

**Araştırma Makalesi**

Makale Geliş Tarihi: 20.10.2023  
Makale Kabul Tarihi:30.11.2023

**BRİC-T ÜLKELERİ VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ  
OBJEKTİFLİĞİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ<sup>1</sup>**

**EVALUATION OF THE OBJECTIVITY OF BRIC-T COUNTRIES AND CREDIT  
RATING AGENCIES<sup>1</sup>**

Ahmet Can DEĞER<sup>2</sup>

Özlem Ülger DANACI<sup>3</sup>

**ÖZ**

*Küresel ekonominin işleyişinde kritik rol üstlenen Kredi Derecelendirme Kuruluşların bağımsız ve tarafsız bir derecelendirme yapılması ihtiyacı; ülke, şirketler ve yatırımcıların kazanç, maliyet ve itibarı açısından son derece önemlidir. Çünkü derecelendirme ülke ve şirketlerin borçlanma maliyetlerini etkilemektedir. Özellikle 2008 yılında yaşanan finansal kriz ve Lehman Brothers olayı, bu kuruluşların objektifliği konusu dünya genelinde sert eleştirilere maruz kalmıştır. Bu kapsamda BRIC ülkeler ile Türkiye'nin politik, ekonomik ve finansal göstergeleri ortaya konulmuş PRS-ICRG yöntemine göre birleşik skorlar bulunmuştur. Daha sonra Moody's derecelendirme kuruluşun bu ülkelere verdiği kredi notu ve ülkelerin birleşik skorları karşılaştırılmıştır. Moody's istikrarlı ve dengeli göstergelere sahip ülkelerin kredi notunda daha cömert davrandığı ve ülkelerin kredi notu indirimlerinde daha acımasız, kredi notlarını yükseltmede daha ihtiyatlı davrandığı ortaya konulmuştur. Karşılaştırılan ülkelerin risk skorları ile kredi notları geçişkenliğinde ciddi bir tutarsızlık görülmemiştir. Kredi kuruluşlarının değerlendirmesinde nasıl bir tutum izlediği ve ülkelerin ve şirketlerin ucuz maliyetli finansmana ulaşması için nelere dikkat etmesi gerektiği ortaya konulmuştur.*

**Anahtar Sözcükler:** Derecelendirme kuruluşları, objektiflik, karşılaştırma, analiz, PRS-ICRG metodoloji

**.ABSTRACT**

*The need for an independent and impartial rating by Credit Rating Agencies, which play a critical role in the functioning of the global economy, is extremely important in terms of earnings, costs and reputation of the country, companies and investors. Because ratings affect the borrowing costs of countries and companies. Especially after the financial crisis in 2008 and the Lehman Brothers incident, the objectivity of these institutions has been subjected to harsh criticism around the world. In this context, political, economic and financial indicators of BRIC countries and Turkey have been presented and combined scores are found according to the PRS-ICRG method. Then, the credit rating given by Moody's rating agency to these countries and the combined scores of the countries are compared. It has been revealed that Moody's acts more generously in the credit rating of countries with stable and balanced indicators, and is more ruthless in downgrading countries' credit scores and more cautious in increasing their credit scores. There is no serious inconsistency in the pass-through between risk scores and credit scores of the compared countries. It has been revealed what attitude credit institutions follow in their evaluations and what countries and companies should pay attention to in order to access low-cost financing.*

**.Keywords:** rating organizations, objectivity, comparison, analysis, PRS-ICRG methodology

<sup>1</sup> Bu çalışma 2019 yılında tamamlanan 'Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Objektifliğini Değerlendirme: Türkiye ve BRIC Ülkelerinin Kredi Notları ve Karşılaştırmalı Analizi' adlı Yüksek Lisans çalışmasından derlenerek hazırlanmıştır.

<sup>2</sup> Öğr. Gör., Mardin Artuklu Üniversitesi Nusaybin MYO Dış Ticaret Bölümü, Mardin [ahmetcan@artuklu.edu.tr](mailto:ahmetcan@artuklu.edu.tr), ORCID:0000-0002-1906-8270

<sup>3</sup> Doç.Dr., Batman Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, ozlem.ulger@batman.edu.tr, ORCID: [0000-0002-3872-3330](https://orcid.org/0000-0002-3872-3330).

## 1. GİRİŞ

Liberalleşmeyle birlikte sermayenin, karlı ve güvenli yatırımlara yönelme arzusu, finansal araçların çeşitliliğinin artması, sermaye piyasalarının giderek şeffaflığını yitirmesi bununla birlikte ülkelerin ve şirketlerin fon ihtiyaçları finans piyasaları için çözülmesi gereken bir konudur. Derecelendirme yatırımcıların ve fon talep edenlerin risk-getiri ve maliyet belirsizliğini ortadan kaldıracak bilgiyi taraflara sunmaktadır. Derecelendirme kısaca kullanılacak kredinin zamanında ve eksiksiz bir şekilde geri ödenme ihtimali hususunda uluslararası sermaye piyasası kriterlerine uygun tarafsız, bağımsız, adil bir sınıflandırma ve değerlendirme faaliyetleri toplamı olarak ifade edilir. Finansman ihtiyacı olan ülkeler veya şirketler fon gereksinimini sağlayabilmek için hisse senedi, tahvil, bono gibi menkul kıymet ihraç ederler. Fakat yatırımcı neye yatırım yapacağını ve ne seviyede risk ile karşılaşacağını bilememektedir. Bu gibi sorunları çözmek şirket ve ülkeleri değerlendirip derecelendirmek için kredi derecelendirme kuruluşları ortaya çıkmıştır. Bu kuruluşların derecelendirmeleri yatırımcıya tahvil ihraç eden şirketleri (ihraççılar) tanıtmada yardımcı olmaktadır. Sermaye akımlarının serbestleşmesiyle fon arzındaki artışlar , fon talep eden kesimleri krediye ulaştırmadaki etkileri derecelendirme kuruluşlarını kilit bir noktaya taşımıştır.

Derecelendirme kuruluşlarının üstlendiği roller, fon arz edenlerin (yatırımcıların) bilgi ve zaman maliyetinden kurtararak yatırımcıya yön vermeleridir (Blaurock, 2007: 7). Bununla birlikte yatırımcıların risk-getirisini ölçerek belirsizliği ortadan kaldıracak bilgiyi yatırımcıya sunmasıdır. Ayrıca yatırımcılar güvenli liman olarak gördüğü derecelendirilmiş finansal araçlara yöneldiğinden, ülkeler ve şirketler bu yatırımcıların fonlarını kendine çekmek için derecelendirme şirketlerinden, derecelendirilme talebinde bulunmaktadır. Küresel ekonominin işleyişinde kritik rol üstlenen bu kuruluşların bağımsız ve tarafsız bir derecelendirme ihtiyacı; ülke, şirketler ve yatırımcıların kazanç, maliyet ve itibarı açısından son derece önemlidir. Çünkü derecelendirme ülke ve şirketlerin borçlanma maliyetlerini etkilemektedir. (Akçayır, 2013: 1-3).

Kredi derecelendirme notları bir görüş amaçlı olsa da yatırımcıların kararlarında son derece büyük öneme sahiptir. Tahvil alım-satım kararı, dış kaynaklı kredi borçlanması, ülkelerin alt yapı gibi büyük projeleri için ihtiyaç duyulan finansal kaynakların maliyelerine etki etmektedir. ABD ve diğer ülkelerde fon arz ve talebi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu nota göre şekillenmektedir. Bu durum kredi derecelendirmenin saf bir görüş bildirme amacından çıkıp politik ve siyasi anlamda bir güç olarak kullanılabilir (Karagöl & Mihçioğur, 2012: 4). Özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansman ihtiyaçlarını karşılama ihtiyacının şiddeti, bu

kuruluşların fonları yönlendirmedeki önemi göz önünde bulundurulduğunda KDK'nın objektif kararlara verip vermediğinin sorgulanmasını gerekli kılmıştır. Özellikle kriz dönemleri ve sonrasındaki bu kuruluşların kararları eleştirilmektedir. Bu eleştirilerden biri de finansal piyasalarda ortaya çıkan döviz kurlarında ya da piyasayı sarsan benzeri olaylarda yaşanan bazı belirsizliklerde yatırımcıların tedirgin olduğu durumlardan kaynaklı kırılmalıklarda bu kuruluşların eşanlı olumsuz açıklamaları krizi daha da derinleştirdiği (Tekin, 2016: 191). Diğer bir eleştiri de KDK'nın öngöremediği finansal kriz sonralarında ise ülke ve şirketlerin kredi notları sert düşürmesi krizleri kronikleştirmektedir (Çelik, 2004: 70-71).

Meksika krizinde Standart Poor's kriz öncesinde ülke kredi notu BB+ olarak güncellenmişken kriz sonrasında kredi notunu güncelleyerek BB olarak açıklamış ve akabinde Meksika pezosunun daha fazla değer kaybetmesine neden olmuştur (Kraussl, 2000: 14-15). Diğer ülke finansal krizleri incelendiğinde de kriz öncesi ve sonrası benzer durumlar yaşanmıştır Standard & Poor's, Tayland'a kriz öncesi A notu ile derecelendirmişken kriz sonrası ise BBB- seviyesine düşürmüştür. Endonezya'nın kriz öncesi derecelendirme notu BBB iken, kriz sonrası ise derecelendirme notunu CCC+ seviyesine çekmiştir. Güney Kore'nin notu kriz öncesi derecelendirme notu AA- seviyesinde iken kriz sonrası ise BB+ seviyesine, Malezya'nın A+ kredi notu ise BBB- seviyesine düşürülmüştür (Kraussl, 2000: 5-6). Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun Rusya'nın harf notunu düşürmesiyle birlikte Rusya'da kriz yaşanmış 1998 yılının 17 Ağustos'unda borç erteleme ilan ederek yaklaşık 45 milyar dolarlık borç ödeme yükümlülüğünü yerine getirememiş ve ruble yüzde 15 oranında değer kaybetmiştir (Tekin, 2016: 194). 9 Haziran 1998' de yani krizden hemen önce Rusya kredi notunu B+ olarak açıklayan S&P, 13 Ağustos 1998' de B- notu vermiş, krizin yaşandığı gün CCC' ye, krizden yaklaşık bir ay sonra ise CCC'- ye düşürmüştür (Kraussl, 2003: 30). Derecelendirme kuruluşlarının ardı ardına kredi notlarını düşürmesi yatırımcılarda panik yaratmakta ve neticesinde piyasada deprem etkisi oluşturmaktadır.

Finansal krizin simgelerinden 160 yıllık tarihe sahip olan geçmişi ve deneyimiyle dünyanın en büyük yatırım bankalarından biri olan Lehman Brothers 15 Eylül 2008'de 613 milyar dolar borç ilan ederek ABD tarihinin en büyük iflasını açıklamasıyla küresel krizin domino taşını düşürmüştür. Derecelendirme kuruluşu, banka iflasını açıklamadan bir gün önce Lehman Brothers' a en yüksek kredi notu olan 'AAA' harf notunu vermiştir. Verilen bu kredi notu kredi kuruluşlarına olan güveni bir kez daha sorgulamaya itmiştir (Akçayır, 2013: 85). İflasın eşliğinde olan şirketlere verilen yüksek kredi notları başka şirketlerde de yaşanmıştır. Şirketin iflasından önce uluslararası derecelendirme kuruluşları olan Fitch, S&P ve Moody's' in Enron

Şirketine vermiş olduğu ‘yatırım yapılabilir’ seviyedeki kredi notu şirketin iflası sonrasında sert kredi notu indirimleri ile sonuçlanmıştır. Yaşanan durumlar derecelendirme kuruluşlarının tutarsızlığını tekrar gündeme getirmiş ve derecelendirme kuruluşlarını eleştirilerin odağına oturtmuştur. Derecelendirme kuruluşlarına yapılan eleştiriler bazılarına göre derecelendirme kuruluşları için ‘değersiz’ bazılarına göre ‘merhametli’ bazılarına göre ise hükümet için ‘yeterince iyi’ yorumlarıyla eleştirilmiştir (Hill, 2009, 283). Bir eleştiri noktası da firmanın hileli muhasebe kayıtlarına rağmen derecelendirme kuruluşlarının işletmelere verdiği yüksek harf notlarıdır (Gür ve Öztürk, 2011: 76). Worldcom şirketi, Enron skandalında olduğu gibi denetim kuruluşlarınca hileli muhasebe kaydı, şişirilmiş bilançolarla 2001 yılında 1,4 milyar dolarlık, 2002 yılının ilk çeyreğinde ise 130 milyon dolar kar açıklamasının gerçeği yansıtmadığı ortaya çıkmıştır (Kedikli, 2015: 98). Bu durumun açığa çıkmasıyla şirketin, hisse senetlerinin âdetinin 9 cente düşmesine ve nihayetinde 2002 yılında şirketin iflasını açıklamasına neden olmuştur (Odabaşı ve Ergen, 2014: 3).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının gelir elde etme yöntemi eleştiri konusudur. Derecelendirme kuruluşlarının gelirleri; yapmış oldukları araştırmalar için aylık abonelik ücreti alırken, bazıları derecelendirme yaptığı firmadan ücret alması ve gelirlerini çıkarmış oldukları süreli yayınlardan, dergilerden, ihraç edilen tahvil komisyonlarından, derecelendirdiği şirketlerden elde etmektedir (Karagöl & Mihçioğur, 2012: 15 ve 25). Özellikle derecelendirme talebinde bulunan işletmelerin, derecelendirme kuruluşlarına ücret ödemeye başladığı gelir politikası eleştirilerin odak noktasındadır (Şen, 2014, 46). Bu ücret politikası modeli ihraççılar ile kredi derecelendirme kuruluşlarının (KDK) ilişkisinde objektif değerlendirme ve derecelendirme noktasında çıkar sağlama düşüncesine neden olmaktadır. Çünkü derecelendirme sistemin yeterli denetlenmediği bir durumda parayı veren düdüğü çalar misali, yüksek ücret veren şirket, hak etmediği yüksek not ile ödüllendirilme ihtimalini güçlendirebilir. Ayrıca değerlendirmeye tabi tuttuğu işletmeye danışmanlık hizmeti sağlayarak işletmenin(ihraççının) nasıl yüksek kredi notu alınabileceği ile ilgili tavsiyelerde bulunabilmektedir. Bu gibi ikili ilişkiler Meksika, Asya, Rusya, ABD ülkelerin finansal krizleri ve Hannover Re, Enron, WorldCom ve Parmalat şirket krizlerinde kredi kuruluşlarının bu ülkelere ve şirketlere kriz öncesi verilen yüksek kredi notları, öngörü beklenen kredi derecelendirme kuruluşlarına güvenin sarsılmasına ve eleştirilerin artmasına neden olmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarına olan eleştiriler özetlenirse derecelendirme kuruluşlarının gelir kaynağının değerlendirdiği ülke ve şirketlerden sağlanması, kredi derecesi verdiği kurum ve kuruluşlara daha sonra bu notlar için bir sorumluluk üstlenmemesi ayrıca bu kuruluşların bir

yatırımla karşılaşmaması eleştirilmektedir. KDK'nın ilgili krizlerin derinleşmesine etki ettiği, yanlış kredi notları verdiği, piyasaları manipüle ettiği, krizleri öngöremediği gibi birçok eleştiri söz konusudur. Bu kuruluşlar ile ilgili yapılan eleştiriler, ülke krizleri ve şirket iflaslarıyla birlikte ele alınmıştır. Küresel piyasaların karmaşık yapısı ve büyüklüğü dolayısıyla yatırımcıların belirsizlik yaşamasına bundan dolayı yatırımcıların kredi derecelendirme kuruluşlarının anonslarına körü körüne bağlı kalması, verilen kredi notuyla beraber piyasanın realitesiyle mi yoksa yatırımcının kuruluşun açıkladığı kredi notu kararı mı piyasalarda bir yükseliş trendi oluşmakta sorusu belirsizliğini koruması piyasada ayrı risk olarak düşünülebilir. (Tekin, 2016: 92-93).

Özetle KDK'nın yatırımcılar, sermaye piyasaları, ülke borçlanma maliyetleri açısından kilit bir role sahip olması, bu kuruluşların objektifliği ve güvenilirliğinin önemini ortaya koymaktadır. Bu çalışmanın amacı, uluslararası alanda faaliyet gösteren derecelendirme kuruluşlarından Moody's şirketinin, BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) ve Türkiye'ye verdiği kredi notları ile birleşik risk skorları (PRS-ICRG metodolojisi kullanılarak elde edilen) karşılaştırılması yapılacaktır. Bunun sonucunda kredi derecelendirme kuruluşlarının, tarafsızlığı ve güvenilirliği tespit edilecektir. Çalışmada ilk olarak kredi derecelendirme kuruluşları (KDK) hakkında bilgi verilecek, daha sonra sırasıyla ampirik çalışmalara, veri ve yöntemle, bulgulara ve son olarak da sonuç kısmına yer verilecektir.

## 1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Kredi değerliliğinde ilk oluşum sanıldığı gibi aksine bankacılık-finans alanında ortaya çıkmamıştır. 1837 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) gelişmiş bölgeden gelişmekte olan bölgeye mal ticareti yapılmaktaydı. Gelişmiş bölgeden giden malları satın alan şirketlerin kütük kaydı tutulup sicile işlenmekteydi. Daha sonra "tüccarlar ajansı" diye adlandırılacak bir kayıt sistemi New York'ta oluşmuştu. O tarihlerde doğulu bir tüccar batıdan bir şirkete mal satarken şirketin borcunu zamanında ve tam olarak ödeyip ödemediği hakkında bilgiyi bu sicillerden bakarak bilgi eksikliğini gidermeye başlamıştı. Tüccarlar mal satarken şirketin borcunu ödeyip ödeyemeyeceğini, şirketin siciline göre belirlerdi (Timhotty, 2005). 19. Yüzyılda sanayi ve ticari anlamda faaliyet gösteren işletmelerin iş kayıtları ticari basın tarafından rapor edilmiştir. 1832 yılında Amerikan Demir Yolları Dergisi (American Railroad Journal) adından bir dergi oluşturulmuştur. Henry Varnum Poor 1849'da derginin yönetimini aldıktan sonra "Poor's Manual of the Railroads of the 5 United States" yayınlanmıştır. Poor şirketi 1941 yılında Standard Statistic ile birleşerek Standard & Poor's (S&P) ismini almıştır (S&P, 2018). 1841 yılında New York'ta ilk ticari anlamda kredi kuruluşunun mimarı Louis

Lewis Tappan'dır. (Sack ve Juris, 2007). Tappan'ın kurduğu firmayı Robert Dun daha sonra satın alarak bünyesine katmıştır. 1849 yılında John Bradstreet yeni bir işletme kurup 1857 yılında 'kredibilite rehberini' yayınlamıştır. 1933 yılında gelindiğinde iki işletme Dun & Bradstreet ismi altında birleşmiştir (Langohr, 2008: 375-376). Günümüzde derecelendirme diye adlandırabileceğimiz kavramı, yaptıkları ile somutlaştıran Moody's' in kurucusu John Moody's'tir. 1909 yılında Moody's Investor Service şirketini kurmuştur. O zamanlarda menkul kıymet ihraç ederek (kâğıt) halktan borçlanan yerel idareler temerrüde düşmesiyle menkul kıymetleri satın alan halk, parasını yerel idarelerden geri alamamıştı. John Moody bir el kitabı hazırlayarak yerel idareleri tasnif edip borcunu en iyi olasılıkta ödeyebilecek idarelerden, borcunu ödeyemeyecek idarelere göre bir sıralama yapmıştır (Sack ve Juris, 2007). Böylece yatırımcıların hangi yerel idarenin kâğıdını alacağı ile ilgili bir görüş ortaya koymuştur. Moody; Moody's "Manual of Industrial and Corporation Securities" (Moody's 'in Endüstri ve Şirket Menkul Kıymetleri) adlı el kitabında derecelendirme sembolleri kullanarak yatırımcılara görüş bildirip yatırımcıları yönlendirmiştir. En yüksek kalitedeki borca 'A', orta kalitedeki borca 'B', en düşük kalitedeki borca da 'C' derecesini vermiştir (Hürriyet, 2012). 1914 yılına geldiğinde John Knowles Fitch kendi soyadını taşıyan Fitch Ratings şirketini kurmuştur (Douglas, 1997) Şirketin yaptığı ilk icraat istatistiksel finansal bilgiler yayınlamak olmuştur. Finansal varlıkların bağımsız analizine duyulan ilgi ve talebi karşılamak için 1924'te ilk defa üç harfli (AAA-D) derecelendirme ölçeğini kullanarak yeniliğin öncüsü olmuştur (Bayar, 2015: 43-44).

Günümüzde derecelendirme yapan pek çok kuruluş olmasına rağmen piyasanın yaklaşık yüzde 95'ini derecelendiren Amerikan merkezli üç kuruluş bulunmaktadır. Bunlar Moody's, Fitch Ratings ve Standard & Poor's' tur. Kredi Derecelendirme Kuruluşları (KDK) olarak dünya genelinde 150 civarında işletme faaliyet göstermesine rağmen dünya derecelendirme piyasasının yaklaşık yüzde 95'ini ve ABD'nin derecelendirme piyasasının yaklaşık yüzde 97'sini etki altına alan bu üç büyük kredi derecelendirme kuruluşudur (Monaghan, 2012: 12). Kredi derecelendirme piyasasının yüzde 80'ini S&P ve Moody's şirketleri hâkimiyeti altındadır. Geri kalan kredi derecelendirme piyasasının yaklaşık yüzde 14 'ü de Fitch Ratings kuruluşunun etkisindedir. S&P ve Moody's derecelendirme kuruluşlarında ortaya çıkan anlaşmazlık durumunda Fitch Ratings kuruluşunun görüşü kullanılmaktadır (Hill, 2004: 60).

Derecelendirme kuruluşlarının başarısı ve etkinliği yöntemsel anlamda belirli farklılık gösterse de genel anlamda tecrübe ve bilgi birikimi etkin rol oynamaktadır. Bu kuruluşlar faaliyetlerini deneyimli ve bilgi birikimi yüksek çalışanlarla yapmaktadırlar (Moody's, 2018). KDK kredi notlarına ulaşmaya çalışırken genel açıdan birbirlerine benzer yöntemler kullanırlar. Ancak bu

kuruluşlar birbirinden ayrı ve bağımsız hareket ettiklerinden ortaya çıkan yaklaşım ve derecelendirme farklılık gösterebilmektedir. Genel anlamda KDK ülkeler ve işletmeler hakkında kredi riskleri ile ilgili görüş ortaya koyarken istatistiksel / matematiksel modelleri ya da bu iki yöntemin kombinasyonunu kullanmaktadırlar (Seval, 2016: 92). Model sonucu ortaya çıkan notlar nicel (kantitatif) verilere dayanarak ve bu notların matematiksel modellere dönüştürülmesi neticesinde kredi notları belirlenmektedir.

Derecelendirme süreci ise değerlendirmeye tabi tutulacak şirket veya belediye için bir analist atanır ve atanan analistle birlikte çalışacak yeterli sayıda uzmanla, ihraççı hakkında ihtiyaç duyulan veri ve bilgi toplanarak ilerler. Analistler ve uzmanlar bu bilgileri ihraççının kamuya açıkladığı ya da ihraççı ile özel görüşmelerinden etmiş olduğu bilgi ile sağlar. Bu bilgiler neticesinde ihraççının faaliyet performansını, finansal durumunu, kurumsal politikasını ve risk yönetim stratejilerini ortaya koyup değerlendirilerek bir kredi notu elde edilir (Seval, 2016: 92).

KDK genellikle kendine has bir derecelendirme yöntemi geliştirmişlerdir. Bilançoların çeşitli kalemlerini karşılaştırarak ortaya çıkan rasyoları kullanmaktadırlar. Bu kuruluşlar ihraççıları değerlemeye tabi tutarken benzer işletmelerin, bankalardan vb. gibi kurumların ortaya koyduğu ikincil kaynakların bilgilerinden faydalanmaktadırlar (Taş, 2004: 1).

Özetle, derecelendirme kuruluşları toplamış olduğu verileri bilgiye dönüştürerek ortaya koyduğu birincil kaynaktan yararlanmaktadır. Bir diğer yöntem ise piyasa içinde yer alan ikincil kaynak dediğimiz bilgileri kullanmaktadırlar. Daha sonra birincil ve ikincil kaynakları harmanladığı ve kredi notlarının ortaya konulduğu bir yöntem oluşmaktadır.

**Tablo 1.** Kredi Derecelendirme Not Sistemi

<b>Üç Kuruluşun Kredi Notu Ölçekleri</b>				
	<b>Açıklama</b>	<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>Fitch</b>
<b>Yatırım Yapılabilir</b>	En Yüksek	Aaa	AAA	AAA
	Çok Yüksek	Aa1	AA+	AA+
		Aa2	AA	AA
		Aa3	AA-	AA-
	Yüksek	A1	A+	A+
		A2	A	A
		A-	A-	A-
	İyi	Baa1	BBB+	BBB+
		Baa2	BBB	BBB
		Baa3	BBB-	BBB-
<b>Spekülatif</b>	Spekülatif	Ba1	BB+	BB+
		Ba2	BB	BB

		Ba3	BB-	BB-
	Çok Spekülatif	B1	B+	B+
		B2	B	B
		B3	B-	B-
	Çok Yüksek Risk	Caa1	CCC+	CCC
		Caa2	CCC	
		Caa3	CCC-	
	İflasın Eşiğinde	Ca	CC	CC
			C	C
<b>Batık</b>		C	D	D

**Kaynak:** Moody's. (2018). Ratings S&P (2018). Ratings Fitch Rating (2018). <https://tradingeconomics.com/country-list/rating>

## 2. Literatür Taraması

Derecelendirme sürecinde KDK' nın göstergelere ne kadar ağırlık verdiği açık olmaması ayrıca ülke veya şirketler için toplanan verilerin analistler tarafından kendi algı ve yargılarına göre kararlar verme ihtimali derecelendirmenin ve değerlendirmenin öznellemektir (Bhagal, 2017). Derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme ve derecelendirme kriterlerini ve ülkelere verilen kredi notlarındaki tarafsızlığını ortaya koyabilmek için birçok araştırma yapılmıştır. Afonso (2003) kredi notlarının makroekonomik (reel büyüme oranı, temerrüt geçmişi, enflasyon oranı, ekonomik kalkınma düzeyi, kişi başına düşen gelir, dış borç) göstergeler ile açıklanabileceğini ayrıca ülkelerin kalkınmışlık düzeyinin ülke kredi notlarını farklı etkidiğini savunmaktadır. Gelişmiş ülkelerin kredi notlarında ülkenin kişi başına düşen gelirleri ile açıklanabilirken gelişmekte olan ülkelerin kredi notları ise dış borçlarıyla açıklanabilmekte diğer bir ifadeyle temerrüt riski gelişmekte olan ülkeler için kredi notunda daha ağırlıklı bir unsurdur. Roman Kräussl (2020) kredi kuruluşların gelişen piyasalarda krizlerin dinamiklerine etkilerinin rolünü araştırdığı çalışmasında bu piyasaların kredilerinde yaşanan belirgin yükseliş ve düşüş döngülerinde kredi kuruluşlarının kredi notlarının sorumlu olduğunu ileri sürmektedir. ABD doları ve tahvil getirilerin nasıl yayıldığını ayrıca kısa vadeli uluslararası likidite pozisyonunun beklenmeyen kredi notu değişikliklerine tepkilerini vektör otoregresif yöntemiyle araştırmıştır. Beklenmedik kredi notu düşüklüğünün bu piyasalarda mutlak anlamda finansal krizi derinleştirmeyeceğini ortaya koymuştur. Ayrıca Bissoondoyal-Bheenick (2005), çalışmasında Afonso gibi makro ekonomik göstergeler ile kredi notları arasındaki ilişki üzerine çalışmıştır. 95 gelişmiş ve gelişmekte ülkeyi baz alan bu çalışmasında bu ülkelerin makro göstergelerini sıralı yanıt yöntemi kullanarak analiz etmiştir. Bulgularda kredi notlarını açıklayan ekonomik göstergeler ile kredi notlarının tutarlı olmadığını belirtmiştir. İyengar (2010), Uluslararası kredi kuruluşu olan Moody's ve Standard and Poor's



ait kredi notlarını dikkate alarak bu kuruluşların bağımsızlığını ve güvenilirliklerini kontrol etmeye çalışmıştır. Bu kuruluşların yaygın olarak kullandıkları bazı göstergeleri regresyon analizi ile test etmiştir. Sonuç olarak kurumların ortalama derecelendirme farklarının zaman içinde arttığını ve bu farkın istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca farkların nedeninin derecelendirme kuruluşlarının ülkeleri subjektif olarak değerlendirmesinden kaynaklı olduğunu belirtmiştir. Elayan ve ark. (2003), Yeni Zelanda pay piyasası için yaptığı çalışmada kredi kuruluşlarının olumsuz derecelendirme yaptığında istatistiksel olarak pay senedi piyasalarında düşüş yaşandığını aksine bir derecelendirme yaptığında ise bu piyasalarda anormal piyasa getirisi elde edildiğini ortaya koymuştur. Sonuç olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarının piyasalarda etkin olduğu ve yatırımcılar açısından, yatırımlara yön vermesi bakımından önemli bir bilgi kaynağı olduğunu belirtmiştir. Ovalı ve ark. (2020), KDK' nın kredi notlarının hisse senedi piyasalarına olan etkilerini olay çalışması yöntemiyle incelemiştir. Ülke borsa endekslerinin kredi notlarına tepkilerinin anormal getiri olarak tepki verdiğini ayrıca ülkelerin coğrafi farklılıklarının da aynı olaylar karşısında farklı tepkiler verdiği sonucuna ulaşmıştır. Yalta ve Yalta (2018), ABD'ye kategorize edilen 99 ülke için yapılan araştırmada çeşitli göstergeler (makroekonomik, bölgesel, finansal ve jeopolitik) kullanarak S&P, Moody's ve Fitch KDK'nın ülke kredi notlarındaki bölgesel ön yargı iddialarını regresyon yöntemle araştırmıştır. ABD (Amerika Birleşik Devletleri)'ye karşı güçlü ana ülke ön yargısının varlığına, diğer ülkelere karşı KDK' nın özel bir önyargısının olmadığına kanaat getirmektedir. Rowland (2004), kredi notunu etkileyen faktörleri açıklamaya çalıştığı çalışmasında büyüme oranı, kişi başına düşen GSYİH, enflasyon oranı, borç-hizmet oranları, dış borç oranları, uluslararası rezerv düzeyi ve ekonominin dışa açıklığının ülke kredi notlarında temel faktörleri olduğunu tespit etmektedir. Amstad ve Packer (2015), Gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) makroekonomik göstergelerinden yararlanarak kredi derecelendirme kuruluşlarının önyargı hipotezini araştırdığı çalışmada regresyon yöntemini kullanmıştır. Üç büyük büyük kredi kuruluşu dışındaki bazı derecelendirme kuruluşlarının GOÜ'ler için daha avantajlı risk sıralaması ortaya koymuştur. Sonuç olarak yükselen piyasa ekonomilerine karşı bir önyargının olduğu hipotezini destekleyen bir sonuca ulaşamamıştır.

### **3. VERİ VE ARAŞTIRMA YÖNTEMİ**

Gelişmekte olan ülkeler olarak kategorize edilen Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin' den oluşan BRİC ülkelerine ve Türkiye'ye Moody's kredi derecelendirme kuruluşu tarafından verilen kredi notlarının objektif derecelendirilip derecelendirilmediğinin incelendiği bu çalışmada, ülke

risklerini kendine ait bir metodoloji ile derecelendiren PRS-Grubun bu ülkelere ait risk skorları ile Moody's KDK'nun bu ülkelere verdiği kredi notları karşılaştırılmıştır. Mevcut dönem 2010-2017 yılları arası seçilmiştir. Çalışmada mevcut yılların seçilmesindeki neden verilere ulaşım kısıtından kaynaklanmaktadır. Veriler kuruluşun (Politic Risk Services- International Country Risk Guide) web sayfasından, Moody's kredi notları da kendi resmî web sayfalarından elde edilmiştir. Ülke riski değerlendirme yapılırken derecelendirme kuruluşlarının metodolojisi olan PRS-ICRG (Politic Risk Services- International Country Risk Guide) sisteminden yararlanılmıştır. Değerlendirme ekonomik, politik ve finansal anlamda ülke riskini ölçmeye yarayan PRS-ICRG modeli International Report Dergisi editörlerince 1980 yılında geliştirilmeye başlanmıştır. Editörler yatırımlar üzerindeki muhtemel riskleri analiz edebilmek için, bu yeni istatistiki yöntemi kullanmıştır. PRS-ICRG ülke risk derecelendirme metodolojisinde ülkelerin politik, ekonomik ve finansal verilerinden yararlanarak 3 ana üç ana risk kategorisine ve bunlardan oluşan 22 alt bileşenden yararlanarak yeni bir analiz yöntemi ortaya koymuşlardır. (Kırankabeş, 2006: 3-4).

**Tablo 2.** PRS-ICRG Kuruluşu Ülke Riski Değerlendirme Kategorisi ve Faktörleri

<b>PRS-ICRG Kuruluşu Ülke Riski Değerlendirme Kategorileri ve Faktörleri</b>		
<b>Ekonomik Risk Kategorisi</b>	<b>Politik Risk Kategorisi</b>	<b>Finansal Risk Kategorisi</b>
Kıışı Başına Düşen GSYİH (15 puan)	Hükümetin İstikran (12 puan)	GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç (15 puan)
Yıllık Gerçek GSYİH (10 puan)	Sosyo-Ekonomik Durum (12 puan)	Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç (10 puan)
Yıllık Reel Enflasyon Artış Oranı (10 puan)	Yatırım Ortamı (12 puan)	Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari (10 puan)
GSYİH Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi (10 puan)	İç Karışıklık (12 puan)	İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası (10 puan)
GSYİH'nın Yüzdesi olarak Cari Hesap (5 puan)	Dış Karışıklık (12 puan)	Yüzde Değişim Değeri Olarak Döviz Kuru Kararlılığı (5 puan)
	Yozlaşma (12 puan)	
	Askeri Otoritenin Politikaya Etkisi (6 puan)	
	Dinsel Gerilimler (6 puan)	
	Kanun ve Düzenlemeler (6 puan)	
	Etnik Gerilim (6 puan)	
	Demokratik Sorunlar (6 puan)	

	Bürokrasi Etkisi (4 puan)	
<b>50 puan</b>	<b>100 puan</b>	<b>50 puan</b>

Parantez içindeki skorlar bileşimlerin risk puanını göstermektedir. **Kaynak:**PRS Grup. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online]. <https://www.prsgroup.com/wpcontent/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 06 Mayıs 2018]

Tablo 2’de görüldüğü üzere PRS-ICRG kendi yöntemi doğrultusunda üç kategori için indeksler oluşturulmaktadır. PRS-ICRG kuruluşu kalitatif ve kantitatif verileri kullanarak risk skorları elde etmektedir. Bu verilerden ilki yargısal değerlendirmelerde yani politik risk kategorisinde kullanılmakta, ikinci veri tipi sayısal (nicel) değerlerdir bu ikinci veri tipi ekonomik ve finansal risk kategorilerinde kullanılmaktadır Politik risk indeks değeri 100, finansal risk indeks değeri 50 ve ekonomik risk indeks değeri 50 puan üzerinden değerlendirilmektedir. Bu değerlendirmelerden sonra elde edilen değerler toplanıp 2’ye bölünerek birleşik indeks bulunmaktadır. Bu indeks 0-100 arasında bir değer almaktadır. Standartlaştırılmış bir skala baz alınarak ülkenin risk düzeyi ortaya konulmaktadır. Skaladaki risk değeri en düşük değer; 80-100 puan aralığında bir puan alırken, en yüksek risk değerine sahip skala puanı ise 0- 49,5’ aralığındadır. (Kırankabeş, 2006.).

**Tablo 3. Politik Risk Değeri Skalası**

<b>Politik Risk Oranı</b>	<b>Politik Risk Düzeyi</b>
%0-49.9	Çok yüksek politik risk durumu
%50-59.9	Yüksek politik risk durumu
%60-69.9	Orta düzey politik risk durumu
%70-79.9	Düşük politik risk durumu
% 80 ve üzeri	Çok düşük politik risk durumu

**Kaynak:** PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online].

<https://www.prsgroup.com/wpcontent/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 07 Mayıs 2018].

Tablo 3’te görüldüğü gibi PRS-ICRG modeline göre ülkelerin politik risk değeri tablo 2’de açıklanan politik risk faktörünün 12 alt bileşeninin puan aralığından ortaya çıkan sayısal değerlerin toplamından sağlanır (PRS, 2018: 8). Örneğin politik alt bileşenlerinden elde edilen puan 61 olan bir ülkenin politik riski orta düzeydir.

**Tablo 4. Finansal ve Ekonomik Risk Oranı ve Risk Düzey**

<b>Finansal ve Ekonomik Risk Oranı</b>	<b>Finansal ve Ekonomik Risk Düzeyi</b>
%0.0-%24.9	Çok Yüksek Risk
%25,0-%29,9	Yüksek Risk
%30,0-%34,9	Orta Düzey Risk
%35,0-%39,9	Düşük Risk

%40,0 ve üzeri

Çok Düşük Risk

**Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online].****<https://www.prsgroup.com/wpcontent/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 07 Mayıs 2018].**

Tablo 4' te gösterildiği üzere değerlendirmeye tabi tutulan finansal ve ekonomik risk skorları kategorisinin her bir alt bileşeninden alacağı toplam değer aralığı maksimum 50 ve minimum ise 0 puan aralığındadır (PRS Grup, 2018: 11). Finansal ve ekonomik risk faktörlerinin tablo 2'de gösterilen her bir birleşene ait puanlar toplanarak finansal ve ekonomik risk skorları belirlenmektedir. Bu puanların her birinin toplamı 50 olduğunda maksimum puanı ayrıca en düşük risk seviyelerini, bu skor 25 puanın altına inmeye başladığında ise o ülkenin finansal ve ekonomik olarak çok yüksek risk düzeyine sahip olduğunu göstermektedir. Neticede ülkenin risk oranı yükseldikçe finansal ve ekonomik risk düzeyinin azaldığını, ülkenin risk oranı düştükçe finansal ve ekonomik risk düzeyi artmaktadır.

### 3.1.PRS-ICRG Modelinde Birleşik Ülke Riski Değerlendirmesi

Kredi derecelendirme kuruluşları birleşik risk değerlendirmelerini ülkelere özel yayınlamaktadır. PRS-ICRG modelinde de ülke risk değerlendirmesini finansal, ekonomik ve politik ülke risk değerlerini formüle ederek kullanmaktadır. Bu modelin ülke risk değerlendirmesinde kullandığı formül aşağıda gösterilmiştir (Kırankabeş, 2006: 23).

- CPFER: Birleşik Risk Değeri
- ER: Ekonomik Risk Değeri
- FR: Finansal Risk Değeri
- PR: Politik Risk

Bileşik ülke risk değeri formülü:  $CPFER (A \text{ ülkesi}) = 0,5(FP+ER+PR)$ .

Bu hesaplama sonucu çıkacak değer 0-100 arasındadır ve ülkenin aldığı puan ile risk arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Yüksek Puan alan ülke düşük düzeyde riskliken, düşük puana sahip ülke ise yüksek düzeyde riskli olarak yorumlanmaktadır.

**Tablo 5. Birleşik Ülke Risk Not Baremi**

Risk Düzeyi	Not (Barem)
Çok Yüksek Risk	%0-49.5
Yüksek Risk	%50-59,5
Orta Düzey Risk	%60-69.9
Düşük Risk	%70-79.9
Çok Düşük Risk	% 80 ve üzeri

**Kaynak:** PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi [Online]. <https://www.prsgroup.com/wpcontent/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 09 Mayıs.2018].

### 3.2. BRIC ve Türkiye'nin Politik Risk Skorları

Bu bölümde Türkiye ve BRIC ülkelerinin politik risk skorlarına karşılık gelen risk düzeyi ve ülkelerin sahip oldukları kredi notuna karşılık gelen kredi notu seviyesi gösterilecektir.

**Tablo 6. Ülkelerin 2010-2017 Yıllarına Ait Politik Risk Skorları ve Kredi Notları**

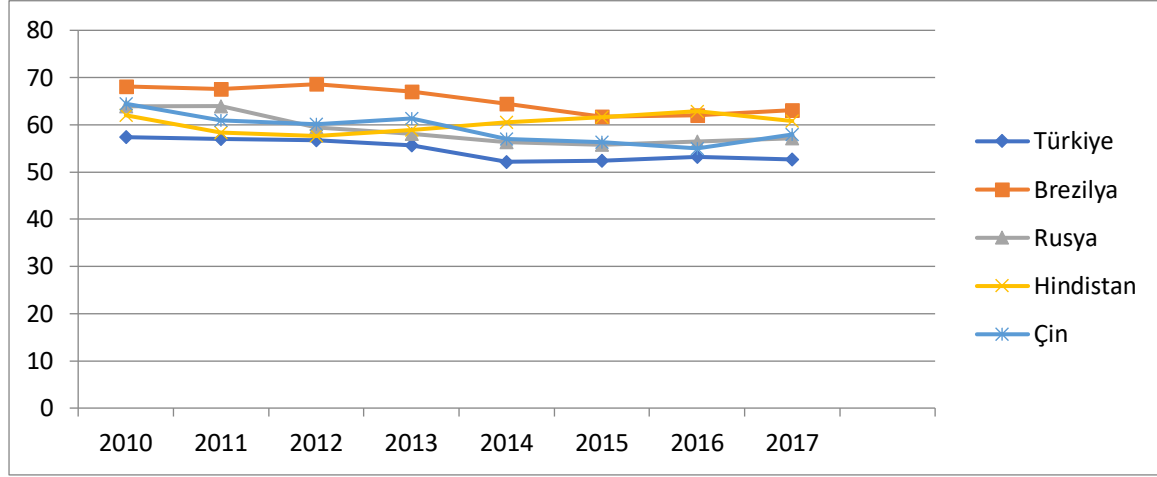
Ülkeler/Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Türkiye</b>	57.37 (Ba2)	57.04 (Ba2)	56.66 (Ba1)	55.67 (Baa3)	52.17 (Baa3)	52.34 (Baa3)	53.22 (Ba1)	52.59 (Ba1)
<b>Brezilya</b>	68.17 (Baa3)	67.54 (Baa2)	68.59 (Baa2)	67.01 (Baa2)	64.45 (Baa2)	61.71 (Baa3)	61.96 (Ba2)	63.13 (Ba2)
<b>Rusya</b>	63.88 (Baa1)	63.96 (Baa1)	59.5 (Baa1)	58.04 (Baa1)	56.26 (Baa2)	55.75 (Ba1)	56.5 (Ba1)	57.13 (Ba1)
<b>Hindistan</b>	62.05 (Baa3)	58.33 (Baa3)	57.62 (Baa3)	58.83 (Baa3)	60.46 (Baa3)	61.63 (Baa3)	62.88 (Baa3)	60.84 (Baa2)
<b>Çin</b>	64.46 (Aa3)	60.92 (Aa3)	60.12 (Aa3)	61.29 (Aa3)	57.05 (Aa3)	56.38 (Aa3)	55 (Aa3)	58 (A1)
<b>BRIC Ortalaması</b>	64.64	60.7	61.7	61.29	59.55	58.87	59.09	59.77
<b>Dünya Ortalaması</b>	66.8	65.65	64.78	64.27	64.63	64.32	64.91	65.05

**Kaynak:** Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online],<https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 6'da Uluslararası Ülke Risk Rehberinin (International Country Risk Guide) araştırmaları neticesinde BRIC ülkeleri ve Türkiye'nin 2010-2017 yılları arasına ait politik risk skorları ile yıllara ait politik skorların altında Moody's derecelendirme kuruluşunun kredi notları da parantez içinde gösterilmiştir. Ayrıca BRIC ülkelerinin politik risk skoru ortalaması ve 139 ülkeyi kapsayan dünya politik risk skoru ortalamaları gösterilmiştir. Türkiye incelenen yıllar itibariyle politik risk skoru düşme eğilimine sahip olmuş ve politik riski artan bir ülkedir. Bu duruma neden olan faktörler olarak ülkenin coğrafyasında yaşanan iç savaşlar, komşu ülkelerle yaşanan ve ülkenin içinde yaşanan gerilimler olduğu söylenebilir. Türkiye; tüm yıllarda politik risk skoru açısından BRIC ve dünya ülkelerinin ortalamalarının altında skorlara sahip olmuştur. Brezilya; politik risk açısından BRIC ülkelerine göre daha iyi skorlar elde etmiştir. Rusya; 2011'den itibaren ülkenin politik riski artış eğilimindedir. Hindistan; politik risk konusunda yıllar itibariyle dalgalanmalar yaşasa da ülke politik risk noktasında dengeli bir seyir izlediği söylenebilir. Çin; politik riski artan bir ülke konumundadır. Genel olarak BRIC ülkeleri ve Türkiye dünya politik skor ortalamalarına göre iyi bir performans gösterememiş ayrıca bu

ülkelerin yıllar itibariyle politik riskleri artma eğilimindedir. Türkiye'nin politik riskleri artmasına rağmen kredi notları düşme trendinde değildir.

**Grafik 1.** Türkiye ve BRIC Ülkelerinin Politik Risk Skorları



**Kaynak:** PRS- ICRG (2018). Politik Risk Bileşenleri [online]. Erişim Bilgisi, <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120>. [Erişim Tarihi: 11 Mayıs 2019].

Grafik 1’de Ülkelerin 2010-2017 yıllarına ait politik risk eğilimleri ve ülkelerin risk skorlarında yaşanan kırılmalar incelenmektedir. Türkiye incelenen yıllarda politik açıdan ülkeler arasında en yüksek riske sahiptir. Türkiye, Brezilya, Çin ve Rusya politik riskleri 2013 yılından sonra artma eğiliminde ve özellikle 2014 yılında bu ülkeler politik risk açısından sert kırılmalar yaşamıştır. Hindistan ise politik riski yıllar itibariye azalma göstermiştir. Diğer ülkelerde 2014 yılında yaşanan kırılmalar Hindistan’da yaşanmamış ve ülkenin konjektörden etkilenmediği görülmektedir. Genel olarak Hindistan dışında karşılaştırılan ülkelerin politik riski artma eğilimindedir.

### 3.3. BRIC ve Türkiye’nin Ekonomik Risk Skoru

Ülkelerin ekonomik risk skorları, ekonomik risk faktörlerinin; KBG/DKKBKG (Kişi Başına Gelir/ Dünya Kişi Başına Gelir Ortalaması), büyüme, Cari Denge/ GSYİH, enflasyon ve Bütçe Dengesi/GSYİH oranlarının, PRS-ICRG Yöntemine göre karşılık gelen puanların toplanması sonucu belirlenmektedir. Ekonomik risk skorları 0- 50 puan arasında değerler almaktadır.

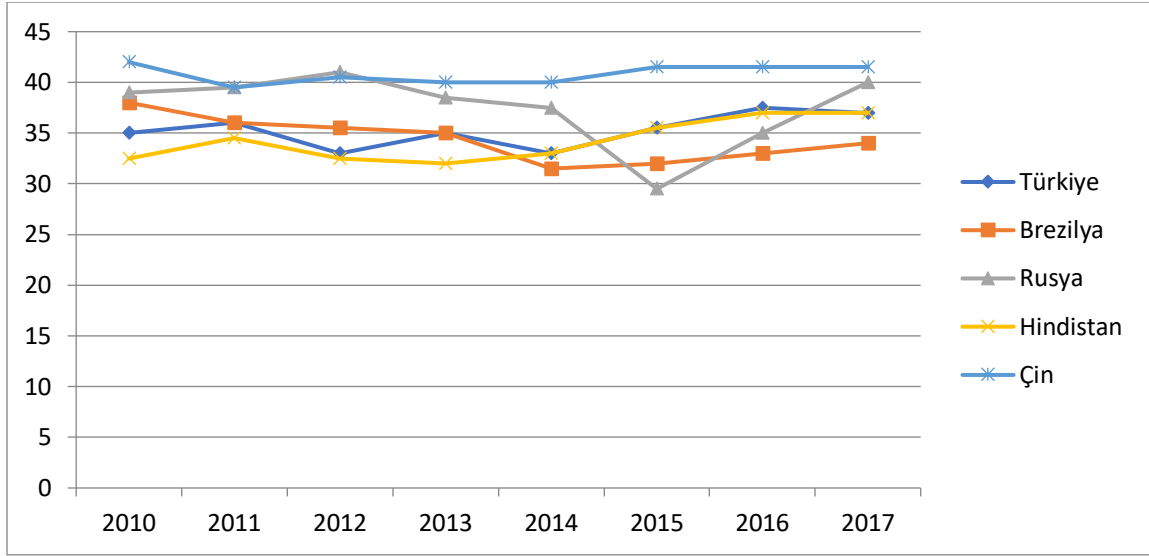
**Tablo 7.** Ülkelerin 2010-2017 Yılları Arasına Ait Ekonomik Risk Skorları ve Moody’s Kredi Notları

Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	35 (Ba2)	36 (Ba2)	33 (Ba1)	35 (Baa3)	33 (Baa3)	35.5 (Baa3)	37.5 (Ba1)	37 (Ba1)

<b>Brezilya</b>	38 (Baa3)	36 (Baa2)	35.5 (Baa2)	35 (Baa2)	31.5 (Baa2)	32 (Baa3)	33 (Ba2)	34 (Ba2)
<b>Rusya</b>	39 (Baa1)	39.5 (Baa1)	41 (Baa1)	38.5 (Baa1)	37.5 (Baa2)	29.5 (Ba1)	35 (Ba1)	40 (Ba1)
<b>Hindistan</b>	32.5 (Baa3)	34.5 (Baa3)	32.5 (Baa3)	32 (Baa3)	33 (Baa3)	35.5 (Baa3)	37 (Baa3)	37 (Baa2)
<b>Çin</b>	42 (Aa3)	39.5 (Aa3)	40.5 (Aa3)	40 (Aa3)	40 (Aa3)	41.5 (Aa3)	41.5 (Aa3)	41.5 (A1)
<b>BRIC Ort.</b>	37.88	37.38	36.38	36.38	35.5	34.63	36.63	38.3

**Kaynak:** PRS-ICRG. (2018). <https://epub.prsgroup.com/free-samples/> ; Tradingeconomics, (2018). <https://tradingeconomics.com/countries>; IMF, (2019). <https://www.imf.org/external/>; World Bank Data. (2019). <https://data.worldbank.org/indicator/> [Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2019].

Tablo 7’de Uluslararası Ülke Risk Rehberinin (International Country Risk Guide) araştırmaları neticesinde BRIC ülkeleri ve Türkiye’nin 2010-2017 yılları arasına ait ekonomik risk skorları ile yıllara ait ekonomik risk skorların altında Moody’s derecelendirme kuruluşunun ülkeler verdiği kredi notları parantez içinde gösterilmiştir. Ayrıca BRIC ülkelerinin ekonomik risk skoru ortalaması gösterilmiştir. Türkiye; ekonomik risk skoru açısından yıllar itibariyle dengeli bir tablo çizmiş ve sert kırılmalar yaşamamıştır. 2012 ve 2014 yıllarında ekonomik risk artış gösterse de takip eden yıllarda risk seviyesini düşürmüştür. Türkiye incelenen yıllarda BRIC ülkelerinin ortalama risk skorlarından daha düşük skorlara sahip olmakla beraber 2015-2016 yıllarında bu ortalamanın üstünde skorlar elde etmiştir. Brezilya; ekonomik risk artan eğilime sahip bir ülkedir. Son yıllarda ülke ekonomik performansını artırsa da diğer BRIC ülkelerine göre başarısız olduğu söylenebilir. Rusya; ekonomik risk faktöründe yıllar itibariyle dengeli seyir izlemiş fakat 2015 yılında ülke sert bir dalgalanma yaşamış, bu durum ülkenin ekonomik riskini artmıştır. Hindistan ise; ekonomik risk skorunu artırarak, ekonomik riskin azaldığı görülmektedir. Çin; 2017 yılında bütçe açıkları ülke GSYİH’ ya göre artış göstermiş, reel büyüme oranı düşmüş, enflasyonu oranı hafif yükselmesine rağmen işsizlik ve cari açığı azaltmıştır (IMF, 2016). Karşılaştırılan ülkeler arasında yıllar itibariyle en yüksek ekonomik skora ve en az ekonomik riskle karşı karşıya olan ülke konumundadır. Çin’in ekonomik risk faktörü açısından tüm yıllarda başarılı bir performans gösterdiği söylenebilir. Türkiye’nin ekonomik risk skoru yükselmesine yani risk düzeyinin azalmasına rağmen kredi notu düşürülmüştür.

**Grafik 2.** Türkiye ve BRIC Ülkelerinin Ekonomik Risk Skorları

**Kaynak:** PRS-ICRG. (2018). <https://epub.prsgroup.com/free-samples/> ; Tradingeconomics, (2018). <https://tradingeconomics.com/countries>; IMF, (2019). <https://www.imf.org/external/>; World Bank Data. (2019). <https://data.worldbank.org/indicator/> [Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2019].

Grafik 2’ de Ülkelerin 2010-2017 yıllarına ait ekonomik risk eğilimleri ve ülkelerin risk skorlarında yaşanan kırılmalar incelenmektedir. Türkiye 2014 yılına kadar ekonomik risk açısından bir dengesizlik yaşamış fakat sonraki yıllarda ekonomik riskte olumlu bir istikrar yakalamıştır. BRIC ülkelerinden Brezilya’da 2014 yılına kadar ekonomik riski artarken, sonraki yıllarda ise ekonomik risk skoru tekrardan toparlanmaya başlamıştır. Rusya’ da ekonomik skorlarında dengeli bir seyir izlemiş ve skorlara göre çok düşük ekonomik riskli bir ülkeyken 2015’te yaşanan kırılmayla yüksek ekonomik riskli ülke konumuna gelmiştir. Ülke 2017 yılında tekrardan toparlanarak çok düşük riskli bir ülke konumuna gelmiştir. BRIC ülkelerinden Çin ekonomik istikrarını korumuş incelenen yıllarda herhangi bir sert kırılma yaşamamıştır.

### 3.4. Ülkeleri Finansal Göstergeler Açısından Değerlendirme

Finansal göstergeler açısından değerlendirmenin temel amacı, bir ülkenin borcunu ödeyebilme kabiliyetini değerlendirmenin bir yolunu ortaya koyabilmektir. Bir ülkenin resmi, ticari ve ticari borç yükümlülüklerini finanse etme kabiliyetini ölçebilecek bir sistem gereklidir. Finansal risk bileşenleri olarak adlandırılan ve önceden belirlenmiş bir risk faktör grubuna risk puanları atamasıyla yapılmaktadır. Her bir bileşenin alacağı minimum puan 0, maksimum puan 50 ve bileşenin genel finansal risk değerlendirmesinde verilen sabit ağırlığa bağlıdır. Toplam risk puanı ne kadar düşükse risk o kadar yüksek, toplam risk puanı ne kadar yüksek ise riskte o kadar düşüktür. Ülkeleri birbirleriyle karşılaştırabilmek için finansal yapı içindeki ölçülebilen



veriler arasında kabul edilen oranlara dayanmaktadır. Verilerin kendileri değil, karşılaştırılan oranlardır. Her bir bileşene ait risk puanları sabit bir ölçekte alınır (PRS Grup, 2018: 12).

**Tablo 8.** Ülkelerin 2010-2017 Yılları Arasına Ait Finansal Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları

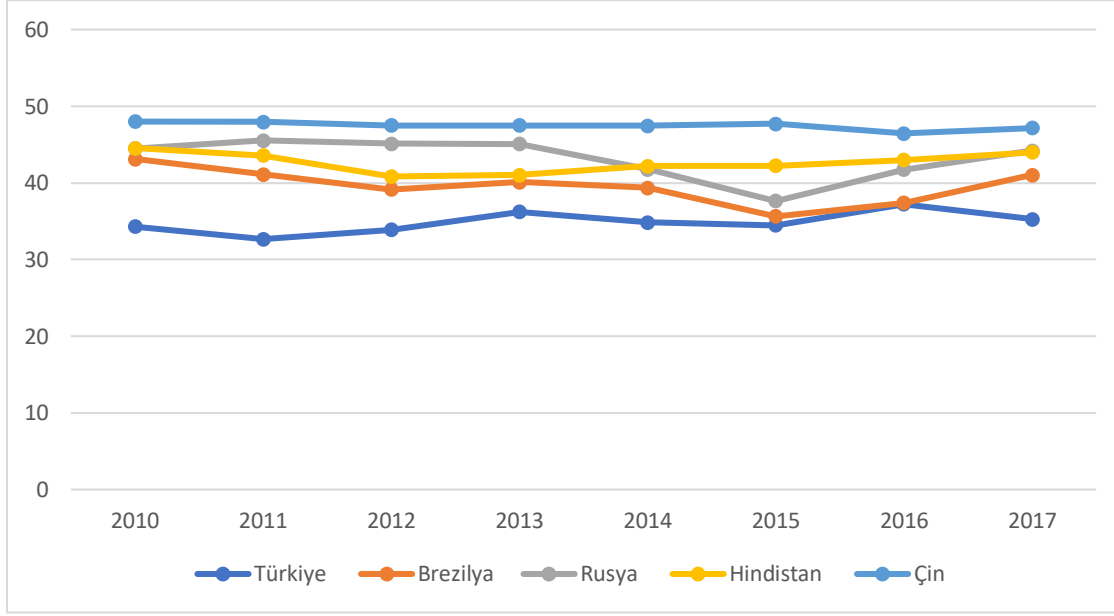
Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	34.3 (Ba2)	32.67 (Ba2)	33.88 (Ba1)	36.21 (Baa3)	34.83 (Baa3)	34.49 (Baa3)	37.21 (Ba1)	35.26 (Ba1)
Brezilya	43.13 (Baa3)	41.13 (Baa2)	39.17 (Baa2)	40.12 (Baa2)	39.38 (Baa2)	35.63 (Baa3)	37.38 (Ba2)	41.04 (Ba2)
Rusya	44.5 (Baa1)	45.55 (Baa1)	45.13 (Baa1)	45.08 (Baa1)	41.8 (Baa2)	37.63 (Ba1)	41.72 (Ba1)	44.21 (Ba1)
Hindistan	44.55 (Baa3)	43.58 (Baa3)	40.84 (Baa3)	41.04 (Baa3)	42.21 (Baa3)	42.26 (Baa3)	43 (Baa3)	44 (Baa2)
Çin	48 (Aa3)	47.96 (Aa3)	47.5 (Aa3)	47.5 (Aa3)	47.46 (Aa3)	47.71 (Aa3)	46.46 (Aa3)	47.16 (A1)
BRIC Ortalaması	45.05	44.56	43.16	43.44	42.71	40.81	42.14	44.10
Dünya Ortalaması	38.31	39.05	38.82	38.95	38.46	37.21	37.89	38.22

**Kaynak:** Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 08 Mayıs 2019].

Tablo 8'de Uluslararası Ülke Risk Rehberinin (International Country Risk Guide) araştırmaları neticesinde BRIC ülkeleri ve Türkiye'nin 2010-2017 yılları arasına ait finansal risk skorları ile yıllara ait finansal skorların altında Moody's derecelendirme kuruluşunun kredi notları da parantez içinde gösterilmiştir. Ayrıca BRIC ülkelerinin finansal risk skoru ortalaması ve 139 ülkeyi kapsayan dünya finansal risk skorları ortalamaları gösterilmiştir. Türkiye; finansal risk skoru açısından yıllar itibariye inişli çıkışlı bir seyir izlese de sert bir kırılma yaşamadığı görülmektedir. Ayrıca ülke finansal risk skorları olarak, BRIC ve dünya ülkeleri finansal risk skoru ortalamalarından altında skorlara sahip olup finansal açısından BRIC ülkelere göre daha riskli durumdadır. BRIC ülkelerinden Brezilya ise; finansal risk artan bir eğilimine sahip olup, 2015'te de ülke finansal risk açısından sert bir kırılma yaşadığı görülmüş, bu kırılmadan sonra sonraki yıllarda ülkenin finansal riski azalmaya başlamıştır. Brezilya; 2015-2016 yıllarında dünya finansal risk ortalamasına göre daha kötü skorlara ve daha yüksek finansal riske sahipken incelenen diğer yıllarda ise dünya ortalamasının üstünde skorlara sahip olmuştur. Rusya; yıllar itibariyle düşük finansal riske ve istikrarlı finansal skora sahip bir ülkedir. Ülke 2015 yılında finansal risk artan bir kırılma yaşamıştır. Bununla birlikte ülke dünya ortalama finansal risk skoru açısından daha iyi değerlere sahiptir. Hindistan; incelenen yıllar itibariyle finansal riski düşük ve dünya ortalamasının üstünde skorlara sahip olmuş ve istikrarını bu

faktörde korumuştur. Çin ise; Türkiye, diğer BRIC ülkelerinden ve dünya ortalamalarından tüm yıllarda daha iyi skorlar almış ve karşılaştırılan ülkeler içinde finansal riski en düşük ülke olmuştur. Türkiye'nin finansal risk skoru yükselmesi yani risk düzeyinin azalmasına rağmen kredi notları düşürülmüş ya da aynı derecelendirme notunda kalmıştır.

**Grafik 3.** Türkiye ve BRIC Ülkelerinin 2010-2017 Yıllarına Ait Finansal Risk Skorları



**Kaynak:** PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Grafik 3'te ülkelerin 2010-2017 yıllarına ait finansal risk eğilimleri ve ülkelerin risk skorlarında yaşanan kırılmalar incelenmektedir. Türkiye, Rusya ve Brezilya 2015 yılında bir kırılma yaşamıştır. Hindistan ve Çin bu kırılmadan etkilenmemiştir. BRIC ülkeleri finansal riskleri azalma eğilimine sahipken Türkiye'nin finansal riski artış göstermiştir. Hindistan ve Çin karşılaştırılan ülkelere göre düşük riske ve daha istikrarlı bir finansal yapıya sahip ülkeler olarak görülmektedir. Türkiye, Rusya ve Brezilya finansal açıdan kırılmalı bir yapıya sahiptir.

### 3.5. Ülkelerin Bileşik Risk Skorlarının Değerlendirilmesi

BRIC ülkelerinin ve Türkiye'nin 2010-2017 yıllarına ait politik, ekonomik ve finansal göstergeleri, PRS-ICRG metodolojisi kullanılarak elde edilecek değerleri ve Moody's şirketinin bu ülkelere aynı tarih aralığında verdiği kredi notları karşılaştırılacaktır. Ayrıca bileşik risk skorunda virgülden sonra gelen yüzde kısmının beş ve sonrası yukarı doğru yuvarlanmıştır.

**Tablo 9. Ülkelerin Kredi Notları- CPFER Puanı**

Yıllar	Türkiye Kredi N./ CPFER		Brezilya Kredi N./ CPFER		Rusya Kredi N./ CPFER		Hindistan Kredi N./ CPFER		Çin Kredi N./ CPFER	
2010	Ba2 (Pozitif)	63.34	Baa3 (Pozitif)	74.65	Baa1 (Durağan)	73.69	Baa3 (Durağan)	69.55	Aa3 (Pozitif)	77.23
2011	Ba2 (Pozitif)	62.86	Baa2 (Pozitif)	72.34	Baa1 (Durağan)	74.51	Baa3 (Durağan)	68.21	Aa3 (Pozitif)	74.19
2012	Ba1 (Pozitif)	61.77	Baa2 (Pozitif)	71.63	Baa1 (Durağan)	72.82	Baa3 (Durağan)	65.48	Aa3 (Pozitif)	74.06
2013	Baa3 (Durağan)	63.44	Baa2 (Durağan)	71.07	Baa1 (Durağan)	70.81	Baa3 (Durağan)	65.94	Aa3 (Durağan)	74.40
2014	Baa3 (Negatif)	60	Baa2 (Negatif)	67.67	Ba1 (Negatif)	67.78	Baa3 (Durağan)	67.84	Aa3 (Durağan)	72.26
2015	Baa3 (Negatif)	61.17	Baa3 (Negatif)	64.67	Ba1 (Negatif)	61.44	Baa3 (Pozitif)	69.70	Aa3 (Durağan)	72.80
2016	Ba1 (Durağan)	63.97	Ba2 (Negatif)	66.17	Ba1 (Negatif)	66.61	Baa3 (Pozitif)	71.44	Aa3 (Durağan)	71.48
2017	Ba1 (Durağan)	62.43	Ba2 (Negatif)	69.09	Ba1 (Durağan)	70.67	Baa2 (Durağan)	70.92	A1 (Durağan)	73.33

**Kaynak:** IMF, (2019). <https://www.imf.org/external/> Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/> , PRS-ICRG. (2018).<https://epub.prsgroup.com/freesamples/>; World Bank Data. (2019). <https://data.worldbank.org/indicator/>

Tablo 9'da BRIC ülkeleri ve Türkiye'nin Moody's kredi notları ve bileşik risk skorları gösterilmiştir. ICRG risk skorları puanlamasında, Moody's ülkenin kredi notundaki değişim yönü ortaya konulmuştur. Türkiye; BRIC ülkelerine göre 2010-2017 yılları arasında bileşik risk skoru olarak daha dar skalada değerler almıştır. Türkiye'nin bileşik risk skorlarında istikrarlı olduğu dönemde, Moody's ülkenin kredi notunu kademe kademe yukarı çekmiş dalgalanmaların aşağı yönlü olduğu yıllarda ise ilk yıl ülkeyi negatif izlemeye daha sonra ise kredi notu indirime gitmiştir. Türkiye BRIC ülkelerine göre bileşik risk skorunda yıllar itibariyle her zaman daha düşük skorlara sahip olmuştur. Brezilya'nın 2013 yılına kadar dengeli bileşik risk skorları, Moody's 'in ülkeye verdiği kredi notlarına da yansımıştır. Ülkenin skorlarında yaşanan gerilemeyle birlikte Moody's ülke kredi notunu düşürmeye başlamıştır. Brezilya'nın 2016-2017 yılındaki bileşik risk skorları Türkiye'den daha iyi olmasına rağmen Moody's Brezilya'nın notunu Türkiye'nin kredi notundan bir kademe aşağıda göstermiştir. Bu durum gösteriyor ki Moody's 'in kredi notu yükseltmesinde ülkenin istikrarlı gidişatına önem vermektedir. Rusya'nın da 2010'da başlayan inceleme sürecinde kredi notlarında ve bileşik risk skoru ve kredi notlarında diğer ülkeler arasında tutarsızlık gözükmektedir. 2014 yılında ise Rusya'nın bileşik risk skorunda yaşanan düşüş Moody's 'in ülkenin kredi notunu Baa1'den Ba1'e bir seferde üç kademe düşürmüştür. 2015 yılında ülkenin risk skorundaki sert düşüşler

devam etmiş fakat Moody's ülke kredi notunu değiştirmemiştir. 2016 yılında risk skorunda toparlanma gerçekleşmiş fakat risk skorunun 2017 yılındaki yükselişiyle ülkenin kredi notu izlemesini negatiften, durağana güncelleştirir. Rusya 2017 yılında Türkiye'den bileşik risk skoru bakımından çok daha iyi skorlara sahip olmasına rağmen Türkiye ile aynı kredi notuna sahiptir. Hindistan'ın politik risk skorları yıllar itibariyle dar bir skalada hareket etmiş, Moody's ülkenin kredi notunu değiştirmemiştir. Ülkenin 2015 yılı ve sonrası bileşik risk skorunun hareketini yukarı yönde değiştirdikten sonra Moody's ülke notunu durağan izlemeden pozitif izlemeye almıştır. 2017 yılında da ülkenin risk skorunun hareketi yukarı yönlü devam etmiş, Moody's ülkenin kredi notunu bir kademe yükseltmiştir. Hindistan'ın bileşik risk skoru, Rusya ve Brezilya'nın bileşik risk skoruna yakın değerlere sahip olmasına rağmen Rusya'dan 2 kademe, Brezilya'dan ise 3 kademe daha iyi kredi notuna sahip olması tutarlılık göstermemekte fakat Türkiye ve Hindistan'ın bu ülkelere göre daha istikrarlı ve dengeli olması Moody's 'in kredi politikasında dengeli ve istikrara önem verdiğini de ortaya koymaktadır. Çin'in politik risk skorunda 2010 yılından itibaren düşüşler yaşanmaya başlamış fakat sert kırılmaların yaşanmadığı görülmektedir. Ülke 2013 yılına kadar Moody's tarafından herhangi bir kredi notu değişimine gitmezken, 2013'te kredi notunu izlemesini, pozitiften durağana çevirmiştir. 2017 yılına kadar ülkenin bileşik risk skorundaki gerileme yavaş bir şekilde devam etmiş, nihayetinde Moody's 2017 yılında ülkenin kredi notunu bir kademe düşürmüştür.

## SONUÇ

Derecelendirme kuruluşları değerlendirmelerinin bir görüş niteliğinde olduğunu ifade etseler de aslında bu kuruluşların kredi notları yatırımcıların, yatırım kararı almasında son derece etkilidir. Bu durumlar ülkelerin ve şirketlerin, derecelendirilme talebinin artmasına neden olmuş ve onları KDK'na bağımlı hale getirmiştir. Ülkelerin ve şirketlerin, dış kaynaklı borç bulabilme noktasında kritik öneme sahip olan kredi derecelendirme kuruluşlarının, kırılğan ekonomilere verdikleri kredi not kararları, ülkelerin ve şirketlerin büyük yıkıma uğramasına neden olabilmektedir. Enron, Worldcom, Parmalat gibi şirketlerin iflaslarında; Meksika, Asya, Rusya, ABD Mortgage ülke krizlerinde, kredi kuruluşlarının en büyükleri olan Moody's, Fitch Rating ve S&P kriz öncesi ülkeler ve şirketler hakkında olumsuz bir değerlendirmede bulunmamışlar, kendilerine atfedilen görev olan erken ikaz görevini yerine getirememişlerdir. Bu kuruluşların kriz ve iflaslardan sonraki sert ve gecikmeli kredi notu indirimleri ve tutumları daha önce yapılması gereken kredi notları indiriminin intikamı gibi olmuştur. Derecelendirme kuruluşları ülkeleri, şirketleri ve menkul kıymetleri değerlendirirken politik, ekonomik ve finansal risk yönünden inceler ve kredi notunu ortaya çıkarır. Kredi kuruluşların

güvenirlüklerinin sorgulandığı günümüzde BRIC ülkeleri ve Türkiye bu faktörlere göre incelenmiştir. Politik risk değerlendirmesinde; Türkiye, BRIC ülkelere göre tüm yıllarda politik riskte sıralamanın sonunda yer almaktadır. Ekonomik risk değerlendirilmesinde; Beş ekonomik faktörün alt bileşenlerinin ortalamasına göre Türkiye, ekonomik risk skoru açısından BRIC ülkelerinden sadece Çin'e göre başarılı olamamış diğer BRIC ülkelere göre bu faktörde belirgin bir fark yoktur. Yıllar itibariyle ülkenin daha iyi performansına sahip olduğu ve olmadığı dönemler bulunmaktadır. Finansal Risk değerlendirilmesinde finansal risk skorunda yılların tamamında Türkiye, BRIC ülkelere göre iyi bir performans gösterememiş BRIC ülke ortalamasının çok altında kalmıştır. Çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının, ülke ve şirketlere kredi notları verilirken birincil ve ikincil kaynaktan veri toplayıp analiz edilmiştir. Ülke ve şirketlerde yaşanan kriz ve iflaslarda kredi derecelendirme kuruluşları, firmaların hileli muhasebe kaydına; ülkelerin ise manipüle edilmiş verilerine göre kredi notlarının verilebildiği sonucu ulaşılmıştır. Bu durum ülkeler ve şirketlerin hak etmedikleri kredi notlarına sahip olmalarına yol açmıştır. Buna göre sağlıklı ve güvenilir kredi notuna sahip olabilmek için ülke ve şirketlerin verilerinin sağlıklı ve güvenilir olması gerekmektedir. İki bağımsız şirketten Moody's 'in harf notuyla PRS-Group'un sayılar kullanarak puanlandığı ülkelerin, ICRG yöntemine göre her yıl için ortaya konulan bileşik risk skorlarındaki değişimler ve Moody's 'in ülkelere vermiş olduğu kredi notların değişimleri değerlendirilmiştir. Değerlendirmeye göre karşılaştırmalı analiz yaptığımız ülkelerin incelenmesinden, Moody's şirketi kredi notu derecelendirmesi yaparken istikrarlı ve dengeli göstergelere sahip ülkelerin kredi notunda daha cömert davrandığı ortaya konulmuştur. Brezilya ve Rusya ilk yıllardaki bileşik risk skorları ile Moody's 'in ülkelere vermiş olduğu kredi notlarında kendi hesaplama yöntemleri dışında net farklılık bulunmamakta fakat ülkelerin bileşik risk skorunda kırılmalar yaşadığı yıllarda Moody's derecelendirme kuruluşu sert kredi notu indirimlerine gitmiştir. Bu ülkelerin yaşadıkları kırılmalardan sonra bileşik risk skorundaki toparlanmaları ve eski bileşik risk skorlarına ulaşmalarına rağmen Moody's, ülkelerin kredi notlarına yansıtmadığı görülmektedir. Bu durum Moody's 'in kırılğan yapıdaki ülkelere tedbirli yaklaştığını göstermektedir. Hindistan, Çin ve Türkiye'ye bakıldığında sert kırılmaların yaşanmadığı sert yükseliş ve düşüşlerin yaşanmadığı ülkelerdir. Moody's bu ülkelerin kredi notunda sert indirimlere gitmemiştir. Örneğin İncelenen ilk yıllarda Rusya, Hindistan'dan iki kademe daha yüksek kredi notuna sahipken, Rusya'nın 2014 -2015 yıllarında bileşik skorunda toplamda 9 puanlık düşüş yaşamıştır. 2017 yılında Rusya'nın göstergelerinin iyileşmesi ve bileşik risk skorunda ise Hindistan ve Rusya'nın bileşik risk skorların yaklaşık aynı olmasına rağmen Moody's tarafından bu ülkelere verilen kredi notları sırasıyla Baa2 ve Ba1'dir. Hindistan'ın kredi notu

Rusya'nın kredi notundan iki kademe daha yüksek olmuştur. Rusya'nın yaşadığı politik, ekonomik, finansal sert kırılmalar, Moody's 'in ülkenin değerlendirilmesinde ihtiyatlı durduğunu ortaya koymaktadır. Ülkelerin incelendiği ilk yıllarda Brezilya ve Rusya bileşik risk skorları ve kredi notları, Türkiye'nin bileşik risk skoru ve kredi notlarından çok daha iyi durumdadır. Brezilya ve Rusya'da yaşanan kırılmalardan sonra Türkiye'nin 2017 yılındaki bileşik risk skoru Rusya ve Brezilya'nın bu tarihteki bileşik risk skorlarının çok altında değerlere sahip olmasına rağmen Türkiye; Rusya ile aynı kredi notuna sahip olmuş, Brezilya'nın kredi notunun bir basamak üstünde yer almıştır. Bu duruma Türkiye'nin göstergelerinin daha dengeli olduğundan kaynaklı olduğu söylenebilir. Çin'in de Türkiye gibi bileşik risk skorlarında sert düşüşler yaşanmamıştır. Bu durumda Moody's derecelendirme şirketinin bu ülkenin 2010-2016 yılları arasında kredi notunda bir değişikliğe gitmemiş olması. 2013 yılında ülkenin kredi notunu pozitif izlemeden, durağan izlemeye alması, 2017 yılında ise kredi notunu bir kademe düşürmesi Moody's in daha istikrarlı ülkelerin kredi notlarına çok müdahalede bulunmadığını göstermesi açısından önemlidir. Neticede şirketlerin ülkeleri değerlendirmeye aldığı farklı yöntemler ve hesaplamalar bulunmaktadır. Bundan dolayı şirketlerin değerlendirmeleri bire bir aynı sonuçlara ulaşamamıştır. İncelenen yıllarda Moody's bileşik risk skorunda yaşanan sert düşüşlerde ülkelerin kredi notlarında indirimlere gitmiş veya ülkeyi izleme durumunu güncellemiştir. Ülkelerin bileşik risk skorlarında yaşanan artışa Moody's ülkelerin geçmiş göstergelerinin istikrarını gözetleyerek kredi notu artışına gitmiştir. Moody's ülkelerin kredi notu indirimlerinde daha acımasız, kredi notlarını yükseltmede daha ihtiyatlı davrandığı söylenebilir. Ayrıca Moody's ülkelerin kredi notlarının indirim ve artışlarında kendi içinde tutarlılık göstermiştir. BRIC ülkelerinin ekonomik ve finansal açıdan güçlü yanlarını politik açıdan da güçlü tutabilirse ülkeler daha yüksek kredi notlarına ve bileşik risk skorlarına sahip olabilir. BRIC ülkelerindeki kurumsal yapının güçlü olmaması; kanun ve düzenin iyi işleyememesine, bürokrasinin hükümetlerin etkisinde kalmasına, şeffaflığın kaybolmasına neden olmaktadır. Bu durum BRIC ülkelerinde yolsuzluğu artırdığı, sosyo-ekonomik koşulları geriletliği söylenebilir. Bu sebepler yatırımcıları korkutabilmekte bunun sonucunda BRIC ülkelerinin risk skorlarını aşağı çekmekte, daha sonra ülkelerin ekonomik ve finansal verilere de olumsuz yansımaları görülmektedir.

## KAYNAKÇA

- Afonso, A. (2003). Understanding the determinants of sovereign debt ratings: Evidence for the two leading agencies. *Journal of Economics and Finance*, 27(1), 56-74.
- Amstad, M., & Packer, F. (2015). Sovereign ratings of advanced and emerging economies after the crisis. *BIS Quarterly Review* December.
- Akçayır, Ö. (2013). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ve güvenilirliklerinin sorgulanması: Türkiye'nin kredi derecelendirme geçmişi ve bugünü (1992-2012) (Doctoral dissertation, SDÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü).
- Bayar, Y. (2015). KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE YUNANİSTAN BORÇ KRİZİ. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (15).
- Belkıs, S. (2016). Lisanslama Sınavı Çalışma kitabı: Kredi Derecelendirme. Erişim Bilgisi: [https://www.spl.com.tr/spl/eep/Specific/OEP/Upload/SINAV/CalismaNolari/MKT\\_31%20Aral%C4%B1k%202017/1017-Kredi%20Derecelendirmesi\\_31122017.pdf](https://www.spl.com.tr/spl/eep/Specific/OEP/Upload/SINAV/CalismaNolari/MKT_31%20Aral%C4%B1k%202017/1017-Kredi%20Derecelendirmesi_31122017.pdf).
- Bissoondoyal-Bheenick, E. (2005). An analysis of the determinants of sovereign ratings. *Global Finance Journal*, 15(3), 251-280.
- Blaurock, U. (2017). "Control and Responsibility of Credit Rating Agencies. *Electronic Journal of CoParative Law*,
- Bhagal, P. (2017). Rethinking the relevance of existing credit rating agencies to BRICS. *ORF Occasional Paper*, 113.
- Cantor, R., & Packer, F. (1996). Determinants and impact of sovereign credit ratings. *Economic policy review*, 2(2).
- Çelik, P., & GÜR, T. H. (2004). BANKALARIN RİSK DERECELENDİRMESİ. Uzmanlık Yeterlilik Tezi) Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.
- Elayan, F. A., Hsu, W. H., & Meyer, T. O. (2003). The informational content of credit rating announcements for share prices in a small market. *Journal of Economics and Finance*, 27, 337-356.
- FitchRating,[online], <https://www.fitchratings.com/site/> search?content=research&request=rating%20scale, [Erişim Tarihi: 09 Nisan 2018]
- Gür, T. H., & Öztürk, H. (2011). Ülke riski, derecelendirme kuruluşları, aksaklıklar ve yeni düzenlemeler. *Sosyoekonomi Dergisi*, 2, 69-92.
- Hill, C. A. (2004). *Regulating the Rating Agencies*. Washington, DC: Georgetown University Law Center. <http://ssrn.com/abstract> (Vol. 452022).
- ICRG (2016), "International Country Risk Guide." Volume XXXVII, Number
- Iyengar, S. (2010). Are sovereign credit ratings objective and transparent?. *IUP Journal of Financial Economics*, 8(3), 7.

- Karagöl, E. T., & Mihçioğur, Ü. İ. (2012). Kredi derecelendirme kuruluşları: alternatif arayışlar. Seta Rapor, 2, 2012.
- Kırankabeş, M. C. (2006). Ülke Riski Kavramı, Metodolojisi ve Türkiye Değerlendirmesi. Mevzuat Dergisi. 8.102,(internet dergisi)
- Kräussl, R. (2000). Sovereign credit ratings and their impact on recent financial crises.
- Langohr, H., & Langohr, P. (2010). The rating agencies and their credit ratings: What they are, how they work, and why they are relevant. John Wiley & Sons.
- Lavin, Douglas (October 17, 1997). "France's Fimalac Purchases Fitch From Van Kampen". [The Wall Street Journal](#). pp. -4. ISSN 0099-9660. ProQuest 398738137.
- Moody's, [online]. [https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004)
- Moody's, Resmî web adresi, [online], <https://www.moodys.com>.
- Oktay, T. A. Ş. (2011). Almanya'da ortaboy işletmeler için derecelendirme sorunu. Doğu Üniversitesi Dergisi, 2(1), 103-111.
- Ovalı, M., Kocabiyik, T., & Geyikçi, U. B. (2020). Kredi Derecelendirmenin Borsa Endeksleri Üzerindeki Etkileri: T-BRICS Ülkeleri Üzerine Bir Araştırma. Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 27(2), 309-335.
- OVALI, S. (2014). Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: AB ile Karşılaştırmalı Analiz. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 10(23), 53-80.
- PRS Grup, (2016). Ülkelerin Politik Risk Skorları.[online] ,<https://www.prsgroup.com/wp.../11/icrgmethodology.pdf>, [Erişim Tarihi: 15 Ağustos 2018]
- PRS Grub, (2018). Uluslararası Ülke Risk Rehberi Araştırmacıları Veri Kümesi. [online], University of Toronto, <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120>, [Erişim Tarihi: 14 Mayıs 2019]
- Rowland, P. (2004). Determinants of spread, credit ratings and creditworthiness for emerging market sovereign debt: a follow-up study using pooled data analysis. Borradores de Economía; No. 296.
- Sack, J. S., & Juris, S. M. (2007). Rating agencies: Civil liability past and future. New York Law Journal, 238, 88.
- Sinclair, T. J. (2018). The new masters of capital: American bond rating agencies and the politics of creditworthiness. Cornell University Press.
- S&P, [online] [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/home](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home) [Erişim Tarihi: 09 Nisan 2018].
- Tekin, İ. Ç. (2016). Kredi derecelendirme kuruluşlarının öngöremedikleri kriz ve iflaslar. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi, 19(41. YIL ÖZEL SAYISI), 181-205.



Turan, Z. (2011). Dünyadaki ve Türkiye'deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi. Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 4(1), 56-80.

Yalta, A. T., & Yalta, A. Y. (2018). Are credit rating agencies regionally biased?. *Economic Systems*, 42(4), 682-694.