

## FITCH KREDİ NOTUNUN KURUMSAL VE MAKROEKONOMİK BELİRLEYİCİLERİ: TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİN ARDL YAKLAŞIMINA DAYALI BİR ANALİZ\*

Bayram KAYANTAŞ<sup>1</sup>

Mücahit ÇAYIN<sup>2</sup>

### Öz

Bu çalışma, Türkiye'nin kredi notunu belirleyen temel unsurları yönetim göstergeleri ve makroekonomik değişkenler çerçevesinde ARDL sınır testi yaklaşımıyla analiz etmektedir. 1994-2023 dönemine ait yıllık veriler kullanılarak gerçekleştirilen analizde, kredi notunun uzun dönemde hükümet etkinliği (HE) ve düzenleyici kalite (DK) tarafından güçlü ve pozitif biçimde belirlendiği tespit edilmiştir. Buna karşılık hukukun üstünlüğü (HÜ) değişkeninin ise modelde sınırlı negatif etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Makroekonomik değişkenlerden enflasyon (ENF) uzun dönemde kredi notunu olumsuz etkilerken, dış borcun (DB) sınırlı düzeyde pozitif bir etkiye sahip olduğu bulunmuştur. Kısa dönem sonuçları, özellikle HE değişkeninin gecikmeli farklarının kredi notu üzerinde güçlü ve negatif etkiler oluşturduğunu; DB dinamiklerinin ise kısa vadede pozitif ancak gecikmeli olarak negatif ve beklenen sonuca paralel etkiye sahip olduğunu göstermektedir. ECM katsayısının beklenen aralıkta olması, kısa dönem dengesizliklerinin hızlı biçimde giderildiğini ve güçlü bir uzun dönem ilişkisinin varlığını teyit etmektedir. Tanı testleri modelin istatistiksel olarak güvenilir ve yapısal açıdan stabil olduğunu göstermektedir. Bulgular, Türkiye'nin kredi notunun kurumsal yönetim kalitesi ve makroekonomik istikrar unsurlarına duyarlı olduğunu ortaya koymaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Yönetişim Göstergeleri, Kredi Notu, ARDL Analizi.

**Jel Kodları:** C32, E44, G18.

\* Bu çalışma 20-22 Ekim 2025 Tarihleri arasında Dicle Üniversitesi'nde düzenlenen VIII. Uluslararası Ekonomi, Siyaset ve Yönetim sempozyumunda "Türkiye'de Yönetişim Göstergeleri ile Fitch Kredi Notu Arasındaki İlişkinin ARDL Yöntemiyle Analizi" başlıklı özet bildirinin genişletilmiş halidir.

<sup>1</sup> Dr. Öğrencisi, Batman Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, E-posta: b.kayantas@gmail.com, 0009-0002-7783-5420.

<sup>2</sup> Doç. Dr., Batman Üniversitesi, İİBF İktisat Bölümü, E-posta: mucahit.cayin@batman.edu.tr., ORCID: 0000-0002-6470-5531.

### Atıf/Citation

Kayantaş, B., & Çayın, M. (2026). Fitch kredi notunun kurumsal ve makroekonomik belirleyicileri: Türkiye ekonomisi için ARDL yaklaşımına dayalı bir analiz. *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(31), 132-150.

---

## INSTITUTIONAL AND MACROECONOMIC DETERMINANTS OF FITCH CREDIT RATING: AN ANALYSIS BASED ON THE ARDL APPROACH FOR THE TURKISH ECONOMY

### *Abstract*

This study analyzes the key determinants of Turkey's credit rating using the ARDL bounds test approach within the framework of governance indicators and macroeconomic variables. Using annual data for the 1994-2023 period, the analysis finds that government effectiveness (GE) and regulatory quality (RQ) are strongly and positively determined by the credit rating in the long run. Conversely, the rule of law (RL) variable has a limited negative impact on the model. Among the macroeconomic variables, inflation (INF) negatively affects the credit rating in the long run, while external debt (ED) has a limited positive impact. The short-term results indicate that lagged differences in the GE variable, in particular, have a strong and negative impact on the credit rating, while ED dynamics have a positive effect in the short run but a negative effect with a lag, parallel to the expected outcome. The fact that the ECM coefficient is within the expected range confirms that short-term imbalances are quickly resolved and that there is a strong long-term relationship. Diagnostic tests indicate that the model is statistically reliable and structurally stable. The findings reveal that Turkey's credit rating is sensitive to the quality of corporate governance and macroeconomic stability.

**Keywords:** Governance Indicators, Credit Rating, ARDL Analysis.

**Jel Codes:** C32, E44, G18.

### 1. GİRİŞ

Günümüzde yaşanan hızlı küreselleşme ve liberalizasyon süreçleri tüm dünya ekonomilerini etkilemiş ve birçok ülkenin ekonomik politikalarını bu çerçevede yapılandırmasını sağlamıştır. Gerek reel ve gerekse finansal piyasalarda yeni gelişmelerin yaşanmasına yol açan bu gelişmeler, yatırımcıların tüm piyasalarda daha esnek hareket etmesine imkân sunmuştur. Ancak bu durum bir taraftan da piyasalarda fon arz edenler ile fon talep edenlerin karşılaşacakları riskleri değerlendirmek için yeterli bilgiye ulaşmalarını gerekli kılmıştır. Bu nedenle uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları kurulmuş ve bu bağlamda ülkelerin kredi verilebilirliğini temsil eden kredi notları belirlenmeye başlanmıştır. Ülkeler için belirlenen bu notlar finansal gelişimin önemli bir emaresi olmuştur. Çünkü bu notlar, bir taraftan ülkelerin küresel piyasalardan alacakları kredi faiz oranlarını etkilerken, diğer taraftan IMF ve DB gibi kuruluşların ülkeler açısından takip ettiği önemli bir gösterge haline gelmiştir. Diğer bir ifadeyle kredi notları, birçok yatırımcı ve kuruluş için ülkelerin kamu borçlarının ödenebilirliği ve ülkelerin kredibilitesi için son derece önemli bir faktör olarak görülmeye başlanmıştır (Durmaz & Yıldız, 2019, s.366).

Ülkelerin kredibilitesi ve borç geri ödeme kabiliyetinin göstergesi olarak kabul gören kredi notları, başlıca uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları olan Standard & Poor's (S&P), Moody's ve Fitch tarafından enflasyon oranı, ulusal borç, GSYH, kişi başına GSYH, ihracat, ithalat gibi göstergelerin etkisi ile değerlendirilmekte ve sunulmaktadır. Kredi notları ülkelerin

finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetinin yanında bankaların kârlılığını ve sermaye oranlarını da etkileyebilmektedir. Dolayısıyla bu notlar, yatırım riski yönetimi, kaynak tahsisi ve ekonomik planlama stratejileri açısından önemli bir bilgi kaynağı olmakta ve böylece yatırımcılar, finans kuruluşları ve politika yapımcıların daha iyi karar almalarında etkili olabilmektedir (Yoon vd., 2025, s.1-2).

Hal böyle olunca akademik yazında uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen kredi notlarının DDY'lerden dış borca, portföy yatırımlarından ekonomik büyümeye birçok konuya olan etkileri çalışma konusu olmuştur. Öte yandan akademik yazında kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen kredi notları üzerinde etkili olan faktörler de sıkça incelenmiştir. Ancak Goel & Singh (2025) kredi notları için yapılan çalışmalarda daha çok nicel (ekonomik) faktörlere odaklandığını buna karşın nitel (sosyo-politik) faktörlere daha az odaklandığını belirterek iki temel faktörün birlikte dikkate alınması kredi notlarının belirleyicileri açısından daha bütüncül portre sunacağını vurgulamaktadır. Dolayısıyla bu çalışmada da temel amaç; Türkiye'nin kredi notunun temel belirleyicilerini hem bir anlamda ülkelerin kurumsal yapısını temsil eden yönetim göstergeleri (Hukukun üstünlüğü, Hükümet etkinliği, Düzenlemelerin kalitesi) hem de makroekonomik değişkenler (dış borç ve enflasyon) üzerinden analiz etmektir. Kredi notunun hem kısa hem uzun dönem dinamiklerini incelemek için ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. Bu yöntem, değişkenlerin farklı durağanlık seviyelerine sahip olması durumunda etkin sonuçlar üretebilmesi ve uzun dönem ilişkisinin yanı sıra kısa dönem düzeltme mekanizmasını da ortaya koyması nedeniyle tercih edilmiştir. Çalışmada kullanılan 1994-2023 dönemi verileri, Türkiye'nin hem ekonomik hem de kurumsal açıdan önemli yapısal kırılmalar yaşadığı geniş bir dönemi kapsamı bakımından analizin gücünü artırmaktadır. Diğer bir ifadeyle çalışma kapsadığı veri dönemi ve kullanılan yöntem açısından farklılaşmakta ve bu bağlamda literatüre katkı sunması beklenmektedir.

Çalışmada bundan sonraki bölümde konuya ilişkin literatür taraması yapılmıştır. Bu minvalde kredi notlarını etkileyen faktörleri inceleyen bazı çalışmalar yöntem, kapsam ve bulgular bağlamında incelenmiştir. Literatür taramasından sonra çalışmanın uygulamasına yer verilmiştir. Bu bölümde de öncelikle çalışmanın veri setleri ve yönteminden bahsedilmiş akabinde analiz bulguları sunulmuştur. Çalışmanın sonuç bölümünde ise bulgular genel hatları ile ele alınmış ve bazı politika önerileri sunulmuştur.

## **2. LİTERATÜR TARAMASI**

Bir anlamda ülkelerin kurumsal yapısını temsil eden yönetim göstergeleri iktisat literatüründe etkileri bağlamında yaygın bir şekilde araştırma konusu olmaktadır. Zira Azam (2022), Beyene

(2024), Emara & Eric (2014), Mahran (2023), Stoyanova-Asenova vd., (2024), Vinayagathan & Ramesh (2019) gibi araştırmacılar tarafından yapılan çalışmalarda yönetim göstergeleri, ekonomik büyüme üzerindeki etkileri bağlamında incelenmiştir. Abotsi (2023), Cooray & Özmen (2024), Imaginário & Guedes (2020) ile Tarek & Ahmed (2017) gibi araştırmacılar tarafından yapılan çalışmalarda ise yönetim göstergelerinin kamu borçları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Yönetim göstergelerinin doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar (Buchanan vd.,2012; Khan vd., 2024; Peres vd., 2018; Sabir vd., 2019) olduğu gibi özellikle son yıllarda yenilenebilir enerji yatırımı veya tüketimi üzerindeki etkisi de inceleme konusu olmaktadır (Asongu & Odhiambo, 2022; Halldén vd., 2025; Satrianto vd., 2024; Uzar, 2020).

İktisat literatüründe birçok açıdan incelenen yönetim göstergeleri uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen kredi notları üzerindeki etkileri bağlamında da araştırma konusu olmaktadır. Ancak bununla ilgili araştırmaların literatürde çok daha sınırlı sayıda olduğu gözlenmektedir. Bu konudaki kapsamlı çalışmalardan biri Ozturk (2016) tarafından gerçekleştirilmiştir. Araştırmacı gelişmiş ve gelişmekte olan 93 ülkenin 1999-2010 dönemine ait verilerini kullanarak yönetim göstergelerinin Moody's tarafından belirlenen kredi notları üzerindeki etkisini incelemiştir. Sıralı probit modelleri ve panel regresyon tekniklerinin kullanıldığı çalışmanın bulgularına göre, iyi yönetim göstergeleri kredi notlarının yüksek olmasını sağlamıştır. Diğer bir ifadeyle kredi notlarının yönetim göstergelerindeki gelişmelere paralel hareket ettiği gözlenmiştir. Dolayısıyla araştırmacı yönetim göstergelerinin ölçümündeki eksiklik veya zayıflıklara dikkati çekerek kredi derecelendirme kuruluşlarının bunlara bağımlı olarak hareket etmesinin yanıltıcı sonuçlara yol açabileceğini dile getirmiştir. Bu durumun özellikle gelişmekte olan ülkeler için yüksek maliyetli borçlanmalara neden olabileceği öne sürülerek kredi derecelendirme kuruluşlarının kurumsal kaliteyi ölçecek kendi metodolojilerinin oluşturmaları gerektiği vurgulanmıştır.

Konu ile ilintili diğer bir çalışmada Erdem & Varli (2014) Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Meksika, Rusya, Güney Afrika ve Türkiye olmak üzere 8 yükselen piyasa ekonomisi için S&P tarafından verilen kredi notları üzerinde etkili olan faktörleri incelemişlerdir. 2002-2011 yılları arasındaki üç aylık panel verilerin kullanıldığı çalışmanın sonucunda, kişi başına GSYH, bütçe dengesi, rezervler ve yönetim göstergeleri değişkenlerinin kredi notları üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu ortaya çıkmıştır. Çalışmada ayrıca, Türkiye'nin diğer yükselen piyasa ekonomilerine göre özellikle en yüksek kredi derecelendirme seviyelerinde S&P'nin düşük performans değerlendirmesi ile farklılaştığı görülmüştür. Bu nedenle araştırmacılar "Kötü

haberlere hızlı, iyi haberlere yavaş mı tepki veriyorlar?" sorusunu sorarak S&P'nin notları yükseltme zamanlamasını eleştirmişlerdir.

Yükselen piyasa ekonomileri için diğer bir çalışma da Osobajo & Akintunde (2019) tarafından yapılmıştır. Çalışmada yönetim göstergeleri ve bazı makroekonomik değişkenlerin Moody's ve S&P'nin kredi notları üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Yükselen 20 piyasa ekonomisine ait 2001-2015 dönem aralığındaki veriler havuzlanmış EKK yöntemiyle tahmin edilmiş ve sonuç olarak yönetim göstergeleri ile kişi başına GSYH, enflasyon, kamu borcu, rezervler ve dış borç gibi makroekonomik göstergelerin kredi notlarının temel belirleyicisi olduğu tespit edilmiştir. Yani hem Moody's hem de S&P için oluşturulan modelde yönetim göstergeleri, kişi başına GSYH ve rezervler kredi notlarını pozitif etkilerken enflasyon, kamu borcu ve dış borç değişkenleri ise kredi notlarını negatif etkilemiştir. Modele dâhil edilen büyüme oranı ve cari işlemler dengesi ise anlamlılık düzeyinin dışında kalmıştır.

Ramírez-Rondán vd., (2023) tarafından gerçekleştirilen çalışmada yönetim göstergeleri ve ekonomik belirsizliğin Moody's, S&P ve Fitch tarafından verilen kredi notları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Araştırmada 71 ülkeye ait 2003-2020 dönem aralığındaki veriler rasgele-etki sıralı probit ve logit modelleri kullanılarak analiz edilmiş ve sonuç olarak yönetim göstergelerinin kredi notu üzerinde olumlu, ekonomik belirsizliğin ise olumsuz bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada ayrıca yönetim göstergeleri ayrı olarak analiz edilmiş ve bu sonuçların esas olarak yolsuzluğun kontrolü ve siyasi istikrar göstergelerinden, daha az oranda ise hükümet etkinliği ve düzenleyici kalite göstergelerinden kaynaklandığı ortaya çıkmıştır. Aynı yılda yapılmış benzer bir çalışmada Güneş & Kurt (2023) 34'ü gelişmiş ve 53'ü gelişmekte olmak üzere toplam 87 ülkenin S&P tarafından verilen kredi notları üzerinde etkili olan faktörleri sıralı probit modelleri ile analiz etmişlerdir. 2009-2018 dönem aralığındaki verilerin kullanıldığı çalışma sonucunda tüm modellerde yönetim göstergelerinin kredi notlarını pozitif etkilediği belirlenmiştir. Ayrıca tasarruflar, enflasyon, işsizlik, büyüme oranı, kişi başına GSYH, cari denge, borçlanma ve harcamaların kredi notlarını etkileyen makroekonomik göstergeler olduğu ortaya çıkmıştır. Analiz bulguları bazı makroekonomik değişkenlerin kredi notu üzerindeki etkisinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler bağlamında değiştiğini göstermiştir. Örneğin tahmin edilen bazı modellerde büyüme oranı göstergesi gelişmekte olan ülkeler için pozitif etkide bulunurken gelişmiş ülkelerde negatif etkide bulunmuştur. Yine bazı modellerde borçlanma göstergesi gelişmekte olan ülkeler için pozitif etki oluştururken gelişmiş ülkeler için negatif etki oluşturmuştur. Araştırmacılar, S&P

tarafından gelişmekte olan ülkelere verilen kredi notlarında subjektif kriterlerin etkili olduğunu buna karşın gelişmiş ülkeler için kredi notların daha öngörülebilir olduğunu belirtmişlerdir.

Goel & Singh (2024) yönetişimin altı göstergesinden biri olan hukukun üstünlüğü değişkeninin Moody's tarafından verilen kredi notları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada 60 ülkeye ait 2016-2020 aralığındaki veriler kullanılmış ve sonuç olarak hukukun üstünlüğünün kredi notları üzerinde pozitif etkide bulunduğu ortaya çıkmıştır. Diğer bir çalışmalarında Goel & Singh (2025) 55 ülke için konuyu daha kapsamlı bir biçimde ele almışlardır. Çalışmada Moody's ve Fitch'in kredi notlarını etkileyen nicel ve nitel faktörleri gruplandırarak araştırmacılar 2011-2020 dönem aralığındaki verileri kullanmışlardır. Çalışma sonucunda içinde yönetim göstergelerinin de yer aldığı nitel değişkenler ile kredi notları arasında yüksek-orta düzeyde korelasyon ilişkisi tespit edilmiştir. Düşük korelasyon gösteren tüm değişkenlerin nicel değişken olması yönetim göstergelerinin yer aldığı nitel göstergelerin büyüme oranı, kişi başına GSYH ve borç gibi nicel göstergelerden daha önemli olduğunu göstermiştir. Bu nedenle araştırmacılar, özellikle düşük-orta gelirli ülkelerin ekonomik faktörlerin yanı sıra sosyo-politik reformlara da yoğunlaşmış koşulların geliştirmesini önermişlerdir.

Öte yandan yönetim göstergelerini içermeyen ve sadece makroekonomik göstergeler üzerinde duran çalışmalar da literatürde mevcuttur. Nitekim Afsar & Karacayir (2016) yaptıkları çalışmada 17 AB ülkesi ve Türkiye için Moody's kredi notlarını etkileyen makroekonomik faktörleri incelemişlerdir. Çalışmada 2002-2014 yılları arasındaki veriler panel regresyon modeliyle tahmin edilmiş ve sonuç olarak dış ticaret dengesi değişkeninin kredi notlarını negatif ve ekonomik büyümenin ise pozitif etkilediği belirlenmiştir. Modele dâhil edilen değişkenlerden DYY ve enflasyon oranı anlamlılık düzeyi dışında kalarak herhangi bir etkide bulunmamıştır. Aras & Öztürk (2018) yaptıkları çalışmada S&P tarafından Türkiye için verilen kredi notlarını etkileyen makroekonomik göstergeleri belirlemeye çalışmışlardır. Çalışmada 1992-2016 dönem aralığındaki veriler ile cari açık, dış borç, DYY, ekonomik büyüme oranı, enflasyon oranı ve tasarrufların kredi notları üzerindeki etkisi Granger nedensellik ve EKK yöntemiyle tahmin edilmiştir. EKK bulguları dış borç ve enflasyon oranının kredi notlarını negatif etkilediğini gösterirken, Granger nedensellik sonuçları ise sadece enflasyondan kredi notlarına doğru bir nedenselliğin olduğunu ortaya koymuştur. Diğer değişkenlerin anlamlı bir etkisi tespit edilmemiştir. Araştırmacılar bu durumu Türkiye'nin kredi notlarında makroekonomik göstergeler dışında etkili olan faktörlerin varlığına işaret ettiği şeklinde yorumlamışlardır.

Alber & Massoud (2024) üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olan Moody's, S&P ve Fitch tarafından belirlenen kredi notlarını etkileyen makroekonomik değişkenleri 23 ülke (G7, BRİCS ve N-11) için 2016-2020 dönem aralığındaki veriler ile incelemişlerdir. GMM tahmin yönteminin kullanıldığı çalışma sonucunda kişi başına GSYH, GSYH büyümesi, dış borç ve yabancı rezerv değişkenlerin S&P'nin kredi notu üzerinde pozitif olarak etkili olduğu buna karşın kişi başına GSYH, GSYH büyümesi, dış borç, işsizlik ve enflasyon oranı değişkenlerinin Fitch kredileri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Burada kişi başına GSYH ve enflasyon oranları pozitif etkide bulunurken, GSYH büyümesi, dış borç, işsizlik oranı ise negatif etkide bulunmuştur. Çalışmada Moody's kredileri üzerinde etkili olan değişkenler ise GSYH büyümesi (negatif), ekonomik büyüme (pozitif) ve enflasyon oranı (pozitif) olduğu anlaşılmıştır.

Konu ile ilintili yapılmış sınırlı sayıdaki bu çalışmalar genel olarak değerlendirildiğinde kredi notlarını etkileyen yönetim göstergeleri ile makroekonomik göstergelerin etkisi, yönü ve derecesi farklılaşabilmektedir. Bu durum konu ile ilgili daha fazla ampirik çalışma yapılması gerektiği şeklinde değerlendirilmektedir.

### 3. UYGULAMA

#### 3.1. Veri ve Yöntem

Bu çalışmada Türkiye'nin Fitch kredi notunu belirleyen kurumsal (Hukukun üstünlüğü, Hükümet etkinliği, Düzenlemelerin kalitesi) ve makroekonomik faktörler (dış borç ve enflasyon) 1994-2023 dönemine ait yıllık veriler kullanılarak incelenmiştir. Bu kapsamda Ozturk'un (2016) çalışmasındaki model baz alınarak aşağıda yer alan model oluşturulmuştur.

$$KN_{it} = \alpha_i + \beta_1 H\ddot{U} + \beta_2 HE + \beta_3 DZ + \beta_4 DB + \beta_5 ENF + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Modelde bağımlı değişken olarak Fitch tarafından açıklanan ülke kredi notları (KN) kullanılmıştır. Harf olarak alınan kredi notları Tablo 1'de görüldüğü gibi yazar(lar) tarafından numerik forma dönüştürülmüştür. Diğer bir ifadeyle Fitch kredi notu, bağımlı değişken olarak ele alınmış ve 1994-2023 dönem aralığındaki notlar numerik karşılıkları kullanılarak sayısal seriyeye dönüştürülmüştür. Kredi notlarının sayısal karşılıkları, D=0'dan başlayıp her bir harflik artış 0,10 olarak artırılmış ve böylece AAA=2.1 ile en yüksek değer şeklinde ölçeklendirilmiştir. Literatürde harf notlarının numerik formata dönüştürülmesi, Akçayır & Yıldız (2014) ile Erdem & Varlı (2014) gibi birçok çalışmada başvurulan bir yöntemdir. Örneğin, Erdem ve Varlı (2014) S&P kredi derecelendirme notlarını üç farklı ölçeklendirme yöntemiyle numerik forma dönüştürerek analiz etmiştir. Bu doğrultuda, bu çalışmada da

işlemin analiz sonuçlarının geçerliliği üzerinde olumsuz bir etki oluşturmayacağı öngörülerek verilerin analiz edilebilirliğini sağlamak amacıyla harf notları numerik formata dönüştürülmüştür. Bununla birlikte yazar(lar) tarafından başvurulan bu yaklaşım çalışmanın ilk metodolojik sınırlılığı olarak kabul edilmektedir.

**Tablo 1.** Fitch Kredi Notlarının Numerik Karşılığı

Harf Karşılığı	Numerik karşılığı*
AAA	2.1
AA+	2
AA	1.9
AA-	1.8
A+	1.7
A	1.6
A-	1.5
BBB+	1.4
BBB	1.3
BBB-	1.2
BB+	1.1
BB	1
BB-	0.9
B+	0.8
B	0.7
B-	0.6
CCC+	0.5
CCC	0.4
CCC-	0.3
CC	0.2
C	0.1
D	0

Not. \*; Harflerin numerik karşılığı yazar(lar) tarafından oluşturulmuştur.

Modelde kullanılan bağımsız değişkenler, yönetim göstergelerini temsilen Dünya Yönetişim Göstergeleri (WGI) serisinden elde edilen hukukun üstünlüğü (HÜ), hükümet etkinliği (HE) ve düzenleyici kalite (DK) değişkenlerinden oluşmaktadır. Dış borç stoku (DB; % GNI) ve enflasyon oranı (ENF) ise modelde makroekonomik değişkenler olarak yer almıştır. Tablo 2’de görüldüğü üzere bağımsız değişkenlere ilişkin tüm seriler Dünya Bankası WDI ve WGI veri tabanlarından temin edilmiştir. Yönetişim göstergeleri 1996 yılında başlayıp en son 2023 yılında yayımlanmıştır. Bu veriler 1996 ile 2002 yılları arasında iki yılda bir yayımlandığı için eksik olan 1997, 1999, 2001 yıllarındaki veriler lineer interpolasyon ve ayrıca zaman serisi analizinin daha güvenilir sonuç vermesi için ise 1994 ve 1995 yılları verileri lineer ekstrapolasyon yöntemiyle üretilmiştir. Kısacası veri setinin bütünlüğünü sağlamak ve böylece zaman serisi analizinin tutarlılığını artırmak için bu yola başvurulmuştur. Ancak interpolasyon ve ekstrapolasyon yaklaşımlarıyla elde edilen verilerin, serideki ani dalgalanmaları tam olarak yansıtmayabileceği dikkate alındığında bu durum, çalışmanın ikinci metodolojik sınırlılığını oluşturmaktadır. Çalışmanın bir diğer sınırlılığı, sadece Fitch kredi notlarının ele alınmış olmasıdır. Literatürde Türkiye için Fitch kredi notlarını inceleyen çalışmaların görece az olması, bu çalışmada Fitch kredi notlarının tercih edilmesinde etkili olmuştur.

**Tablo 2.** Değişkenler ve Kaynakları

Değişken	Tanımı ve özelliği		Kaynak
KN	Kredi Notu	Bağımlı değişken	Fitch Rating
HÜ	Hukukun Üstünlüğü	Bağımsız değişkenler	World Bank - World Governance Indicators
HE	Hükümet Etkinliği		World Bank - World Governance Indicators
DK	Düzenleyici Kalite		World Bank - World Governance Indicators
ENF	Enflasyon		World Bank - World Development Indicators
DB	Dış Borç		World Bank - World Development Indicators

### 3.2. Bulgular

Zaman serisi analizlerinde serilerin durağanlığı, modelin tahmin edilmesi için temel varsayımlardan biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü durağanlığın sağlanmadığı seriler ile

yapılan analizler yanlış öngörülere yol açmakta ve model tahminlerinde sahte regresyon problemi oluşabilmektedir (Fendoğlu & Canpolat-Gökçe, 2019, s. 23). Bu nedenle analizler kapsamında öncelikle serilerin durağanlık özellikleri yazında yaygın olarak kullanılan birim kök testlerinden Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) testleri ile sınanmış ve sonuçlar Tablo 3'te sunulmuştur. Sonuçlar bağımlı değişkenin ve kurumsal göstergelerin birinci farkta durağan (I(1)), enflasyonun ise seviyede durağan (I(0)) olduğunu göstermiştir. Diğer bir ifadeyle modelde yer alan KN, HÜ, HE, DK ve DB değişkenlerinin seviye değerlerinde durağan olmadığı, ancak birinci farkları alındığında hem ADF hem de PP testlerine göre durağan (I(1)) hâle geldikleri görülmüştür. ENF değişkeni ise sabitsiz ve trendsiz modelde %5 düzeyinde anlamlılık göstermekte olup I(0) düzeyinde durağan özellik sergilemektedir.

**Tablo 3.** Değişkenlere ait ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları

<b>ADF BİRİM KÖK TESTİ</b>						
Değişkenler	Sabitli		Sabitli ve Trendli		Sabitsiz ve Trendsiz	
	T-İstatistiği	P-Değeri	T-İstatistiği	P-Değeri	T-İstatistiği	P-Değeri
KN	-1.4392	0.5493	-0.7002	0.9636	-0.2545	0.5857
HÜ	0.2458	0.9759	-1.1673	0.8987	0.8128	0.8822
HE	-1.7454	0.3988	-1.5536	0.7864	-1.7127	0.0819
DK	-1.3125	0.6094	-0.9706	0.9329	-1.2801	0.1800
ENF	-2.3296	0.1699	-0.8839	0.9445	-2.1810**	0.0303
DB	-2.2537	0.1929	-2.5973	0.2840	-0.5492	0.4704
$\Delta$ KN	-5.8454***	0.0000	-5.9468***	0.0002	-5.9354***	0.0000
$\Delta$ HÜ	-4.6506***	0.0009	-5.3408***	0.0009	-4.5628***	0.0001
$\Delta$ HE	-7.1438***	0.0000	-7.5707***	0.0000	-7.2729***	0.0000
$\Delta$ DK	-3.6309***	0.0115	-3.7937***	0.0321	-3.6357***	0.0007
$\Delta$ DB	-4.7069***	0.0008	-4.5494***	0.0060	-4.7968***	0.0000
<b>PP BİRİM KÖK TESTİ</b>						
Değişkenler	Sabitli		Sabitli ve Trendli		Sabitsiz ve Trendsiz	
	T-İstatistiği	P-Değeri	T-İstatistiği	P-Değeri	T-İstatistiği	P-Değeri
KN	-1.5179	0.5105	-0.6746	0.9657	-0.2511	0.5869

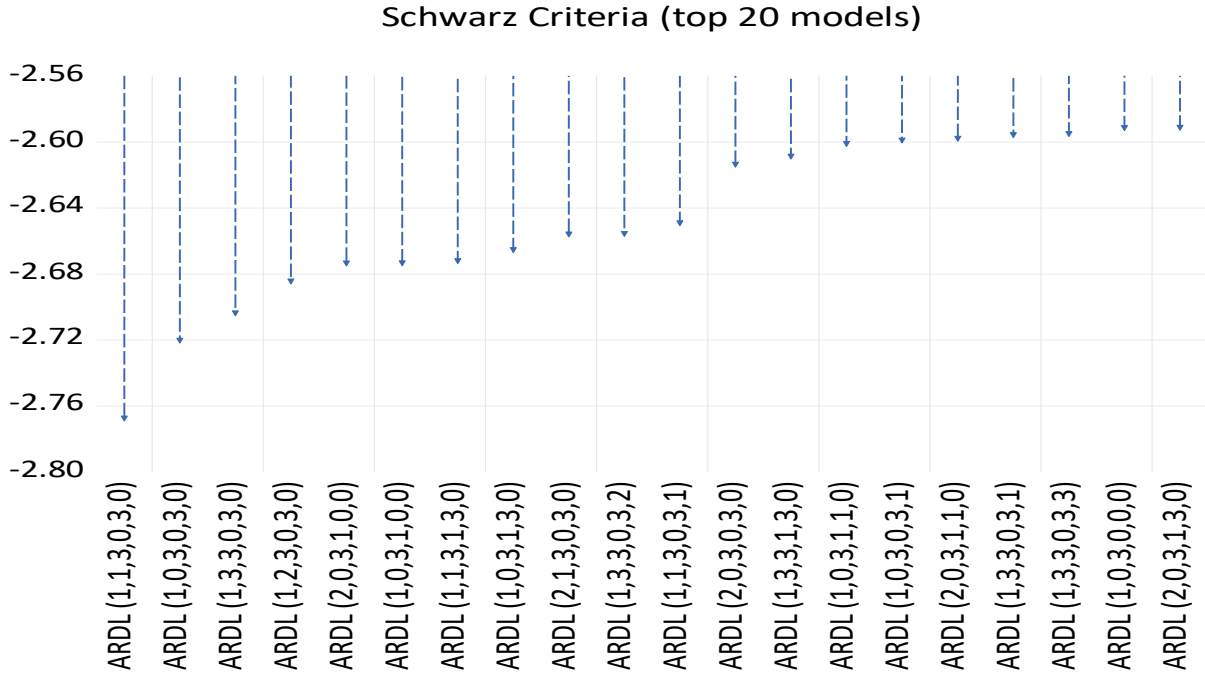
HÜ	0.1711	0.9658	-0.8911	0.9436	0.6621	0.8534
HE	-1.6954	0.4229	-1.2797	0.8730	-1.6489	0.0928
DK	-0.7806	0.8097	-1.1827	0.8955	-0.9116	0.3130
ENF	-2.3213	0.1724	-0.0766	0.9928	-2.1653**	0.0314
DB	-2.4085	0.1482	-2.6984	0.2444	-0.5473	0.4712
$\Delta$ KN	-5.7842***	0.0001	-5.8924***	0.0002	-5.8685***	0.0000
$\Delta$ HÜ	-4.6693***	0.0009	-7.3495***	0.0000	-4.5573***	0.0001
$\Delta$ HE	-7.1946***	0.0000	-7.9164***	0.0000	-7.3219***	0.0000
$\Delta$ DK	-3.5417**	0.0141	-3.5872**	0.0493	-3.5678***	0.0009
$\Delta$ DB	-5.0714***	0.0003	-4.7302***	0.0039	-5.2111***	0.0000

Not. \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %10, %5 ve %1'da istatistiksel olarak anlamlılığını ifade etmektedir.

Serilerin durağanlık özelliklerini belirledikten sonra seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi ARDL sınır testi yaklaşımıyla incelenmiştir. Çünkü ARDL sınır testi, klasik Engle-Granger eşbütünleşme ve Johansen eşbütünleşme testlerine göre büyük avantajlar sunmaktadır. Klasik eşbütünleşme testlerinde serilerin aynı düzeyde ya da aynı fark düzeyinde durağan olmaları gerekmektedir. Serilerin farklı düzeyde durağan olması durumunda bu testler doğru tahminlemeye izin vermemektedir. Dolayısıyla Pesaran ve Shin (1999) tarafından geliştirilen ARDL testi serilerden bazılarının I(0) ve bazılarının I(1) düzeyinde durağan olsa bile uzun dönem eşbütünleşme ilişkisini güvenilir biçimde tahmin edebilmesine imkân sağlamaktadır (Aytekin & Hatırlı, 2021: 209; Pesaran vd., 2001:313).

Seriler ARDL testine uygun olduğu için modelin uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine (SC) göre otomatik seçim yöntemiyle test edilmiş ve optimal model ARDL (1, 1, 3, 0, 3, 0) şeklinde belirlenmiştir. Şekil 1'de de görüldüğü üzere alternatif modellerin tümünde SC değerinin daha yüksek olduğunu göstererek seçilen modelin bilgi kriteri açısından en uygun yapı olduğunu doğrulamaktadır.

Şekil 1. Schwarz En İyi 20 Model



Optimal modelin belirlenmesinden sonra bu modelinin geçerliliği tanısal testlerle de sınanmış ve sonuçlar Tablo 4'te gösterilmiştir. Buna göre modelin oldukça sağlam bir yapıya sahip olduğu görülmüştür. Çünkü F-istatistiği 13.8039 değeriyle %1 düzeyindeki üst sınır değerini açık şekilde aşmakta ve böylece seriler arasında güçlü bir eşbütünlük ilişkisinin varlığına işaret etmektedir. Model uyum ölçütlerinden  $R^2$  ve Düzeltilmiş  $R^2$  değerleri modelin açıklayıcı gücünün yüksek olduğunu diğer bir ifadeyle modelin kredi notundaki değişimin büyük bölümünü açıkladığını ortaya koymaktadır. Yine Breusch-Pagan-Godfrey testi değişen varyans ve Breusch-Godfrey LM testi ise otokorelasyon olmadığını göstermektedir. Ramsey Reset testi, modelde fonksiyonel form hatası veya değişken eksikliği olmadığını belirtirken, Jarque-Bera normallik sağlandığına işaret etmektedir.

Tablo 4. ARDL Test Sonuçları

Yapılan Test	Test Değerleri	
Seçilen model	ARDL (1, 1, 3, 0, 3, 0)	
F İstatistiği (Sınır Testi)	13.80390	
Finite sample	<u>Alt sınır I (0)</u> <u>Üst Sınır I (1)</u>	
	10%	2.578      3.858
	5%	3.125      4.608
	1%	4.537      6.37
<b>Sınama Testleri</b>		
R-squared	0.9781	
Düzeltilmiş $R^2$	0.9562	
Breusch-Pagan-Godfrey Testi	Chi-Square p-değeri = 0.6058 F-istatistiği p-değeri = 0.7404	

Breusch-Goldfrey LM Testi	Chi-Square p-değeri = 0.5607 F-istatistiği p-değeri = 0.7859
Ramsey Reset Testi	1.3638, p = 0.2656
Jarque-Bera Normallik Testi	Jarque-Bera = 4.1080 p-değeri = 0.1282

Not. ARDL modeli EViews'ta otomatik gecikme seçimiyle (max lag = 3) ve Schwarz bilgi kriteri (SC) kullanılarak tahmin edilmiştir. Model sabit terimli (Constant) olarak tercih edilmiştir. Ayrıca kritik değerler Pesaran vd. (2001) tarafından sunulan değerler referans alınarak değerlendirilmiştir.

Eşbütünleşme teyit edildikten sonra uzun dönem katsayıları ve kısa dönem hata düzeltme modeli (ECM) tahmin sonuçları Tablo 5'te verilmiştir. Buna sonuçlara göre yönetim göstergelerinden hükümet etkinliği (HE) kredi notunu güçlü ve pozitif yönde etkileyen en belirgin faktördür. Düzenleyici kalite (DK) yine pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Bu sonuçlar, literatürde yer alan Erdem & Varli (2014), Osobajo & Akintunde (2019) ve Ozturk (2016) gibi çalışmalarda ortaya konulan yönetim göstergelerinin kredi notları üzerinde pozitif etkisiyle paralellik göstermektedir. Teorinin aksine yönetim göstergelerinden hukukun üstünlüğü (HÜ) negatif bir etkiye sahiptir. Ancak iki değişken arasındaki grafiksel görünüm bu değişkenler arasında genel anlamda pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Grafiksel görünüme göre bazı yıllarda HÜ göstergesi düşmesine rağmen kredi notları sabit kalmış, ancak takip eden yıllarda düşmüştür. Bu durum HÜ göstergesinin kredi notunu gecikmeli ve dolaylı yollardan etkileyebileceği şeklinde değerlendirilmektedir. Diğer bir ifadeyle HÜ değişkeninin kredi notu üzerindeki etkisinin negatif bulunması, grafiksel görünüm ve literatürde genel kabul gören pozitif ilişkiyle çelişmesi bazı teknik ve yapısal nedenlerden kaynaklanabileceği gibi kullanılan istatistiksel örneklem ve tahminlemeye dayalı sınırlılıklardan da kaynaklanmış olabilir. Makroekonomik göstergelerden dış borç (DB) değişkeni de teorinin aksine uzun dönemde kredi notunu sınırlı düzeyde de olsa pozitif etkilemektedir. Fakat bu sonuç, Alber & Massoud (2024) tarafından G7, BRİCS ve N-11 ülkeleri için yapılan çalışmadaki dış borç değişkeninin S&P'nin kredi notu üzerinde pozitif etkisi ile benzerlik göstermektedir. Son olarak enflasyon (ENF) değişkeni teoriye uygun olarak uzun dönemde kredi notlarını negatif etkilemektedir.

ECM katsayısı -0.9032 olarak belirlenmiştir. Bu bulgu, kredi notundaki kısa dönem dengesizliklerin yaklaşık %90'ının bir sonraki dönemde düzeltileceğini göstermektedir. Katsayının negatif ve yüksek büyüklükte olması, modelin güçlü bir uzun dönem ilişkiyi başarıyla yakaladığını ve kısa dönem şoklarının geçici olduğunu teyit etmektedir. Bu durum, Türkiye'nin kredi notunun yapısal faktörlere dayandığını ve kısa dönem dalgalanmaların hızla dengeye döndüğünü ortaya koymaktadır.

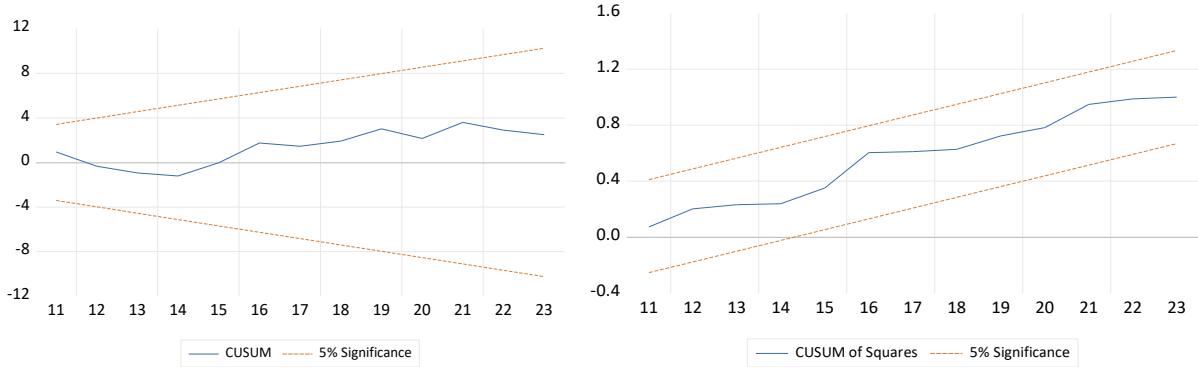
**Tablo 5.** ARDL (1, 1, 3, 0, 3, 0) Modeli Uzun ve Kısa Dönem Katsayıları

Uzun Dönem Katsayıları				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Olasılık Değeri
HÜ	-0.211341*	0.110046	-1.920475	0.0770
HE	0.776112***	0.112481	6.899936	0.0000
DK	0.414598***	0.123714	3.351265	0.0052
DB	0.009732**	0.003933	2.474734	0.0279
ENF	-0.000999*	0.000550	-1.816953	0.0923
Kısa Dönem Katsayıları (ECM Regresyonu)				
C	0.316600	0.187882	1.685104	0.1158
D(HÜ)	0.083013	0.177947	0.466506	0.6486
D(HE)	-0.042918	0.076593	-0.560333	0.5848
D(HE(-1))	-0.589293	0.109765	-5.368691	0.0001
D(HE(-2))	-0.358040	0.084165	-4.254051	0.0009
D(DB)	0.006125	0.002530	2.421321	0.0308
D(DB(-1))	-0.003489	0.002337	-1.492856	0.1593
D(DB(-2))	-0.009002	0.002597	-3.466758	0.0042
CointEq(-1)*	-0.903197	0.084342	-10.70881	0.0000

Not. \*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Son olarak tahmin katsayılarının kararlılığı için CUSUM ve CUSUM of Squares grafiklerine bakılmıştır. Buna göre tahmin edilen katsayıların tamamının %5 anlamlılık sınırları içinde kaldığı görülmektedir. Bu durum, ARDL modelinin parametrelerinin örneklem boyunca istikrarlı olduğunu ve herhangi bir yapısal kırılma içermediğini göstermektedir. CUSUM eğrisinin bantlar dışına taşmaması modelin kısa ve uzun dönemde güvenilir sonuçlar ürettiğini; CUSUMSQ testinin ise hata varyansının zaman içinde kararlı olduğunu teyit ettiğini ortaya koymaktadır. Genel olarak her iki test de modelin yapısal olarak sağlam, kararlı ve katsayı istikrarı açısından güvenilir olduğunu göstermektedir.

Şekil 2. CUSUM ve CUSUM of Squares



#### 4. SONUÇ VE ÖNERİLER

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen kredi notları, ülkelerin borç geri ödeme yeterliliğini ve kredibilitesini yansıtan temel faktörlerden biridir. Bu durum kredi notlarına olan ilgiyi artırmış ve kredi notları gerek etkileri bağlamında gerekse etkilendiği faktörler bağlamında akademik çalışmaların konusu olmuştur. Bu çalışma da yönetim göstergeleri ile makroekonomik değişkenlerin Türkiye'nin kredi notu üzerindeki etkilerini ARDL yaklaşımıyla ele almıştır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, kredi notunun uzun ve kısa dönemde özellikle yönetim göstergelerine ve borç dinamiklerine duyarlı olduğunu göstermektedir. Uzun dönem katsayıları, hükümet etkinliği ve düzenleyici kalitenin kredi notunu anlamlı ve güçlü bir biçimde artırdığını ortaya koymaktadır. Bu bulgular, Erdem & Varlı (2014), Osobajo & Akintunde (2019) ve Ozturk (2016) tarafından yapılan çalışmalarda bulgular ile uyumludur. Yönetim göstergelerinden hukukun üstünlüğü ise kredi notu üzerinde olumsuz bir etki oluşturmaktadır. Enflasyonun teoriye uygun olarak uzun dönemde kredi notlarını negatif yönde etkilediği buna karşın dış borç oranının ise teorinin aksine sınırlı düzeyde de olsa kredi notlarını pozitif etkilediği tespit edilmiştir. Ancak dış borç için çıkan bu beklenmeyen bulgu, Alber & Massoud (2024) tarafından yapılan çalışma ile benzerlik göstermektedir.

Hata düzeltme katsayısının (-0.90) gibi yüksek bir değere sahip olması, kredi notunun uzun dönem dengesine oldukça hızlı döndüğünü ve modelde güçlü bir eşbütünleşme ilişkisi bulunduğunu teyit etmektedir. Tüm bu sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde Türkiye'nin Fitch kredi notu, ülkenin hem kurumsal kalitesine hem de makroekonomik istikrarına duyarlı bir gösterge niteliği taşıdığı söylenebilir.

Son olarak çalışma, Türkiye'de kredi notunun belirlenmesinde kurumsal göstergelerinin merkezi bir rol oynadığını, özellikle hükümet etkinliği ve düzenleyici kalitenin kredi notunu

uzun vadede şekillendiren en kritik faktörler olduğunu ortaya koymaktadır. Makroekonomik göstergelerden enflasyonun notu baskılayan temel risk unsuru olduğu, dış borç dinamiklerinin ise kısa ve uzun dönemde farklı etkiler ürettiği görülmüştür. Bu bağlamda, kredi notunun sürdürülebilir biçimde yükselmesi için Türkiye'nin kurumsal kapasitesini güçlendirmesi, fiyat istikrarını kalıcı hâle getirmesi ve borç yönetimini disiplinli bir çerçevede sürdürmesi önemli görülmektedir. Ayrıca konunun gelecekte farklı kurumsal/makroekonomik göstergeler ve farklı yöntemler ile incelenmeye açık olduğu değerlendirilmektedir.

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

Etik komite onayı ve/veya yasal/özel izin gerektirmeyen bu çalışma, araştırma ve yayın etiğine uygundur.

### **Araştırmacının Katkı Oranı Beyanı**

Yazarlar makaleye eşit oranda katkı sağlamıştır.

### **Araştırmacının Çıkar Çatışması Beyanı**

Bu çalışmada herhangi bir potansiyel çıkar çatışması yoktur.

## **KAYNAKÇA**

- Abotsi, A. K. (2023). Influence of governance indicators on public debt accumulation in Africa. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, <https://doi.org/10.1108/JEAS-08-2023-0227>
- Afsar, A., & Karacayir, E. (2016). Ülke kredi notunun belirleyicileri: Türkiye ve AB ülkeleri üzerine bir uygulama. *Journal of Economics Finance and Accounting*, 3(4), 320-329.
- Akçayır, Ö., & Yıldız, Z. (2014). Kredi derecelendirme notlarının uluslararası standardizasyonu ve Türkiye analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı ülke derecelendirme indeksi. *Akademik Bakış Dergisi*, 40, 1-21.
- Alber, N., & Massoud, M. (2024). Determinants of sovereign credit rating in BRICS, G7 and NEXT11 countries: A comparative analysis. *Proceedings of The 2nd World Conference on Management, Business, and Finance*, 2(1),51-60.
- Aras, O. N., & Öztürk, M. (2018). The effect of the macroeconomic determinants on sovereign credit rating of Turkey. *Journal of Management, Economics, and Industrial Organization*, 2(2), 62-75.
- Asongu, S., & Odhiambo, N. M. (2022). Governance and renewable energy consumption in Sub-Saharan Africa. *International Journal of Energy Sector Management*, 16(2), 209-223.

- Aytekin, M., & Hatırlı, S. A. (2021). Türkiye’de işlenmemiş gıda enflasyonunu etkileyen faktörlerin analizi: ARDL yaklaşımı. *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 8(3), 203-216.
- Azam, M. (2022). Governance and economic growth: evidence from 14 Latin America and Caribbean countries. *Journal of the Knowledge Economy*, 13(2), 1470-1495.
- Beyene, A. B. (2024). Governance quality and economic growth in Sub-Saharan Africa: The dynamic panel model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 40(2), 404-418.
- Buchanan, B. G., Le, Q. V., & Rishi, M. (2012). Foreign direct investment and institutional quality: Some empirical evidence. *International Review of financial analysis*, 21, 81-89.
- Cooray, A., & Özmen, I. (2024). The role of institutions on public debt: A quantile regression approach. *International Review of Economics & Finance*, 93, 912-928.
- Durmaz, A., & Yıldız, Ü. (2019). Ülke kredi notları ve temel makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin ekonometrik analizi: Üst orta gelirli ülkeler üzerine bir uygulama. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(2), 365-380.
- Emara, N., & Eric, J. (2014). Governance and economic growth: The case of middle east and north african countries, *Journal of Development and Economic Policies*, 16(1): 47-71. , Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3810359>
- Erdem, O., & Varlı, Y. (2014). Understanding the sovereign credit ratings of emerging markets. *Emerging Markets Review*, 20, 42-57.
- Fendoğlu, E., & Canpolat-Gökçe, E. (2019). Türkiye’nin turizm geliri serisinin durağanlığı: Fourier KPSS durağanlık testi. *EKOIST Journal of Econometrics and Statistics*, (31), 17-28.
- Fitch Rating. (2025). <https://www.fitchratings.com/research/banks/rating-definitions>, (Erişim Tarihi: 23.07.2025).
- Goel, A., & Singh, A. (2024). Are sovereign credit ratings impacted by institutional quality?. *International Journal of Economics and Accounting*, 12(2), 99-115.
- Goel, A., & Singh, A. (2025). Impact of economic and socio-political risk factors on sovereign credit ratings. *Information Processing & Management*, 62(1), 103943.
- Güneş, C., & Kurt, S. (2023). Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler için ülke kredi notlarının belirleyicileri: sıralı tercih modelleri. *Bingöl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(2), 169-184.
- Halldén, F., Hultberg, A., Ahmed, A., Uddin, G. S., Yahya, M., & Troster, V. (2025). The role of institutional quality on public renewable energy investments. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 215, 115585.

- Imaginário, J., & Guedes, M. J. (2020). Governance and government debt. *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions*, 10(3), 34-49.
- Khan, H., Dong, Y., Bibi, R., & Khan, I. (2024). Institutional quality and foreign direct investment: Global evidence. *Journal of the Knowledge Economy*, 15(3), 10547-10591.
- Mahran, H. A. (2023). The impact of governance on economic growth: spatial econometric approach. *Review of Economics and Political Science*, 8(1), 37-53.
- Osobajo, O. A., & Akintunde, A. E. (2019). Determinants of sovereign credit ratings in emerging markets. *International Business Research*, 12(5), 142-166.
- Ozturk, H. (2016). Reliance of sovereign credit ratings on governance indicators. *The European Journal of Development Research*, 28(2), 184-212.
- Peres, M., Ameer, W., & Xu, H. (2018). The impact of institutional quality on foreign direct investment inflows: evidence for developed and developing countries. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 31(1), 626-644.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326.
- Ramírez-Rondán, N. R., Rojas-Rojas, R. M., & Villavicencio, J. A. (2023). Political institutions, economic uncertainty and sovereign credit ratings. *Finance Research Letters*, 53, 103656.
- Sabir, S., Rafique, A., & Abbas, K. (2019). Institutions and FDI: evidence from developed and developing countries. *Financial Innovation*, 5(8), 1-20.
- Satrianto, A., Ikhsan, A., Dirma, E. Y., Candrianto, C., Juniardi, E., & Gusti, M. A. (2024). The effect of institutional quality on renewable energy: Evidence from developing countries. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 14(5), 678-686.
- Stoyanova-Asenova, S., Sushchenko, O., Stryzhak, O., & Asenov, A. (2024). The role of governance in ensuring economic growth and reducing emissions: A case study of Bulgaria. In *BIO Web of Conferences* (Vol. 114). EDP Sciences. <https://doi.org/10.1051/bioconf/202411401008>
- Tarek, B. A., & Ahmed, Z. (2017). Institutional quality and public debt accumulation: An empirical analysis. *International Economic Journal*, 31(3), 415-435. <https://doi.org/10.1080/10168737.2017.1354906>
- Uzar, U. (2020). Political economy of renewable energy: does institutional quality make a difference in renewable energy consumption?. *Renewable Energy*, 155, 591-603.
- Vinayagathan, T., & Ramesh, R. (2019). Do governance indicators matter for economic growth? The case of Sri Lanka. *Indian Journal of Public Administration*, 65(2), 430-450.
- World Bank. (2024). Government Effectiveness. (Estimate). <https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators> , (Erişim Tarihi: 22.08.2025).

- 
- World Bank. (2024). Regulatory Quality. (Estimate) (<https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators>, (Erişim Tarihi: 22.08.2025).
- World Bank. (2024). Rule of Law. (Estimate). (<https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators>, (Erişim Tarihi: 22.08.2025).
- World Bank. (2025). External debt stocks (% of GNI). (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>, (Erişim Tarihi: 22.08.2025).
- World Bank. (2025). GDP growth (annual%). (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (Erişim Tarihi: 22.08.2025)
- Yoon, J. H., Koo, Y. Y., Lee, W., & Kim, D. J. (2025). Fuzzy Multinomial Logistic Regression Analysis and Its Applications to Sovereign Credit Ratings. *International Journal of Fuzzy Systems*, 1-16.