

# Ülke Kredi Notlarının Portföy Yatırımları ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği

Nagehan KESKİN\*

## ÖZ

*Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notları yatırımcıların yatırım kararlarını etkilemek suretiyle uluslararası sermaye akımlarını yönlendirme potansiyeli taşımaktadır. Bu çalışmada uluslararası alanda piyasaya hakim olan üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olan Standard and Poor's, Moody's ve Fitch tarafından 1998:Q1-2019:Q3 döneminde Türkiye'ye verilen kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları üzerindeki etkisi Johansen ve sınır testine dayalı ARDL (Autoregressvive Distributed Lag) eşbütünleşme yöntemleri ile araştırılmıştır. Analiz sonucunda kredi notları ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemezken, kredi notlarının portföy yatırımları üzerindeki etkisinin ise anlamlı ve pozitif olduğu belirlenmiştir. Kredi notları portföy yatırımlarını pozitif olarak etkilemekle birlikte etkinin derecesi oldukça zayıftır. Elde edilen bulgular Türkiye'ye verilen kredi notlarının sermaye akımlarını yönlendirmede yeterli ve yeterince etkili bir faktör olmadığına işaret etmektedir.*

**Anahtar Kelimeler:** Ülke Kredi Notları, Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Portföy Yatırımları, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Uluslararası Sermaye Akımları.

**JEL Sınıflandırması:** F21, F32, G24.

## The Effect of Sovereign Credit Ratings on Portfolio Investments and Foreign Direct Investments: The Case of Turkey

### ABSTRACT

*Credit ratings given to countries by credit rating agencies have the potential to direct international capital flows by influencing investors' investment decisions. In this study the credit ratings given for Turkey by three major international credit rating agencies Standard & Poor's, Moody's and Fitch impact on foreign direct investment and portfolio investments was investigated with Johansen cointegration method and ARDL (Autoregressvive Distributed Lag) method that is based on limit test approach for 1998: Q1-2019: Q3 period. As a result of the analysis, no significant relationship was determined between credit ratings and foreign direct investments while the effect of credit ratings on portfolio investments was found significant and positive. Although credit ratings positively affect portfolio investments, the impact degree is quite weak. The resulting analysis findings indicate that credit ratings given to Turkey are not a sufficient and effective enough factor in directing capital flows.*

**Key Words:** Sovereign Credit Ratings, Credit Rating Agencies, Portfolio Investments, Foreign Direct Investments, International Capital Flows.

**JEL Classification:** F21, F32, G24.

## GİRİŞ

1970'lerde başlayıp 1980'li yıllarda giderek yaygınlaşan finansal serbestleşme politikaları ile birlikte uluslararası sermayenin mobilitesi artmış ve

\*Dr. Öğr. Üyesi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, nagehan.keskin@deu.edu.tr, ORCID Bilgisi: 0000-0003-3217-2686

(Makale Gönderim Tarihi: 10.03.2021 / Yayına Kabul Tarihi:24.05.2021)

Doi Number: 10.18657/yonveek.894426

Makale Türü: Araştırma Makalesi

ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin hacmi önemli boyutlara ulaşmıştır. Bu süreçte finansal piyasaların genişlemesi, yeni yatırım olanaklarının ve finansal araçların ortaya çıkması, finansal piyasalarda taraflar arasındaki asimetrik bilgi sorununu azaltmayı hedefleyen kredi derecelendirme faaliyetlerinin yaygınlaşmasına ve kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal piyasalardaki rolünün ve öneminin artmasına yol açmıştır. Uluslararası sermaye akımları, özellikle 1990'lı yıllardan bu yana, gelişmekte olan ülkeler için önemi giderek artan bir fon kaynağı haline gelmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notları, ülkelerin veya şirketlerin borçlanma maliyetinin belirlenmesinde önemli bir gösterge olmakla birlikte aynı zamanda yabancı yatırımcıların karar alma süreçlerinde de rol oynadığından, uluslararası sermaye akımlarının yönünü ve boyutunu belirlemede önem kazanmıştır (Suadiye, 2006:1-2; Değertekin, 2012:12).

Kredi derecelendirme, bir kuruluş veya ülkenin ihraç ettikleri borç niteliğindeki menkul kıymetlerin anapara ve faiz yükümlülüklerini zamanında ve tam olarak ödeyebilme yeteneğinin ve istekliliğinin bağımsız kuruluşlar tarafından değerlendirilmesi ve notlandırılması işlemidir (Çalışkan, 2002:55; TCMB, 2010:2). Kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin yanı sıra bankaları, kamu kuruluşlarını, yerel yönetimleri ve şirketleri de derecelendirmektedirler. Günümüzde dünya genelinde faaliyet gösteren çok sayıda derecelendirme kuruluşu bulunmakla birlikte, uluslararası alanda piyasaya hakim olan üç büyük derecelendirme kuruluşu ABD menşeli olan Standard and Poor's (S&P), Moody's ve Fitch'dir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:10; Yazıcı, 2009:6).

Derecelendirme işlemleri vadeleri açısından uzun ve kısa dönem olarak ikiye ayrılmaktadır. Kurumların veya ülkelerin uzun vadede yükümlülüklerini yerine getirebilme olasılıklarının belirlenmesi, uzun vadeli derecelendirmeyi ifade ederken kısa vadeli derecelendirmede bir yıla kadar olan yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi değerlendirilmektedir. Türleri açısından derecelendirme işlemi ise yabancı para ve ulusal para cinsinden olmak üzere iki çeşittir (TCMB, 2010:2). Küresel finans piyasalarında bir ülkeye ilişkin riskliliğinin ölçütü olarak değerlendirilen ve ülkenin uluslararası sermayeye ulaşmasında belirleyici olan kredi notu, yabancı para cinsinden ve uzun vadeli olandır (Kanlı ve Barlas, 2011:3). Kredi derecelendirme kuruluşları not açıklamanın yanı sıra kredi notunun değişimine ilişkin "görünüm" ve "izleme" duyuruları da ilan etmektedirler. Görünüm, gelecek 1-2 yıllık dönemde kredi notunun "olumlu", "olumsuz" ve "durağan" biçiminde ne yönde değişme olasılığı olduğunu ifade etmektedir. İzleme ise yakın gelecekte notta değişiklik olabileceğini ve değişikliğin yönünü göstermektedir (TCMB, 2010:2).

S&P, Moody's ve Fitch, piyasalarda ortak bir kredi dili oluşturulabilmek ve anlamayı kolaylaştırmak amacıyla, yaptıkları derecelendirmeleri harf ve sayılarla ifade edilen sembollere dönüştürerek piyasalara duyurmaktadırlar. Bu semboller genellikle A, B, C harfleri ve bu harflerin - ve + işaretleriyle desteklenmesi biçiminde ifade edilmektedir. Her üç derecelendirme kuruluşu notlandırma yaparken farklı kriterler kullansalar da skalalarda notların birbiriyle

kıyaslanabilmesine olanak verecek bir eşdeğerlilik mevcuttur. Örneğin Moody's in Baa1 notu S&P'nin BBB+ ve Fitch'in BBB+ notuna karşılık gelmektedir. Notlar "yatırım yapılabilir" ve "yatırım yapılamaz" olmak üzere iki geniş kategoride sınıflandırılmaktadır. "Yatırım yapılamaz" (spekülatif) kategorisindeki notlar; S&P ve Fitch için BB+, Moody's için ise Ba1 notları ve bu notların altında kalan derecelerdir (Seval, 2018:17; 61-62). "Yatırım yapılabilir" olarak değerlendirilen kredi notu seviyesi ise, S&P ve Fitch için BBB- ve üstü, Moody's için Baa3 ve üstündeki notları kapsamaktadır (Kanlı ve Barlas, 2011:3).

Üç büyük derecelendirme kuruluşu da ülke kredi notlarını belirlerken benzer göstergeleri dikkate almaktadırlar. Genel olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke kredi notlarını belirlerken önem verdikleri ekonomik faktörler; fert başına milli gelir, ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği, sağlam ve sürdürülebilir kamu maliyesi, ülkenin borç sicili, cari açığın sürdürülebilirliği ve finansmanı, fiyat istikrarının sağlanması ve para politikasının bağımsızlığı gibi konulardır. Ayrıca hukukun üstünlüğü, yönetimde etkinlik ve şeffaflık, siyasi öngörülebilirlik gibi konular da kredi derecelendirme kuruluşlarının önem verdikleri sosyal ve siyasi unsurlar arasında yer almaktadır (Günel, 2019:151).

Ülke kredi notu, bir ülkenin finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirme yeterliliğine sahip olup olmadığı hakkında kredi derecelendirme kuruluşları tarafından açıklanan görüşleri ifade etmektedir (Ovalı, 2014:54). Ülke kredi notu, hem sermaye ihtiyacı olan ülkeler açısından hem de uluslararası yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Kredi derecelendirme notları, ülkelerin borçlanma maliyetlerinin belirlenmesinde önemli bir gösterge olarak kullanılmakla birlikte aynı zamanda uluslararası yatırımcılara karar alma süreçlerinde ülkeler arasında karşılaştırma yapma imkanı da sağlamaktadır. Bu noktada "yatırım yapılabilir" kredi notu seviyesine sahip olmak özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından dış finansmana ulaşmada önemli bir eşik olarak görülmektedir. Kredi notu yatırım yapılabilir düzeyde olan ülkeler, hem daha kolay şekilde hem de daha düşük maliyetle uluslararası piyasalardan fon sağlayabilmektedirler (İskenderoğlu ve Balat, 2018:48; Değertekin, 2012:24). Ayrıca, sigorta ve emeklilik fonları gibi birçok uzun vadeli fon, tabii oldukları yasa ve düzenlemeler nedeniyle ancak yatırım yapılabilir seviyede kredi notuna sahip olan ülkelere yatırım yapılabilmesine imkan vermektedir. Bu nedenle kredi notunun "yatırım yapılabilir" düzeye yükselmesi, hem o ülkeye ilişkin risklilik algılamalarında bir iyileşmeye yol açmakta hem de ülkelerin daha geniş bir potansiyel yatırımcı portföyüne sahip olabilmelerini sağlamaktadır (Kanlı ve Barlas, 2011:1). Bir ülkenin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyenin altında olması, borç bulabilmeyi engellemekte ancak borçlanmanın gecikmesine ve maliyetinin artmasına yol açabilmektedir. Diğer bir deyişle, yatırım yapılabilir seviyenin altında bir kredi notu o ülkeye yatırım yapılamayacağı anlamına gelmemekte fakat yatırımın yüksek risk içerdiğini ifade etmektedir. Nitekim Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyenin altında kaldığı yıllarda da ülkeye sermaye girişinin gerçekleşmesi, notu spekülatif düzeyde olan ülkelere de yatırım yapılabileceğini göstermektedir (Günel, 2019:148).

Derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar, bu kuruluşların bağımsız görüşünü yansıtmaktadır. Diğer bir deyişle kredi derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları notlar, yatırımcılar açısından bir tavsiye değil, yalnızca bir görüşü yansıtmaktadır. Bu görüşün geleceğe yönelik olarak doğru sinyaller vermesi, kredi derecelendirme kuruluşlarına ve verdikleri notlara olan güveni arttırmaktadır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 14). Her ne kadar kredi notlarının geleceğe yönelik beklentilere işaret edeceği varsayılrsa da, yaşanan bazı olaylar derecelendirme kuruluşlarının bu yetkinliklerinin tartışılmasına yol açmıştır. Enron (2001), WorldCom (2002), Parmalat (2003), Lehman Brothers (2008) gibi şirketlerin iflasının ardından, bu firmalara batmalarından çok kısa bir süre önce verilmiş olan yüksek kredi notları, kredi derecelendirme kuruluşlarının yoğun eleştirilere uğramasına neden olmuştur. 2008 küresel krizi bu eleştirilerin dozunun daha da artmasına yol açmış ve kredi derecelendirme kuruluşlarından yüksek notlar alan yatırım araçları, krizi tetikleyen unsurlar arasında gösterilmiştir. Ayrıca S&P, Moody's ve Fitch'in yöneltilen yoğun eleştiriler sonucunda, 2008 yılında yüksek kredi notuna sahip firmaların notlarını aniden düşürmeleri de küresel krizin derinleşmesinde önemli bir faktör olarak değerlendirilmiştir. 2008 küresel krizi sürecinde yaşanan bu gelişmeler kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güveni önemli ölçüde sarsmıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 9; Değertekin, 2012:12).

Türkiye'nin kredi derecelendirme sürecine bakıldığında, ilk not duyurusu S&P ve Moody's tarafından 1992 yılında yapılmıştır. Fitch ise Türkiye için ilk not açıklamasını 1994'de yapmıştır. Türkiye kredi notu sürecine, Moody's (Baa3) ve S&P'den (BBB) yatırım yapılabilir, Fitch'den (B) ise spekülâtif ülke kategorisiyle başlamıştır. Türkiye 1994-2012 yılları boyunca yatırım yapılamaz kategorisinde kalmış, 2012-2016 döneminde yatırım yapılabilir statüye tekrar ulaşmış olup, 2016 sonrasında ise bu statüsünü kaybetmiştir (Pirgalip, 2017: 358; Ovalı, 2014: 59-60).

Literatür kapsamlı olarak incelendiğinde, ülke kredi notları üzerine yapılan ulusal ve uluslararası nitelikteki çalışmaların özellikle birkaç ana başlık altında toplandığı ve kredi notlarının sermaye akımları üzerindeki etkisini araştıran çalışmaların, diğer çalışmalara kıyasla oldukça sınırlı sayıda olduğu görülmektedir. Sınırlı sayıdaki bu çalışmalarda da ağırlıklı olarak yalnızca doğrudan yatırımlar ile kredi notları arasındaki ilişki ele alınmıştır. Bu bağlamda bu çalışmada, en büyük üç kredi derecelendirme kuruluşu olan S&P, Moody's ve Fitch tarafından Türkiye'ye verilen kredi notlarının portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmanın ilk bölümünde, ülke kredi notu ile uluslararası sermaye akımları arasındaki ilişki açıklanmıştır. İkinci bölümde konu ile ilgili literatür ele alınmış, üçüncü bölümde çalışmada kullanılan model ve veri seti tanımlanmıştır. Ekonometrik yöntem ve elde edilen ampirik analiz bulgularına dördüncü bölümde yer verilmiştir. Sonuç bölümünde ise analiz bulguları değerlendirilmiş ve elde edilen çıkarımlar sunulmuştur.

## **1. ÜLKE KREDİ NOTU İLE ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ**

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notları görüş niteliğinde olsa da, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyerek uluslararası

sermaye akımlarını yönlendirme potansiyeli taşımaktadır. Ülkelere verilen kredi notunun yükselmesiyle birlikte risklilik algılamalarındaki iyileşme ile potansiyel yabancı yatırımcı portföyündeki genişlemenin, ülkenin uluslararası sermayeye ulaşım olanağını artırması beklenmektedir. Portföy yatırımı şeklindeki sermaye akımları, borçlanma senetleri ve hisse senedi piyasalarına yönelmektedir. Ülkenin kredi notunun yükselmesiyle, bu piyasalardaki fiyatların ve uluslararası sermaye miktarının artması, ortalama vadenin uzaması beklenir. Ayrıca, ülke riskliliğinin düşmesi, yabancı sermaye girişleri ve kredi notu yükselen ülkeye ilişkin beklenti ve algılamalardaki iyileşmenin, doğrudan yatırım şeklindeki sermaye akımlarını da güçlendirmesi söz konusu olabilmektedir (Kanlı ve Barlas, 2011:5). Diğer bir deyişle, kredi notları ile portföy yatırımları arasında doğrudan bir ilişki olması beklenirken, kredi notları ile doğrudan yatırımlar arasındaki ilişkinin ise dolaylı olduğunu söylemek mümkündür.

Sermaye akımlarını belirleyen faktörler, literatürde iten-çeken (dışsal-içsel) faktörler olarak iki başlıkta incelenmektedir. Çeken faktörler, sermaye girişi gerçekleşen ülkenin iç ekonomik koşulları ile ilgili iken, iten faktörler ise küresel finans piyasaları ve gelişmiş ülke ekonomilerinde meydana gelen gelişmelerle ilgilidir. Çeken faktörler; yurtiçi faiz oranı, büyüme oranı, uygulanan döviz kuru rejimi, sermaye hesabının açıklık derecesi, kurumsal kalite ve ekonomik kalkınma düzeyi gibi ülkeye özgü faktörlerden oluşmaktadır. İten faktörler ise gelişmiş ülkelerdeki faiz oranları, büyüme oranları, küresel risk iştahı gibi dışsal faktörleri temsil etmektedir (Kang ve Kim, 2019: 10). Uluslararası sermaye akımları uygun koşullar ve cazip kazanç olanaklarının yanı sıra risk faktöründen de etkilenmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının hız kazandığı ve hacminin arttığı 1990'lı yıllardan itibaren çok sayıda yeni aktör ve enstrüman da finans piyasalarına dahil olmuştur. Bu gelişmeler, borçlu riski kavramının yanı sıra ülke riski, kredibilite gibi yeni kriterlerin ortaya çıkmasına ve ülke kredi notu gibi yeni göstergelerin önem kazanmasına yol açmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 26). Sermaye akımlarının belirleyicilerinin incelendiği çalışmalardan; Fernandez-Arias (1996), Fernandez-Arias ve Montiel (1996), Taylor ve Sarno (1997), Mody vd., (2001)'ne göre ülke kredibilitesi ve bunun göstergelerinden biri olan ülke kredi notları da sermaye akımlarını özellikle portföy yatırımlarını belirleyen içsel faktörler arasında gösterilmektedir.

Daha uzun vadeli ve akışkanlığı yüksek olmayan doğrudan yabancı yatırımlar da kredi notundan etkilenabilmektedir. Ancak konu yalnızca doğrudan yatırımlar çerçevesinde ele alındığında, doğrudan yabancı yatırımlarını etkileyen kredi notundan daha öncelikli ve etkili çok sayıda değişken aynı anda yatırım kararlarını etkileyebilmektedir (Kargı, 2014:355). UNCTAD 1998 yılı Dünya Yatırım Raporu'nda doğrudan yatırımları belirleyen faktörlerle ilgili geniş kapsamlı bir analiz yapmıştır. Rapora göre doğrudan yatırımları belirleyen faktörler; politik faktörler, yatırım ortamına ilişkin faktörler ve ekonomik faktörler olmak üzere üç ana başlıkta toplanmaktadır. Ekonomik, politik ve sosyal istikrar, ticaret politikaları, vergi politikaları ve özelleştirme politikaları doğrudan yatırımları belirleyen politik faktörler arasında yer almaktadır. Yatırım ortamına

ilişkin faktörler; yatırım teşvikleri, maliyetler, yatırım sonrası sunulan hizmetlerden oluşmaktadır. Doğrudan yatırımları belirleyen en temel ekonomik faktörler ise ev sahibi ülkenin pazar büyüklüğü, fert başına düşen milli gelir, bölgesel ve uluslararası piyasalara giriş olanakları, vasıflı-vasıfsız işgücü miktarı ve fiziki altyapı gibi faktörleri kapsamaktadır (UNCTAD, 1998:91). Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlar söz konusu olduğunda, ülkenin genel ekonomik durumunun yanı sıra özellikle yatırım yapılacak sektörün veya faaliyet alanının mevcut ekonomik görünümü ve söz konusu sektörde veya faaliyet alanında yaşanan gelişmeler de yatırım kararında önem arz etmektedir.

## **2. LİTERATÜR**

Literatür incelendiğinde ülke kredi notları ile ilgili yapılan çalışmaların; kredi derecelendirme kuruluşlarının amacı, işlevi ve işleyişleri, kredi derecelendirme kuruluşlarının krizlerdeki rolü, ülke kredi notlarını belirleyen faktörler ile kredi notlarının hisse senedi piyasası ve borsa endeksleri üzerindeki etkisi gibi özellikle birkaç alanda yoğunlaştığı görülmektedir. Ülke kredi notları ile sermaye akımları arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalar ise oldukça sınırlıdır. Bu bağlamda çalışmanın amacına yönelik olarak, bu bölümde yalnızca ülke kredi notları ile sermaye akımları arasındaki ilişkiyi araştıran ulusal ve uluslararası düzeyde yapılmış çalışmalara yer verilmiştir.

Erkan ve Demircioğlu (2011) çalışmalarında S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için ilan ettikleri kredi notlarının doğrudan yabancı yatırım girişine etki edip etmediğini, 49. Hükümet Dönemi ile 60. Hükümet Dönemi aralığında, Türkiye için açıklanan kredi notlarının seyri ile ülkemize gelen doğrudan yabancı yatırım miktarlarını karşılaştırmalı olarak incelemek suretiyle analiz etmişlerdir. Yapılan değerlendirmeler sonucunda, kredi derecelendirme notları ile doğrudan yabancı yatırım girişleri arasında bir neden sonuç ilişkisi olmadığı belirtilmiştir.

Emir vd. (2013), 1992:Q1-2010:Q4 dönemine ait veriler ile S&P tarafından Türkiye'ye verilen kredi notları ve seçilen makroekonomik değişkenlerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini Johansen eşbütünleşme analizi ve hata düzeltme modelini kullanarak incelemişlerdir. Analiz sonucunda, kredi derecelendirme notunun uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olmakla birlikte bu etkinin güçlü olmadığı, kısa dönemde ise kredi derecelendirme notunun doğrudan yatırımları etkilemediği belirlenmiştir.

Bayar ve Kılıç (2014), Ocak 1995- Temmuz 2013 döneminde kredi notları ile doğrudan yabancı yatırım biçiminde ülkeye giren sermaye akımları arasındaki ilişkiyi Türkiye için inceledikleri çalışmalarında; Johansen eşbütünleşme analizi, Granger nedensellik testi ve VAR yöntemine dayalı varyans ayrıştırması ve etki-tepki analizi yöntemlerini kullanmışlardır. Eşbütünleşme analizi sonucunda, Moody's, S&P ve Fitch'in açıkladıkları kredi notları ile doğrudan yatırımlar arasında aynı yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Ayrıca, kredi notlarının doğrudan yatırımların nedeni olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Akçayır ve Doğan (2016), 1992-2015 döneminde, Fitch, Moody's ve S&P'nin Türkiye için ilan ettikleri kredi notlarının toplam net sermaye akımları

üzerindeki etkisini, sınır testine dayalı ARDL eşbütünleşme yöntemi ile incelemiştirlerdir. Analiz sonucunda değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu ve kredi notlarının sermaye akımlarını pozitif yönde etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır.

Çolak (2017), Moody's tarafından Türkiye için açıklanan kredi notları ile doğrudan yabancı yatırımlar, TÜFE, GSYİH, ve işsizlik arasındaki nedensellik ilişkisini Granger nedensellik testi ile araştırmıştır. Ocak 2005-Eylül 2016 dönemini kapsayan çalışma sonucunda, Moody's tarafından açıklanan kredi notları ile söz konusu makroekonomik değişkenler arasında bir nedensellik ilişkisi belirlenememiştir.

Emir ve Güneş (2017), 2006:Q1-2017:Q4 döneminde Fitch, Moody's ve S&P'nin Türkiye için açıkladıkları kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımları etkileyip etkilemediğini Johansen eşbütünleşme testi ile araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda, bahsi geçen kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu notların doğrudan yabancı yatırımları etkilemediği sonucuna varılmıştır.

Kanlı ve Aydoğuş (2017), ülke risk faktörlerinin doğrudan yabancı yatırım girişlerine olan etkisini, ülkeleri gelişmişlik düzeylerine göre gruplandırarak panel regresyon analizi ile incelemiştirler. Çalışmada ülke riskini temsilen, EMBI+ ve CDS göstergeleri ile Moody's, S&P ve Fitch'in ilan ettikleri kredi notları kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda, risk primi göstergeleri ve ülke kredi notu ile temsil edilen ülke riski düzeyinin, gelişmekte olan ülkeler için doğrudan yatırım girişleri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu, gelişmiş ülkeler için ise anlamsız olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Yılmaz vd. (2017), aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan 11 ülke için, Moody's S&P ve Fitch'in açıkladıkları kredi notları ile ülkelere yönelen net doğrudan yatırımlar ve net portföy yatırımları arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmişlerdir. Çalışmada S&P, Moody's için 1992-2015 yılları arasındaki kredi notları, Fitch için ise 1997-2015 yılları arasındaki kredi notları kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, her üç kredi derecelendirme kuruluşunun açıkladığı notların doğrudan yatırımların nedeni olduğu belirlenmiştir. Ayrıca Fitch'in açıkladığı kredi notundan portföy yatırımlarına yönelen bir nedensellik durumu söz konusu olmakla birlikte, aynı durumun S&P ve Moody's için geçerli olmadığı tespit edilmiştir.

Vergili vd. (2018), Ocak 2006-Kasım 2017 döneminde doğrudan yabancı yatırımlar ile S&P'nin Türkiye için ilan ettiği kredi notları arasındaki ilişkiyi Johansen eşbütünleşme yöntemi ile incelemişler ve analiz sonucunda değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Sandalcılar vd. (2019), 2005-2016 dönemini kapsayan çalışmalarında, kırılğan 8'li ülke grubunda seçilmiş makroekonomik değişkenler (doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ya oranı, enflasyon oranı, işsizlik oranı ve reel GSYİH) ile Moody's tarafından verilen kredi notları arasındaki ilişkiyi panel eşbütünleşme yöntemi ve panel nedensellik testi ile araştırmışlardır. Eşbütünleşme analizi sonucunda değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Nedensellik testi sonucunda ise, kredi notundan büyüme oranı,

enflasyon oranı ve doğrudan yabancı yatırımlara doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi belirlenirken, tersi bir durumun varlığı tespit edilememiştir.

Bevan ve Estrin (2004), 1994-2000 dönemi için 18 gelişmiş ülkeden 11 Orta ve Doğu Avrupa ülkesine yönelen doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerini panel veri seti kullanarak incelemişlerdir. Ev sahibi ülkenin risk düzeyinin göstergesi olarak kredi notlarının kullanıldığı çalışmada, kredi notlarının doğrudan yatırımlar üzerindeki etkisinin anlamlı olmadığı tespit edilmiştir.

Gande ve Parsley (2004), 85 ülke için kredi derecelendirme notları ile portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi 1996-2002 dönemi aylık verilerini kullanarak araştırmışlardır. Analiz sonucunda kredi derecelendirme notlarının portföy yatırımları üzerindeki etkisinin asimetric olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Not düşüşleri ile sermaye çıkışları arasında güçlü bir ilişki mevcut iken, not iyileştirmeleri ile sermaye akımları arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.

Kim ve Wu (2008), 51 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmalarında, 1995-2003 dönemi için, ülke kredi notlarının yerli finansal sektörün gelişimini ve bu ülkelere yönelik uluslararası sermaye girişlerini nasıl etkilediğini, S&P tarafından açıklanan notları baz alarak panel regresyon analizi ile incelemişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre; uzun vadeli yabancı para birimi cinsinden kredi notları, yerli finansal piyasaların gelişimini teşvik etmekte ve uluslararası sermaye girişlerini olumlu yönde etkilemektedir. Uzun vadeli yerel para birimi cinsinden kredi notları ise yerli finansal piyasaların gelişimine katkı sağlamakla birlikte uluslararası sermaye akımlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Hem yabancı hem de yerel para birimi cinsinden kısa vadeli derecelendirmeler ise finansal gelişmeyi ve sermaye akımlarını geciktirmektedir.

Illiescu ve Dinu (2011), 2000-2010 döneminde S&P tarafından Romanya'ya verilen kredi notları ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmanın sonucunda, ülke kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımları etkilediği ancak bu etkinin düşük olduğunu tespit etmişlerdir.

Emara ve El Said (2015), 1990-2012 dönemini kapsayan çalışmalarında, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu 23 gelişmekte olan ülke için farklı sermaye akımı türlerindeki değişikliklerin ülke kredi notlarındaki değişim ile açıklanıp açıklanamayacağını dinamik panel GMM yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmanın sonuçları; ülke kredi notunun gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarına erişimi için önemli bir etken olduğunu ve kredi notunun doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi olduğunu ortaya koymaktadır.

Kredi notları ile sermaye akımları arasındaki ilişkiyi ele alan literatür değerlendirildiğinde, yapılan çalışmaların çoğunda sermaye akımı türü olarak doğrudan yabancı yatırımların ele alındığı, portföy yatırımları ile kredi notları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların ise oldukça sınırlı sayıda olduğu dikkati çekmektedir. Kredi notları ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların çoğunda, kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımları etkilemediği veya etkinin düşük olduğu bulgusuna yer verilmiştir. Kredi notları ile



portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi inceleyen sınırlı sayıda çalışmada ise portföy yatırımlarının kredi notlarından etkilendiği belirtilmiştir.

### 3. MODEL ve VERİ SETİ

Çalışmanın bu bölümünde kredi derecelendirme kuruluşlarının küresel finans piyasalarındaki en büyük üç temsilcisi olan S&P, Fitch ve Moody's tarafından Türkiye'ye verilen kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları üzerindeki etkisi, 1998:Q1-2019:Q3 dönemi için eşbütünleşme yöntemi ile analiz edilecektir. Bu bağlamda aralarında eşbütünleşme ilişkisi araştırılacak modeller aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

$$DY_t = \alpha_1 + \beta_1 NOT_t + \varepsilon_{1t} \quad (1)$$

$$PY_t = \alpha_2 + \beta_2 NOT_t + \varepsilon_{2t} \quad (2)$$

Yukarıdaki modellerde DY net doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ya oranını, PY ise net portföy yatırımlarının GSYİH'ya oranını göstermektedir. Net portföy yatırımları, net doğrudan yabancı yatırımlar ve GSYİH verileri TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS) elde edilmiştir. NOT değişkeni, S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için açıkladıkları kredi notlarının ve not görünümünün sayısal değerini ifade eden Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi (KÜDİ)'ni ifade etmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlar alfanümerik olarak ifade edildiğinden öncelikle kredi notlarının sayılara dönüştürülmesi gerekmektedir. Kredi notlarını sayısal hale getirerek ülkeler arası karşılaştırmalar yapabilmek için, literatürde ilk kez Dadush-Dasgupta (2001) ve Gaillard (2009) bir indeks oluşturmuşlardır. Oluşturulan bu indeks daha sonra Basu vd. (2012), "Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi" (KÜDİ) (Comparative Rating Index for Sovereigns-CRIS) olarak geliştirmişlerdir. İndekste, Moody's'in skalasında yer alan not tanımları esas alınmıştır. Oluşturulan ilk indekste "AAA"dan "C"ye kadar tüm kredi notları 1'den 20'ye kadar puanlandırılmış, Basu vd. (2012) tarafından oluşturulan KÜDİ'de ise "Pozitif", "Durağan", "Negatif" şeklindeki derecelendirme görünümleri de puanlamaya dahil edilmiş ve böylece puanlama sistemi 1'den 60'a kadar olacak şekilde geliştirilmiştir. Basu vd. (2012) tarafından geliştirilen ve yalnızca Moody's'in derecelendirme skalasındaki not tanımlarını temel alan KÜDİ'ye daha sonra Akçayır (2013) tarafından S&P ve Fitch'in derecelendirme skalası da dahil edilerek puanlama tablosu yeniden oluşturulmuştur (Akçayır, 2013:47-49). Bu çalışmada da S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için ilan ettikleri kredi notları ve not görünümleri Basu vd. (2012) ve Akçayır (2013)'ün çalışmalarındaki yöntemle göre sayısallaştırılarak endekse (KÜDİ) dönüştürülmüş ve bahsi geçen üç kredi derecelendirme kuruluşunun kredi notlarının ortalaması alınarak tek bir kredi notu değişkeni (NOT) oluşturulmuştur<sup>1</sup>. Analize dahil edilen kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarının KÜDİ'ye dönüşümü Ek 1'de yer almaktadır. Doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları verileri çeyrekli olmasına rağmen, kredi notu açıklama sıklığı genellikle altı ay ve

<sup>1</sup> Kredi notları, üç kredi derecelendirme kuruluşu tarafından Türkiye'ye verilen yabancı para birimi cinsinden uzun vadeli derecelendirme notlarıdır.

üzerinde olduğu için not duyurusu yapılmayan tarihlerde bir önceki çeyreğin değeri dikkate alınmıştır. Kredi notları verileri kredi derecelendirme kuruluşlarının resmi internet sitelerinden ve Trading Economics sitesinden temin edilmiştir.

#### 4. EKONOMETRİK YÖNTEM ve BULGULAR

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiler eşbütünleşme testleri ile araştırılmaktadır. Uzun dönemli ilişkinin araştırılmasında hangi eşbütünleşme testinin kullanılacağı, değişkenlerin durağanlık düzeylerine (bütünleşme derecelerine) bağlıdır. Bu nedenle öncelikle değişkenlerin durağanlık düzeylerini belirlemek amacıyla Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) ve Phillips Perron (PP) birim kök testleri<sup>2</sup> uygulanmış olup sonuçlar Tablo 1’de gösterilmiştir.

**Tablo 1.** ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF		PP	
	Düzye	Birinci Fark	Düzye	Birinci Fark
NOT	-1.486575* (1)	-6.284596* (0)	-1.366901* (3)	-6.284596* (0)
DY	-2.756081* (3)	-5.543053* (2)	-5.796542* (6)	
PY	-6.510423* (0)		-6.524444* (1)	

Not: ADF testi için Akaike Bilgi Kriterine göre belirlenen uygun gecikme değerleri, PP testi için Newey-West kriterine göre belirlenen bant genişlikleri parantez içinde gösterilmiştir. a: regresyonun sabit terim içerdiğini, \*: %1 anlamlılık düzeyinde değişkenin durağan olduğunu ifade etmektedir.

Birim kök testi sonuçlarına göre, hem ADF hem de PP testine göre NOT değişkeni birinci farkında durağan iken  $I(1)$ , PY değişkeni ise düzeyde durağandır  $I(0)$ . DY değişkeni ise ADF testine göre  $I(1)$ , PP testine göre  $I(0)$  özelliği taşımaktadır. PP ve ADF birim kök testleri serilerdeki olası yapısal kırılmaların varlığını dikkate almamaktadır. Ancak zaman serilerindeki olası yapısal kırılmaların dikkate alınmaması, serilerin durağanlık düzeylerinin doğru belirlenmemesine neden olabilmektedir. Nitekim DY değişkeninin PP ve ADF birim kök testi sonuçlarının birbirinden farklı olması, bu seride bir yapısal kırılma olabileceği şüphesi uyandırmaktadır. Bu bağlamda çalışmada değişkenlerin durağanlık dereceleri, ADF ve PP birim kök testlerine ek olarak, yapısal kırılmanın içsel olarak belirlendiği tek kırılmalı Zivot-Andrews (ZA) (1992) birim kök testi ile de araştırılmış olup sonuçlar Tablo 2’de sunulmuştur.

**Tablo 2.** Zivot-Andrews Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler		Model A		Model B		Model C	
		%1	%5	%1	%5	%1	%5
NOT	Test İstatistiği	-2.199105 (1)		-3.442427 (1)		-3.343501 (1)	
	Kırılma Tarihi	2016Q2		2016Q1		2015Q4	
DY	Test İstatistiği	-4.648383 (3)		-3.864243 (3)		-4.922656 (3)	
	Kırılma Tarihi	2005Q3		2006Q3		2005Q3	
PY	Test İstatistiği	-7.252360 (0)		-7.126317 (0)		-7.207012 (0)	
	Kırılma Tarihi	2015Q1		2013Q1		2015Q1	
Kritik Değerler		-5.34	-4.93	-4.80	-4.42	-5.57	-5.08

Not: Model A sabit terimde, Model B eğimde, Model C ise hem sabit terim hem de eğimde meydana gelen yapısal kırılmayı ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler Akaike Bilgi Kriterine (AIC) göre belirlenen uygun gecikme uzunluklarını göstermektedir.

ZA birim kök testinde hesaplanan test istatistiğinin mutlak değer olarak ZA kritik değerinden büyük olması durumunda, yapısal kırılma olmadan birim kökün varlığını gösteren sıfır hipotezi reddedilmektedir. Alternatif hipotez ise bir yapısal

<sup>2</sup> ADF ve PP durağanlık testleri için regresyonda sabit terim ve trendin yer alıp almamasına, bu katsayıların anlamlılıkların göre karar verilmiştir.

kırılma ile birlikte serinin durağan olduğu şeklindedir (Yıllancı ve Özcan, 2010:26). ZA birim kök testi sonuçları incelendiğinde, NOT değişkeni ile DY değişkeninin her üç modele göre birim kök içerdiği, PY değişkeninin ise durağan olduğu görülmektedir. ADF test sonucuna göre I(1), PP test sonucuna göre ise I(0) olarak bulunan DY değişkenin, ZA test sonucuna göre de birim kök içermesi nedeniyle, DY değişkeninin I(1) olduğuna karar verilmiştir.

Birim kök testi sonuçlarına göre, her ikisi de birinci farklarında durağan olan NOT değişkeni ile DY değişkeni arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığı, Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius (1990)'un geliştirdikleri Johansen eşbütünleşme yöntemi ile birinci farkında durağan olan NOT değişkeni ile düzeyde durağan olan PY değişkeni arasındaki eşbütünleşme ilişkisi ise Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen ARDL sınır testi yöntemi ile araştırılacaktır. Çalışmada ilk olarak NOT ile DY değişkeni arasındaki eşbütünleşme ilişkisi araştırılacak, ardından NOT ile PY değişkeni arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin araştırılmasına geçilecektir.

VAR (Vector Autoregressive) analizine dayanan Johansen eşbütünleşme testi uygulanmadan önce kısıtsız bir VAR modeli tahmin edilerek, modelin uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Çalışmada kullanılan değişkenlerin çeyrekli olması nedeniyle, VAR modelinde uygun gecikme değerinin tespitinde en büyük gecikme değeri 8 olarak seçilmiş ve ulaşılan sonuçlara Tablo 3'de yer verilmiştir.

**Tablo 3.** Johansen Eşbütünleşme Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme Sayısı	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	0.002633	-0.263696	-0.203710	-0.239663
1	246.8194	0.000113	-3.410054	-3.230096	-3.337957
2	22.60436*	9.24e-05*	-3.614252*	-3.314322*	-3.494091*
3	4.796999	9.57e-05	-3.579612	-3.159709	-3.411386
4	6.587583	9.65e-05	-3.572454	-3.032580	-3.356164
5	1.705632	0.000104	-3.496271	-2.836425	-3.231916
6	1.247904	0.000114	-3.413913	-2.634095	-3.101494
7	3.937411	0.000119	-3.374169	-2.474379	-3.013686
8	3.120311	0.000125	-3.323231	-2.303469	-2.914683

Not: İlgili bilgi kriteri için uygun gecikme uzunluğu (\*) simgesi ile belirtilmiştir. FPE (Final Prediction Error); Son Tahmin Hata Kriterini, AIC (Akaike Information Criterion); Akaike Bilgi Kriterini, HQ (Hannan-Quin Information Criterion); Hannan-Quin Bilgi Kriterini, LR (Sequential Modified LR Test Statistic); Ardışık Modifiye Edilmiş LR Test İstatistiğini ve SC (Schwarz Information Criterion); Schwarz Bilgi Kriterini ifade etmektedir.

Tablo 3'e göre, tüm bilgi kriterleri 2 gecikme için minimum değer verdiğinden, Johansen eşbütünleşme testi için uygun gecikme sayısı 2 olarak belirlenmiştir. Johansen eşbütünleşme testine ait sonuçlar Tablo 4'de yer almaktadır.

**Tablo 4.** Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>	İz İstatistiği	Kritik Değer %5	Olasılık	Maks.Özdeğer İstatistiği	Kritik Değer %5	Olasılık
$r = 0$	$r \geq 1$	7.628278	15.49471	0.5060	5.597214	14.26460	0.6653

Not: Johansen eşbütünleşme testi için model seçiminde AIC bilgi kriteri kullanılmıştır. Model 3'de (sabitli ve trendsiz model) AIC kriteri minimum değeri verdiği için eşbütünleşme testinde Model 3 seçilmiştir.

Tablo 4 incelendiğinde, Johansen eşbütünleşme testi sonucunda hesaplanan İz test istatistiği ve Maksimum Özdeğer test istatistiği değerleri %5

düzeyindeki kritik değerden küçük olduğundan, DY değişkeni ile NOT değişkeni arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını belirten sıfır hipotezi ( $r=0$ ), en az bir tane eşbütünleşme ilişkisinin olduğunu ifade eden alternatif hipotez ( $r \geq 1$ ) karşısında kabul edilmektedir. Ulaşılan bu sonuç, analiz döneminde doğrudan yatırımlar ile kredi derecelendirme kuruluşları tarafından Türkiye'ye verilen kredi notları arasında uzun dönemli ilişkinin söz konusu olmadığını ortaya koymaktadır. Diğer bir deyişle doğrudan yatırımlar kredi notlarından etkilenmemektedir. Doğrudan yatırımların temel belirleyicilerinin; pazar büyüklüğü, işgücü maliyetleri, fiziki altyapı, yatırım teşvikleri ve vergi politikaları gibi daha ziyade reel faktörler olduğu dikkate alındığında, doğrudan yatırımların kredi notlarından etkilenmemesinin aslında beklenen bir olgu olduğunu söylemek mümkündür.

Birim kök testi sonuçlarına göre, PY değişkeni düzeyde durağan [I(0)] iken, NOT değişkeni birinci farkında durağan [I(1)] olduğundan, bu değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi, değişkenlerin aynı dereceden durağan olmaları durumunda uygulanabilen, Johansen eşbütünleşme testi ile araştırmak mümkün değildir. Bu nedenle PY ile NOT değişkeni arasındaki eşbütünleşme ilişkisi, değişkenlerin farklı düzeylerde durağan olmaları durumunda uygulanabilen<sup>3</sup> ARDL sınır testi yöntemiyle araştırılmıştır.

Sınır testinde ilk olarak kısıtlanmamış hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir. Kısıtlanmamış hata düzeltme modelinin çalışma için düzenlenmiş şekli (3) numaralı denklemde gösterilmektedir.

$$\Delta(PY)_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_1 \Delta(PY)_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_2 \Delta(NOT)_{t-i} + \beta_3 (PY)_{t-1} + \beta_4 (NOT)_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

İlk aşamada (3) numaralı model için uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Gecikme uzunluğunun belirlenmesinde AIC, SC, FPE ve HQ gibi bilgi kriterlerinden yararlanılmakta ve bilgi kriterine göre en düşük değeri veren model uygun model olarak belirlenmektedir. Bu çalışmada uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde AIC kriteri kullanılmış olup en küçük AIC değerine karşılık gelen ARDL (1,1) modeli uygun model olarak seçilmiştir. Tablo 5'de Eviews 10 programı kullanılarak AIC kriterine göre belirlenen en iyi 20 model sonuçları yer almaktadır<sup>4</sup>.

**Tablo 5.** Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Model	AIC	Seçim
1	-4.565226	<b>ARDL(1, 1)</b>
2	-4.563141	ARDL(1, 6)
3	-4.562292	ARDL(1, 0)
4	-4.547182	ARDL(2, 1)
5	-4.544202	ARDL(1, 2)
6	-4.542186	ARDL(1, 7)
7	-4.540510	ARDL(2, 0)
8	-4.540317	ARDL(2, 6)

<sup>3</sup> Ancak değişkenlerin ikinci farklarında durağan olması [I(2)] durumunda ARDL yöntemi uygulanamamaktadır.

<sup>4</sup> Çalışmada kullanılan verilerin çeyrekli olması nedeniyle, uygun gecikme uzunluğunun tespitinde maksimum gecikme değeri 8 olarak alınmıştır.

9	-4.533177	ARDL(1, 3)
10	-4.527801	ARDL(2, 2)
11	-4.523294	ARDL(3, 1)
12	-4.519163	ARDL(1, 8)
13	-4.518998	ARDL(2, 7)
14	-4.515711	ARDL(3, 0)
15	-4.515179	ARDL(3, 6)
16	-4.514691	ARDL(2, 3)
17	-4.509207	ARDL(1, 4)
18	-4.504024	ARDL(4, 1)
19	-4.503034	ARDL(3, 2)
20	-4.497724	ARDL(1, 5)

(3) numaralı denklemde değişkenler arasındaki eşbütünlük ilişkisi, sıfır ( $H_0: \beta_3=\beta_4=0$ ) hipotezinin F testi ile sınanması yoluyla belirlenmektedir. Hesaplanan F istatistiği Pesaran vd. (2001)'deki alt ve üst kritik değerleri ile karşılaştırılmaktadır. Hesaplanan F istatistik değeri üst kritik değerden daha büyükse, değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisi olmadığını ifade eden sıfır hipotezi reddedilmekte ve böylece eşbütünlük ilişkisinin varlığı kabul edilmektedir. Eğer hesaplanan F istatistik değeri alt kritik değerden küçükse, değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Hesaplanan F istatistiğinin alt ve üst kritik sınır değerleri arasında olması halinde net bir yorum yapılabilmek mümkün olmamaktadır (Çağlayan, 2006: 426). ARDL (1,1) modeline ait sınır testi sonuçları Tablo 6'da verilmiştir.

**Tablo 6.** ARDL (1,1) Modeli Sınır Testi Sonuçları

k	F- İstatistiği	Kritik Sınır Değerleri (%1 Anlamlılık Düzeyi)	
		Alt Sınır	Üst Sınır
1	16.51849	4.94	5.58

Not: k, modeldeki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik sınır değerleri, Pesaran vd. (2001:300)'de yer alan Tablo CI (iii)'den elde edilmiştir.

Tablo 6'da görüldüğü üzere hesaplanan F istatistiği, Pesaran'ın üst sınır değerinden büyük olduğundan değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisinin olmadığını ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiştir. Yani NOT ile PY değişkenleri arasında eşbütünlük ilişkisi tespit edilmiştir.

Değişkenler arasındaki eşbütünlük ilişkisinin varlığı belirlendikten sonra, izlenmesi gereken bir sonraki aşama, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin tahmin edilmesidir. Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkinin araştırılması için oluşturulan ARDL modelinin çalışmaya göre düzenlenmiş hali (4) numaralı denklemde gösterilmektedir.

$$(PY)_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 (PY)_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 (NOT)_{t-i} + e_t \quad (4)$$

Tablo 7'de ARDL(1,1) modeline ilişkin tahmin sonuçları, uzun dönem katsayıları ve modelin tanıtıcı test sonuçları yer almaktadır.

**Tablo 7.** ARDL(1,1) Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
PY(-1)	0.223174	2.018953 (0.0468)
NOT	0.005104	1.678358 (0.0971)
NOT(-1)	-0.003821	-1.284329 (0.2026)
C	-0.025280	-1.547003 (0.1257)

Uzun Dönem Katsayıları		
NOT	0.001652	2.069413 (0.0417)
C	-0.032542	-1.605375 (0.1123)
Tanısal Testler		
Otokorelasyon	0.792668 (0.6728)	
Değişen Varyans	0.683833 (0.8770)	
Normallik	0.046832 (0.9768)	

Not: PY bağımlı değişkendir. İstatistiklere ilişkin olasılık değerleri parantez içinde yer almaktadır.

ARDL (1,1) modelinin istikrarlılığının belirlenmesinde otokorelasyon, Breusch Godfrey LM testi ile değişen varyans, Breusch-Pagan-Godfrey testi ile ve normal dağılım Jarque Bera testi ile araştırılmıştır. Tüm tanısal test sonuçlarının olasılık değerlerinin 0.05'den büyük olması; otokorelasyon testine göre modelde otokorelasyonun olmadığını ifade eden sıfır hipotezinin, değişen varyans testine göre modelde değişen varyansın olmadığını ifade eden sıfır hipotezinin ve normallik testine göre hata terimlerinin normal dağıldığını ifade eden sıfır hipotezinin kabul edildiğini göstermektedir. Dolayısıyla ARDL (1,1) modelinin tanısal test sonuçları modelde herhangi bir sorun olmadığını ifade etmektedir.

Tablo 7'nin ikinci bölümünde yer alan uzun dönem katsayı sonuçlarına bakıldığında, KÜDİ indeksinde meydana gelen 1 puanlık bir artışın portföy yatırımlarını % 0.0016 oranında artırdığı görülmektedir. NOT değişkeninin PY değişkeni üzerindeki etkisi pozitif ve anlamlı olmakla birlikte katsayının oldukça düşük olması, Türkiye'ye verilen kredi notlarının portföy yatırımları üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını işaret etmektedir.

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkinin araştırılmasında ise ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli kullanılmaktadır. ARDL yöntemine dayalı hata düzeltme modelinin çalışmaya uyarlanmış hali (5) numaralı denklemde yer almaktadır.

$$\Delta(PY)_t = \beta_0 + \beta_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_2 \Delta(PY)_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 \Delta(NOT)_{t-i} + u_t \quad (5)$$

(5) numaralı denklemdeki  $EC_{t-1}$ , hata düzeltme katsayısı olarak adlandırılmakta olup (4) numaralı uzun dönem denkleminden elde edilen hata teriminin bir dönem gecikmeli değeridir. Hata düzeltme katsayısı, değişkenler arasında kısa dönemdeki dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde giderileceğini göstermektedir. Hata düzeltme modelinin çalışması için, hata düzeltme katsayısının istatistiki olarak anlamlı ve negatif işaretli olması gerekmektedir (Karaca, 2005:9). ARDL yöntemine dayalı hata düzeltme modeli tahmin sonuçları Tablo 8'de gösterilmektedir.

**Tablo 8.** ARDL (1,1) Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
D(NOT)	0.005104	1.714096 (0.0903)
EC(-1)	-0.776826	-7.124896 (0.0000)

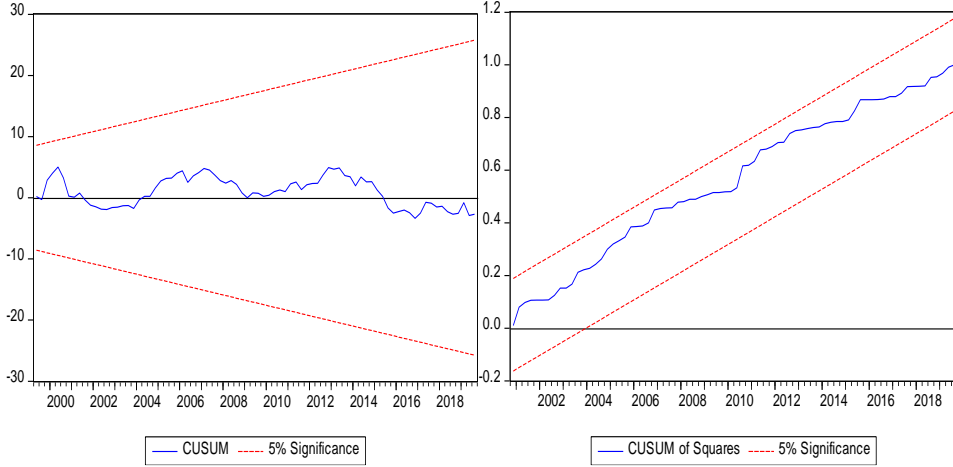
Not: Bağımlı değişken D(PY)'dir. EC(-1) hata düzeltme terimidir. İstatistiklere ilişkin olasılık değerleri parantez içinde yer almaktadır.

Hata düzeltme modeli sonuçları incelendiğinde, Tablo 7'deki sonuçlarla paralellik arz ettiği görülmektedir. Uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de NOT değişkeninin PY üzerindeki etkisi, pozitif ve istatistiki olarak anlamlı (% 9 düzeyinde) olmakla birlikte, portföy yatırımlarının kredi notlarından etkilenme

derecesi oldukça düşüktür. Hata düzeltme katsayısının negatif işaretli ve anlamlı olması, uzun dönemli analiz sonuçlarını desteklemektedir.

ARDL (1,1) modelinde yer alan katsayıların yapısal istikrarlılığı, Cusum ve Cusum of Squares testleri ile sınanmıştır. Cusum ve Cusum of Squares test istatistiklerinin %5 anlamlılık düzeyinde kritik sınırlar içinde kalması, modeldeki katsayıların istikrarlı olduğunu ifade eden sıfır hipotezinin kabul edildiği anlamına gelmektedir (Bahmani-Oskooee and Wing Ng, 2002:153-154). Cusum ve Cusum of Squares test sonuçlarını gösteren Şekil 1'e bakıldığında, tahmin edilen ARDL(1,1) modelindeki katsayıların istikrarlı olduğu görülmektedir.

Şekil 1. ARDL(1,1) Modeli Katsayı İstikrarlılık Sonuçları



## SONUÇ

Bu çalışmada 1998:Q1-2019:Q3 döneminde üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olan S&P, Moody's ve Fitch tarafından Türkiye'ye verilen kredi notlarının portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi Johansen ve sınır testine dayalı ARDL eşbütünleşme yöntemleri ile analiz edilmiştir. İlgili literatürde kredi notlarının, ülkelerin potansiyel sermaye akımlarının belirlenmesinde ve uluslararası yatırımcıların yatırım kararlarında dikkate aldıkları önemli bir faktör olduğu belirtilmekle birlikte, çalışmadan elde edilen bulgular, bu durumun Türkiye açısından geçerliliğinin sınırlı olduğunu ve kredi derecelendirme kuruluşları tarafından açıklanan notların sermaye akımlarını yönlendirmede yeterince etkili bir faktör olmadığını ortaya koymaktadır.

Ampirik analiz bulgularına göre, kredi notları ile doğrudan yatırımlar arasında bir ilişki yoktur. Diğer bir deyişle, kredi notları doğrudan yatırımları etkilememektedir. Kredi notlarının portföy yatırımları üzerindeki etkisi ise pozitifdir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları kredi notlarının uzun vadeli doğrudan yatırımlardan ziyade kısa vadeli ve akışkan bir niteliğe sahip olan portföy yatırımlarını etkilemesi aslında beklenen bir olgudur. Çünkü yapısı itibarıyla uzun vadeli olduğundan portföy yatırımlarına göre daha istikrarlı ve güvenilir bir finansman kaynağı olan doğrudan yatırımların temel belirleyicileri;

pazar büyüklüğü, fiziki altyapı, işgücü maliyetleri, yatırım teşvikleri ve vergi politikaları gibi ev sahibi ülkeye özgü olan reel faktörlerdir.

Tahmin edilen ARDL modeli, kredi notlarının portföy yatırımlarını pozitif olarak etkilediğini ancak bu etkinin oldukça zayıf olduğunu göstermektedir. Kredi notlarının portföy yatırımları üzerindeki etkisinin zayıf olmasının muhtemel sebeplerinden birisi, Türkiye'ye yönelen portföy yatırımlarının, kredi notlarından ziyade sermaye akımlarını belirleyen diğer faktörlere daha duyarlı olması olabilir. Bu çalışmanın amacı sermaye akımlarını belirleyen faktörlerin araştırılması olmadığından, bu konuda yapılmış ampirik çalışmaların ayrıntılı olarak incelenmesi bu çalışmanın kapsamını aşmaktadır. Ancak sermaye akımlarını iten ve çeken faktörlerin belirlenmesine yönelik olarak yapılan çalışmalar incelendiğinde, genellikle çeken faktörleri temsilen büyüme oranı, faiz oranı, enflasyon oranı gibi değişkenlerin, iten faktörler olarak ise uluslararası faiz oranları, büyüme oranları ve küresel risk iştahı göstergesi olarak VIX indeksinin kullanıldığı görülmektedir. Ayrıca literatürde Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının belirlenmesinde dışsal faktörler olarak da nitelendirilen çeken faktörlerin ağırlığının daha fazla olduğu belirtilmektedir.

Kredi notlarının portföy yatırımları üzerindeki etkisinin zayıf olmasının muhtemel bir diğer sebebi, 1990 sonrası dönemde Türkiye'nin kredi notunun genellikle yatırım yapılabilir seviyenin altında kalması olabilir. Diğer bir deyişle ülke notu yatırım yapılabilir düzeyin üzerinde olan ülkelerde, kredi notunun sermaye akımlarını yönlendirici etkisi daha fazla olabilir. Nitekim Kanlı ve Barlas (2011), ülke kredi notu yatırım yapılabilir seviyeye yükseltile 20 vakayı inceledikleri çalışmalarında, kredi notu yatırım yapılabilir düzeye ulaşan ülkelerin daha fazla portföy yatırımı çekebildiklerini belirtmektedirler.

Üzerinde durulması gereken bir diğer nokta ise kredi derecelendirme kuruluşlarına ve yaptıkları değerlendirmelere yönelik eleştirilerdir. Özellikle 2008 Krizi sonrası dönemde kredi derecelendirme kuruluşları; verdikleri notların ülkelerin genel ekonomik durumlarıyla örtüşmediği, krizleri öngöremedikleri ve hatta krizleri derinleştirdikleri yönünde yoğun eleştirilerle karşılaşmışlar ve bu durum derecelendirme kuruluşlarının ve verdikleri notların güvenilirliğinin ciddi şekilde sorgulanmasına yol açmıştır. Türkiye için açıklanan kredi notları da, ülkedeki ekonomik göstergelerin seyri ile paralellik göstermediği ve Türkiye'nin hak ettiği kadar düşük olduğu gerekçesiyle çeşitli kesimler tarafından eleştirilmektedir. Bu bağlamda kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güvenin azalması da kredi notlarının portföy yatırımları üzerindeki etkisinin zayıflamasına ve yatırımcıların kredi notlarından ziyade sermaye akımlarını yönlendiren diğer faktörlere daha fazla itibar etmelerine yol açmış olabilir.

Sonuç olarak ülke kredi notları, ülkelerin borçlanma maliyetlerinin belirlenmesi ve yatırımcıları bilgilendirmek açısından önemli bir gösterge olmakla birlikte, sermaye akımlarını yönlendirme fonksiyonlarının kesin ve belirgin olduğunu söylemek mümkün değildir. Türkiye için açıklanan kredi notları doğrudan yatırımları etkilemezken, portföy yatırımlarını üzerindeki etkisinin



oldukça zayıf olması, kredi notlarının sermaye akımlarını yönlendirmede tek başına yeterli ve yeterince etkili bir faktör olmadığına işaret etmektedir.

### **Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı**

Makalenin tüm süreçlerinde Yönetim ve Ekonomi Dergisi'nin araştırma ve yayın etiği ilkelerine uygun olarak hareket edilmiştir.

### **Yazarların Makaleye Katkı Oranları**

Makalenin tamamı Dr. Öğr. Üyesi Nagehan KESKİN tarafından kaleme alınmıştır.

### **Çıkar Beyanı**

Yazarın herhangi bir kişi ya da kuruluş ile çıkar çatışması yoktur.

### **KAYNAKÇA**

- Akçayır, Ö. (2013). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenilirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Isparta.
- Akçayır, Ö. ve Doğan, B. (2016). Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Sermaye Hareketleri Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *International Congress on European Union Relations, Economics, Finance and Econometrics (EUREFE'16)* 14-16 July, Aydın, [https://www.researchgate.net/publication/312589261\\_Ulke\\_Kredi\\_Derecelendirme\\_Notlarinin\\_Uluslararası\\_Sermaye\\_Hareketleri\\_Uzerine\\_Etkisi\\_Türkiye\\_Ornegi/link/5883ef4cac\\_a272b7b4442563/download](https://www.researchgate.net/publication/312589261_Ulke_Kredi_Derecelendirme_Notlarinin_Uluslararası_Sermaye_Hareketleri_Uzerine_Etkisi_Türkiye_Ornegi/link/5883ef4cac_a272b7b4442563/download) (Erişim Tarihi: 12.04.2020).
- Bahmani-Oskooee, M. and Wing Ng, R.C. (2002). Long-Run Demand for Money in Hong Kong: An Application of the ARDL Model. *International Journal of Business and Economics*, 1(2), 147-155.
- Basu, K., Bisen, A., De, S., Ghosh, R. (2012). Comparative Rating Index for Sovereigns (CRIS): A Report Based on "The Relativity of Sovereigns: A New Index of Sovereigns Credit Ratings and an Analysis of How Nations Fared over the Last Six Years. *Ministry of Finance, Government of India*, [http://esocialsciences.org/Articles/show\\_Article.aspx?qsbGp0U9EHmCw/EpGtd/DaF5rQ+ITh71q/JMR9coAHeA=](http://esocialsciences.org/Articles/show_Article.aspx?qsbGp0U9EHmCw/EpGtd/DaF5rQ+ITh71q/JMR9coAHeA=) (Erişim Tarihi: 23.04.2020).
- Bayar, Y. ve Kılınç, C. (2014). Effects of Sovereign Credit Ratings on Foreign Direct Investment Inflows: Evidence from Turkey. *Journal of Applied Finance and Banking*, 4(2), 91-109.
- Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. (1998). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:1998-58.
- Bevan, A. A. ve Estrin, S. (2004). The Determinants of Foreign Direct Investment into European Transition Economies. *Journal of Comparative Economics*, 32(4), 775-787.
- Çağlayan, E. (2006). Enflasyon, Faiz Oranı ve Büyümenin Yurtiçi Tasarruflar Üzerindeki Etkileri. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, XXI(1), 423-438.
- Çolak, Y. (2017). Türkiye'nin Makroekonomik Değişkenleri ile Kredi Notları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Moody's Örneği. *Uluslararası Ekonomi, İşletme ve Politika Dergisi*, 1(1), 61-74.
- Değertekin, E.A. (2012). "Yatırım Yapılabilir Ülke Notunun Sermaye Piyasalarına Etkisi". *Sermaye Piyasasında Gündem*, Sayı:114, Şubat, 11-25.
- Emara, N. ve El Said, A. (2015). Revisiting Sovereign Ratings, Capital Flows and Financial Contagion in Emerging Markets. *World Journal of Applied Economics*, Vo:1, No:2, 3-22.
- Emir, M. ve Güneş, B. (2019). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Vermiş Olduğu Rating Notlarının Doğrudan Yabancı Sermayeye Etkileri: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. 23. *Finans Sempozyumu Bildiri Kitabı* (Ed: Jale S. Oran ve Meltem Ulusan Polat), Marmara Üniversitesi İşletme Fakültesi, İstanbul, Ekim, 650-671.

- Emir, M., Uysal, M. ve Doğru, B. (2013). Ülkenin Risklilik Durumu ile Ülkeye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği. *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, 27(2), 79-92.
- Erkan, M. ve Demircioğlu M.Y.(2011). Türkiye'ye Verilen Derecelendirme Notlarının Yabancı Yatırım Girişine Etkisinin Yıllar İtibariyle İncelenmesi. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2(1), 209-239.
- Gaillard, N. (2009). The Determinants of Moody's Sub-Sovereign Ratings. *International Journal of Finance and Economics*, No:31, 194-204.
- Gande A. ve Parsley D. (2004). Sovereign Credit Ratings and International Portfolio Flows. October, 1-46, <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2004/ecbimf/pdf/parsle.pdf> (Erişim Tarihi: 12.01.2021).
- Günal, M. (2019). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü ve Krizlerdeki Etkileri. *Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 9(1), 147-155.
- Illiescu E.M. ve Dinu, F. A. (2011). Country Risk Importance on Investment Decision Making. *Economia Seria Management*, 14(2), 371-379.
- İskenderoğlu, Ö. ve Balat, A. (2018). Ülke Kredi Notlarının CDS Primleri Üzerindeki etkisi: BRICS Ülkeleri ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 12(2), 47-64.
- Johansen, S. ve Juselius, K. (1990). Maksimum Likelihood Estimation Inference on Cointegration with Application to the Demand for Money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52(2), 169-210.
- Kang, T. S. ve Kim K. (2019). Push vs. Pull Factors of Capital Flows Revisited: A Cross-country Analysis. *KIEP (Korea Institute for International Economic Policy) Working Paper*, No:19-01, 1-40.
- Kanlı, İ.B. ve Barlas, Y. (2011). Eşiği Aşınca: Kredi Notunun Yatırım Yapılabilir Seviyeye Yükselmesinin Etkileri. *TCMB Çalışma Tebliği*, No:11/23.
- Kanlı, K. N. ve Aydoğuş O. (2017). Ülke Risk Faktörlerinin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Belirleyici Etkisi. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 17(2), 179-190.
- Karaca, O. (2005). Türkiye'de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?. *TEK Tartışma Metni*. No:2005/14, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/karaca-05.pdf> (Erişim Tarihi:10.05.2006).
- Karagöl, E. T. ve Mıhçıokur, Ü. İ. (2012). Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar. *SETA Rapor*, No:7, Eylül.
- Kargı, B. (2014). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Türkiye'nin Kredi Notu Üzerine Bir İnceleme (1998-2013). *The Journal of Academic Social Science Studies*, No:24, 351-370.
- Kim, S.J ve Wu, E. (2008). Sovereign Credit Ratings, Capital Flows and Financial Developments in Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, 9(1), 17-39.
- Ovalı, S. (2014). Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: AB İle Karşılaştırmalı Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 10(23), 53-80.
- Pesaran, M. H.,Shin, Y. and Smith, R. J. (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3): 289-326.
- Pirgalip, B. (2017). Derecelendirme Notu Değişikliklerinin Borsa İstanbul (BIST) Pay Piyasası'na Etkileri. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 17(3), 351-368.
- Sandalcılar, A.R., Altuner, A. ve Çolak, Y. (2019). Kırılgan 8'lide Makroekonomik Değişkenler İle Kredi Notları Arasındaki İlişki. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, Sayı: 23, 257-276.
- Seval, B. (2018). *Kredi Derecelendirmesi*. SPL Lisanslama Sınavları Çalışma Notları.
- Suadiye, G. (2006). Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(6), 1-16.
- TCMB (2010). *Derecelendirme Kuruluşları*. Bülten, Sayı:18.
- UNCTAD (1998). *World Investment Report 1998: Trends and Determinants*. United Nations New York and Geneva, [http://unctad.org/en/Docs/wir1998\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/wir1998_en.pdf) (Erişim Tarihi: 08.01.2015).

- Vergili, G., Öztürk M.B. ve Balat, A. (2018). Türkiye'nin Ülke Kredi Notları İle Doğrudan Yabancı Yatırımları Arasındaki Uzun Dönemli İlişki: Standard&Poors Örneği. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10(25), 629-637.
- Yazıcı M. (2009). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi. *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(2), 4-20.
- Yılancı, V. ve Özcan, B. (2010). Yapısal Kırımlar Altında Türkiye İçin Savunma Harcamaları İle GSMH Arasındaki İlişkinin Analizi. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11(1), 21-33.
- Yılmaz, T., Zeren, F. ve Balıkçı, B. (2017). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sermaye Akımları Üzerinde Etkisi: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Uygulama. (Ed. Şakir Sakarya, Sinan Aytekin, Hasan Hüseyin Yıldırım, Melek Aksu), 21. *Finans Sempozyumu Bildiri Kitabı*, Balıkesir Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, 18-21 Ekim. Balıkesir, 417-432.
- Zivot, E. ve W.K.A. Donald (1992). Further Evidence on the Great Crash, the Oil Price Shock, and the Unit-Root Hypothesis. *Journal of Business and Economic Statistics*, 10(3), 251-270.
- Fitch Ratings (2020). <http://www.fitchratings.com>
- Moody's (2020). <http://www.moodys.com>
- Standard and Poor's (2020). <http://www.standardandpoors.com>
- Trading Economics (2020). <http://www.tradingeconomics.com>

**Ek 1. Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi'ne (KÜDİ) Esas Teşkil Eden Puanlama Sistemi**

S&P ve Fitch Not Skalası	Moody's Not Skalası	Not Görünümü	Orijinal KÜDİ Puanı
AAA	Aaa	(+) Pozitif	-
		(0) Durağan	60
		(-) Negatif	59
AA+	Aa1	(+) Pozitif	58
		(0) Durağan	57
		(-) Negatif	56
AA	Aa2	(+) Pozitif	55
		(0) Durağan	54
		(-) Negatif	53
AA-	Aa3	(+) Pozitif	52
		(0) Durağan	51
		(-) Negatif	50
A+	A1	(+) Pozitif	49
		(0) Durağan	48
		(-) Negatif	47
A	A2	(+) Pozitif	46
		(0) Durağan	45
		(-) Negatif	44
A-	A3	(+) Pozitif	43
		(0) Durağan	42
		(-) Negatif	41
BBB+	Baa1	(+) Pozitif	40
		(0) Durağan	39
		(-) Negatif	38
BBB	Baa2	(+) Pozitif	37
		(0) Durağan	36
		(-) Negatif	35
BBB-	Baa3	(+) Pozitif	34
		(0) Durağan	33
		(-) Negatif	32
BB+	Ba1	(+) Pozitif	31
		(0) Durağan	30
		(-) Negatif	29
BB	Ba2	(+) Pozitif	28
		(0) Durağan	27
		(-) Negatif	26

BB-	Ba3	(+) Pozitif	25
		(0) Durağan	24
		(-) Negatif	23
B+	B1	(+) Pozitif	22
		(0) Durağan	21
		(-) Negatif	20
B	B2	(+) Pozitif	19
		(0) Durağan	18
		(-) Negatif	17
B-	B3	(+) Pozitif	16
		(0) Durağan	15
		(-) Negatif	14
CCC+	Caa1	(+) Pozitif	13
		(0) Durağan	12
		(-) Negatif	11
CCC	Caa2	(+) Pozitif	10
		(0) Durağan	9
		(-) Negatif	8
CCC-	Caa3	(+) Pozitif	7
		(0) Durağan	6
		(-) Negatif	5
CC+	Ca	(+) Pozitif	4
		(0) Durağan	3
		(-) Negatif	2
C	C		1

**Kaynak:** Basu vd., 2012:8-9; Akçayır, 2013:48

## SUMMARY

The volume of capital movements between countries has reached significant dimensions with the financial liberalization policies becoming widespread in the 1980s. In this process, the expansion of financial markets and the emergence of new financial instruments caused an increase in the role and importance of credit rating agencies and their activities in financial markets. In general, credit rating is the process of evaluating and rating the debtor's ability and willingness to pay his debt on time and in full by independent institutions. Credit rating agencies that aim to reduce asymmetric information problems between parties in financial markets also rate banks, public institutions, local governments and companies in addition to countries. Nowadays, the three major rating institutions that dominate the international market are Standard and Poor's, Moody's and Fitch.

Country credit rating expresses the opinions of credit rating agencies about whether a country has the capability to fulfill its financial obligations on time. The country's credit rating presents an importance both for countries in need of capital and for international investors. Credit ratings are both an important indicator in determining the borrowing costs of countries and provide international investors the opportunity to make comparisons between countries in their decision-making processes. In this context, although the country credit ratings announced by the credit rating agencies are an opinion, they have the potential to direct international capital flows by influencing the investment decisions of investors. With the increase in the credit rating given to countries, the improvement in risk perceptions

and the expansion in the base of potential foreign investors are expected to increase the country's access to international capital. Capital flows in the form of portfolio investments head to the debt securities and stock markets. With the increase in the country's credit rating, the increase of the prices in these markets and the amount of foreign capital, there may be an extension in the average maturity. In addition, falling country riskiness, foreign capital inflows and the improvement in expectations and perceptions about the country with a higher credit rating also have the potential to strengthen capital inflows in the form of direct investments.

When the relevant literature is examined, it is noteworthy that the studies on country credit ratings focus on a few headings, and the number of studies examining the effect of country credit ratings on capital flows are quite limited. In this context, in this study, it was aimed to research the effect of credit ratings given to Turkey by three major international credit rating agencies Standard and Poor's, Moody's and Fitch on portfolio investments and foreign direct investments. Since the ratings given by credit rating agencies are expressed alphanumerically, the credit ratings and rating views announced for Turkey by S&P, Moody's and Fitch are converted into numerical data by using Comperativ Rating Index for Sovereigns in the study. In this study, including 1998: Q1-2019: Q3 period, while the relationship between the credit ratings given to Turkey and foreign direct investments was investigated with Johansen cointegration method the relationship between credit ratings and portfolio investments was investigated with ARDL method that is based on limit test approach.

Analysis results reveal that there is no long-term relationship between credit ratings and direct investments. In other words, the credit ratings given to Turkey do not affect direct investments. Considering that the main determinants of direct investments are more like real factors specific to the host country, it can be evaluated as an expected result that direct investments are not affected by credit ratings. The effect of credit ratings on portfolio investments is positive and significant as expected. However the fact that the coefficient is quite low in the estimated ARDL model indicates that the effect of credit ratings given to Turkey on portfolio investments is quite weak. It is evaluated that there are several possible reasons for the weak effect of credit ratings on portfolio investments. One of the possible reasons is, the portfolio investments directed to Turkey may be more sensitive to other factors determining capital flows rather than credit ratings. In the period after 1990, the fall of Turkey's credit rating usually below the level of investment grade can be another reason. Especially in the post-2008 period, credit rating agencies were criticized that they could not predict financial crises and that the ratings they announced were not compatible with the general economic conditions of the countries. This situation has reduced the credibility of credit rating agencies and led to questioning of their ratings. Therefore, the decrease in trust in credit rating agencies appears as another factor that can weaken the effect of credit ratings on portfolio investments. The findings obtained from the study points out that credit ratings announced for Turkey have limited functions of directing and influencing capital flows.