



[itobiad], 2020, 9 (5): 4184/4203

Kredi derecelendirme notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri: ülke örnekleri

Effects of credit grades on direct foreign capital investments

Selim İNANÇLI

Prof.Dr., Sakarya Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İktisat Bölümü
Prof., Sakarya Univ. Faculty of Political Science Department of Economics
sinancli@sakarya.edu.tr

Orcid No: 0000-0002-7363-6216

Özgür ALBAYRAK DEMİR

Operasyon Yöneticisi
Operations Manager

ozguralbayrak83@gmail.com

Orcid No: 0000-0003-4520-873X

Makale Bilgisi / Article Information

Makale Türü / Article Type	: Araştırma Makalesi / Research Article
Geliş Tarihi / Received	: 26.09.2020
Kabul Tarihi / Accepted	: 28.11.2020
Yayın Tarihi / Published	: 29.12.2020
Yayın Sezonu	: Ekim-Kasım-Aralık
Pub Date Season	: October-November- December

Atıf/Cite as: İnançlı, S , Albayrak Demir, Ö . (2020). Kredi derecelendirme notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri: ülke örnekleri . İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi , 9 (5) , 4184-4203 . Retrieved from <http://www.itobiad.com/tr/pub/issue/57287/800609>

İntihal /Plagiarism: Bu makale, en az iki hakem tarafından incelenmiş ve intihal içermediği teyit edilmiştir. / This article has been reviewed by at least two referees and confirmed to include no plagiarism. <http://www.itobiad.com/>

Copyright © Published by Mustafa YİĞİTOĞLU Since 2012 – Istanbul / Eyup, Turkey. All rights reserved.

Kredi Derecelendirme Notlarının Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri: Ülke Örnekleri¹

Öz

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, gittiği ülkeye teknoloji, bilgi ve kaynak transferi sağlayarak üretim ve istihdam ve ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir. Bu etkenlerden dolayı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler yabancı sermayeyi ülkelerine çekmeyi amaçlamaktadırlar. Yatırımcılar bir ülkede yatırım yapılmadan önce o ülkenin siyasi ve ekonomik yapısı ile ilgili bilgi talep ederler ancak bu bilgiye kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar sayesinde ulaşabilmektedirler. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapılırken yatırımın güvenliği, kar maksimizasyonu ve ana ülkeye sermaye transferi kolaylığı gibi faktörler göz önüne alınmaktadır. Bu faktörlerin değerlendirilmesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar önemli bir kriter olmaktadır. Bu çalışmada 2007-2017 yılları arasında yıllık verileri kullanılarak Türkiye, Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya ve BRICS (Britanya, Rusya Federasyonu, Hindistan ve Çin) ülkelerine giden doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile Moody's' in kredi notları kıyaslanmıştır. Konya Bootstrap Panel Nedensellik Testi ile bu ülkelerin Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme Endeksi (KÜDİ) puanları ile DYSY arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Önce yatay kesit bağımlılığının olup olmadığı birim kök, eşbütünleşme ve nedensellik testleri kullanılarak analiz edilmiştir. Ayrıca modelde eğim katsayılarının homojen mi yoksa heterojen mi olduğunun belirlenmesi için yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testleri yapılmıştır. Değişkenler arası uzun dönemli ilişki ise eşbütünleşme ve son olarak nedensellik testi ile incelenmiştir. Sonuçlar değerlendirildiğinde Çin, Rusya ve Türkiye'ye verilen kredi notları ve ülkeye giren doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında nedensellik ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir. Kredi notlarındaki bir değişimin doğrudan sermaye yatırımlarının giriş ve çıkışlarını etkilediği görülmüştür. Türkiye' nin yüksek kredi notu aldığı yıllarda DYSY' nin arttığı gözlemlenmektedir. İtalya, İspanya, Yunanistan, Portekiz, Brezilya, Hindistan ve Güney Afrika'ya verilen kredi notları ile ülkeye giren DYSY arasında nedensellik ilişkisi bulunamamıştır.

Anahtar Kelimeler: DYSY, Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Kredi Notları(KÜDİ), Ülke Grupları, Konya Bootstrap Panel Nedensellik Testi.

Effects Of Credit Grades On Direct Foreign Capital Investments

Abstract

Direct foreign capital investments positively affect production, employment and economic growth by providing technology, knowledge and resource

¹ Bu makale Özgür Demir'in Yüksek Lisans tezinden üretilmiştir.



transfer to the country of destination.. Before investing in a country, investors request to have information about the political and economic structure of that country, but they can access this information thanks to the ratings given by credit rating agencies. While making FDI, factors such as investment security, profit maximization and ease of capital transfer to the home country are taken into account. The ratings given by credit rating agencies are an important criterion in the evaluation of these factors. This study in Turkey using annual data between the years 2007-2017, Greece, Portugal, Spain, Italy and the BRICS countries with outbound FDI by Moody's credit ratings were compared. With the Kónya Bootstrap Panel Causality Test, the relationship between the Comparative Country Rating Index (CCRI) scores of these countries and FDI was tested. First, whether there is a cross sectional dependency was analyzed using unit root, cointegration and causality tests. In addition, cross-section dependency and homogeneity tests were performed to determine whether the slope coefficients were homogeneous or heterogeneous in the model. The long-term relationship between variables was examined by cointegration and finally the causality test. When the results were evaluated China, entered the country with credit ratings assigned to Russia and Turkey, where there is a direct causal link between FDI. It has been observed that a change in credit ratings affects the inflows and outflows of FDI. Turkey's FDI in years of high credit taken note is observed that the increases. No causality relationship has been found between the credit ratings given to Italy, Spain, Greece, Portugal, Brazil, India and South Africa and FDI entering the country.

Keywords: Foreign Direct Investment, Credit Rating Agencies, Credit Ratings (KÜDİ), Country Groups, Kónya Bootstrap Panel Causality Test.

1. Giriş

20. yüzyılın başında ortaya çıkan kredi derecelendirme kuruluşları, küreselleşmeyle birlikte sermaye piyasalarının en önemli aktörlerinden biri haline gelmişlerdir. Sermaye ihtiyacı içerisinde olan veya sermayesi ile para kazanmak isteyen ülke ve firmalar yatırım kararlarında "Asimetrik bilgi eksikliği" sorununu yaşamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları bir ülkenin veya bir firmanın borçlarını tam ve zamanında geri ödeyebilme kabiliyetini belirli ölçüt ve kriterlere dayandırarak, genel olarak anlaşılabilir bir rakam ve/veya harf sistemine bağlı olarak kategorize edip yatırımcılara sunmaktadır. Ülkeler ve firmalar bu notlara göre değerlendirilmekte ve yabancı sermaye yatırım kararını vermektedir. Bir ülkenin ekonomisinin gelişiminde doğrudan yabancı sermaye yatırımları önemli rol oynamaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, gittiği ülkeye teknoloji, bilgi ve kaynak transfer ederek üretim ve istihdamı artırmaktadır. Bu olumlu etkilerden dolayı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ilk olarak yabancı



sermayeyi ülkelerine çekmeyi amaçlamaktadırlar. Yabancı firmalar ve sermayedarlar ise bir ülkede yatırım yapmadan önce o ülkenin hukuki, politik ve sosyal yapısı hakkında bilgiye sahip olmayı talep eder (Akalin ve Dilek, 2007, s.47-48). Yabancı yatırımcılar bu bilgiye kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlardan ulaşabilmektedirler.

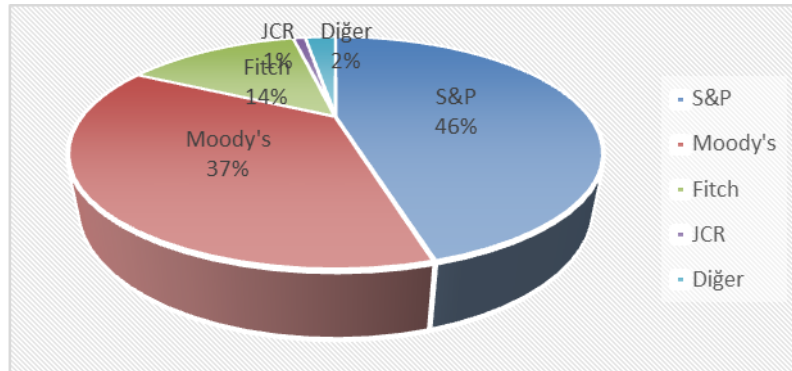
Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği kredi notlarının, doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri teorik ve ampirik olarak incelenmiş, Konya Bootstrap Panel Nedensellik Testi ile bu ülkelerin Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi (KÜDİ) puanları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişki test edilmiştir.

1.1. Kredi Derecelendirmenin Kapsamı, Özellikleri ve Uygulanan Yöntemler

Kredi derecelendirme bir şirket ya da ülkenin finansal, ekonomik ve mali yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirebilme kapasitesini, finansal veri ve bilgiler ışığında ölçümleme ve tahmin etme çalışmasıdır. Kredi derecelendirme çalışmaları not ile gösterilirken, kredi derecelendirme notu ise kredi raporu ile sunulmaktadır. Bu raporda kredi derecelendirme kuruluşları tarafından oluşturulan standart ve nesnel görüşleri içeren notlar yazılı metin ve rakamsal tablolardan oluşmaktadır (Geçer, 2012: 198).

Dünya piyasalarında küreselleşmesiyle birlikte sermaye sahipleri, portföylerine dahil edecekleri ürün ve yatırım yapacakları varlığın mevcut değerini ve riskini tespit etmek için bilgiye daha çok ihtiyaç duymaktadırlar. Doğru, güvenilir ve ayrıntılı bilginin kamuoyuyla paylaşılması çok önemli hale gelmiştir. Bilgi asimetrisini ortadan kaldırmak ve finansal piyasalar ile sermaye sahipleri arasında bilgi akışını sağlamak amacıyla kredi derecelendirme kuruluşları ortaya çıkmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları yatırımcılara önemli ölçüde yol gösterme işlevine sahip olmuştur. Yatırımcılar sahip oldukları bu bilgiler sayesinde geleceğe yönelik yatırım kararı verebilmektedir. (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 8).

Şekil 1: Derecelendirme Kuruluşlarının Pazar Payları



Kaynak: SEC, 2012



**Kredi derecelendirme notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri:
ülke örnekleri**

Derecelendirme kuruluşlarının Pazar payları Şekil 2’de verilmiştir. 31 Aralık 2012 yılı SEC (Securities and Exchange Commission) verilerine göre Standars& Poor’s’un (S&P) %46 pazar payıyla piyasanın hakimi, Moody’s ikinci ve Fitch ise üçüncü sırada yer almaktadır. Üç büyük şirket piyasanın %97’sine hakim bulunmaktadır. Bu güçlü pazar payları ile oligopolistik bir yapı sergilemektedirler (Mihaelajméno, 2015:635).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının temel özellikleri aşağıda sıralanmaktadır (Yardımcıoğlu ve Bora, 2013: 116-117):

- Ülke yönetiminin ve merkez bankasının kredibilitesini ölçer,
- Borçluların geri ödeme güçlerini belirleyerek, yatırım yapılabilme oranlarını belirler,
- Banka ve finansal kurumların mali durumu ve borç ödeme yükümlülüklerini yerine getirip getirmediğinin değerlendirirler,
- Düzenli olarak mali, finansal ve ekonomik olarak değerlendirme yapıp derecelendirme işlemi yaparlar,
- Bu derecelendirme sonucu olan notları kamuoyuna bildirilir,
- Verilen kredi notları uluslararası piyasada kabul görür

Kredi derecelendirme notları yatırımcılara, şirket, banka ve finans kesimi, reel sektör, sermaye piyasası ve kamu sektörü otoritelerine bağımsız görüş sayesinde destek olur. Tüm bu kesimler ulusal ve uluslararası yatırım kararları ile para, dış ticaret ve maliye politikalarında derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerini dikkate alarak hareket etmektedirler (Demir ve Eminer, 2014).

Kredi derecelendirmesi menkul kıymet ihraç edenlerin kredi değerliliğini ölçen bir süreçtir. Kredi değerlendirme kuruluşları kurum, kuruluş ve piyasalara yönelik şu şekilde kredi derecelendirmesi yapmaktadırlar (Seval, 2016: 32):

- Şirketler Piyasası: Teminatlı ve teminatsız tahviller, pay senetleri, finansman bonusu ve proje finansmanı,
- Ülke Borçları,
- Yerel Belediye Borçları,
- Menkulleştirme: Konut kredilerine ait menkul kıymetler,
- Para piyasası, yatırım ve tahvil fonları,
- Swap Risk Dereceleri.

1980 yılı Latin Amerika Krizi ve 1998 yılı Rusya krizi derecelendirmenin ne kadar önemli olduğunu göstermektedir. Ülkelerin borçlarını vadesinde geri ödeyememeleri küresel piyasalar için çok büyük bir risk taşımaktadır. Ülkelerin borçlarını vadesinde ve tam olarak geri ödeyebilme güçleri



hakkında yatırımcılara bağımsız görüş sunan derecelendirme kuruluşları yatırımcılar için çok önemli bir role sahiptir. Kredi derecelendirme kuruluşları menkul kıymet satıcıları ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini büyük ölçüde azaltmaktadır. Bu kuruluşlar yatırımcılara ve halka ücretsiz olarak sunulan raporlarla piyasa verimliliğini artırmaya yönelik katkı sunmaktadırlar (Dimitrijevic ve Holmes, 2012:2).

Derecelendirme kuruluşları not verirken *Ülke Riski* ve *Endüstri Riskini* dikkate alarak değerlendirmede bulunmaktadır. Ülke riskinde derecelendirme yapılırken ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durumun değerlendirilmesi yapılır. Ülkenin ekonomik genel yapısı, büyüme hızı ve ülke yönetimi değerlendirilir. Endüstri riski ise şirketlerle ilgili analiz yapılmasıdır. Ülkedeki yasal düzenlemeler, teknolojik gelişmeler ve maliyetler şirket analizinde değerlendirilir. Aynı zamanda yönetim kalitesi, pazar payı, büyüme hızı ve muhasebe uygulamaları da değerlendirmeye etki etmektedir. Kredi derecelendirmenin başarı olması verilen notun tutarlılık arz etmesi ve bağımsız denetimden kuşku duyulmamasıyla mümkündür (Şirvan, 2004: 5-7).

Standars& Poor's'un ülke kredi derecelendirmelerinde aşağıdaki beş temel faktörü dikkate alarak analiz yapmaktadır:

- Politik yapıya ilişkin kurumsal ve politik risk faktörleri,
- Ekonomik yapı ve büyüme oranları tahmini,
- Dışsal likidite ve uluslararası yatırım hareketleri,
- Mali performansla ilişkili esneklik ve kamu borç yükü,
- Parasal esneklik

Bu beş faktör 1 (en kuvvetli), 6 (en zayıf) olmak üzere rakamların skoru alınır. Bu skorlar belli ölçütler karşılığında bir ülkenin kamu borçlarına yönelik ekonomik ve politik profili ile esneklik ve performans profilini meydana getirir. Bu profiller "*gösterge niteliğinde kredi derecelendirme seviyesini*" belirlemektedir (Dimitrijevic ve Holmes, 2012: 2).

Kredi derecelendirme kuruluşları analizlerini politik ve ekonomik riskler başlığı altında derecelendirme yapmaktadır (Çalışkan, 2002: 55).

1.2. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Not Sistemi

Dünya piyasalarındaki kredi dereceleri üç büyükler olarak tabir edilen Moody's Investors Service (Moody's), Standard and Poor's Ratings Services (S&P) ve Fitch IBCA (Fitch) adlı kredi derecelendirme kuruluşları tarafından sağlanmaktadır. Farklı ölçüm teknikleri kullansalar da kredi notlarının karşılaştırılması birbiriyle eşdeğerdir. Örneğin Moody'sin Baa1 notu ile S&P ve Fitch'in BBB+ notu eşdeğerdir (Seval, 2015,85).



Kredi derecelendirme notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri:
ülke örnekleri

Tablo 1: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Sistemi

Moody's	S&P	Fitch	JCR	Not Derecelendirmesi	
Aaa	AAA	AAA	AAA	En yüksek Derece	
Aa1	AA+	AA+	AA+	Yüksek Derece	Yatırım Yapılabilir Seviye
Aa2	AA	AA	AA		
Aa3	AA-	AA-	AA-		
A1	A+	A+	A+	İyi Derece	
A2	A	A	A		
A3	A-	A-	A-		
Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	Ortanın Altı Derece	
Baa2	BBB	BBB	BBB		
Baa3	BBB-	BBB-	BBB-		
Ba1	BB+	BB+	BB+	Yatırım Yapılmaz Derece	Spekülatif Seviye
Ba2	BB	BB	BB	Spekülatif	
Ba3	BB-	BB-	BB-		
B1	B+	B+	B+		
B2	B	B	B		
B3	B-	B-	B-		
Caa	CCC+	CCC	CCC	Şiddetli Riskli Derece	
Caa3	CCC	CC	CC		
Ca	CC	C	C	Aşırı Spekülatif Derece	
Da	D	DDD DD D	LD D	Yükümlülüğünü Sorumluluğunu Yerine Getiremez Derece	Yatırım Yapılamaz Derece

Kaynak: (<https://www.moodys.com/researchandratings?lang=en&cy=global> ,
http://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings#secondPage ,
<https://www.fitchratings.com/site/fitchsolutions-home/creditratingsandresearch> ,
https://www.jcr.co.jp/en/pdf/dm25/JCR's_Rating_Methodology20141107.pdf, 2019)

Tablo 1'i incelediğimizde üç kredi derecelendirme kuruluşunun verdikleri kredi notları ile ülkeleri *Yatırım Yapılabilir*, *Spekülatif* ve *Yatırım Yapılamaz Seviye* olarak üç kategoride değerlendirmektedir. A ile başlayan dereceler şirketin çok iyi bir konumda olduğunu, B ile başlayan dereceler şu an için bir risk olmamasına karşılık ileride bir sorun olabileceğini, C ile başlayan dereceler ödeme dengesi sorunu olduğunu ve D ile başlayan dereceler ise finansal yükümlülüklerini yerine getiremeyen iflas durumunda olduğunu ifade etmektedir. Moody's farklı bir not sistemi kullanırken, S&P ve Fitch neredeyse aynı harf sistemini kullanmaktadır. Kredi notlarının (+) ve (-) işaretleri şeklinde ek ve uzantıları vardır. Bunlara ek olarak kredi notunun görünümü *pozitif*, *negatif* ve *durağan* şeklinde belirtilmektedir. Bu görünümler notun zaman içinde pozitifse yukarı, negatifse aşağı ve durağansa sabit olacağı bilgisini vermektedir (Seval, 2015: 86).



2.1. Ülkelere verilen Kredi Notu ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Arasındaki İlişki

Kredi notu bir ülkenin ya da bir şirketin kredi riskinin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından harflere dönüştürülmüş şeklidir. Ülkeler ya da şirketler yatırım yapacakları ürünün ya da hizmetin finansal bilgisinin ve kredi riskinin bilinmesine ihtiyaç duymaktadır. Kredi notu bu ihtiyaca cevap vermekte, ülke ve yatırımcıların yatırım kararlarına yön vermektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar ülkelerin kredi risklerini ve finansal yükümlülüklerini gerçekleştirmelerini ölçen bir göstergelerdir. Kredi notları doğrudan yabancı sermayenin yatırım yapacakları ülke hakkında bilgi sahibi olabilmeleri için önemli bir faktördür. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapılırken yatırımın güvenliği, kar maksimizasyonu ve ana ülkeye sermaye transferi kolaylığı gibi faktörler göz önüne alınmaktadır. Bu faktörlerin değerlendirilmesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar önemli bir kriter olmaktadır (Erkan, Demircioğlu, 2011:212).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar ülkelerin dış borç bulabilme kapasitesi ile gelişmiş ülke yatırımcılarının gelişmekte olan ülkelere yatırım yapabilmeleri için önemli bir kriterdir. Gelişmekte olan ülkeler finansman ihtiyacı için doğrudan yabancı sermaye yatırımına ihtiyaç duyarlar. Yabancı sermaye girişi ülkeye finansal kaynak temini için önemli bir faktördür. Fakat yabancı sermaye yatırımı yapabilmek için kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlara göre uygun bir ülke arar ve yatırım kararını verir. Yüksek kredi notuna sahip ülke dışarıdan finansman bularak yabancı sermayeyi ülkesine çekebilir (Erkan, Demircioğlu, 2011: 220). Gelişmekte olan ülkelerin ise yabancı sermaye çekebilmek için “yatırım yapılabilir” seviyede nota sahip olması gerekmektedir. Alınan kredi notu finansman maliyetini etkilediğinden yüksek not düşük finansman maliyetine ve düşük not ise yüksek finansman maliyetine yol açmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler ancak sahip oldukları yüksek not sayesinde ülkelere yabancı sermaye çekebilir ve ucuz finansmana sahip olabilirler. Kredi derecelendirme kuruluşlarının bir kriz anında ya da ekonomik bir olumsuzluk durumunda not düşürmeleri gelişmekte olan ülkelerde yabancı sermaye çıkışına ve bu ülkelerin yüksek maliyetle borçlanmalarına neden olmaktadır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde yeni bir krizin oluşmasına ya da var olan krizin daha da derinleşmesine neden olabilmektedir (Yenipazarlı vd, 2017: 83-84).

2.2. 2007-2017 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Notları ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ülkelerin Durumu

2007-2017 yılları arasında Türkiye, Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya ve BRICS (Britanya, Rusya Federasyonu, Hindistan ve Çin) ülkelerine giren DYSY ile kredi notları (Moody’s kredi notu) kıyaslanmıştır. Tablo 2’ye göre gelişmiş ülkelerin kredi notları ile DYSY arasında olumlu bir ilişki vardır. Kredi notu arttıkça, ülkeye giren DYSY da artmaktadır. Kriz durumlarında



**Kredi derecelendirme notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri:
ülke örnekleri**

ise kredi notları genelde durağan bir şekilde seyrederken, DYSY ise kaçış eğilimi göstermemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları kredi notlarını gelişmiş ülkelere yüksek not vererek, doğrudan sermayenin bu ülkelere girişini teşvik etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik DYSY ile kredi notları arasında doğrudan bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere giden DYSY, ülkeye verilen kredi notlarından bağımsız hareket etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları gelişmekte olan ülkelere kredi notu verirken, taraflı bir politika izledikleri görülmektedir. Gelişmekte olan bir ülkenin ekonomik performansı ne kadar iyi olursa olsun, derecelendirme kuruluşu kredi notunu yükseltmekte çekimser davranabilmektedir. Burada etkili olan görüş gelişmekte olan ülkenin geçmiş dönem ekonomik ve finansal sorunlarının kredi derecelendirme kuruluşlarına güven vermemesidir. Buna karşılık kredi derecelendirme kuruluşları en küçük bir aksaklık ya da kriz anında ise gelişmekte olan ülkenin kredi notunu düşürmekten çekinmemektedirler.

Tablo 2: 2007-2017 Yılları Arasında Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Moody's Kredi Notları (Milyar \$)

ÜLKE	TİP	2010	2011	2012	2013
Türkiye	DYY	9.099.000.	16.182.000	13.744.000	13.563.000
Yunanistan	DYY	533.689	1.092.092	1.663.327	2.945.418
Portekiz	DYY	8.455.785	9.817.680	21.976.623	10.804.886
İspanya	DYY	41.020.054.	31.782.139	24.915.159	52.287.690
İtalya	DYY	9.937.474	34.443.576	34.812.127	19.530.574
Brezilya	DYY	88.452.079	101.157.817	86.606.503	69.686.088
Rusya	DYY	43.167.780	55.083.630	50.587.560	69.218.890
Hindistan	DYY	27.396.885	36.498.654	23.995.685	28.153.031
Çin	DYY	243.703.434	280.072.219	241.213.868	290.928.431
G.Afrika	DYY	3.693.271	4.139.289	4.626.029	8.232.518
Türkiye	Moody's Not	Ba3 (0)	Ba2 (0)	Ba1 (0)	Baa3 (0)
Yunanistan	Moody's Not	Ba1 (0)	Caa1 (-)	C (0)	Caa3 (0)
Portekiz	Moody's Not	Aa2 (-)	Ba2 (-)	Ba3 (0)	Ba3 (0)
İspanya	Moody's Not	Aa1 (0)	A1 (-)	Baa3 (-)	Baa3 (0)
İtalya	Moody's Not	Aa2 (0)	A2 (-)	Baa2 (0)	Baa2 (-)
Brezilya	Moody's Not	Baa3 (0)	Baa2 (0)	Baa2 (0)	Baa2 (0)
Rusya	Moody's Not	Baa1 (0)	Baa1 (0)	Baa1 (0)	Baa1 (0)
Hindistan	Moody's Not	Baa3 (0)	Baa3 (0)	Baa3 (0)	Baa3 (0)
Çin	Moody's Not	Aa3 (+)	Aa3 (+)	Aa3 (+)	Aa3 (0)
G.Afrika	Moody's Not	A3 (0)	A3 (-)	Baa1 (0)	Baa1 (-)
ÜLKE	TİP	2014	2015	2016	2017
Türkiye	DYY	13.119.000	18.002.000	13.343.000	10.886.000
Yunanistan	DYY	2.696.796	1.268.311	2.697.870	3.571.265
Portekiz	DYY	13.188.654	2.506.508	9.422.381	10.022.959
İspanya	DYY	34.889.756	25.350.485	39.776.176	6.203.743
İtalya	DYY	17.028.003	13.299.084	19.635.898	9.235.201
Brezilya	DYY	97.179.590	74.718.044	77.794.463	70.685.049
Rusya	DYY	22.031.320	6.852.970	32.538.900	28.557.440



Hindistan	DYY	34.576.643	44.009.492	44.458.571	39.966.091
Çin	DYY	268.097.181	242.489.331	174.749.584	168.223.583
G.Afrika	DYY	5.791.659	1.521.139	2.215.307	1.371.931
Türkiye	Moody's Not	Baa3 (-)	Baa3 (-)	Ba1 (0)	Ba1 (-)
Yunanistan	Moody's Not	Caa1 (0)	Caa3 (0)	Caa3 (0)	Caa2 (+)
Portekiz	Moody's Not	Ba1 (0)	Ba1 (0)	Ba1 (0)	Ba1 (+)
İspanya	Moody's Not	Baa2 (+)	Baa2 (+)	Baa2 (0)	Baa2 (0)
İtalya	Moody's Not	Baa2 (0)	Baa2 (0)	Baa2 (-)	Baa2 (-)
Brezilya	Moody's Not	Baa2 (-)	Baa3 (0)	Ba2 (-)	Ba2 (-)
Rusya	Moody's Not	Baa2 (-)	Ba1 (0)	Ba1 (0)	Ba1 (0)
Hindistan	Moody's Not	Baa3 (0)	Baa3 (+)	Baa3 (+)	Baa2 (0)
Çin	Moody's Not	Aa3 (0)	Aa3 (0)	Aa3 (-)	A1 (0)
G.Afrika	Moody's Not	Baa2 (0)	Baa2 (-)	Baa2 (-)	Baa3 (0)

Kaynak: databank.worldbank.org

Tablo-2 ye göre yıllar itibariyle kredi notu yatırım yapılamaz seviyede olan ülkelere, doğrudan yabancı sermaye yatırım girişlerinin arttığı görülmektedir. Genel olarak burada incelenen ülkeler dikkate alındığında kredi notu ile yabancı sermaye birbirinden bağımsız hareket ettiği görülmektedir.

2. Literatür

Kredi derecelendirme kuruluşlarının DYSY üzerindeki etkileri ile ilgili yapılan çalışmaların sınırlı sayıda olduğu görülmektedir. Ülke ve ülke grupları ile ilgili yapılan çalışmaların çoğunda doğrudan yabancı sermaye yatırımları için ülkeye verilen kredi notlarının asimetrik bilgiyi azalttığı ve yapılacak yatırımlar için önemli bir faktör olduğu sonucuna varılmıştır.

Kang ve Stulz (1997), 1975 ve 1991 yılında Japonya'ya gelen yabancı sermaye yatırımları üzerinde yaptıkları araştırmada kredi derecelendirme kuruluşlarının asimetri sorununun azalttığı sonucuna varılmıştır.

Kaminsky ve Schukler (2002), gelişme yolunda ülkelerle ilgili yaptıkları çalışmada not derecelendirmelerinde meydana gelen değişimlerin finansal piyasalarını etkilediğini tespit etmişlerdir. Not değişimleri kriz zamanlarında daha etkili olduğunu ve gelişmekte olan ülkeleri istikrarsızlığa sürüklediğini ifade etmişlerdir.

Çalışkan (2002), ise 1988 ve 1994 yılları arasında seçilmiş ülkelerin kredi notlarını risk açısından değerlendirmiştir. Kredi notlarının gelişmekte olan ülkelerin aldıkları dış yardım ve kredi geri ödemesinde dikkate alınan bir kriter olduğunu, gelişmiş ülkeler için ise yatırımlarını yönlendirebilmeleri için önemli bir dayanak olduğu sonucuna ulaşmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri kredi notları hem finansal sermaye hem de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkilemektedir.

Jamarillo ve Tejada (2011), 1997 ve 2008 yılları arasında 35 gelişmekte olan ülke üzerinde yaptıkları çalışmada yatırım yapılabilir kredi notunun artırılmasının makroekonomik göstergeleri azalttığını ortaya koymuşlardır.



**Kredi derecelendirme notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri:
ülke örnekleri**

Kanlı ve Barlas (2011), gelişme yolunda ülkeler üzerinde yaptıkları analizde kredi derecelendirmelerinin doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Kredi notu artırımlarının portföy yatırımlarını olumlu etkilediğini gözlemlemişlerdir.

Erkan ve Demircioğlu (2011), 1995 ve 2009 yılları verilerini kullanarak yaptıkları çalışmalarında Türkiye'ye giren yabancı sermaye yatırımlarının kredi notundan etkilenmediği sonucuna ulaşmışlardır. Fakat derecelendirme süreciyle birlikte Türkiye'nin ekonomik reformlarla özelleştirme, sosyal güvenlik, bankacılık sektörlerinde olumlu gelişmeler yaşanmış. Yabancı sermaye yatırımlarının artırılması için de uluslararası tahkim uygulamasına geçilmiştir.

Walch ve Wörz (2012) 1995 ve 2011 yılları arasında Avrupa Birliği ülkelerine giren yabancı sermaye yatırımlarının ülke riski üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. Doğrudan yabancı sermaye girişinde pazar büyüklüğünün ve maliyet faktörlerinin en önemli etken olduğunu belirlemişlerdir. Kredi notlarındaki artışların doğrudan yabancı sermaye üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu ve risk faktörünü azalttığını analiz etmişlerdir.

Gülmez ve Gündoğan (2014), kredi derecelendirme kuruluşlarının geliştirmekte olan ülkelere verdikleri düşük notların, bu ülkelerin kalkınmasında büyük bir engel olduğunu tespit etmişlerdir. Tarihsel blok içerisinde yer alan kredi derecelendirme kuruluşları, verdikleri notlar ile piyasa notlarının gerisinde kalmışlardır.

Akçayır ve Yıldız (2014) karşılaştırmalı ülke derecelendirme indeksini kullanarak 1992 ve 2013 yılları arasında Türkiye'ye verilen kredi notlarını analiz etmişlerdir. Bu analize göre Türkiye'ye verilen kredi notlarının ekonomik performansa göre düşük olduğu gözlemlenmiştir.

Kargı (2014), 1998 ve 2013 yılları arasında uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye verdikleri kredi notlarını incelemiştir. GSYİH, cari işlemler dengesi, dış borç stoku ve enflasyon gibi temel göstergelerle kredi notlarını kıyaslamıştır. En yüksek kredi notlarını sırasıyla Moody's, Fitch ve S&P'un verdiğini tespit etmiştir.

Akçayır ve Doğan (2016)' da 1992 ve 2015 yılları arasında Türkiye'ye verilen kredi notlarının, ülkeye giren ve çıkan sermaye üzerindeki etkilerini ampirik olarak araştırmışlardır. Uzun dönemde kredi notunun 1 puan artması, net sermaye hareketinin GSYİH payını %1,75 oranında artırdığını tespit ederken, kısa dönemde ise hata mekanizmasının çalıştığını tespit etmişlerdir.

Yenipazarlı, Bulut, ve Kavak (2017), 2000 ve 2016 yılları arasında kredi derecelerinin yatırımlar üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Kredi derecelendirme kuruluşları gelişmiş ülkelere verdikleri notlar sermaye



hareketliliğini pozitif etkilerken, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere verilen notlar ise sermaye hareketliliğini negatif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

3. Kredi Derecelendirme Notlarının Türkiye, AB Üyesi Akdeniz Ülkeleri Ve BRICS Ülkelerindeki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri

3.1. Veri Seti

Bu çalışmada Moody's'in Türkiye, Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya ve BRICS ülkelerine verdikleri kredi notları ile ülkelere giren DYSY arasındaki ilişki araştırılmıştır. Kullanılan veriler 1996-2017 dönemine ait yıllık verilerdir. Veri setleri Moodys, Merkez Bankası ve TÜİK veri tabanlarından ve <https://countryeconomy.com> ve <https://databank.worldbank.org> internet sitelerinden elde edilmiştir. Alfanümerik olan kredi notları Basu vd. (2012) ve Akçayır ve Yıldız'ın (2014) çalışmalarına dayandırılarak sayısal endekse dönüştürülmüştür. Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme Endeksi (KÜDİ) ile kredi notları 100'lük not sistemine çevrilmiştir. Moody's'in ilgili ülkelere yıllık olarak verdiği kredi notları KÜDİ'ye çevrilerek, zaman serisi elde edilmiştir. Ek 1'de kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlarla, KÜDİ puanına denk gelen rakamlar gösterilmiştir. Çalışmada değişkenlerin logaritması alınarak analiz edilmiştir. Değişkenler arası ilişkilerin sapmasız şekilde ortaya koyulabilmesi için logaritmik formlarının kullanılması gerekmektedir (Atay, 2016:37). Kullanılacak model aşağıdaki gibidir:

$$\ln dyy = a_{it} + \beta_1 \ln küdi + \mu_{it}$$

Modelde doğrudan yabancı yatırımlar "dyy" olarak kredi derecelendirme kuruluşu tarafından verilen notlar "küdi" olarak gösterilmektedir.

3.2. Metodoloji ve Yöntem

Ekonometrik modellemelerde zaman serisi, yatay kesit ve panel veri analizi gibi 3 farklı analiz kullanılabilir. Bunlar; belirli bir değişkenin belli bir zaman sürecindeki değerleri kullanılarak yapılan zaman serisi analizi, belirli bir zaman için farklı değişkenlerin aldığı değerlerin incelenmesi ile yatay kesit analizi ve bu iki analizin birleştirilmesi ile uygulanan panel veri analizleridir (Gujarati, 2001: 23-24). Değişme dinamiklerinin belirlenebilmesi açısından etkililiği, karmaşık modellemelere imkan vermesi ve test edilmesinin sağlanması ile zaman serisi ile yatay kesit analizlerine göre daha etkili olması panel veri analizinin önemli avantajlarından (Yerdelen, Tatoğlu, 2013). Çalışmamızda bu avantajlarından dolayı panel veri analizi tercih edilmiştir. Panel çalışmalarında analizlere başlamadan önce yatay kesit bağımlılığı olup olmadığının belirlenmesi gerekmektedir. Bu durumda birim kök, eşbütünleşme ve nedensellik testleri kullanılmaktadır. Ayrıca modelde eğim katsayılarının homojen mi heterojen mi olduğunun



Kredi derecelendirme notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri:
ülke örnekleri

belirlenmesi de gerekmektedir. Bu nedenlerden dolayı çalışmaya yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testleri ile başlanmıştır. Ardından serilerin durağanlık derecelerinin belirlenmesi için birim kök testi uygulanmıştır. Değişkenler arası uzun dönemli ilişki eşbütünleşme testi ile araştırılmış ve son olarak nedensellik testi uygulanmıştır.

3.3. Ampirik Bulgular

Çalışmada değişkenlerin tamamı 3 farklı yatay kesit testine tabi tutulmuştur.

Tablo 1: Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Değişkenler	Test İstatistikleri		
	CDLM1	CDLM2	LM _{adj}
Indyy	98.76525* (0.0000)	5.667355* (0.0000)	5.429259* (0.0000)
Inküdi	334.6951* (0.0000)	30.53654* (0.0000)	30.29845* (0.0021)

Not: * 1% , seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade eder.

Test sonuçları incelendiğinde serilerde yatay kesit bağımlılığı mevcuttur. Diğer bir ifade ile “yatay kesit bağımlılığı yoktur” boş hipotezi 1 % anlamlılık seviyesinde reddedilmiştir. Elde edilen sonuç göstermektedir ki; ülkelerden birinde meydana gelecek bir şok diğerlerini de etkileyecektir.

Eğim katsayılarının homojenliğinin belirlenmesi amacıyla yapılan, Pesaran ve Yamagata (2008) Delta testi sonuçları aşağıdaki tablo 4’te gösterilmiştir.

Tablo 4: Homojenite Test Sonuçları

Testler	Test istatistiği	Olasılık değeri
Delta_tilte $\hat{\alpha}$	4.132*	0
Delta_tilte_adj $(\hat{\alpha}_{adj})$	4.431*	0

Not: *1% seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade eder.

Yapılan testler ve elde edilen sonuçlar ile “eğim katsayıları homojendir” boş hipotezinin reddedildiğini göstermektedir. Modelde, eğim katsayıları heterojendir.

Serilerin durağanlık derecelerinin ortaya koyulması amacıyla yapılan Hadri-Kuruzomi (2012) birim kök test sonuçları tablo 5’te raporlanmıştır.



Tablo 5: H-K Birim Kök Test Sonuçları

	Z_A_spac	Z_A_la
Indyy	7,529 (0.002)	8,0415 (0.000)
Inküdi	2.1108* (0.113)	3.1108* (0.344)
ΔIndyy	0.7443* (0.2284)	1.0320* (0.1510)

Not: * , 1% seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade eder.

Tablodaki sonuçlara göre serinin durağan olduğu sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde Inküdi için reddedilememektedir. Inküdi değişkeni seviyede durağan iken Indyy değişkeni birim köklüdür. Birinci farkı alınan Indyy değişkeni durağan hale gelmiştir. Diğer bir ifade ile çalışmanın bağımlı değişkeni olan Indyy serisinin durağanlık mertebesi I(1) iken, bağımsız değişken Inküdi'nin durağanlık mertebesi I(0)'dır.

Çalışmada değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin belirlenebilmesi amacıyla Westerlund (2008) Durbin-Hausman eşbütünleşme testi yapılmıştır. Bu testin tercih edilmesindeki sebepler, yatay kesit bağımlılığı ve heterojenliği dikkate almasının yanı sıra bağımlı değişken I(1) olmak şartıyla, bağımsız değişkenlerin birinci mertebeden veya düzey değerde durağan olmasına imkan tanınmasıdır. Çalışmada bağımlı değişken olan Indyy'nin I(1) seviyesinden, bağımsız değişken olan Inküdi'nin I(0) seviyesinde durağan olması D-H eşbütünleşme testinin yapılmasının önünü açmıştır. Yapılan test sonuçları tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 6: D-H Eşbütünleşme Test Sonuçları

	İstatistik değeri	Bootstrap Olasılık değeri	Karar
D-H grup istatistiği	15,353	1	Eşbütünleşme yoktur.
D-H panel istatistiği	8,762	0,951	Eşbütünleşme yoktur.

Test sonucunda elde edilen grup ve panel istatistiklerine ait bootstrap olasılık değerleri temel hipotezin reddedilemediğini göstermektedir. Diğer bir ifade ile değişkenler arasında panelin genel durumu için eşbütünleşik bir ilişki yoktur. Bir sonraki aşamada eşbütünleşme ilişkisi olmadığından eşbütünleşme ilişkisi olmasa bile kullanılabilen ve yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Kónya (2006) bootstrap nedensellik testi kullanılmıştır.



Tablo 2: Konya Bootstrap Nedensellik Test Sonuçları

$$H_0 : \ln küdi \not\rightarrow \ln dyy$$

Ülkeler	Wald Statistics	1%	5%	10%
Brezilya	2,029	24,022	18,143	9,951
Çin	9.351***	18,037	13,024	7,123
Güney Afrika	0,399	25,406	7,994	5,07
Hindistan	3,618	24,968	20,363	11,889
İspanya	0,214	21,781	11,986	9,168
İtalya	0,106	25,55	12,746	9,674
Portekiz	5,009	21,198	11,164	9,312
Rusya	16.121**	33,014	15,248	11,745
Türkiye	10.074***	17,649	14,328	9,763
Yunanistan	0,401	26,695	13,009	8,217

Not: $\not\rightarrow$ notasyonu nedensellik yoktur temel hipotezini ifade eder. Bootstrap döngü sayısı 10000 alınmıştır. * , 1% seviyesinde, ** , 5% seviyesinde, *** , 10% seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade eder.

Elde edilen sonuçlar Çin, Rusya ve Türkiye’de temel hipotezin reddedildiğini göstermektedir. Diğer bir ifade ile KÜDİ puanlarından doğrudan yabancı yatırımlara doğru nedensellik ilişkisi mevcuttur. Dolayısıyla bu ülkeler doğrudan yabancı sermaye ye yönelik politikalarını belirlerken, kredi derecelendirme kuruluşlarının puanlarını önemsemeleri gerekmektedir.

Tablo 8: Konya Bootstrap Nedensellik Genel Test Sonuçları

$$H_0 : \ln dyy \not\rightarrow \ln küdi$$

Ülkeler	Wald Statistics	1%	5%	10%
Brezilya	0,052	20,619	8,843	6,775
Çin	21.105*	15,136	13,366	8,416
Güney Afrika	0,04	11,272	8,824	6,023
Hindistan	34.256**	37,218	30,261	25,617
İspanya	6,257	24,719	22,083	15,559
İtalya	1,064	28,246	23,543	14,752
Portekiz	1,476	34,802	24,054	12,26
Rusya	3,484	15,425	9,12	6,161
Türkiye	2,113	50,823	23,223	17,52
Yunanistan	0,373	51,932	20,825	15,46

Not: $\not\rightarrow$ notasyonu nedensellik yoktur temel hipotezini ifade eder. Bootstrap döngü sayısı 10000 alınmıştır. * , 1% seviyesinde, ** , 5% seviyesinde, *** , 10% seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade eder.



Elde edilen sonuçlar Çin ve Hindistan'da doğrudan yabancı yatırımlardan KÜDİ puanlarına doğru nedenselliğin olduğunu ortaya koymuştur. Bu ülkeler doğrudan yabancı yatırımlara yönelik politikalarında KÜDİ puanlarını dikkate almaları gerekmektedir.

Sonuç

Dünya piyasalarının küreselleşmesiyle birlikte sermaye sahipleri, portföylerine katacakları ürün ve yatırım yapacakları menkulün risk durumunu ve mevcut değerini belirlemek için bilgiye ihtiyaç duymaktadırlar. Doğru, güvenilir ve ayrıntılı bilginin kamuoyuyla paylaşılması önem arz etmektedir. Bilgi asimetrisini ortadan kaldırarak, finans piyasaları ve sermaye sahipleri arasında bilgi sağlayan kredi derecelendirme kuruluşları bu ihtiyacın sonucunda ortaya çıkmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları yatırımcılara yol gösterici olmalıdır. Kredi derecelendirme kuruluşlarından sahip oldukları bilgi sayesinde geleceğe yönelik doğru sinyaller göndermesi beklenmektedir. Sermaye sahipleri bu sinyallere bakarak yatırımlarına karar vermektedirler.

Yüksek kredi notu almak için menkul kıymet arz eden şirket ve firmalar mali, finansal ve yönetsel yapılarını sağlam ve tutarlı hale getirmek zorundadırlar. Güçlü bir yapıya sahip ülkeler yüksek kredi notu olarak yabancı sermaye fonlarını çekebilmektedirler. Özellikle gelişmekte olan ülkeler yabancı sermaye çekebilmek için hukuki, ekonomik ve politik yapılarını güçlendirmeleri son derece önemlidir. Çünkü kredi derecelendirme kuruluşları kredi notlarını verirken bu kriterlere göre değerlendirme yapmaktadırlar. Bunun sonucu olarak kredi notları doğrudan yabancı sermaye ve diğer fonların ülkeye akışında ciddi bir referans kaynağı olmaktadır. Basel Kriterleri çerçevesinde işletmeler ise kredi derecelendirme kuruluşlarından aldıkları kredi notlarıyla kredi alabileceklerdir. Yüksek kredi notuna sahip işletmeler daha ucuza kredi temin ederken, düşük kredi notuna sahip işletmeler ise daha pahalıya kredi temin edebileceklerdir. Bu sayede riskli işletmeler sistemden elenerek, bankaların riskleri en aza indirgenebilmektedir. Kredi notları finansal sistem için bu özelliği sayesinde sigorta vazifesi görmektedir.

Bu çalışmanın ampirik sonuçları değerlendirildiğinde Çin, Rusya ve Türkiye'ye verilen kredi notları ile ülkeye giren DYSY arasında nedensellik ilişkisi mevcuttur. Kredi notlarındaki bir değişim doğrudan sermaye yatırımlarının giriş ve çıkışlarını etkilemektedir. Bu ülkeler yabancı yatırım için politikalarına karar verirken kredi notlarını dikkate alarak hareket etmelidir. Çin ve Rusya ekonomilerini liberalleştirdikçe kredi notlarını ve ülkelerine giren doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını artırabilmektedir. Türkiye' de ekonomik performansa bağlı olarak yüksek not aldığı yıllarda doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının arttığı gözlemlenmektedir. Diğer ülke uygulamaları dikkate alındığında Türkiye' de ekonomi politikaları kredi notunu artırmaya yönelik uygulandığı takdirde, ülkeye giren



**Kredi derecelendirme notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri:
ülke örnekleri**

doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını pozitif yönde etkilemesi muhtemeldir. İtalya, İspanya, Yunanistan, Portekiz, Brezilya, Hindistan ve Güney Afrika'ya verilen kredi notları ile ülkeye giren DYSY arasında nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Bu ülkelere verilen kredi notlarının doğrudan yabancı sermaye üzerinde etkisi yoktur. Sonuç olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği kredi notlarının pozitif yönde artması, yabancı sermaye girişini ve ekonomik büyümeyi desteklediği görülmektedir.

Kaynakça

- Afonso, A., & Rault, C. (2009). Budgetary and external imbalances relationship: a panel data diagnostic.
- Akalın, G. & Dilek, S. (2007). Belirsizlik Altında Firma Kararlarının İncelenmesi. Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi. XXIII(2). 45-61
- AKÇAYIR, Ömer, YILDIZ, Zafer (2014), Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013), Akademik Bakış Dergisi, Sayı: 40.
- AKÇAYIR, Ömer, DOĞAN, Buhari (2016), Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Sermaye Hareketleri Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği, Aydın İktisat Fakültesi Eurefe Bildirisi, 135-157.
- ÇALIŞKAN, Ömer Veysel (2002), Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri, Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 1/2002, 53-66
- DEMİR, Murat ve EMİNER, Fehiman (2014), Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşünceler, LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 2014 Aralık: 96-113.
- Demir, M., & EMİNER, F. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşünceler. *LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(2), 96-113.
- DEMİRCİOĞLU, Mustafa Yaşar, Erkan, Mustafa (2011), Türkiye'ye Verilen Derecelendirme Notlarının Doğrudan Yabancı Yatırım Girişine Etkisini Yıllar İtibariyle İncelenmesi, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2011 Cilt:2, Sayı: 1: 209-237.
- DİMİTRİJEVIĆ, Alexanda ve HOLMES, Zeynep (2012), Ülkelerin Kredi Notunu Nasıl Belirliyoruz?, [http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings EMEA/2012-03-01_UlkerlerinKrediNotunuBasilBelirliyoruz.pdf](http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/2012-03-01_UlkerlerinKrediNotunuBasilBelirliyoruz.pdf) , Standart&Poor's Raiting Services, McGraw-Hill , 02.05.2017.



Erkan, M., & Demircioğlu, M. Y. (2011). Türkiye'ye Verilen Derecelendirme Notlarının Doğrudan Yabancı Yatırım Girişine Etkisinin Yıllar İtibariyle İncelenmesi. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2(1), 209-239.

GEÇER, Turgay (2012), Kredi Sistemi Ve Kredi Garanti Programları, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, S.21, Bahar, ss:215-228.

Gujarati, D. (2001). *Econometría Básica*, Colombia

GÜLMEZ, Ahmet ve GÜNDOĞAN Hilal (2014), Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye: Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi, Cilt:2, Sayı:4

GÜNGÖR, Fatma (2012), Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ülke Riski, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tez.

HADRİ, K., & KUROZUMİ, E. (2012). A simple panel stationarity test in the presence of serial correlation and a common factor. *Economics Letters*, 115(1), 31-34.

HASBİ, Derya (2012), Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tez.

<https://countryeconomy.com/ratings> Erişim Tarihi 30.09.2018.

<https://data.worldbank.org> Erişim Tarihi 30.09.2018.

<https://www.fitchratings.com/site/turkey> Erişim Tarihi 14.11.2017.

<http://www.jcrrer.com.tr/Pages.aspx?Page=kurulusumuz-hakkinda> Erişim Tarihi 14.11.2017.

<https://unctad.org> Erişim Tarihi 29.10.2018

JARAMİLLO, L. ve TEJADA, C. M. (2011), "Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?", IMF Working Paper, No: 11/44.

KANLI, İbrahim Burak ve BARLAS, Yasemin (2011), Eşiği Aşınca: Kredi Notunun "Yatırım Yapılabilir" Seviyeye Yükselmesinin Etkileri, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği No:11/23.

KARAGÖL, Erdal Tanas ve MIHÇIÖKUR, Ülkü İstiklal (2012), Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar, *Seta Rapor*, S.7, ss: 8-36.

KARGLI, Bilal (2014), Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Türkiye'nin Kredi Notu Üzerine Bir İnceleme (1998-2013), *International Journal of Social Science*

Doi number:<http://dx.doi.org/10.9761/IASSS2243> , Number: 24 , p. 351-370, Spring 2014.

KÓNYA, L. (2006). Exports and growth: Granger causality analysis on OECD countries with a panel data approach. *Economic Modelling*, 23(6), 978-992.



**Kredi derecelendirme notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri:
ülke örnekleri**

Moodys, 2009, Moody's Rating Symbols And Definitions, <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx> Erişim Tarihi: 12.11.2017
https://www.moodys.com/pages/default_tu.aspx Erişim Tarihi: 12.11.2017

SEVAL, Belkıs (2016), Kredi Derecelendirmesi, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kitabı.

SUADIYE, Gülhan (2006), Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri, Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2009 (2) Cilt 3, Sayı 6, 1-16.

ŞİRVAN, Nesrin (2004), Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi, Kaynak:

http://www.researchgate.net/publication/267771881_KRED_DERECELENDIRME_VE_TRKYE_EKONOMS, (Erişim Tarihi: 23.07.2017).

TATOĞLU, F. Y. (2013). Panel Veri Ekonometrisi, Beta Yayınevi.

WALCH, N. Ve WÖRZ, J. (2012), "The Impact of Country Risk Ratings and of the Status EU İntegration on FDI İnflows in CESEE Countries", Focus on European Economic İntegration, 8-26.

YAZICI, Mehmet (2015), Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi Ve Denetimi, 1 (82), 4-20, <http://www.e-dergi-marmara.dergipark.gov.tr/mfy/issue/16298/170864> (01.08.2017).

YARDIMCIOĞLU, M. ve BORA, K. (2013), Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri, İşleyişleri, Küresel Dünyadaki Rol ve İşlevleri, KSÜ İ.İ.B.F Dergisi, 2013(1): 111-118.

YENİPAZARLI, Aslı, BULUT, Eda ve KAVAK Gamze (2017), "Seçilmiş Ülke ve Ülke Gruplarında Kredi Derecelerinin Yatırımlar Üzerindeki Etkisi", Aydın İktisat Fakültesi Dergisi Cilt:2 Sayı:1, 80-104.



EK 1: Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksine Esas Teşkil Eden Puanlama Sistemi

Tablo 9: Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksine Esas Teşkil Eden Puanlama Sistemi

Fitch/S&P Not Skalası	Moody's Not Skalası	Not Görünümü	Özet Puan	Orijinal KÜDİ	KÜDİ *1,66	[KÜDİ *1,66]+0,4	Seviye
AAA	Aaa	(+) Pozitif	Aaa (+)	-	-	-	Y a t t ı r ı m Y a p ı l a b ı l ı r S p e k ü l a t t ı f
		(0) Durağan	Aaa (0)	60	99,6	100	
		(-) Negatif	Aaa (-)	59	97,94	98,34	
AA+	Aa1	(+) Pozitif	Aa1 (+)	58	96,28	96,68	
		(0) Durağan	Aa1 (0)	57	94,62	95,02	
		(-) Negatif	Aa1 (-)	56	92,96	93,36	
AA	Aa2	(+) Pozitif	Aa2 (+)	55	91,3	91,7	
		(0) Durağan	Aa2 (0)	54	89,64	90,04	
		(-) Negatif	Aa2 (-)	53	87,98	88,38	
AA-	Aa3	(+) Pozitif	Aa3 (+)	52	86,32	86,72	
		(0) Durağan	Aa3 (0)	51	84,66	85,06	
		(-) Negatif	Aa3 (-)	50	83	83,4	
A+	A1	(+) Pozitif	A1 (+)	49	81,34	81,74	
		(0) Durağan	A1 (0)	48	79,68	80,08	
		(-) Negatif	A1 (-)	47	78,02	78,42	
A	A2	(+) Pozitif	A2 (+)	46	76,36	76,76	
		(0) Durağan	A2 (0)	45	74,7	75,1	
		(-) Negatif	A2 (-)	44	73,04	73,44	
A-	A3	(+) Pozitif	A3 (+)	43	71,38	71,78	
		(0) Durağan	A3 (0)	42	69,72	70,12	
		(-) Negatif	A3 (-)	41	68,06	68,46	
BBB+	Baa1	(+) Pozitif	Baa1 (+)	40	66,4	66,8	
		(0) Durağan	Baa1 (0)	39	64,74	65,14	
		(-) Negatif	Baa1 (-)	38	63,08	63,48	
BBB	Baa2	(+) Pozitif	Baa2 (+)	37	61,42	61,82	
		(0) Durağan	Baa2 (0)	36	59,76	60,16	
		(-) Negatif	Baa2 (-)	35	58,1	58,5	
BBB-	Baa3	(+) Pozitif	Baa3 (+)	34	56,44	56,84	
		(0) Durağan	Baa3 (0)	33	54,78	55,18	
		(-) Negatif	Baa3 (-)	32	53,12	53,52	
BB+	Ba1	(+) Pozitif	Ba1 (+)	31	51,46	51,86	
		(0) Durağan	Ba1 (0)	30	49,8	50,2	
		(-) Negatif	Ba1 (-)	29	48,14	48,54	
BB	Ba2	(+) Pozitif	Ba2 (+)	28	46,48	46,88	
		(0) Durağan	Ba2 (0)	27	44,82	45,22	
		(-) Negatif	Ba2 (-)	26	43,16	43,56	
BB-	Ba3	(+) Pozitif	Ba3 (+)	25	41,5	41,9	
		(0) Durağan	Ba3 (0)	24	39,84	40,24	
		(-) Negatif	Ba3 (-)	23	38,18	38,58	
B+	B1	(+) Pozitif	B1 (+)	22	36,52	36,92	
		(0) Durağan	B1 (0)	21	34,86	35,26	
		(-) Negatif	B1 (-)	20	33,2	33,6	
B	B2	(+) Pozitif	B2 (+)	19	31,54	31,94	
		(0) Durağan	B2 (0)	18	29,88	30,28	
		(-) Negatif	B2 (-)	17	28,22	28,62	
B-	B3	(+) Pozitif	B3 (+)	16	26,56	26,96	
		(0) Durağan	B3 (0)	15	24,9	25,3	
		(-) Negatif	B3 (-)	14	23,24	23,64	
CCC+	Caal	(+) Pozitif	Caal (+)	13	21,58	21,98	
		(0) Durağan	Caal (0)	12	19,92	20,32	
		(-) Negatif	Caal (-)	11	18,26	18,66	
CCC	Caa2	(+) Pozitif	Caa2 (+)	10	16,6	17	
		(0) Durağan	Caa2 (0)	9	14,94	15,34	
		(-) Negatif	Caa2 (-)	8	13,28	13,68	
CCC-	Caa3	(+) Pozitif	Caa3 (+)	7	11,62	12,02	
		(0) Durağan	Caa3 (0)	6	9,96	10,36	
		(-) Negatif	Caa3 (-)	5	8,3	8,7	
CC	Ca	(+) Pozitif	Ca (+)	4	6,64	7,04	
		(0) Durağan	Ca (0)	3	4,98	5,38	
		(-) Negatif	Ca (-)	2	3,32	3,72	
C	C	-----	C	1	1,66	2,06	

Kaynak: Basu, (et.al., 2012, s.8-9) yararlanılarak Akçayır ve Yıldız (2014) tasarlanmıştır.

