaması için 2010-2020 dönemi dikkate alınmıştır. Kontrol değişkenleri olarak literatür de dikkate alındığında ülke kredi notuna etki ettiği düşünülen “Ekonomik Büyüme(GSYİH)”, “Enflasyon(ENF)” ve “Rezervler(RZRV)” kullanılmıştır. Rezervler değişkeni büyük değerlere sahip olduğu için logaritmik olarak modele eklenmiştir. Kontrol değişkenlerinin verileri Dünya Bankası’nın (The World Bank) resmi sitesinden alınmıştır.

Çalışmanın veri seti birden fazla ülke ve yıl içermesi nedeniyle analizde panel veri analizi kullanılması uygun görülmüştür (Yerdelen Tatoğlu, 2013, s.485).

Temel panel veri modeli;

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + u_{it} \quad i=1,2,\dots,N; \quad t=1,2,\dots,T \quad (1)$$

şeklinde gösterilmektedir. Burada; bağımlı değişken: Y, bağımsız değişkenler: X_i, sabit parametre: α , eğim parametreleri: β , u hata terimidir. t zamanı i birimleri ifade eder. Değişkenlerin ve parametrelerin hata terimlerinin i ve t indislerini içermesi, panel bir veri seti olduğunu gösterir.

En sade panel veri şekli, modelde bulunan katsayıların tamamı yatay kesit olduğu için sabit tutulur. Bu varsayım aşağıda sunulan formülde ifade edilmektedir:

$$Y_{it} = \beta_1 + \alpha_i + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Söz konusu denklem tüm bağımsız değişkenlerin yatay kesitteki birimleri aynı derecede etkilediğini varsayar. Ancak bağımsız olan değişkenler birimlere farklı olarak etki yapıyorsa denklem sorunludur. Başlama noktasının belirlenmesi en temel problemlerdendir. Sabit veya tesadüfi etkiler modeli ile başlangıç noktası belirlenir. Katsayılar birim ve zamana göre değişiyor ise bu çalışmada olduğu gibi sabit etkiler modeli seçilir ve analizde kullanılır.

Sabit etkilere ait model aşağıda sunulmuştur;

$$Y_{it} = \beta_1 + \alpha_i + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \epsilon_{it} \quad \sum_{t=1,2,\dots,N}^i = 1,2,\dots,G \quad (3)$$

Denklemden;

β_1 = bağımlı değişken

α_1 = ortalama sabit terim

X_{it} = i kesiti için ortalama sabit terimden farklılığı

i = bağımsız değişkenler

t = yatay kesit birimi ve zaman

ε_{it} = hata terimini ifade etmektedir.

Açıklayıcı değişkenler ile hata terimleri arasındaki ilişki sabit etkiler modelinin kullanılmasında etkindir. Söz konusu model sapmasız tahmincilerle sahiptir.

Çalışmada kullanılan model aşağıda ifade edilmiştir;

$$KÜDİ_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} DK_{it} + \beta_{2it} EKÖ_{it} + \beta_{3it} GSYİH_{it} + \beta_{4it} LnRZR_{it} + \beta_{5it} ENF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$KÜDİ$ = Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi

DK = Demokrasi Kalitesi

$EKÖ$ = Ekonomik Özgürlükler İndeksi

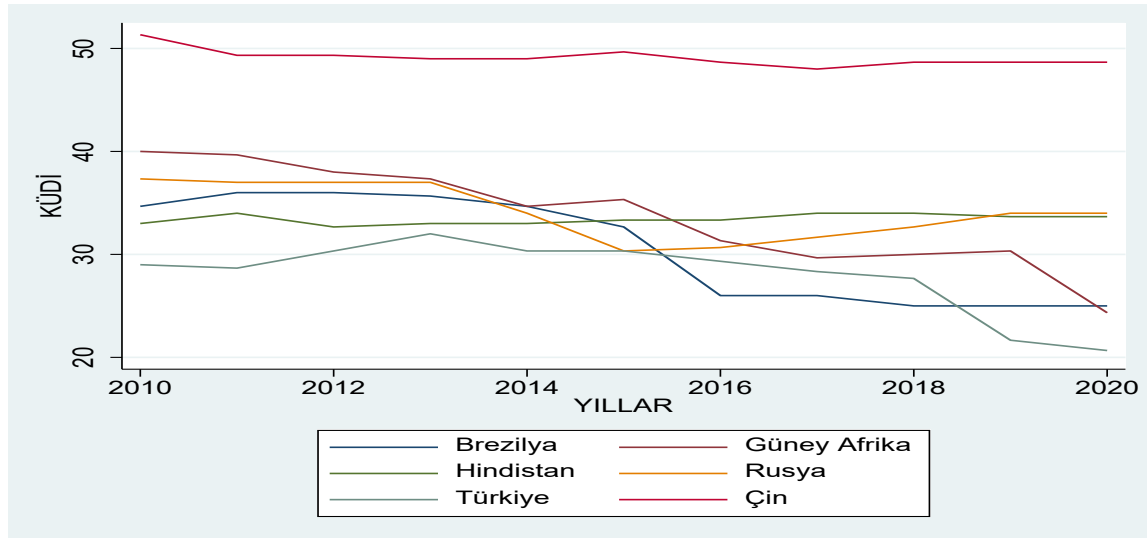
$GSYİH$ = Ekonomik Büyüme Oranı

$LnRZR$ = Resmi Uluslararası Rezervler

ENF = Enflasyon Oranı

4. UYGULAMA SONUÇLARI

BRICS-T ülkelerinde 2010-2020 dönemi Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi (KÜDİ) verileri Şekil 1'de sunulmuştur.



Şekil 1. BRICS-T Ülkeleri Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi (KÜDİ)

Not: Şekil 1'deki renklerin temsil ettiği ülkeler şeklin alt kısmında belirtilmiştir.

Şekil 1 incelendiğinde 2010-2020 yılları arasında en yüksek Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi'ne sahip olan ülkenin Çin olduğu gözlemlenmektedir. 2016 yılına kadar İkinci sırada yer alan Güney Afrika, 2016 -2019 yılları arasında yerini Hindistan'a bırakmıştır. 2019 ve 2020 yıllarında ise ufak bir farkla Rusya öne geçmektedir. 2015 yılına kadar en düşük Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi'ne sahip olan ülke ise Türkiye'dir. 2015 yılı sonrasında birkaç yıl Brezilya ile yer değişirse de son yıllarda Türkiye'nin tekrar en düşük Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi'ne sahip olduğu anlaşılmaktadır. KÜDİ ve diğer değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 1. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	N	Ortalama	Standart Sapma	Minimum Değer	Maksimum Değer
KÜDİ	60	34,838	7,549	20,666	51,333
DK	60	5,573	1,913	2,260	7,920
EKÖ	60	57,304	4,692	50,300	65,400
GSYİH	60	3,572	3,990	-7,964	11,200
LNZRZRV	60	7,531	1,151	3,820	3,861
ENF	60	6,099	3,333	1,437	16,332

Not: **KÜDİ**= Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi, **DK**= Demokrasi Kalitesi, **EKÖ**= Ekonomik Özgürlükler İndeksi, **GSYİH**= Ekonomik Büyüme Oranı, **RZRZRV**= Resmi Uluslararası Rezervler, **ENF**= Enflasyon Oranı, N= Gözlem Sayısı

Panel veri analiz sonuçlarının güvenilirliğini artırmak için çoklu doğrusal bağlantı ve korelasyon testleri yapılmış, analiz sonuçları Tablo 2’de sunulmuştur.

Tablo 2. Korelasyon Analizi ve Çoklu Doğrusal Bağlantı Analizi

	KÜDİ	DK	EKÖ	GSYİH	RZRZRV	ENF	VIF
KÜDİ	1						
DK	-0,463	1					1,89
EKÖ	-0,347	0,227	1				1,21
GSYİH	0,454	-0,170	-0,090	1			1,43
LNZRZRV	0,724	-0,611	-0,682	0,307	1		1,05
ENF	-0,531	0,104	0,298	-0,100	-0,448	1	1,53

Tablo 2 incelendiğinde değişkenler yüksek korelasyona sahip değildir. VIF (Variance Inflation Factor - Varyans Artış Faktörü) değerleri de genel kabul gören 10 değerinin altındadır. Her iki test sonucunun da değişkenlerin panel veri analizine uygun olduğu anlaşılmıştır. Yatay kesit bağımlılık testi, Otokorelasyon ve Değişen Varyans testleri yapılmış Tablo 3’te sunulmuştur.

Tablo 3. Otokorelasyon, Değişen Varyans ve Yatay Kesit Bağımlılık Test Sonuçları

Pesaran CD Test İstatistiği (Yatay Kesit Bağımlılık)	Wooldridge Test İstatistiği (Otokorelasyon Testi)	Modified Wald Test İstatistiği (Değişen Varyans)
-0,267 (0,78)	17,205 (0,00)	2,65 (0,25)

Not: Anlamlılık düzeyleri parantez içerisinde verilmiştir.

Modelde yatay kesit bağımlılığını test etmek için Pesaran (2004) CD Testi kullanılmış olup “H₀: Yatay kesit bağımlılığı yoktur” anlamlılık düzeyi 0.05’den büyük olduğu için H₀ hipotezi reddedilememiştir. Modelde yatay kesit bağımlılığının olmadığı tespit edilmiştir. Tablo 3 incelendiğinde otokorelasyonu test etmek için kullanılan Wooldridge Testinin anlamlılık düzeyinin %1 olduğu anlaşılmış olup otokorelasyonun varlığı tespit edilmiştir. Otokorelasyon probleminin çözümü için modele bağımlı değişkenin gecikmesi eklenerek analiz yapılmıştır. Çalışmada değişen varyans (heteroskedasite) testi için sabit etkiler modelinde kullanılabilen testlere başvurulmuştur. Modelde değişen varyans sorununun olup olmadığını anlamak için Modified Wald Testi (Greene, 2003, s.323-324) kullanılmıştır. Modified Wald Testi’ne ait olasılık değerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiş ve modelde değişen varyans sorununun olmadığı gözlemlenmiştir. Modele ait regresyon sonuçları Tablo 4’te yer almaktadır.

Tablo 4. KÜDİ İndeksi Üzerine Demokrasi Kalitesi ve Ekonomik Özgürlükler İndeksinin Etkisi

<i>Bağımlı Değişken (KÜDİ)</i>	<i>Katsayılar</i>
<i>Bağımsız Değişkenler</i>	
<i>DK</i>	3,543074 (0,00)***
<i>EKÖ</i>	0,450705 (0,00)***
<i>GSYİH</i>	0,295061 (0,03)**
<i>LnRZR</i>	11,04275 (0,00)***
<i>ENF</i>	-0,602323 (0,00)***
<i>KÜDİ (D1)</i>	0,6208931(0,00)***
<i>Sabit</i>	-306,6651 (0,000)
<i>R²</i>	0,6541
<i>F İstatistiği</i>	37,10 [0,000]
<i>Hausman</i>	-41,62
<i>Model</i>	SE
<i>Gözlem Sayısı</i>	60

Not: Parantez içindeki değerler standart hata tahminleridir. * p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01

Tablo 4 incelendiğinde Demokrasi Kalitesi'ndeki 1 birimlik artış KÜDİ indeksinde 3.54'lük bir artış meydana getirmektedir. Bir diğer değişkenimiz Ekonomik Özgürlükler İndeksi'ndeki 1 birimlik artış KÜDİ'de 0,45'lik bir artışa neden olmaktadır. Çalışmada etkisini ölçmeye çalıştığımız her iki değişken de %1 düzeyinde anlamlıdır. Kontrol değişkenlerimizden GSYİH'daki 1 birimlik artış KÜDİ indeksini 0.29 artırırken, rezervlerdeki 1 birimlik artış ise 0.11 artırmaktadır. Ancak enflasyonda meydana gelen bir birimlik artış ise KÜDİ'yi 0.60 azaltmaktadır.

Model bir bütün olarak anlamlı olup modelin açıklama gücü %65'tir. Tabloda birinci satır Demokrasi Kalitesi'nin KÜDİ üzerindeki etkisini ikinci satır ise Ekonomik Özgürlükler'in KÜDİ üzerindeki etkisini göstermektedir. Tabloda yer alan diğer değişkenler ise kontrol değişkeni olarak modele eklenmiştir. Hausman testi sonucunda sabit etkiler modelinin kullanılmasına karar verilmiştir. Tablo incelendiğinde BRICS-T ülkelerinde demokrasi kalitesi ve ekonomik özgürlükler indeksinin KÜDİ üzerine anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu görülmektedir. Modele eklenen tüm kontrol değişkenleri de KÜDİ üzerinde anlamlı bir etkiye sahiptir. Ayrıca KÜDİ indeksi üzerinde indeksin kendi gecikmesinin de anlamlı bir etkisi bulunmaktadır.

5. SONUÇ

Uluslararası yatırımcılar fon sağlayacağı ya da doğrudan yatırım yapacağı şirket ve ülkelerin risklerini oldukça önemsemektedir. Bu riskin ölçülmesinde kredi derecelendirme kuruluşları önemli bir rol üstlenmektedir. Bu süreçte yatırımcıların öncelikli amacı; sağladıkları fonların geri dönüşünde sorun yaşanmamasıdır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme notları yatırımcılar için önemli olduğu kadar fon kullanmak isteyen şirket veya ülkeler içinde önemli olmaktadır. Çünkü söz konusu kredi derecelendirme notları ülke ve şirketlerin borçlanma maliyetlerini doğrudan etkilemektedir.

Derecelendirme; kurumsal derecelendirmeler, yapılandırılmış finansal araçların derecelendirilmesi, ülke derecelendirmeleri ve banka derecelendirmeleri olarak farklı şekillerde sınıflandırılabilir (Vergili, 2016, s.12). Kredi derecelendirme kuruluşları da derecelendirme yaparken farklı kriterleri dikkate almakta olup bu kriterler yapılan derecelendirmenin konusuna göre farklılık gösterebilmektedir. BRICS-T ülkeleri üzerine yapılan bu çalışmada ülke derecelendirme notlarından oluşturulan KÜDİ değişkeni olarak kullanıldığı için derecelendirme

şirketlerinin metodolojilerinden bahsetmek uygun olacaktır. Piyasayı domine eden 3 büyük kredi derecelendirme kuruluşu Moody's, Standard&Poor's ve Fitch'in metodolojileri hakkında tam anlamıyla bir netlik bulunmasa da Standard&Poor's bir ülkeyi derecelendirirken 5 ana kriter üzerinde yoğunlaştıklarını belirtmiştir. Söz konusu kriterler; politik skor, ekonomik skor, harici skor, mali skor ve parasal skor olarak ifade edilmektedir (Dimitrijevic, 2012, s.4). Ülkelerin kredi notlarına etki eden ekonomik göstergeler içerisinde en sık kullanılanlar; "Ekonomik Büyüme Oranı" (GSYİH), "Resmi Uluslararası Rezervler" (RZRV), "Enflasyon Oranı" (ENF) ile birlikte, en az makroekonomik göstergeler kadar etkili olabilecek ülkelerin "Demokrasi Kalitesi" (DK) ve "Ekonomik Özgürlükler İndeksi" (EKÖ) gibi harici göstergelerin de dikkate alındığı düşünülmektedir.

Bu sebeple çalışmada kurulan modelde KÜDİ bağımlı değişken, Demokrasi Kalitesi ve Ekonomik Özgürlükler İndeksi bağımsız değişken, ekonomik göstergelerden Ekonomik Büyüme Oranı, Resmi Uluslararası Rezervler ve Enflasyon Oranı da kontrol değişkeni olarak yer almıştır. Panel veri analiz sonucuna göre bağımsız değişkenler Demokrasi Kalitesi ve Ekonomik Özgürlükler İndeksinin, KÜDİ üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç literatürde ülke kredi derecelendirme notlarıyla ekonomik özgürlükler indeksi ve demokrasi düzeyi ve politik yapıyı dikkate alan çalışma sonuçlarıyla da örtüşmektedir (Archer, Biglaiser ve Deouren Jr, 2007; Roychoudhury ve Lawson, 2010; Belasen, Hafer ve Jategaonkar, 2015, Kabadayı ve Çelik, 2015; Barta ve Makszin, 2020; Sychowiec, 2021). BRICS-T ülkelerinde kredi notunu artırmak için ülkenin demokrasi kalitesinin ve ekonomik özgürlüklerinin yükselmesi gerekmektedir. Demokrasi kalitesinin ülke kredi notu üzerindeki etkisi ekonomik özgürlükler indeksinden görece daha yüksektir. Demokrasi Kalitesi göstergesinin bileşenleri arasında yer alan ülkenin seçim süreci, sunduğu sivil özgürlükler, hükümetinin işleyişi, siyasi katılım ve siyasi kültürü, ekonomik özgürlükler indeksini oluşturan hükümetin büyüklüğü, hukuk sistemi ve mülkiyet hakları, güçlü para birimi, uluslararası ticaret yapma özgürlüğü, mevzuat/yönetmelikten daha fazla ülke kredi notunu belirleyici olmaktadır. Ayrıca ekonomik gösterge olarak modelde yer alan kontrol değişkenleri Ekonomik Büyüme Oranı, Resmi Uluslararası Rezervler ve Enflasyon Oranı da KÜDİ üzerinde anlamlı bir etkiye sahiptir. Değişkenler arasında sadece Ekonomik Büyüme Oranı %5 düzeyinde anlamlıyken diğer değişkenlerin %1 düzeyinde anlamlı olduğu gözlemlenmiştir. Kontrol değişkenlerinden rezervler ve ülke kredi notunun kendi geçmişi de ülke kredi notlarını istatistiki olarak anlamlı ve pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bir ülkenin rezervlerinin artması kullanıma hazır, konvertibl olan ve uluslararası ödeme aracı kabul edilen finansal varlıklarının artması anlamına gelmektedir. Bahsi geçen durum gerçekleştiğinde ülke kredi notuna olumlu yansımaları da beklenen bir durumdur. Yine ülke kredi notunun gecikmeli değerinin de istatistiki olarak anlamlı etkisinin olması, ülkeye verilen bir önceki notlandırmanın bir sonraki notlandırma belirlenmesinde dikkate alınan bir gösterge olduğunu vurgulamaktadır. Enflasyon fiyatlar genel seviyesinde yaşanan sürekli artış durumunu ifade etmektedir. Enflasyon ve ülke kredi notları arasında ise negatif ilişki de literatür (Kabadayı, 2012; Kabadayı ve Çelik, 2015) ile paralel bir sonuçtur. Enflasyon arttıkça BRICS-T ülkelerinin kredi notları da negatif etkilenecek düşmeye başlamaktadır.

Bir ülkeye daha fazla yatırım çekebilmek için o ülkenin kredi derecelendirme notlarına daha çok önem vermesi ve notunu yatırım yapılabilir seviyede tutması gerekmektedir. BRICS-T ülkelerinde ekonomik özgürlükler indeksini ve demokrasi kalitesini artırarak ülke kredi derecelendirme notlarının pozitif etkilenmesi sağlanabilmektedir. Hükümetlerin ve karar verici organların bu hususa dikkat ederek hareket etmesi büyük önem kazanmaktadır. İleriki çalışmalarda hem BRICS-T ülkelerinde hem de farklı ülke gruplarında politikacıların doğru eylem planı

oluşturabilmeleri için ülke kredi derecelendirmesine etki eden farklı makroekonomik ve harici göstergeler ile analizler yapılabilir. Aynı zamanda makroekonomik göstergelerin yanı sıra nitel özellik taşıyan farklı göstergelerle ülke kredi derecelendirme notları arasındaki ilişkinin tespit edildiği çalışmalar da kredi derecelendirme kuruluşlarının metodolojilerini daha iyi açıklamayı sağlayacaktır. Dünya Bankası tarafından sunulan Daniel Kaufmann ve Aart Kraay tarafından geliştirilen “World Governance Indicators-Dünya Yönetişim Göstergeleri”ni kullanarak farklı ülke gruplarında ülke kredi derecelendirme notlarıyla ilişkisini tespit etmek literatüre katkılar sunulması açısından yararlı olacaktır.

Hakem Değerlendirmesi: Dış bağımsız.

Çıkar Çatışması: Yazarlar çıkar çatışması bildirmemiştir.

Finansal Destek: Yazarlar bu çalışma için finansal destek almadığını beyan etmiştir.

Etik Onay: Bu makale, insan veya hayvanlar ile ilgili etik onay gerektiren herhangi bir araştırma içermemektedir.

Yazar Katkısı: Gizem Vergili (%50), Mehmet Sinan Çelik (%50)

Peer-review: Externally peer-reviewed.

Conflict of Interest: The authors declare that there is no conflict of interest.

Funding: The authors received no financial support for the research, authorship and/or publication of this article.

Ethical Approval: This article does not contain any studies with human participants or animals performed by the authors.

Author Contributions: Gizem Vergili (50%), Mehmet Sinan Çelik (50%)

KAYNAKÇA

- Aixalá, J. ve Gema F. (2009). Economic freedom, civil liberties, political rights and growth: a causality analysis. *Spanish Economic Review*, 11, 165-78. doi: 10.1007/s10108-008-9050-x
- Afonso, A. (2003). Understanding the determinants of sovereign debt ratings: evidence of the two leading agencies. *Journal of Economics and Finance*, 27, 56-74. doi:10.1007/bf02751590
- Archer, C.C., Biglaiser, G. ve DeRouen, K. (2007). Sovereign bonds and the “democratic advantage”: does regime type affect credit rating agency ratings in the developing world?. *International Organization*, 61(2), 341-365. doi:10.1017/S0020818307070129
- Arlı, O.E., Poyraz, E. ve Özkoç, H.H. (2019). Demokrasinin sermaye piyasaları üzerinde etkisi: OECD ülkeleri üzerine bir inceleme. *Uluslararası Toplum Araştırmaları Dergisi*, 14(20). doi:10.26466/opus.581662
- Barta, Z. ve Makszin, K. (2020). The politics of credit worthiness: political and policy commentary in sovereign credit rating reports. *Journal of Public Policy*, 41(2), 307-330. doi:10.1017/S0143814X20000033
- Basu, K., Bisen, A., De, S., Ghosh R. ve Shweta (2012). Comparative rating index for sovereigns: a new index of sovereign credit ratings and an analysis of how nations fared over the last six years, 1-20. Erişim adresi: https://dea.gov.in/sites/default/files/CRIS_report_SCR28032012.pdf
- Belasen, A.R., Hafer, R.W. ve Jategaonkar, S. P. (2015). Economic freedom and state bond ratings. *Contemporary Economic Policy*, 33(4), 668-677. doi: 10.1111/coep.12098
- Boudriga, A. ve Ghardallou, W. (2012). Democracy and financial development: does the institutional quality matter. Erişim adresi: http://data.leo-univ-orleans.fr/media/seminars/41/WP_147.pdf
- Burnie D. A. (2021). Democracy, dictatorship, and economic freedom signals in stock market. *International Journal of Finance & Economics*, 26(1), 375-390. doi:10.1002/ijfe.1794

-
- Corporate Finance Institute (2022). Credit rating agency. Erişim adresi: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/rating-agency/>
- Dadush, U. ve Dasgupta D. (2001). The benefits and risks of capital account opening in developing countries. D. Dasgupta., M. Uzan ve D. Wilson (Ed.). *Capital flows without crisis? Reconciling capital mobility and economic stability* (s.384) içinde. New York and London: Routledge
- Dimitrijevic, A. (2012). Ülkelerin kredi notunu nasıl belirliyoruz?. Standard & Poor's Mc Graw Hill. Erişim adresi: <http://docplayer.biz.tr/241357-ulkelerin-kredi-notunu-nasilbelirliyoruzmart-2012.html>
- Fraser Institute- Economic Freedom Index- Economic Freedom of the World. <https://www.fraserinstitute.org/studies/economic-freedom>
- Gaillard, N.(2009). The determinants of Moody's sub-sovereign ratings. *International Research Journal of Finance and Economics*, 31, 194-209. Erişim adresi: <https://www.researchgate.net/publication/228626487>
- Greene, W. H. (2003). *Econometric analysis*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Hristova, K. D. (2012). Does economic freedom determine economic growth? A discussion of the heritage foundation's index of economic freedom. (Published Ph.D. Dissertation). Mount Holyoke College, South Hadley, MA, USA.
- Kabadayı, B. (2012). Ülke kredi notlarını etkileyen faktörler: yükselen ekonomiler ve Türkiye örneği. (Yayınlanmış Doktora Tezi). Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Kabadayı, B. ve Çelik A.A. (2015). Determinants of sovereign ratings in emerging countries: A qualitative, dependent variable panel data analysis. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5, 656-62. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/363044>
- Kaufmann, D., Kraay, A. ve Mastruzzi, M. (2010). The worldwide governance indicators: methodology and analytical issues world bank policy research working paper No. 5430, Erişim adresi: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1682130>
- Lehkonen, H. ve Heimonen, K. (2015). Democracy, political risk and stock market performance. *Journal of International Money and Finance*, 59, 77-99. doi: 10.1016/j.jimonfin.2015.06.002
- Miletkov, M. ve Wintoki M.B. (2009). *Legal institutions, democracy and financial sector development*. Mark H., Kose J., ve Anil K. M., (Ed.) *Corporate Governance and Firm Performance* (s. 171-196) içinde. Bingley: Emerald Group Publishing Limited.
- Mulder, C. ve Perrelli, R. (2001). Foreign currency credit ratings for emerging market economies. IMF Working Paper, 01/191. Erişim adresi: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01191.pdf>
- Peev, E. ve Dennis C. Mueller. (2012). Democracy, economic freedom and growth in transition economies. *Kyklos*, 65, 371-407. doi: 10.1111/kykl.2012.65.issue-3
- Pesaran, M.H. (2004). General diagnostic tests for cross section dependence in panels. CWPE 0435. Erişim adresi: <https://docs.iza.org/dp1240.pdf>
-

-
- Razmi M.J. ve Refaei R. (2013). The effect of trade openness and economic freedom on economic growth: the case of middle east and east asian countries. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(2), 376-385. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/362773>
- Roychoudhury, S. ve Lawson, R.A. (2010). Economic freedom and sovereign credit ratings and default risk. *Journal of Financial Economic Policy*. doi: 10.1108/17576381011070201
- Sonenshine, R. ve Kumari, S.(2022). The differential impact of political risk factors on emerging market bond spreads and credit rating outlooks. *Journal of Economics and Business*, doi: 10.1016/j.jeconbus.2022.106066
- Sychowiec, M. (2021). Does political ideology affect a government's credit rating? the evidence on parties' socio-cultural positions in european countries. *Comparative European Politics*, 19, 323-359. doi: 10.1057/s41295-021-00236-7
- The Economist (2022). The economist intelligence unit, Erişim adresi: Democracy index 2020 in sickness and in health? Erişim adresi: <https://www.eiu.com/n/campaigns/democracy-index-2020/>
- The World Bank (2022). Erişim adresi: <https://databank.worldbank.org/home.aspx>
- Tunçsiper, B. ve Biçen, Ö.F. (2014). Ekonomik özgürlükler ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin panel regresyon yöntemiyle incelenmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 9(2), 25-45. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/oguiibf/issue/5711/76456>
- Vergili, G. (2016). *Kredi derecelendirme kuruluşlarına eleştirel bir bakış*. Saarbrücken: Türkiye Alim Kitapları.
- Yang, B. (2011). Does democracy foster financial development? An empirical analysis. *Economics Letters*, 112(3), 262-265. Erişim adresi: https://econpapers.repec.org/article/eeeecolet/v_3a112_3ay_3a2011_3ai_3a3_3ap_3a262-265.htm
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2013). *İleri panel veri yöntemleri*. Çağlayan E., (Ed.). Ekonometriye giriş modern yaklaşım cilt 2 (ss.481-505) içinde. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Zouhaier, H. ve Karim, K.M. (2012). Democracy, investment and economic growth. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(3), 233-240. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/en/pub/ijefi/issue/31954/351838>

SUMMARY

Research Problem

The "Sovereign Credit Ratings" given by the credit rating agencies to countries not only provide information about the extent to which countries fulfil their financial responsibilities but also affect the country's foreign direct investment and borrowing cost. Sovereign credit ratings reflect the country's willingness and ability to repay its obligations. Three major credit rating agencies, Moody's, Standard & Poor's and Fitch, are known and considered mainly by investors worldwide. Many macroeconomic and financial factors affect sovereign credit ratings. However, credit rating agencies' methodologies are not transparent. The study was carried out to determine whether the level of democracy and economic freedoms affect the sovereign credit ratings given by credit rating agencies in BRICS-T (Brazil, Russia, India, China, South Africa and Türkiye) countries.

Research Questions

Many macroeconomic and financial factors affect sovereign credit ratings. Moreover, sovereign credit ratings are the subject of debate on how credit rating agencies rate countries differently worldwide. Apart from the macroeconomic and financial factors in question, factors such as the level of democracy and economic freedoms are thought to impact the sovereign credit ratings; therefore, we have been motivated to analyze.

Method

The letter grades given to the BRICS-T countries by Moody's, Standard & Poor's and Fitch, called the Big Three Credit Rating Agencies that control almost the entire market as the dependent variable have been digitized with the "Comparative Rating Index for Sovereigns" (CRIS). The letter ratings given by the three credit rating agencies have been taken as arithmetic averages. Democracy Quality (DK) and Economic Freedom Index (EFI), frequently used in the literature, were used to represent the level of democracy and economic freedoms. Considering the literature, "Economic Growth", "Inflation" and "Reserves", which are thought to affect the sovereign credit ratings, were used as control variables. The data on the level of democracy announced by The Economist Intelligence Unit (EIU) started in 2006, but EIU did not publish the data for 2007 and 2009. In the study, the period of 2010-2020 was taken into account in order not to disturb the integrity and to avoid missing data. Panel Data Analysis was used as a method in the study; as a result of the tests performed for the selection of the appropriate model "fixed effects model was applied".

Results and Conclusions

International investors care about the risks of companies and countries they will fund or invest in directly, and credit rating agencies play an essential role in measuring the risk. Credit rating agencies also consider different criteria when rating them, which may differ depending on the subject of the rating. For this reason, in the model established in the study, KUDI is the dependent variable, the Quality of Democracy and Economic Freedoms Index is the independent variable, and the Economic Growth Rate, Official International Reserves and Inflation Rate as the control variables. According to the results of the panel data analysis, it was determined that the independent variables, the Quality of Democracy and the Index of Economic Freedoms, had a significant effect on KUDI. In addition, the control variables Economic Growth Rate, Official International Reserves and Inflation Rate, which are included in the model as economic indicators, also have a significant effect on KUDI. Among the variables, only the Economic Growth Rate was significant at the 5% level, while other variables were found to be significant at the 1%

level. The fact that the KUDI rating index, which is determined according to the country rating, has a significant effect on itself highlights that the previous rating given to the country is an indicator that is taken into account in determining the next rating. In brief, it was determined that all of the independent variables had a significant effect on the sovereign credit ratings. In contrast, the Economic Growth(GDP) variable was significant at the 5% level, while the other variables were significant at the 1% level.

In order to attract more investments to a country, it is necessary to give more importance to that country's credit rating and keep it at an investment-grade level. It is of great importance that governments and decision-making bodies act by paying attention to this issue. By increasing the economic freedom index and the quality of democracy in BRICS-T countries, it can be ensured that country credit ratings are positively affected. In future studies, analyzes can be made with different macroeconomic and qualitative indicators that affect the country's credit rating so that politicians in BRICS-T countries can create the right action plan. At the same time, studies that determine the relationship between different qualitative indicators and country credit rating grades, as well as macroeconomic indicators, will provide a better explanation of the methodologies of credit rating agencies. Using the "World Governance Indicators" developed by Daniel Kaufmann and Aart Kraay, presented by the World Bank, it will be helpful to determine the relationship between country credit ratings in different country groups and contribute to the literature.