

# EKONOMİK ÖZGÜRLÜKLER İNDEKS GÖSTERGELERİNİN YENİ SANAYİLEŞEN ÜLKELERİN KREDİ NOTLARI ÜZERİNE ETKİSİ\*

## The Effect of Economic Freedoms Index Indicators on the Credit Ratings of Newly Industrialized Countries

Gizem VERGİLİ\*\*, Mehmet Sinan ÇELİK\*\*\* & Bahar TAŞ\*\*\*\*

### Öz

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği ülke kredi notları ülkeler arasındaki fon akımlarının yönünü belirlemede önemli bir görev üstlenmektedir. Özellikle yeni sanayileşen ülkeler gelişimi sürdürülebilir hale getirmek ve gelecekteki yatırımları finanse etmek amacıyla sürekli olarak finansman ihtiyacı duymaktadır. Bu çalışmada, yeni sanayileşen ülkelerin kredi notlarını etkileyen unsurlar ele alınmıştır. Bu unsurların başında ekonomik özgürlük indeks göstergesi olarak ele aldığımız hukukun üstünlüğü, devletin büyüklüğü, mevzuat yeterliliği ve serbest piyasa değişkenleri gelmektedir. Ayrıca ülkelerin gelir düzeylerini kontrol etmek amacıyla gayri safi yurt içi hasılanın büyüme oranı ve makroekonomik düzeylerini kontrol etmek amacıyla enflasyon oranı modele dahil edilmiştir. 1995-2021 dönemine ait veriler kullanılarak hazırlanan panel veri seti üzerinde Driscoll-Kraay Standart Hatalar analizi uygulanarak parametreler tahmin edilmiştir. Yaptığımız analiz sonucunda serbest piyasa göstergesi dışındaki tüm ekonomik özgürlük indeks göstergelerinin ülkelerin kredi notları üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi olduğu görülmektedir. Çalışma sonuçları, yeni sanayileşen ülkelerin ekonomik özgürlük unsurlarını iyileştirici hamleler yapmasının ülkelerin risk faktörlerinin düşmesine böylece yatırım yapılabilir ülke kredi notlarına ulaşmasına sağlayacağını öne sürmektedir.

### Abstract

Sovereign credit ratings given by international credit rating agencies play an important role in determining the direction of fund flows among countries. Especially newly industrialized countries consistently need financing in order to make the development sustainable and to finance future investments. In this study, the factors affecting the credit ratings of newly industrialized countries are discussed. Foremost among these factors, the rule of law, the government size, the regulatory efficiency, and the open markets are considered as indicators of the economic freedom index. Moreover, the growth rate of gross domestic product and inflation rate are included into the model to control the macroeconomic and income levels of the countries. The parameters were estimated by applying Driscoll-Kraay Standard Errors analysis on the panel data set spanning from 1995 to 2021. As a result of the analysis, it is seen that all economic freedom index indicators except the open market indicator have a positive and significant effect on the credit ratings of countries. Consequently, the study argues that the newly industrialized countries' taking steps to improve their economic freedom will reduce the risk factors of the countries and thus achieve investment-grade credit ratings.

### Anahtar

#### Kelimeler:

Ekonomik  
Özgürlük İndeksi,  
Ülke Kredi  
Notları, Panel  
Veri Analizi.

#### JEL Kodları:

E00, G18, C33.

### Keywords:

Economic  
Freedom Index,  
Sovereign Credit  
Ratings, Panel  
Data Analysis.

#### JEL Codes:

E00, G18, C33.

\* Bu çalışma 25. Finans Sempozyumu'nda en iyi 3. bildiri ödülü alan çalışmanın genişletilmiş halidir.

\*\* Dr. Öğr. Üyesi, Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Bucak İşletme Fakültesi, Türkiye, [gizemvergili@mehmetakif.edu.tr](mailto:gizemvergili@mehmetakif.edu.tr), ORCID: 0000-0003-1125-1772

\*\*\* Arş. Gör., Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Türkiye, [mehmetsinancelik@ohu.edu.tr](mailto:mehmetsinancelik@ohu.edu.tr), ORCID: 0000-0002-3102-406X

\*\*\*\* Arş. Gör., Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Bucak İşletme Fakültesi, Türkiye, [btas@mehmetakif.edu.tr](mailto:btas@mehmetakif.edu.tr), ORCID: 0000-0002-1743-2358

Makale Geliş Tarihi (Received Date): 08.11.2022 Makale Kabul Tarihi (Accepted Date): 19.12.2022

Bu eser Creative Commons Atıf-Gayri Ticari 4.0 Uluslararası Lisansı ile lisanslanmıştır.



## 1. Giriş

Heritage Kurumu (The Heritage Foundation) tarafından 28 yıldır açıklanan “Ekonomik Özgürlükler İndeksi (Index of Economic Freedom)” ülkelerin ekonomik özgürlük, refah düzeyleri ve fırsatlarını dikkate alan mülkiyet haklarından finansal özgürlüğe kadar 12 farklı özgürlük değeri sunmaktadır. Heritage Kurumu tanımına göre; ekonomik özgürlük, bireylerin kendi emeğini ve mülkiyetini kontrol etme hakkıdır (Heritage, 2022).

Ekonomik olarak özgür bir toplumda, bireyler istedikleri şekilde çalışmak, üretmek, tüketmek ve yatırım yapmakta özgürdürler. Ekonomik olarak özgür toplumlarda, hükümetler emeğin, sermayenin ve malların serbestçe hareket etmesine izin verir ve özgürlük kısıtlamasından kaçınır. 12 nitel ve nicel faktöre bağlı oluşturulan ekonomik özgürlük indeksi temelde 4 kategoriye ayrılmaktadır. Bunlar; Hukukun Üstünlüğü (Rule of Law), Devletin Büyüklüğü (Government Size), Mevzuat Yeterliliği (Regulatory Efficiency), Serbest Piyasa (Open Markets)’dan oluşmaktadır. Hukukun Üstünlüğü kategorisi mülkiyet hakları, devlet bütünlüğü, yargı etkinliği değerlerini kapsamaktadır. Devletin Büyüklüğü kategorisinde kamu harcamaları, vergi yükü, mali sağlık verileri dikkate alınmaktadır. Mevzuatın Yeterliliği olarak iş özgürlüğü, çalışma özgürlüğü, parasal özgürlükler baz alınmaktadır. Serbest Piyasa ticaret özgürlüğü, yatırım özgürlüğü, finansal özgürlükleri kapsamaktadır. Heritage Kurumu bu 4 kategori altında oluşturduğu 12 özgürlüğün ağırlıklı ortalamasını alarak her ülke için bir değer sunmaktadır. Her bir özgürlük değeri 0 ile 100 arasında derecelendirilmektedir. Çalışmamızda her bir kategorinin etkisini daha iyi ayırt edebilmek için tek bir Ekonomik Özgürlük İndeks verisinin kullanılması yerine oluşturulan 4 kategorinin kendi içlerinde ağırlıklı ortalaması alınarak kullanılması tercih edilmiştir.

Ülkeler gelişmişlik düzeylerine, ekonomik iş birliklerine, uluslararası örgütlere dahil olmalarına göre veya daha pek çok sebeple farklı grup ve kategorilere ayrılabilirlerdir. Çalışmamızda farklı alanlarda ekonomik özgürlüklerin ülke kredi notlarına etkisini incelemek amacıyla Yeni Sanayileşen Ülkeler (NICs-Newly Industrialized Countries) grubu ele alınmıştır. Yeni sanayileşen ülkeler, hala gelişmekte olan ancak diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha fazla ekonomik büyüme gösteren ülkelerin bir alt kategorisini ifade eder. NIC ülkeleri, sanayileşme ve kentleşme yoluyla sürekli olarak gelişmekte ve büyümektedir. Ancak literatüre baktığımızda yeni sanayileşen ülkeler listesinde mutabık kalmadığı farklı ülkelere oluşan listelerin yer aldığı görülmektedir. Kurumsal Finans Enstitüsü (Corporate Finance Institute) tarafından açıklanan ve çoğu uzman tarafından yeni sanayileşmiş ülkeler kategorisinde değerlendirilen ülkeler “Brezilya, Hong Kong, Hindistan, Meksika, Singapur, Tayland, Güney Afrika, Türkiye ve Tayvan” dan oluşmaktadır. Ancak çalışmamızda Tayvan’ın tüm verilerine kesintisiz ulaşılamadığı için çalışmada kısıt olarak kabul edilerek, geri kalan 8 ülkenin ülke kredi notları ve ekonomik özgürlük verileri kullanılmıştır (Corporate Finance Institute, 2022). Yeni sanayileşen ülkeler genellikle gelişmiş ülkelere yatırım sermayesi alan, nispeten daha düşük işgücü maliyetleri ve rekabet avantajı sağlayan diğer girdilere sahip ülkelere oluşmaktadır. Genel ortak özellikleri arasında hükümet müdahaleleri dikkat çekmektedir. NIC ekonomilerinin çoğunluğu, politika müdahaleleri yoluyla genel kalkınmayı veya belirli endüstrilerin gelişimini teşvik etmek için hükümetin müdahalesine tabidir. Bu ülkelerin bazıları eğitimli işgücüyle, alanında yetişmiş elemanlarla çalışma avantajına da sahiptir. Söz konusu ülkeler, işletmelerin borçlanma maliyetini azaltmak için faiz oranlarını düşük tutmakta ve şirketleri sübvanses etmeyi hedeflemektedir. Yeni sanayileşen ülkelerin bir diğer ortak özelliği ise nüfus artış oranlarının

diğer gelişmekte olan ÷lkelere oranla düşüş eğiliminde olmasıdır (Corporate Finance Institute, 2022).

÷lke kredi notları bir ÷lkenin kredibilitesinin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirilmesidir. Belirli bir ÷lkeye borç vermenin risk derecesini, borcun geri ödenebilirliği ve yatırım yapmanın uygun olup olmadığını belirten bir göstergedir. Metodolojileri net olmayan kredi derecelendirme kuruluşlarının tayin ettiği notlar sıklıkla tartışma konusu olmaktadır. Çalışmada 1995-2021 yılları arasında yeni sanayileşen ÷lkelerin ekonomik özgürlük göstergelerinin ÷lke kredi notlarına etkisi panel veri analizi yöntemi ile değerlendirilmesi amaçlanmaktadır. Literatür incelendiğinde ekonomik özgürlüklerle ilgili çalışmaların genellikle ekonomik büyümeyle ilişkilendirildiğine rastlanırken, ÷lke kredi notlarına etki boyutunun yeterince ele alınmadığı gözlemlenmiştir. Söz konusu nedenden dolayı çalışmanın motivasyonunu, ÷lke kredi notunu belirleyen makroekonomik ve finansal göstergelerin yanı sıra aslında nitel ve nicel göstergelerin harmanlanmasından oluşan ekonomik özgürlük indeksi gibi değerlerin etkisini analiz etmek oluşturmaktadır. Literatürde bahsi geçen nitel değişkenlerin ÷lke kredi notlarına etkisi farklı ÷lke ve ÷lke grupları üzerinde test edilmiştir (Kaufmann vd., 2003; Butler ve Fauver, 2006). Belirlenen nitel değişkenlerin, kredi notlarının yatırım alabilmek için hayati öneme sahip olduğu yeni sanayileşen ÷lke grubuna etkisinin incelenmesi literatüre önemli bir katkı olarak görülebilir. Söz konusu değişkenler kredi derecelendirme kuruluşlarının ÷lke kredi notlandırmalarında dikkate aldığı önemli faktörlerdir.

Çalışmada öncelikle literatürde ÷lke 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 politika yapıcılara öneriler sunulmuştur.

## 2. Literatür

Kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notunun değerlendirilmesinde kullanılan metodolojilerin şeffaf olmaması söz konusu araştırmanın yapılmasında bizi motive eden etkindir. Kredi derecelendirme kuruluşları bir ÷lkeye ait siyasi, altyapı, finansal, ekonomik, bölgesel, yerel ve diğer faktörlerden çeşitli bilgiler alır ve o ÷lkenin borçlarını ödeme gücünü değerlendirir (Saadaoui vd., 2022). Bu bilgi daha sonra, en yüksek dereceli ÷lkenin yüksek derecede kredibiliteye sahip olduğu ve temerrüde düşme olasılığı en düşük olan ÷lke ile ÷lke kredi notu olarak adlandırılan bir derecelendirme ölçeği aracılığıyla sunulmaktadır. Fitch, Moody's ve Standard & Poor's (S&P) olmak üzere üç ana kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Üç farklı kredi derecelendirme kuruluşunun aynı firmaya veya devlete farklı derecelendirmeler vermesi, araştırmacıların kredi notlarını belirlemede hangi göstergelerin kullanıldığının sorgulamasına neden olmuştur (Takawira ve Mwamba, 2020; Overes ve van der Wel, 2021).

Yeni sanayileşen ÷lkeler, gelişimi sürdürülebilir hale getirmek ve gelecekteki yatırımlarını finanse etmek amacıyla sürekli olarak finansman ihtiyacı duymaktadır. Söz konusu finansman ihtiyacını karşılamada ÷lke içerisindeki tasarrufların yetersiz kaldığı zamanlarda ÷lke dışından borçlanma yoluna giderler. Borçların fazla olduğu dönemlerde ÷lkeler temerrüt riski ile karşılaşmakta ve ÷lkelerin yeni krediye erişmesi kısıtlanmaktadır (Demmou vd., 2021). Makroekonomik değişkenler, ekonomik politikalar, para krizleri, kısa vadeli bütçenin yanlış yönetimi ve iç veya dış şoklar, temerrüt olasılığını belirlemesi muhtemel olan kısa vadeli likidite

veya uzun vadeli ödeme gücünün bir sonucu olarak borcun sürdürülebilirliğini etkileyebilir (Mellios ve Paget-Blanc, 2006). Bu yüzden makro ekonomik değişkenlerin kredi notları üzerine etkileri araştırmacıların çalışmalarına konu olmuştur.

Makro ekonomik göstergelerin ülke kredi notlarına etkisini araştıran ilk çalışmalardan olan Cantor ve Packer (1996) makalesinde, 49 ülkenin GSYH (Gayri Safi Yurt İçi Hasıla), dış borcun ihracata oranı, büyüme oranı ve enflasyon oranı gibi makro değişkenlerini ülkelerin kredi notlarının belirleyicileri olarak kullanmıştır. Çalışmada, dış borç değişkeni beklenilen aksine pozitif ilişkili ve GSYH ile büyüme, enflasyon oranı beklenilen şekilde anlamlı bulunmuştur. Çalışmada kullanılan diğer değişkenler anlamsız katsayılarla sahiptir.

Gür (2000) derecelendirme kuruluşlarının 34 ülkeye 1990-1998 yılları arasında verdiği notlar ile çift sınırlı Tobit modelinden elde ettiği ülke risk notlarını karşılaştırdığı çalışmada çok fazla değişken kullanımının istatistiki açıdan bir anlam ifade etmediğini savunmuştur. Ayrıca ülke kredi notlarında politik risk değişkenlerinin kullanılmamasını eleştirmiştir.

39 ülke için yapılan bir diğer çalışmada Hu vd. (2001) çalışmalarında panel sıralı probit yöntemini uygulamışlardır. Açıklayıcı değişkenler olarak, enflasyon oranı, rezervlerin ithalata oranı, borçların GSYH'ye oranı, borç geçmişleriyle alakalı ve endüstriyel olup olmadıklarına dair gölge değişkenler kullanılmıştır. Analiz sonucunda kullanılan tüm değişkenlerin beklenen şekilde anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Afonso (2003) çalışmasında 81 ülkenin kredi notunu belirleyen değişkenleri araştırmış, değişken olarak Cantor ve Packer (1996) çalışmasında kullanılan makro değişkenleri kullanmıştır. Sonuç olarak kullanılan değişkenlerin önemli ölçüde belirleyici olduğu tespit edilmiştir.

95 ülkeye ait Aralık 1995-Aralık 1999 dönemini kapsayan verilerin kullanıldığı Bissoondoyal-Bheenick (2005) çalışmasında ülke kredi notlarının belirlenme sürecinde sosyal ve kalitatif politik göstergelerin de enflasyon ve Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) gibi ekonomik değişkenlerle birlikte önemli olduğunu gözlemlemiştir.

Hill vd. (2010) araştırmalarında 3 büyük kredi kuruluşunun notlandırmaları arasındaki farkları araştırmıştır. Çalışmada 1990-2002 yılları arasındaki veriler kullanılmış olup, bağımsız değişken olarak GSYH, GSYH büyüme oranları, enflasyon, dış borç, dış ve mali denge, borç geçmişi ve ülke risk primi kullanılmıştır. Analiz sonucunda GSYH ve büyüme oranları, borç geçmişi ve risk prim oranları, tüm kredi derecelendirme kuruluşları için anlamlı çıkarken, dış borç ve dış denge yalnızca S&P ve Moody's için, enflasyon sadece S&P için, mali denge de sadece Moody's için anlamlı değişken olarak tespit edilmiştir. S&P en güçlü tahminin yapıldığı derecelendirme kuruluşu olmuştur.

Kabadayı ve Çelik (2015), ülke derecelendirme özelliklerini incelemek için sıralı probit ve logit modellerini kullanmıştır. Kabadayı ve Çelik (2015), cari açığın GSYH'ye oranı, deflatör hesaplanan enflasyon, dış borcun GSMH'ye oranı, Heritage Foundation'ın özgürlük indeksi, GSYH yüzde değişimi, reel döviz kuruna karşı açıklayıcı değişkenleri çalışmasında kullanmıştır. Derecelendirme ülkelerinde kredi derecelendirme kuruluşlarının siyasi, yönetim ve ekonomik yapıları da dikkate aldığını tespit etmiştir.

Öztürk vd. (2016), heterojen bir örnekleme, çeşitli Yapay Zeka yöntemlerini kullanarak ülke kredi notlarını tahmin etmiştir. Kullanılan algoritmalar arasında Sınıflandırma ve Regresyon Ağaçları, Bayes Net, Çok Katmanlı Algılayıcı, Naive Bayes ve Destek Vektör Makineleri

uygulanmıştır. Yapay zeka sınıflandırıcıları, tahmin doğruluğu konusunda geleneksel istatistiksel tekniğe göre daha iyi performans gösterdiği tespit edilmiştir.

23 OECD lkesi için 1995-2014 yılları arasında Barta ve Johnston'ın (2018) yaptığı çalışmasında hükümet partizanlığının gelişmiş lkelerin kredi derecelendirme kuruluşlarını nasıl etkilediğini değerlendirmiştir. Sol yöneticilerin ve seçimde iktidar olmayan sol yöneticilerin önemli ölçüde ve daha yüksek olasılıkla negatif derecelendirme değişikliklerine neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

2000'den sonraki dönemde ülke kredi notu ile maliye politikası arasındaki ilişkinin araştırıldığı Balıkcıoğlu ve Yılmaz (2019) alışmalarında, 12 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeye ait, 2001-2016 dönemi verileri ile analizlerini gerçekleştirmiştir. Kamu maliyesine ilişkin faktörlerin kredi notlarını farklılaştıran önemli etkenler olduğunu tespit etmişlerdir.

Pabuçcu (2019) lke kredi notlarını makine öğrenme algoritmaları ile tahmin etmeye çalıştığı araştırmasında makroekonomik göstergelerin yanında demokrasi indeksi, eşitsizliğe uyarlanmış insani gelişim indeksi, insani gelişim indeksi, iş yapma kolaylığı indeksi, hukukun üstünlüğü, küresel rekabet indeksi, nüfus, politik istikrar, yasaların uygunluğu gibi değişkenlerin de yer aldığı 23 değişken kullanmıştır. Kullandığı değişkenlerle 2016-2018 yılları arasındaki ülke kredi notlarını tahmin etmekte oldukça başarılı modellere ulaştığını belirtmiştir.

Barta ve Makszin (2020), siyasi ve politik kararların ülke kredi notlarına etkisini değerlendirdiği çalışmasında 1999-2012 yılları arasında 40 Avrupa lkesinin S&P tarafından aldığı notların yer aldığı rapor metinlerini incelemiştir. S&P'nin lkeler arasında benzer şekilde politikayı incelediğini ancak gelişmiş lkeler ve daha düşük belirsizliğe sahip AB lkelerinde siyasi incelemenin gelişmekte olan lkelere göre daha az olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Takawira ve Mwamba (2020), lke kredi notlarının belirleyicilerini ortaya koymak için Naive Bayes sınıflandırıcısını kullanan bir makine öğrenme modeli uygulamış, derecelendirme kuruluşlarının farklı makro ekonomik değişkenlere daha fazla önem atfettiği sonucuna ulaşmıştır. En çok anlamlı çıkan makro ekonomik değişkenlerin, hanehalkı borç/harcanabilir gelir oranı, reel efektif döviz kurları ve tüketiciler fiyat indeksi olduğu belirlenmiştir.

Proença vd. (2021), 1995-2006 ve 2007-2012 mali kriz döneminde düzenli bir probit modeli kullanarak Avrupa'dan on ülkede ülke notlarının belirleyicilerini inceledi. Bulguları, kişi başına düşen GSYH, işsizlik oranı, devlet borcu, hükümet etkinliği gibi değişkenlerin, rezervler ve cari hesap dengesinin ülke kredi notlarını belirlenmesinde önemli olduğu şeklinde dir.

Chang vd. (2022), toplumsal güvenin kredi derecelendirme kuruluşlarının kurumsal sosyal sorumluluk değerini zayıflatan ahlaki tehlike endişelerini hafiflettiği varsayımı altında yaptıkları çalışmalarında geniş bir örnekleme ele almışlardır. Sadece yüksek toplumsal güvene sahip lkelerde kredi derecelendirme notları arasında belirgin ilişki bulmuşlardır.

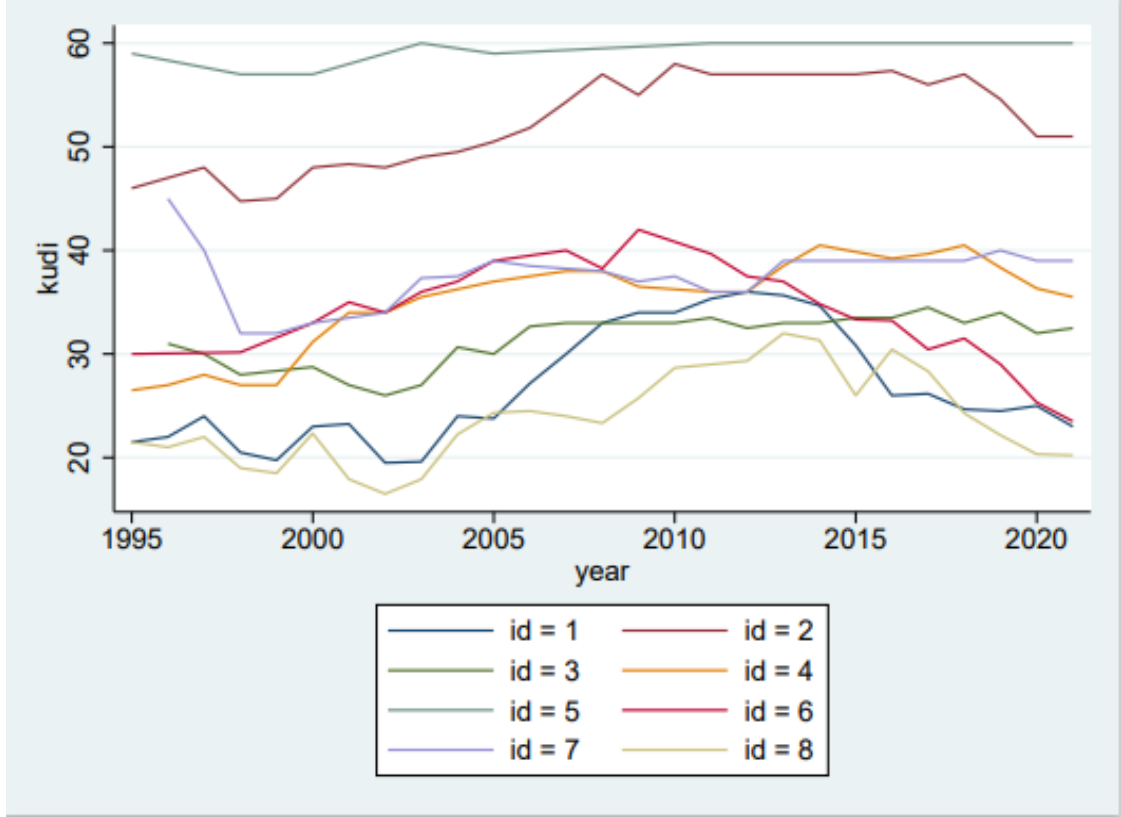
Literatürdeki çalışmalarda, yapay zeka ve geleneksel ekonometrik metodolojiden yararlanıldığı görülmekte olup, farklı kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke kredi notlarını belirlerken farklı makro ekonomik değişkenlere önem verdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Bu nedenle yapılan çalışmaların çoğunda makroekonomik ve diğer değişkenlere odaklanıldığı grlmektedir. Çalışmamız söz konusu değişkenler dışında ekonomik özgürlük indeks göstergelerini de analize dahil ederek literatürden bu yönüyle farklılaşmaktadır.

### 3. Veri Seti, Metodoloji ve Ampirik Sonuçlar

Bu çalışmada, 1995-2021 dönemine ait yeni sanayileşen 9 ülkeden (Brezilya, Hong Kong Hindistan, Meksika, Singapur, Tayland, Güney Afrika, Türkiye, Tayvan) Tayvan hariç 8 ülkenin yıllık verileri kullanılarak ekonomik özgürlüklerin ülke kredi notları üzerindeki etkileri panel veri analizi ile araştırılmıştır. Tayvan'ın ülke verilerine 1995-2021 yılları arasında kesintisiz ulaşamamasından dolayı örnekleme dahil edilmemiştir. Ekonomik özgürlük indeksini belirleyen Hukukun Üstünlüğü (HÜ), Devletin Büyüklüğü (DB), Mevzuat Yeterliliği (MY) ve Serbest Piyasa (SP) verileri Heritage Kurumu'ndan, kontrol değişkeni olarak GSYH'nin Büyüme Oranı (Büyüme) ve Enflasyon (Enflasyon) verileri de Bloomberg Eikon üzerinden sağlanmıştır. Ülke kredi notlarına The Global Economy (2022) üzerinden ulaşılmış ve veriler KÜDİ ile sayısallaştırılarak kullanılmıştır. Ekonomik özgürlükler için, düşünce kuruluşu Heritage Kurumu tarafından yıllık olarak yayınlanan ve 184 ülkenin mülkiyet haklarından finansal özgürlüğe kadar 12 ayrı nicel ve nitel faktöre dayalı olarak ölçülen ekonomik özgürlük indeks göstergeleri kullanılmıştır. Bu 12 faktör şu şekilde sıralanmaktadır: mülkiyet hakları, devletin bütünlüğü, yargının etkinliği, kamu harcamaları, vergi yükü, mali sağlık, iş özgürlüğü, çalışma özgürlüğü, parasal özgürlük, ticaret özgürlüğü, yatırım özgürlüğü ve finansal özgürlüktür. 12 ekonomik özgürlüğün her biri 0 ile 100 arasında derecelendirilmektedir. Çalışmada, Hukukun Üstünlüğü (mülkiyet hakları, devletin bütünlüğü, yargının etkinliği), Devletin Büyüklüğü (kamu harcamaları, vergi yükü, mali sağlık), Mevzuatın Yeterliliği (iş özgürlüğü, çalışma özgürlüğü, parasal özgürlük), Serbest Piyasa (ticaret özgürlüğü, yatırım özgürlüğü, finansal özgürlük) şeklinde olmak üzere dört kategoride ekonomik özgürlük indeks göstergeleri kapsadıkları özgürlüklerin ortalaması alınarak hesaplanmış ve veri setinde kullanılmıştır. Tek bir veri sunan ekonomik özgürlük indeksinin kullanılması yerine bu veriye ulaşmada dikkate alınan dört kategorinin ayrı ayrı kullanılmaları etkilerin tek tek görülüp politika önerilerinin de ayrı ayrı yapılabilmesine olanak sunması sebebiyledir.

Literatürde sıklıkla ekonomik özgürlük indeks göstergesi daha çok ülke büyümesi ile ilişkilendirilen çalışmalarda kullanılmaktadır. Hukukun Üstünlüğü (Park ve Ginarte, 1997; Chen ve Puttitanun, 2005), Devletin Büyüklüğü (Bergh ve Karlsson, 2010; Feldmann, 2010), Mevzuatın Yeterliliği (Gust ve Marquez, 2004; Hussain ve Haque, 2015), ve son olarak Serbest Piyasa (Razmi ve Refaei, 2013) değişkenleri farklı göstergeler şeklinde olmak üzere açıklayıcı değişken olarak literatürde kullanıldıkları görülmektedir. Nitel değişkenlerin ülke kredi notlarına etkileri açısından da inceleyen çalışmalar bulunmaktadır (Kaufmann vd., 2003; Butler ve Fauver, 2006; Archer vd., 2007; Riley vd., 2011). Bu dört temel değişkenlerin yanı sıra GSYH Büyüme oranı (Büyüme) ve Enflasyon (Enflasyon) değişkenleri modele kontrol değişkenleri olarak dahil edilmiştir. Çalışmada enflasyon verisi olarak Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) verilerine kesintisiz ulaşamadığından dolayı Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) verileri kullanılmıştır. Söz konusu verilere ise Bloomberg Eikon veri tabanı üzerinden ulaşılmıştır. Çalışma için piyasada “3 Büyükler” olarak bilinen S&P, Moody's ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşlarının yeni sanayileşen ülkeler grubunda yer alan ülkelere verdikleri kredi notları kullanılmış ve veriler The Global Economy (2022) üzerinden elde edilmiştir. Ülke kredi notlarını veri seti olarak kullanabilmek için harf notuna dayalı sistemi sayısallaştırmada Hindistanlı araştırmacılar Basu vd. (2012) tarafından geliştirilen KÜDİ-Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi'nden (CRIS-Comparative Rating Index for Sovereigns) yararlanılmıştır (Basu vd., 2012: 7). Sayısallaştırılan yeni sanayileşen ülkelerin kredi notlarının her yıl için aritmetik ortalaması

alınarak KÜDİ değişkeni elde edilmiştir. Yeni sanayileşen ölkelere ait KÜDİ'ler Grafik 1'de sunulmuştur.



**Grafik 1. 1995-2020 Yılları Arası Yeni Sanayileşen Ölkelerin Karşılaştırılmal Öлке Derecelendirme İndeks Grafiği**

**Not:** 1=Brezilya, 2=Hong Kong, 3=Hindistan, 4=Meksika, 5=Singapur, 6=Güney Afrika, 7=Tayland, 8=Türkiye

3 Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşu'nca yeni sanayileşen ölkelere tayin edilen kredi notlarının Karşılaştırılmal Öлке Derecelendirme İndeksi'ne göre grafiği Grafik 1'de sunulmaktadır. 1995-2020 yılları arasında yeni sanayileşen ölkeler arasından en yüksek kredi notuna (yatırım yapılabilir) sahip öлке olarak istikrarını koruyan öлке Singapur olmuştur. Singapur'u takip eden bir diğer öлке ise Hong Kong'dur. Singapur ve Hong Kong 1970'li yıllarda da Dört Asya Kaplanı olarak bilinen ölkelerden iki tanesini oluşturmaktadır. Singapur Uzak Doğu'da istikrarlı bir şekilde 3 Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşu'na göre en iyi kredi notuna sahip ölkedir. Minimum temerrüt olasılığı ile yeni sanayileşen ölkeler arasında en güçlü kredi itibarına sahiptir. Hong Kong ise 2005 yılından sonra yükseliş trendine girmiş uzun yıllar kredi notu düşmeden sabit kalmıştır. Hong Kong aslında Çin Halk Cumhuriyeti'ne bağlı özel idari bölgedir. Ancak kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ayrıca notlandırmaya tabidir. Bu durum 2017 yılında Çin'in kredi notunun düşürölmesiyle beraber Hong Kong'un notunda da değişikliğe neden olmuştur. Gereke olarak ekonomik, siyasi ve finansal bağlantılarının olması gösterilmiştir. Bu nedenle son yıllarda öлке kredi notunda aşağı yönlü seyir gözlemlenmesine rağmen Hong Kong yeni sanayileşen ölkeler kategorisindeki yatırım yapılabilir pozisyonunu sürdürmektedir. Tayland ve Meksika 2000 yılından sonra kredi notlarında benzerlik gösterirken

son 2 yıldır farklılaşmaya başlamış, Meksika'nın kredi notu düşüş eğilimine geçmiştir. 2013 yılına kadar Tayland ve Meksika ile benzer not aralığına sahip olan ülke Güney Afrika'dır. Daha sonraki yıllarda ülkenin yatırım yapılabilir notunu kaybetmeye başladığı gözlenmektedir. Hindistan'ın uzun yıllar ülke kredi notunun düşük olmasına rağmen sabit bir trend sergilediği grafikten anlaşılmaktadır. Brezilya'nın ülke kredi notu 2005 yılı sonrası yükseliş gösterirken 2015 yılı sonrasında düşüş eğilimine geçmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları Brezilya'nın not indiriminin gerekçesini düşen ekonomik büyümeden ve artan kamu borcu ve mali sıkıntılardan kaynaklı olduğunu belirtmiştir. Yeni sanayileşen ülkeler arasında en düşük kredi notuna sahip ülke ise Türkiye'dir. 2005 yılına kadar Brezilya ile benzer seyir gösteren Türkiye'nin kredi notu son yıllarda geride kalmıştır. Özellikle kredi derecelendirme kuruluşlarının raporlarında not indirimlerinin gerekçesi son dönemlerde Türkiye'nin finansal stres içerisinde olduğu, yüksek enflasyon ve zayıf politika güvenilirliğinden kaynaklı kırılganlıklarının artması olarak sunulmuştur.

**Tablo 1. Değişkenlerin Korelasyon Matrisi**

	KÜDİ	HÜ	DB	MY	SP	Büyüme	Enflasyon
KÜDİ	1.0000						
HÜ	0.7199	1.0000					
DB	0.6742	0.5886	1.0000				
MY	0.7049	0.7009	0.6602	1.0000			
SP	0.6877	0.7427	0.5051	0.6774	1.0000		
Büyüme	0.0113	0.0109	0.0341	0.0039	0.1435	1.0000	
Enflasyon	-0.4611	-0.2113	-0.3784	-0.4589	-0.0932	0.0345	1.0000

Tablo 1 değişkenlerin korelasyon matrisini göstermektedir. Literatürde yüksek korelasyon katsayısı sınırı 0,8 olarak kabul edilmektedir (Bujang ve Baharum, 2016; Gogtay ve Thatte, 2017). Bu sebeple çalışmada da 0,8 değerini yüksek korelasyon sınırı olarak kabul edilmiştir. Tablodan görüldüğü üzere yüksek korelasyona sahip ikili değişkenler bulunmamaktadır. Sonuç olarak, yapacağımız analizin sonuçlarını değişkenler arasında yüksek korelasyon bulunmadığı için tutarlı kabul edilmektedir. Ayrıca varyans artış faktörü (VIF- Variance Inflation Faktor) testi uygulanmış Tablo 2'de sunulmuştur.

**Tablo 2. Varyans Artış Faktörü Test Sonuçları**

Değişken	VIF	1/VIF
Mevzuatın Yeterliliği <sub>it</sub>	3.97	0.251664
Hukukun Üstünlüğü <sub>it</sub>	3.91	0.256010
Serbest Piyasa <sub>it</sub>	3.05	0.327860
Devletin Büyüklüğü <sub>it</sub>	1.84	0.543357
Enflasyon <sub>it</sub>	1.52	0.658412
Büyüme <sub>it</sub>	1.05	0.953829
Ortalama VIF	2.56	

VIF değeri 1 değerini aldığı anda belirli bir açıklayıcı değişken ile modeldeki diğer açıklayıcı değişkenler arasında bir korelasyon olmadığını göstermektedir. 1 ile 5 arasında bir değer aldığı anda ise orta düzeyde bir korelasyonu ifade ederken 5'ten büyük bir değer, belirli bir açıklayıcı değişken ile modeldeki diğer açıklayıcı değişkenler arasında potansiyel olarak ciddi bir korelasyon olduğunu göstermektedir. Böyle bir durumda, regresyon analizi sonucunda elde edilen



katsayı tahminleri ve p-değerlerinin güvenilirliği sorgulanmaktadır. Çoklu doğrusal bağıntı sorununun olmadığı ortalama VIF değerinin 2.56 olmasından da anlaşılmaktadır.

Çalışmanın uygulama kısmında panel veri analizi metodu kullanılmıştır. Panel veri analizi hem zamansal hem de yatay kesit boyutundaki gözlemlerin havuzlanmasından oluştuğu için veriler hakkında daha fazla bilgi vermektedir (Baltagi, 2013).

Yeni sanayileşen ülkelerde ekonomik özgürlükler indeks göstergeleri ve ülkelerin kredi notları arasındaki ilişkiyi ekonometrik olarak test etmek amacıyla aşağdaki model geliştirilmiştir:

$$KÜDİ_{it} = \alpha_{it} + \beta_{0it}HÜ_{it} + \beta_{1it}DB_{it} + \beta_{2it}MY_{it} + \beta_{3it}SP_{it} + \beta_{4it}Büyüme_{it} + \beta_{5it} Enflasyon_{it} + u_{it} \quad (1)$$

Burada  $KÜDİ_{it}$  ifadesi  $i$  ülkesinin  $t$  yılındaki kredi notunu,  $HÜ_{it}$  ifadesi hukukun üstünlüğünü,  $DB_{it}$  ifadesi devletin büyüklüğünü,  $MY_{it}$  mevzuatın yeterliliğini,  $SP_{it}$  ifadesi ise piyasanın serbestlik düzeyini temsil eden indeks göstergesini,  $Büyüme_{it}$   $i$  ülkesinin  $t$  yılındaki büyüme oranını ve son olarak  $Enflasyon_{it}$  ifadesi  $i$  ülkesinin  $t$  yılındaki enflasyonunu göstermektedir.  $u_{it} = \eta_i + v_t + \varepsilon_{it}$  olmak üzere,  $\eta_i$  birim etkilerini,  $v_t$  zaman etkilerini,  $\varepsilon_{it}$  ise ülkeler ve yıllar arasında bağımsız ve özdeşçe dağılmış etkileri göstermektedir.

Yukarıda verilen 1 nolu denklem kullanılarak yapılan Hausman testi sonucunda sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiği sonucuna varılmış, test sonucu Tablo 4'te sunulmuştur. Bu sebeple sabit etkiler modeli üzerinden gerekli olan varsayımların testi yapılmış ve bu testlerin sonuçları Tablo 3'de verilmiştir.

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

Breusch ve Pagan LM Testi	106.122 [0.0000]
Modified Wald Test İstatistiği	213.45 [0.0000]
Wooldridge Test İstatistiği	48.249 [0.0002]

Yatay kesit bağımlılığının tespiti için kullanılan Breusch ve Pagan LM testi sonuçlarına göre modelde yatay kesit bağımlılığının olmadığı görölmektedir. Bunun yanı sıra, değişen varyans probleminin varlığını tespit etmek için Modified Wald testi, otokorelasyon problemi olup olmadığını tespit etmek için de Wooldridge testi uygulanmıştır. Test sonuçları modelde hem değişen varyans hem de otokorelasyon problemi olduğunu göstermektedir. Bu problemlerin varlığı nedeniyle model 1 daha tutarlı sonuçlar veren Driscoll-Kraay standart hatalar yöntemi ile tahmin edilmiştir. Çünkü Driscoll ve Kraay (1998) metodolojisi hata teriminin değişen varyansa sahip ve otokorelasyonlu olması durumunda parametreleri tutarlı tahmin etme imkânı sağlamaktadır (Tatoğlu, 2012: 166-267).

Tablo 4'te verilen Driscoll-Kraay Standart Hatalar sonuçlarına göre, çalışmanın ana konusunu oluşturan ekonomik özgürlük indeks göstergelerinin ülkelerin kredi notlarını pozitif şekilde etkilediği görölmektedir. Hukukun Üstünlüğu göstergesinin tahminlenen katsayısı 0.27058 şeklinde ve %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Aynı şekilde Devletin Büyüklüğu göstergesinin tahminlenen katsayısı 0.12728 şeklinde ve %5 düzeyinde anlamlıdır. Mevzuatın Yeterliliği göstergesinin tahminlenen katsayısı 0.23458 şeklinde ve %1 düzeyinde anlamlıdır. Yaptığımız analiz sonucunda Serbest Piyasa göstergesinin istatistiksel açıdan anlamsız olduğu görölmüştür. Bir başka ifade ile serbest piyasa göstergesinin ele aldığımız yeni sanayileşen ülkelerin kredi notlarına etkisinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu sonucuna

ulaşmıştır. Kontrol değişkeni olarak kullandığımız GSYH Büyüme oranı (Büyüme) ve Enflasyon (Enflasyon) oranı değişkenlerinin anlamlılık düzeyleri sırasıyla %5 ve %1 şeklindedir. Büyüme ülke kredi notlarına pozitif ve anlamlı, enflasyon oranının ise negatif ve anlamlı bir etkisi olduğu görülmektedir. Tüm değişkenlerin katsayı değerleri göz önüne alındığında Hukukun Üstünlüğü ve Mevzuatın Yeterliliği değişkenlerinin katsayılarının yüksek olduğu görülmektedir. Bu değişkenlerin yanı sıra Büyüme değişkeninin katsayı değeri pozitif etki anlamında oldukça yüksektir. Öte yandan Enflasyon değişkeninin katsayısı negatif ve etki anlamında yüksek bir değer almaktadır.

**Tablo 4. 1995-2021 Dönemi Panel Verileri ile Ülke Kredi Notlarının Tahmini**

Bağımlı Değişken: KUDİ	Driscoll-Kraay Sonuçları
Sabit	-8.6026
Hukukun Üstünlüğü <sub>it</sub>	.27058***
Devletin Büyüklüğü <sub>it</sub>	.12728**
Mevzuatın Yeterliliği <sub>it</sub>	.23458***
Serbest Piyasa <sub>it</sub>	.07443
Büyüme <sub>it</sub>	.19458**
Enflasyon <sub>it</sub>	-.15383***
R <sup>2</sup>	0.8274
Hausman	39.93
Model	SE
Örnekleme Büyüklüğü	8
Gözlem Sayısı	182

**Not:** \*\*\* ve \*\* sırasıyla %1 ve %5 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı temsil etmektedir.

#### 4. Sonuç ve Öneriler

Küreselleşmeyle birlikte kalkan sınırlar ülkeler arasında sermaye transferinde yaşanan engelleri de ortadan kaldırmıştır. Yatırımcının yatırım yapacağı ülkenin taşıdığı riskleri farklı açılardan tek başına değerlendirmesi ise oldukça maliyetli ve zaman alan bir süreçtir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği ülke kredi notları ülkeler arasındaki fon akımlarının yönünü belirlemede önemli bir görev üstlenmektedir. Yatırımcının ülke seçiminde sağlıklı kararlar alabilmesi ve ülkelerin de potansiyel yatırımcıları çekebilmesi ülke kredi notlarına bağlıdır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının metodolojilerinin şeffaf olmaması en çok eleştirildikleri konulardan bir tanesidir. Ülke kredi notları ve not görünümleri tayin edilirken hem ekonomik hem mali hem de politik pek çok unsur dikkate aldıkları belirtilse de bunların etki dereceleri konusunda şeffaf olmamaları en çok eleştirildikleri konulardan bir tanesidir. Bu nedenle ekonomik ve mali olarak kullanılabilen nicel verilerin yanında nitel özellik taşıyan siyasi, politik ve özgürlük gibi verilerin etkileyip etkilemedikleri gözlemlenmek istenmektedir.

Yeni sanayileşen ülkeler kategorisinde yer alan ülkeler listesi farklılık gösterse de Corporate Finance Institute tarafından açıklanan ve çoğu uzman tarafından bu kategoride değerlendirilen ülkeler “Brezilya, Hong Kong, Hindistan, Meksika, Singapur, Tayland, Güney Afrika, Türkiye ve Tayvan” dan oluşmaktadır. Çalışmamızda Tayvan’a ilişkin verilere sağlıklı ulaşılamaması araştırmanın kısıtını oluşturmakta ve yeni sanayileşen ülke örnekleminde çıkartılarak analizin yapılmasına neden olmuştur. Yeni sanayileşen ülkeler sınıflandırması sosyoekonomik sınıflandırma olduğu için hem siyaset bilimciler hem de ekonomistler tarafından değerlendirilerek belirlenmektedir. Heritage Kurum’u tarafından 12 nitel ve nicel faktöre bağlı olarak geliştirilen ekonomik özgürlükler indeksi temelde 4 kategoriye ayrılmaktadır. Ekonomik

özgürlükler indeksinin 4 kategorisini oluşturan Hukukun Üstünlüğü, Devletin Büyüklüğü, Mevzuatın Yeterliliğı ve Serbest Piyasa göstergelerinin, yeni sanayileşen ölkelerin S&P, Moody's ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşlarından 1995-2021 yılları arasında aldıkları notlara etkileri panel veri analizi ile değerlendirilmeye çalışılmıştır. Harf notuna dayanan ölkeler için her bir ölkeler için KÜDİ-Karşılařtırılmalđ Ülkeler Derecelendirme İndeksi ile sayılaştırılmış ve her yıl için 3 Büyükler'in not ortalamaları alınarak hesaplanmıştır. Modelde ayrıca GSYH'nin Büyüme Oranı (Büyüme) ve Enflasyon (Enflasyon) verileri de kullanılmıştır. Modelde hata terimlerinin değişen varyansa sahip ve otokorelasyon problemi olduğu tespit edildiği için Driscoll-Kraay dirençli standart tahmincisi kullanılmıştır.

Panel veri analiz sonucunda Serbest Piyasa göstergesi hariç tüm değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Hukukun Üstünlüğü, Mevzuatın Yeterliliğı göstergelerinin pozitif ve kontrol değişkenlerinden Enflasyon (Enflasyon) değişkeninin ise % 1 anlamlılık düzeyinde negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Devletin Büyüklüğü ve GSYH'nin Büyüme Oranı (Büyüme) değişkenlerinin ise %5 anlamlılık düzeyinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı oldukları tespit edilmiştir. Bu çalışmadan elde edilen bulgulara dayanarak yüksek ölkeler için kredi notlarına sahip olmak isteyen yeni sanayileşen ölkelerin öncelikle hukukun üstünlüğü konusunda mülkiyet haklarına, devlet bütünlüğüne ve yargının etkinliğine önem vermesi gerekmektedir. Aynı zamanda çalışma özgürlüğü, iş özgürlüğü ve parasal özgürlükler noktasında mevzuatın yeterliliğine yönelik olumlu politikaların izlenmesi yeni sanayileşen ölkelerin kredi notlarını yatırım yapılabilir seviyelere çekmesine yardımcı olması beklenmektedir. Ekonomik özgürlük indeks göstergelerinden olan devletin büyüklüğünü temsilen dikkate alınan kamu harcamaları, vergi yükü, mali sağlık verilerinin iyileştirilmesi de ölkeler için kredi notları üzerinde pozitif etki yapacağı gözlemlenmektedir. Küreselleşme ile birlikte büyük önem taşıyan doğrudan yabancı yatırımları ölkelerine çekmek isteyen yeni sanayileşen ölkelerin bu noktalarda atacağı her doğru adım ölkeler için kredi notlarının artmasına yardımcı olabilecektir. Büyüme oranlarının yükselmesinin kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği ölkeler için kredi notlarına olumlu yansıması beklenmektedir. Ayrıca enflasyonun %1 anlamlılık düzeyinde negatif etkisinin tespit edilmesi de yeni sanayileşen ölkeler için büyük önem arz etmektedir. Enflasyon oranlarının artması her ölkeler için sorun olduğu gibi sanayileşen ölkelerin yatırımcı çekebilmek adına ekstra dikkat edilmesi gereken konulardan biri olduğu görölmektedir. Yeni sanayileşen ölkelerin ortak özellikleri olarak işletmelerin borçlanma maliyetini azaltmak için faiz oranlarını düşürerek tasarruf sahiplerinin enflasyon oranından daha düşük faiz oranları kazanmasına izin vererek işletmeleri sübvanses etmeyi hedeflemesi dikkat çekicidir. Yeni sanayileşen ölkelerde enflasyonu düşürerek olumlu bir etki yaratılması beklenene enflasyonun talep mi maliyet kökenli mi olduğunun tespit edilmesi ona göre politika izlenmesi gerekmektedir. Eğer ölkelerde talep enflasyonu söz konusu ise faiz oranlarının düşürölmesi enflasyonun da yükselmesine neden olabilecektir. Bu durum da ölkeler için kredi notlarının olumsuz etkilenmesine neden olacak ve ölkelerin yatırım almasını zorlaştıracaktır. Ancak maliyet enflasyonun hâkim olduğu durumlarda yeni sanayileşen ölkelerde izlenen bu politikanın ölkeler için kredi notlarına olumlu yansımasından bahsedilebilecektir. Yeni sanayileşen ölkelerde politika yapıcılarının bu unsurlara dikkat ederek kararlar alması ölkelerin risk faktörlerinin düşmesine ve böylece yatırım yapılabilir ölkeler için kredi notlarına ulaşmasına neden olacağı düşünölmektedir.

İlerleyen çalışmalarda araştırmacılar hem nicel hem nitel boyut taşıyan farklı göstergelere yer vererek ve ölkeler için kredi notlarına ilişkin literatürün gelişmesine katkı sunabilir, farklı ölkeler

gruplarında da etkilerini değerlendirebilirler. Ayrıca modelde faiz değişkeninin de eklenmesi enflasyon değişkeninin etkisinin daha da net yorumlanmasına katkı sunabilecektir.

**Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı**

Etik kurul izin ve/veya yasal/özel izin alınmasına gerek olmayan bu çalışmada araştırma ve yayın etiğine uyulmuştur.

**Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı**

Yazarlar makaleye eşit oranda katkı sağlamış olduklarını beyan eder.

**Araştırmacıların Çıkar Çatışması Beyanı**

Bu çalışmada herhangi bir potansiyel çıkar çatışması bulunmamaktadır.

## Kaynakça

- Afonso, A. (2003). Understanding the determinants of sovereign debt ratings: Evidence for the two leading agencies. *Journal of Economics and Finance*, 27(1), 56-74. <https://doi.org/10.1007/BF02751590>
- Archer, C.C., Biglaiser, G. and 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. <https://doi.org/10.1017/S0020818307070129>
- Balıkçioğlu, B. and Yılmaz, H.H. (2019). How fiscal policies affect credit rates: Probit analysis of three main credit rating agencies’ sovereign credit notes. *Transylvanian Review of Administrative Sciences*, 56, 5-22. <http://dx.doi.org/10.24193/tras.56E.1>
- Baltagi, B.H. (2013). Panel data forecasting. In G.Elliot and A.Timmermann (Eds.), *Handbook of economic forecasting* (pp. 995-1024). <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-62731-5.00018-X>
- Barta, Z. and Johnston, A. (2018). Rating politics? Partisan discrimination in credit ratings in developed economies. *Comparative Political Studies*, 51(5), 587-620. <https://doi.org/10.1177/0010414017710263>
- Barta, Z. and Makszin, K. (2020). The politics of creditworthiness: 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. and 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. Retrieved from [https://dea.gov.in/sites/default/files/CRIS\\_report\\_SCR28032012.pdf](https://dea.gov.in/sites/default/files/CRIS_report_SCR28032012.pdf)
- Bergh, A., and Karlsson, M. (2010). Government size and growth: Accounting for economic freedom and globalization. *Public Choice*, 142(1), 195-213. <https://doi.org/10.1007/s11127-009-9484-1>
- Bissoondoyal-Bheenick, E. (2005). An analysis of the determinants of sovereign ratings. *Global Finance Journal*, 15(3), 251-280. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2004.03.004>
- Bujang, M.A. and Baharum, N. (2016). Sample size guideline for correlation analysis. *World Journal of Social Science Research*, 3(1), 37-46. <https://doi.org/10.22158/wjssr.v3n1p37>
- Butler, A.W. and Fauver, L. (2006). Institutional environment and sovereign credit rating. *Financial Management*, 35(3), 53-79. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2006.tb00147.x>
- Cantor, R. and Packer, F. (1996). Determinants and impact of sovereign credit rating. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 2(2), 37-54. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1028774>
- Chang, K., Li, Y. and Shim, Y. (2022). Corporate social responsibility and credit rating around the world: The role of societal trust. *The Financial Review*, 57, 863– 891. <https://doi.org/10.1111/fire.12314>
- Chen, Y. and Puttitanun, T. (2005). Intellectual property rights and innovation in developing countries. *Journal of Development Economics*, 78(2), 474-493. <https://doi.org/10.1016/j.jdevec.2004.11.005>
- Corporate Finance Institute. (2022). Newly industrialized countries. Retrieved from <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/economics/newly-industrialized-country-nic/>
- Demmou, L., Calligaris, S., Franco, G., Dlugosch, D., McGowan, M.A. and Sakha, S. (2021). *Insolvency and debt overhang following the COVID-19 outbreak: Assessment of risks and policy responses* (OECD Economics Department Working Papers No. 1651). Retrieved from <https://invenio.unidep.org/invenio/record/25289/files/747a8226-en.pdf>
- Driscoll, J.C. and Kraay, A.C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560. <https://doi.org/10.1162/003465398557825>
- Feldmann, H. (2010). Government size and unemployment in developing countries. *Applied Economics Letters*, 17(3), 289-292. <https://doi.org/10.1080/13504850701720221>
- Gogtay, N.J. and Thatte, U.M. (2017). Principles of correlation analysis. *The Journal of the Association of Physicians of India*, 65(3), 78-81. Retrieved from <https://www.japi.org/>

- Gust, C. and Marquez, J. (2004). International comparisons of productivity growth: The role of information technology and regulatory practices. *Labour Economics*, 11(1), 33-58. [https://doi.org/10.1016/S0927-5371\(03\)00055-1](https://doi.org/10.1016/S0927-5371(03)00055-1)
- Gür, H.T. (2000). Ülke riskinin belirlenmesinde yöntemler. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18(2), 119-139. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/pub/huniibf>
- Heritage. (2022). Index of economic freedom. Retrieved from <https://www.heritage.org/index/about>
- Hill, P., Brooks, R. and Faff, R. (2010). Variation in sovereign credit quality assessment across rating agencies. *Journal of Banking and Finance*, 34, 1327-1343. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.11.028>
- Hu, Y.T., Kiesel, R. and Perraudin, W. (2002). The estimation of transition matrices for sovereign credit ratings. *Journal of Banking & Finance*, 26(7), 1383-1406. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00268-6](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00268-6)
- Hussain, M.E. and Haque, M. (2016). Impact of economic freedom on the growth rate: A panel data analysis. *Economies*, 4(2), 5. <https://doi.org/10.3390/economies4020005>
- Kabadayı, B. and 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. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/ijefi/>
- Kaufmann, D., Kraay, A. and Mastruzzi, M. (2003). *Governance matters 3: Governance indicators for 1996-2002* (Word Bank Working Paper, No. 3106). <https://doi.org/10.1093/wber/lhh041>
- Mellios, C. and Paget-Blanc, E. (2006). Which factors determine sovereign credit ratings? *The European Journal of Finance*, 12, 361-77. <https://doi.org/10.1080/13518470500377406>
- Overes, Bart, H.L. and van der Wel, M. (2021). Modelling sovereign credit ratings: Evaluating the accuracy and driving factors using machine learning techniques. *Computational Economics*, Advance online publication. <https://doi.org/10.1007/s10614-022-10245-7>
- Öztürk, H., Namli, E. and Erdal, H.İ. (2016). Modelling sovereign credit ratings: The accuracy of models in a heterogeneous sample. *Economic Modelling*, 54, 469-478. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.01.012>
- Pabuççu, H. (2019). Ülke kredi notlarının makine öğrenme algoritmaları ile tahmini. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(1), 42-51. <https://doi.org/10.18092/ulikidince.484138>
- Park, W.G. and Ginarte, J.C. (1997). Intellectual property rights and economic growth. *Contemporary Economic Policy*, 15(3), 51-61. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7287.1997.tb00477.x>
- Proença, C., Neves, M. Dias, J.C. and Martins, P. (2021). Determinants of sovereign debt ratings in clusters of European countries—Effects of the crisis. *Journal of Financial Economic Policy*, 14(3), 403-427. <https://doi.org/10.1108/JFEP-01-2021-0017>
- Razmi, M.J. and 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. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/ijefi>
- Riley, D., Stringer, T., Fox, R. and Colquhoun, A. (2011). *Sovereign rating methodology* (FitchRatings Report). Retrieved from [http://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report\\_frame.cfm?rpt\\_id=648978](http://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=648978)
- Saadaoui, A., Elammari, A. and Kriaa, M. (2022). Credit rating announcement and bond liquidity: The case of emerging bond markets. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 27(53), 86-104. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-08-2020-0314>
- Takawira, O. and Mwamba, J.W.M. (2020). Determinants of sovereign credit ratings: An application of the Naïve Bayes classifier. *Eurasian Journal of Economics and Finance*, 8(4), 279-99. doi:10.15604/ejef.2020.08.04.008
- Tatoğlu, F.Y. (2012). *Panel veri ekonometrisi* (1. bs.). İstanbul: Beta Yayınevi.
- The Global Economy. (2022). *Sovereign credit ratings by country: The latest data* [Dataset]. Retrieved from [https://www.theglobaleconomy.com/rankings/credit\\_rating/](https://www.theglobaleconomy.com/rankings/credit_rating/)

## **THE EFFECT OF ECONOMIC FREEDOMS INDEX INDICATORS ON THE CREDIT RATINGS OF NEWLY INDUSTRIALIZED COUNTRIES**

### **EXTENDED SUMMARY**

#### **The Aim of the Study**

The aim of this study is to investigate the factors affecting the credit ratings of newly industrialized countries. Countries can be divided into different groups in accordance with their level of development, economic cooperation, involvement in international organizations etc. In this study, the group of Newly Industrialized Countries (NICs) has been discussed in order to examine the effect of economic freedoms on sovereign credit ratings in different areas. NICs consist of “Brazil, Hong Kong, India, Mexico, Singapore, Thailand, South Africa, Turkey and Taiwan”, which are described by the Corporate Finance Institute and evaluated by most experts. Taiwan was excluded from the analysis because of missing data.

#### **Literature Review**

The lack of transparency in the methodologies used by the credit rating agencies in the evaluation of the credit rating of countries is the factor that generates the motivation of this study. Credit rating agencies collect various information about a country's political, infrastructural, financial, economic, regional, local and other factors in order to assess that country's ability of paying its debts back (Saadaoui et al., 2022). The fact that three main credit rating agencies (Fitch, Moody's and Standard & Poor's) give different ratings to the same firm or government has led researchers to question which indicators are used to determine credit ratings (Takawira ve Mwamba 2020; Overes ve van der Wel 2021).

#### **Methodology**

In this study, the economic freedom index indicators, which are published annually by the Heritage Institution and based on 12 different quantitative and qualitative factors from property rights to financial freedom within 184 countries, were used as a proxy of economic freedoms. These 12 factors are listed as follows: property rights, integrity of the state, efficiency of the judiciary, public expenditures, tax burden, financial health, business freedom, labor freedom, monetary freedom, trade freedom, investment freedom, financial freedom. Each of the 12 economic freedoms is rated on a scale of 0 to 100. In the study, rule of law (property rights, government integrity, judicial effectiveness), government size (government spending, tax burden, fiscal health), regulatory efficiency (business freedom, labor freedom, monetary freedom), open markets (trade freedom, investment freedom, financial freedom) were calculated by taking the average of the freedoms they cover. The reason why these four categories are preferred separately instead of using the economic freedom index as a whole is that they are frequently used in the literature. Rule of law (Park and Ginarte, 1997; Chen and Puttitanun, 2005), government size (Bergh and Karlsson, 2010; Feldmann, 2010), regulatory efficiency (Gust and Marquez, 2004; Hussain and Haque, 2015), and finally open markets (Razmi and Refaei, 2013) variables are used

as explanatory variables in the literature, in the form of different indicators. In addition to these four basic variables, control variables such as GDP growth rate and Inflation are also included into the model. The aforementioned data were obtained through the Bloomberg Eikon database. As a sovereign credit ratings depending on letter grades, CRIS-Comparative Rating Index for Sovereigns developed by Indian researchers Basu et al. (2012) was utilized.

### **Findings**

As a result, it was concluded that all variables were statistically significant except the open market indicator. It was concluded that the regulatory efficiency, the rule of law and inflation variable had a negative effect at the 1% significance level. It was determined that the growth rate of GDP and the government size were positive and statistically significant at the 5% significance level.

### **Conclusion**

Based on the findings of this study, newly industrialized countries that want to have high sovereign credit ratings should give importance to property rights, government integrity and the efficiency of the judiciary in the rule of law. At the same time, it is expected that following positive policies towards the adequacy of the legislation in terms of business freedom, labor freedom and monetary freedoms will help the newly industrialized countries to bring their credit ratings to investment grade levels. It is observed that government expenditures, tax burden, and improvement of fiscal health data, which are considered to represent the government size, which are among the economic freedom index indicators, will also have a positive effect on the sovereign's credit ratings. Every right step taken by newly industrialized countries, which want to attract foreign direct investments, which are of great importance with globalization, can help increase their sovereign's credit ratings. In addition, determining the negative effect of inflation at the 1% significance level is of great importance for newly industrialized countries. This study provides important contributions to the literature in terms of determining the variables affecting the credit ratings on the newly industrialized countries group, which needs continuous investment in the development and growth process. The increase in inflation rates is a problem for every country, and it is seen that industrializing countries are one of the issues that need extra attention in order to attract investors.