



## Credit Rating & Assessment of Turkey's Credit Rating From Past to Present

**Sule Yuksel Yigiter**

[syigiter@erzincan.edu.tr](mailto:syigiter@erzincan.edu.tr)

Erzincan University

[orcid.org/0000-0003-3230-5784](https://orcid.org/0000-0003-3230-5784)

JEL Code: H81, H87

Received: 21.11.2019

Revised: 21.11.2019

Accepted: 17.12.2019

Available Online: 21.12.2019

### To cite this document

Yigiter, S.Y., (2019). Credit Rating & Assessment of Turkey's Credit Rating From Past to Present. Equinox, Journal of Economics, Business & Political Studies, 6 (3), 231-249

### Abstract

As a result of easily movement of capital between the markets during the globalization process, the importance of the credit rating agencies has increased. Investors manage their capital through the ratings given as a result of credit rating. Countries and companies that need capital get into debt toward the credit ratings of their countries. Credit Ratings also change the cost of borrowing of countries or companies. While lower credit ratings increase the cost of borrowing, higher grades reduce the cost of borrowing. In this study credit ratings will being addressed in general framework and Turkey's change and progress in credit scoring process will be examined.

Keywords: credit, credit rating, finance.

### Kredi Derecelendirme ve Türkiye'nin Kredi Notunun Geçmişten Günümüze Değerlendirilmesi

#### Öz

Küreselleşme sürecinde sermayenin piyasalar arasında kolaylıkla hareket etmesi sonucunda kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi artmıştır. Kredi derecelendirmesi sonucu verilen notlar doğrultusunda yatırımcılar sermayelerini yönlendirmektedir. Sermayeye ihtiyaç duyan ülkeler ve şirketler kendi ülkelerinin almış olduğu kredi notları bağlamında borçlanmaktadır. Kredi derecelendirme notları, ülkelerin ya da şirketlerin borçlanma maliyetlerini de değiştirmektedir. Düşük kredi notları borçlanma maliyetlerini artırırken, yüksek notlar borçlanma maliyetlerini düşürmektedir. Çalışmada kredi derecelendirmesi genel çerçevede ele alınarak Türkiye'nin derecelendirme yolunda geçirmiş olduğu değişim ve gelişmeler incelenecektir.

Anahtar Kelimeler: kredi, kredi derecelendirme, finans

## 1. Giriş

Kredi derecelendirme; açılacak kredilerin, ödenmesi gereken zamanda ve eksiksiz bir şekilde geri ödenmesi konusunda uluslararası sermaye piyasalarındaki kıstaslara uygun ve herkes tarafından kabul görmüş bir ölçü sağlamak amacıyla, borçlunun bu borçtan dolayı yükleneceği riskin belirlenmesi olarak ifade edilmektedir. Bu noktada kredi derecelendirme kuruluşları, yatırımcılara yön gösteren bir rol üstlenmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının üstlendikleri bu rol çerçevesinde, edindikleri piyasaya dair bilgilerle piyasa aktörlerini doğru yönlendirmesi beklenmektedir.

Türkiye'nin ilk kredi notu 1991 yılına dayanmaktadır. 1989 yılından itibaren Türkiye'de sermaye akışının önündeki engeller kaldırılmıştır. Bu durum ise yabancı sermayenin ülkeye akışını hızlandırmıştır. Aynı dönemde uluslararası tahvil piyasasına da girişler başlamış, dış piyasalarda tahvil satışı da giderek daha yaygın hale gelmiştir. Uluslararası piyasalarda borçlanma sürecinin başlamasıyla birlikte Türkiye'ye kredi notu verilmesi dönemi de hız kazanmıştır.

## 2. Kredi Derecelendirme Kavramı ve Gelişimi

### 2.1. Derecelendirme Kavramı ve Önemi

Derecelendirme, borçlanan tarafın risk durumunu ve üstlendiği yükümlülükleri zamanında yerine getirip getiremeyeceğinin kredi derecelendirme kuruluşu tarafından değerlendirilmesi ve sınıflandırılmasıdır (Tutar vd., 2011: 4).

Derecelendirme faaliyeti, kurumların likiditesinin, yükümlülükleri karşılama gücünün, karlılığının ve finansal durumunun sektörel ve ülkenin genel durumunun dikkate alınarak incelenmesi, değerlendirilmesi ve sınıflandırılması yoluyla yapılmaktadır.

Ekonomi açısından derecelendirmede, geçmiş durumun incelenerek gelecek duruma ilişkin fikir edinilmesi söz konusudur. Yani kısaca derecelendirme "performans değerlendirmesi" olarak tanımlanmaktadır (Halıcı, 2005: 10).

Kredi derecelendirmenin ülkelere sağladığı faydaları şu şekilde sıralanabilmektedir:

- Derecelendirme faaliyeti sonucu verilen notlar sayesinde ülkeye yabancı yatırımcı girişi sağlanmaktadır. Kredi notu sayesinde yatırımcı, yatırım yapacağı piyasadaki ve diğer piyasalardaki durumu kolaylıkla görebilmekte, gerekli bilgileri hızlı ve güvenilir bir şekilde edinebilmektedir.

- Şirketlerin ve ülkelerin finansal yeterliliği konusunda bilgiler sağlamaktadır. Derecelendirme sonucunda elde edilen bilgiler yatırımcıya aktarılmakta, böylece yatırımcıların daha düşük maliyetlerle bilgiye ulaşması sağlanmaktadır.
- Derecelendirme notları menkul kıymete ilişkin değil krediye ilişkin bilgiler vermektedir. Yani ihraççının notu; yatırım kararı alma sürecinde dikkate alınmalıdır, ancak yatırım kararının verilmesinde etkili tek faktör olmadığı da göz önünde bulundurulmalıdır (Halıcı, 2005: 9).
- Derecelendirme sembollerinin uluslararası dili, yatırımcı için düşündüğü yatırım ile ilgili pratik ve hızlı bir referanstır. Ayrıca menkul kıymetleri derecelenmemiş ihraççıların mali güçleri ne kadar iyi olursa olsun daha dar bir yatırımcı tabanına ulaşacağı bilinen bir gerçektir
- Piyasa disiplininin sağlanmasında önemli katkıları olan derecelendirme faaliyetinin, kayıt dışı ekonominin ve yolsuzluğun önlenmesinde de etkili olduğu ileri sürülmektedir (Akbulak, 2012: 172).
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme faaliyetleri bir taraftan kamu otoritelerince gerçekleştirilen gözetim ve denetim faaliyetine katkı sağlarken bir taraftan da piyasa sisteminin gelişmesine etki etmektedir.
- Yatırımcıların yatırım kararlarını güvenilir bir ortamda almasını sağlayarak, menkul kıymetlerin fiyatlarının daha ekonomik ve istikrarlı bir şekilde oluşmasına imkan vermektedir.

## 2.2. Derecelendirme İhtiyacının Nedenleri

Küreselleşme alanında meydana gelen değişiklikler, sermaye akışının önündeki engellerin kalkması ve finansal araçların farklılaşması, şirketlerin uluslararası piyasalarla ilişkilerinde de gelişmelere neden olmaktadır. Şirketlerin yeni pazar arayışları, en uygun maliyetle borçlanma hedefleri, yatırımcıların katlandıkları riske oranla daha yüksek getiri beklentisi içinde olmaları, bilgiye kolaylıkla ve düşük maliyetle ulaşılabilmesi uluslararası piyasaları daha etkin hale getirirken, borç alan tarafların yükümlülüklerini yerine getirme açısından değerlendirilmesinin önemi de her geçen gün artmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları uluslararası piyasalarda borç alan ve veren açısından değerlendirmeler yapmakta, şirketleri ve ülkeleri ekonomik koşullarına göre derecelendirmektedir. Bu değerlendirmeler ise yatırımcılara rehber olma niteliği taşımaktadır.

## 2.3. Derecelendirmenin Finans Piyasaları Açısından Önemi

1960'lı yıllarından itibaren ABD'de yaşanan finansal sıkıntılar, piyasalarda yatırımcı etkinliğinin artması, teknolojik gelişmeler, farklı finansal araçların

piyasalarda kullanılmaya başlanması, finansal piyasalarda küreselleşmeye neden olan önemli etkenlerdir. Küreselleşmeyle birlikte finansal kurumlar daha etkin bir hale gelmiştir. Tasarrufların yatırıma dönüşmesinde önemli bir rol üstlenen finansal kurumlar aynı zamanda ekonomik gelişmeye de önemli katkılar sağlamaktadır. Piyasalarda finansal kurumların payı arttıkça derecelendirme faaliyeti her geçen gün daha da önemli hale gelmektedir. Derecelendirme faaliyeti, finansal yöneticilerin, düzenleyici otoritelerin, yatırımcıların, spekülörlerin yatırım ve finansman kararı verirken kredi notlarını dikkate almaları ile daha fazla gündem olmaya başlamıştır (Sajjad & Zakaria 2018: 1).

Kredi notu düşük olan ülkelere yapılan yabancı yatırımların tutarı ile ülkenin kredi notu arasında doğrusal bir ilişki olduğu görülmektedir. Yatırımcılar kredi notu düşük olan ülkeye yatırım yapmaktan kaçınmakta ve ülkeye yabancı para girişi kesilmektedir. Kredi notu düşük ülkelerde yatırım tutarı daha az olurken, kredi notu yüksek olan ülkelerde yatırım tutarı da yükselmektedir. Yabancı yatırımın daha az olduğu ülkelerde buna bağlı olarak yeni yatırım yapılamamakta, büyüme azalmakta ve işsizlik artmaktadır. Ekonomilerdeki bu gelişmeler beraberinde daha fazla borçlanmayı getirmekte ve bu borçların geri ödenmeme riski artmaktadır. Bunun sonucunda da ülke krize girebilmektedir. Dolayısıyla bir ülkenin derecelendirme notu, ülke ekonomisi ile ilgili birçok bilginin de kaynağı olabilmektedir.

Kredi notu, günümüzün finansal piyasalarında önemli bir rol üstlenerek piyasa katılımcılarını şirketin kredibilitesi hakkında bilgilendirmektedir. Kredi derecelendirme şirketlerin tanınması ve şirkete ilişkin tüm bilgilerin elde edilebilmesi açısından da önemli olmaktadır (Krichene & Khoufi 2016: 48). Yatırımcılara sağladığı bilgiler açısından derecelendirme kuruluşlarının objektif olması ve yatırımcıyı doğru bilgilendirmek adına raporlar hazırlaması beklenmektedir. Böylece doğru bir derecelendirme yapılan şirket daha uygun sermaye maliyetine ulaşma imkanı sağlarken, yatırımcılarda karlı ve daha düşük riskli yatırım alanlarına yönlendirilmiş olacaktır. Kısaca derecelendirme; şirketler için uluslararası piyasalara girebilmede en önemli şartlardan biridir. Yüksek bir derecelendirme notu şirket için iyi imaj demektir.

Derecelendirilen şirket yöneticileri, derecelendirme kuruluşları tarafından takip edildiklerini bildiklerinden, daha dikkatli davranacak, şirket açısından olumlu gelişmeler yaşanacak ve notlarının yükselmesi söz konusu olacaktır. Derecelendirme yapılan şirketler kendilerini sektördeki rakip şirketlerle karşılaştırma imkanı bulabilmektedir.

Yatırımcı derecelendirme notlarına kolaylıkla ulaşabildiği için, bu notlara göre yatırımlarını yönlendirmekte, şirketler arasında kıyaslama yapabilmekte, yatırımın gelecekteki durumu ile ilgili olarak fikir sahibi olma imkanı

bulabilmektedir. Ayrıca yatırımcı, derecelendirme yapılan şirketi analiz etmekte, gelişmeleri izleyebilmekte ve değerlendirme yapabilmektedir.

İhraç edilen menkul kıymetlerde Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirmeye tabi tutulmaktadır. Bu değerlendirme sonucunda menkul kıymetin taşıdığı risklere bağlı olarak not verilmektedir. Verilen not menkul kıymetin riskinin bir göstergesi olması nedeniyle faiz oranının belirlenmesi açısından da önemli olmaktadır (Afonso ve diğ., 2007: 7).

Kredi derecelendirme üç açıdan önemlidir: Birincisi, ulusal derecelendirme notları, bir ülkenin uluslararası finansal piyasada karşılaştığı faiz oranlarının ve dolayısıyla borçlanma maliyetinin kilit bir belirleyicisidir. İkincisi, ülke notunun yerel bankalara veya şirketlere verilen derecelendirmeler üzerinde kısıtlayıcı bir etkiye sahiptir. Üçüncüsü, bazı kurumsal yatırımcılar yatırımlarında üstlenebilecekleri risk için daha düşük sınırlara sahiptir ve derecelendirme notlarında algılanan kredi riskini dikkate alarak tahvil portföylerini oluşturacaklardır (Afonso ve diğ., 2007: 7).

#### **2.4. Derecelendirmenin Genel Tarihçesi ve Gelişimi**

Kredi derecelendirmesinin temeli 19. yüzyılın ortalarına kadar gitmektedir. 1837 yılında ABD'de yaşanan krizi takiben çoğu şirket yükümlülüklerini yerine getirememiş ve bu durumdan zararlı çıkan taraf yatırımcılar olmuştur. Bu dönemde kendi de zarar eden Lewis Tapan, borçlu tarafın değerlendirilmesi için genellikle avukatlardan oluşan bir ağ kurarak ilk derecelendirme faaliyetini gerçekleştirmiştir (Yazıcı, 2009: 5).

Günümüzde büyük kredi derecelendirme kuruluşlarından biri olarak kabul edilen Standard & Poors'un kuruluşu 1860'lı yıllara dayanmaktadır. Ancak ilk defa 1923 yılında şirket tahvillerini değerlemeye başlamıştır (Çalışkan, 2002: 59). S&P 1946 yılında kendi veri bankası için elektronik hesaplama sistemi oluşturarak sektöre önemli bir katkı sağlamıştır.

Sektörün büyük şirketlerinden olan Moody's 1900 yıllarında demiryolu alanında yatırım yapan Moody tarafında kurulmuştur. 19'uncu yüzyılda Amerika Birleşik Devletleri'ni ülkeyi saran demiryollarını özel sektör aracılığıyla yaptırmıştır. Bu girişim sonucu büyü karlar eden şirketler birleşme yoluna gitmişlerdir (Birdişi, 2012: 446). Demiryolu sektöründeki karların artması ve sektörde meydana gelen değişimler sonucu, 1909 yılında Moody demiryolu şirketlerini değerlendirmeye almış ve derecelendirmiştir. Demiryolu şirketlerinin derecelendirilmesiyle işe başlayan Moody's 1924 yılında tüm ABD tahvil piyasasına hakim olmuştur. Moody tarafından 1909 yılında yazılmış olan Demiryolları Yatırımlarının Analizleri" adlı eserde kullanılmış olan semboller, daha sonra kredi

derecelendirilmesinde kullanılan uluslararası sembollere dönüşmüştür (Birdişi, 2012: 446).

1913 yılında ABD'nin New York eyaletinde kurulan Fitch'in kullanmış olduğu derecelendirme notları günümüzde yaygın olarak kullanılmaktadır. Geçmişten günümüze tüm dünya piyasalarında ortaya çıkan belirsizlikler ve dalgalanmalar kredi derecelendirme kuruluşlarının önemini ve gerekliliğini gözler önüne sermektedir.

## **2.5. Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Derecelendirme Sistemleri**

Bir kredi derecelendirme kuruluşu (CRA), herhangi bir borç yükümlülüğünün kredi derecelendirme işini yapan, şirketlere ilişkin bilgi sağlayan ticari bir kuruluştur (Korivi vd., 2009: 15).

Kredi derecelendirme kuruluşları, yaptıkları değerlendirmeler sonucunda elde ettikleri tüm verileri doğru, objektif ve anlaşılır biçimde yatırımcılarla paylaşmak durumundadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları, finansal piyasalarda önemli bir rol üstlenmektedir. Söz konusu kuruluşların değerlendirme süreçlerinin, prosedürlerinin objektif olması ve düzgün işlemesi yatırımcılar açısından şüphe götürmeyecek şekilde olmalıdır. (Tutar vd., 2011: 4-5).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme faaliyeti iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde ihraç edilen menkul kıymetler değerlendirilirken, ikinci bölümde ihraççının yükümlülükleri doğrultusunda kredibilitesi değerlendirilmektedir (Çalışkan, 2002: 59).

Kredi derecelendirme kuruluşları şirketleri ve ülkeleri değerlendirirken bir takım kriterleri dikkate almaktadır. Bu kriterler hem ülke ekonomisine yönelik hem de siyasi duruma yönelik olmaktadır. Ülkedeki ekonomik istikrar, büyüme oranları, borç ödeme kapasitesi ekonomik kriterler olarak dikkate alınırken, siyasal istikrar, ülkenin dış politikasındaki gelişmeler ve ülkedeki siyasi gelişmeler ise değerlendirmede önem verilen diğer kriterler olmaktadır. Yani değerlendirilecek ülkelerin hem bugünkü hem de geçmiş durumu değerlendirmeye konu olmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının etkisi sadece değerlendirme yapılan ülkelerde değil, aynı zamanda küresel ekonomik sistemin bütünündeki borçlanma piyasaları üzerinde de olmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler uluslararası yatırımcıları kendi ülkelerine yönlendirebilmek için ekonomi politikalarını sisteme uyumlu hale getirmeye çalışmaktadır. Bu şekilde küresel ekonomi için stratejik öneme sahip kaynakların bulunduğu ülkeler sözü edilen

“kredi alma koşulları” sayesinde denetim altına alınmaktadırlar (Chossudovsky, 1999: 53).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımcılara ve ekonomiye katkılarının olduğu açıktır. Ancak bu kuruluşlar, derecelendirme sistemleri bakımından da eleştirilere maruz kalmaktadır. Bu eleştiriler, yoğun olarak ekonomik göstergeleri geriden takip etmeleri nedeniyle erken uyarı anlamında yetersiz olmaları, zaten ekonomisi zor durumda olan ülkelerin not indiriminden sonra daha kötüye gitmesi, tek seferde çok ciddi not indirimlerinin olması, derecelendirme metodlarının çok açık olmaması, risk hesaplamasına yönelik birçok hesaplama sisteminde söz konusu notların en temel belirleyicilerden biri olarak dikkate alınması, notların bazı dönemlerde riski yansıtmada konusunda yetersiz kalması, değerlendirme için ücret ödenmesi gibi başlıklarda toplanmaktadır. (Gür & Öztürk, 2011: 75-80).

Kredi derecelendirme kuruluşları not verirken bir takım harfler ve sembollerden faydalanmaktadır. Bu semboller ise değerlendirilen şirket ya da ülkeye ilişkin bilgileri yansıtmaktadır. Bu değerlendirme sürecinde hem kredi notu hem de kredi notunun görünürlüğü hakkında bilgiler verilmektedir. Bazen kredi notunun izleme kapsamına alınması ve not değişikliğine gidilmesi de söz konusu olabilmektedir. Böyle bir durumda yatırımcı bilgilendirilmektedir. Not görünümü gelecek dönemde değişme yönünü belirtir ve pozitif, negatif, durağan, izlemede şeklinde olabilir. Bu görünümler notun yanında belirtilmektedir.

Tablo 1’de S&P, Moody’s ve Fitch derecelendirme kuruluşları tarafından kullanılan derecelendirme harfleri ve anlamları görülmektedir. Verilen kredi derecelendirme notları en yüksek kaliteyi gösteren nottan başlayıp en düşük kaliteyi gösteren nota kadar sınıflandırılmaktadır (Coşkun, 2010: 255). Genellikle AAA en yüksek not, D en düşük nottur.

S&P’ göre AAA, Moodys’e göre Aaa ve Fitch derecelendirmesine göre AAA derecesi, mümkün olan en yüksek nottur ve yükümlülüklerin karşılanması noktasında güçlü bir kapasite olduğu anlamına gelmektedir. En güvenilir ihraççılara ve menkul kıymetlere verilmektedir. BBB ve Baa dereceleri “ortanın altı” derece notu olup, yatırım yapılabileceğini ancak temkinli olunması gerektiğini ifade etmektedir. BB ve Ba derecesi, spekülasyon olayların yaşanabileceğini ve yükümlülükleri yerine getirme kapasitesinin zayıf olduğunu göstermektedir. CCC, Ca, C ve D notları ise ihraççının riskinin yüksek, yatırımın geri dönme ihtimalinin oldukça zayıf olduğunu ortaya koyar ki, derecelendirme sistemindeki en düşük nottur (Akbulak, 2012: 173). Kredi derecelendirme notları yalnızca ay sonlarında güncellenmektedir. Bir önceki aya göre meydana gelen değişiklik notta yükselmeye veya düşmeye neden olmaktadır. (Ammer & Clinton, 2004: 6).

**Tablo 1:** Kredi Derecelendirme Not Sistemi

Standart & Poor's	Fitch	Moody's	Notun Açıklaması		
AAA	AAA	Aaa	En Yüksek Derece		
AA+	AA+	Aa1	İyi Kredi Derecesi	Yatırım Yapılabilir Seviye	
AA	AA	Aa2			
AA-	AA-	Aa3			
A+	A+	A1	İyi Kredi Derecesi		
A	A	A2			
A-	A-	A3			
BBB+	BBB+	Baa1	Ortanın Altı Seviye	Yatırım Yapılabilir Seviye	
BBB	BBB	Baa2			
BBB-	BBB-	Baa3			
BB+	BB+	Ba1	Yatırım Yapılmaz		Spekülatif Seviye
BB	BB	Ba2			
BB-	BB-	Ba3			
B+	B+	B1	Spekülatif	Spekülatif Seviye	
B	B	B2			
B-	B-	B3			
CCC+	CCC	Caa	Şiddetli Risk		Spekülatif Seviye
CCC	CC	Caa3			
CC	C	C			
	DDD		Yükümlülüğünü Yerine Getiremez	Default	
	DD				
D	D	D			

**Kaynak:** Yıldırım vd., 2018:12.

Kredi notu ile sorunlu kredi önceden tespit edilebilmektedir. Ancak kredi değerliliğinin ölçümü zamana ve uzmana göre dönem dönem farklılık



gösterebilmektedir. Ülke kredi notu ile makroekonomik değişkenlere ilişkin bilgiler verilmektedir (Ammer & Clinton, 2004: 1).

## 2.6. Kredi Derecelendirmenin Ülkelere Getirileri

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler ve şirketler hakkında yaptığı değerlendirmeler yatırımcılara önemli bilgiler vermektedir. Özellikle ülkeler açısından yüksek bir kredi notu, daha fazla yabancı yatırımcının ülkeye gelmesi anlamına gelmektedir.

Kredi derecelendirmelerinde hem ülkelerin hem de şirketlerin yükümlülükleri karşılama noktasında finansal yapılarında meydana gelen değişimler yada finansal yapının bu duruma etki edecek şekilde değişip değişmediği gibi konularda bilgi verilmektedir (Heller, 2015: 28).

Ülkeler yapılan derecelendirmenin olumlu olması sonucunda birtakım imkanlara kavuşabilmektedir. Olumlu kredi derecelendirmesine sahip olan ülkelerin borçlanma olanakları artmakta, faiz oranları düşmekte, yatırımcıların güvendiği ülke durumuna gelmektedir. Tüm bu olumlu gelişmeler ise işlem hacminin artmasına neden olmaktadır.

Yapılan derecelendirmelerin ülke ekonomisi üzerinde etkisi olduğu gibi yabancı yatırımcılar üzerinde de etkileri vardır. Yabancı yatırımcı ülkeye dışarıdan para girişinde önemli bir faktördür. Yatırımcı ulusal düzeyde olduğu gibi uluslararası düzeyde de en karlı yatırım alanlarını aramaktadır. Bu noktada uluslararası derecelendirme kuruluşlarının yaptığı değerlendirmeleri dikkate almakta ve yatırımlarına bu değerlendirmeler ışığında yön vermektedir. Derecelendirme notu iyi olan bir ülke dış kaynaklardan finansman imkanı sağlayabileceği gibi, yabancı yatırımcının ülkeye akışını da sağlamış olacaktır (Erkan & Demircioğlu, 2011: 109-110).

Küreselleşme süreci ile birlikte uluslararası piyasalar arasında sermaye akışı hızlanmış ve bankaların yerini sermaye piyasaları almıştır. Bu gelişmeler ise derecelendirme faaliyetlerinin daha da yaygınlaşmasını sağlamıştır. Derecelendirme faaliyeti gelişme sürecini tamamlamış ülkelere uygulandığı gibi bu sürece yeni girmiş ülkelere de uygulanmaktadır. Yabancı yatırımcının söz konusu değerlendirmeleri dikkate almaları bu kuruluşlara talebi artırmış ve derecelendirme kuruluşlarının sayısı gün geçtikçe artmıştır. Ancak günümüzde bu piyasa üç büyük derecelendirme şirketinin (S&P, Moody's ve Fitch) kontrolü altındadır.

Derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan not değişikliklerine karşı ülkelerin zaman zaman tedbir almaları da gerekmektedir. Böyle bir durumda

ülkelerin merkez bankalarının en önemli görevlerinden biri de finansal istikrarın sağlanması olmaktadır.

### **3. Türkiye'nin Kredi Notunun Geçmişten Günümüze Değerlendirilmesi**

#### **3.1. Türkiye İçin Kredi Derecelendirme**

Türkiye'ye kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ilk derecelendirme notu 1992 yılında verilmiştir ve ilk notu yatırım yapılabilir olarak açıklanmıştır. Türkiye bu notlarını 1994 yılına kadar korumuştur. 1993 yılı sonlarında Hazine'nin izlediği borçlanma politikaları sonucunda yaşanan 1994 krizi, kredi notunun düşmesine ve yatırım yapılabilir seviyesinin altına çekilmesine neden olmuştur. 1994 krizinden bu yana Türkiye'nin notu günümüze kadar Moody's ve S&P tarafından bir daha yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmemiştir. Bu krizin sonrasında Fitch de 10 Ağustos 1994'de Türkiye'nin kredi notunu B olarak açıklamıştır.

1995 yılı sonunda erken seçim olması, IMF ile yapılan Stand by görüşmelerinin 1996 yılının ilk aylarında sona ermesi ve yine bu dönemde gümrük birliğine girilmiş olması belirsizliğin daha da artmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler sonrasında ise ülkenin kredi notu değişmemiştir.

1996 yılında artan belirsizlik 1997 yılında Türkiye'nin kredi notunun S&P tarafından B+'dan B'ye düşürülmesine yol açmıştır. Ancak kredi notunun düşürülmesi piyasaları çok fazla etkilememiş ve bir ekonomik kriz yaşanmamıştır.

1997 Güneydoğu Asya ve 1998 Rusya Krizleri özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere genel olarak tüm dünyayı etkilemiş ancak ülke derecelendirme notları açısından herhangi bir düşüş yaşanmamıştır. Türkiye'nin notu 1998 yılında S&P tarafından "pozitif" yükseltilmiştir. Bu değişiklikten son bir müddet Türkiye'nin notu değişmemiştir. Türkiye ekonomisinin iyileşme sürecine girmesiyle birlikte 25.04.200 tarihinde S&P tarafından kredi notu B+'ya yükseltilmiştir. Ancak Kasım 2000-Şubat 2001 döneminde Türkiye ekonomisi tarihinin en büyük krizlerinden birini yaşamıştır. Bu kriz sonrasında ise S&P kredi notunu düşürmemiş, fakat "pozitif" olan not görünümünü "durağan" olarak değiştirmiştir.

Şubat 2001 de ise ülkede yaşanan siyasi kriz nedeniyle, S&P Türkiye'nin kredi notunu izlemeye almıştır. 23 şubat 2001'de B+ dan B'ye, 16 Nisan 2001'de B-'ye indirilmiş, not görünümü ise "negatif" olarak duyurulmuştur.

Yine aynı tarihte Moodys'de Türkiye'nin kredi notunda değişiklik yapmamış, sadece görünümünü "pozitif" ten "durağan" a çevirmiştir.

Fitch ise 22 Şubat 2001 'de BB olan uzun vadeli yabancı para cinsinden kredi notunu değiştirmemiş, BB olan uzun vadeli TL cinsinden kredi notunu B+ ya düşürmüştür. Yine Fitch 2 Nisan 2001 'de Türkiye'nin kredi notunu B+'ya, 2 Ağustos 2001 'de ise B'ye düşürmüş, not görünümünü ise negatif olarak açıklamıştır.

2001 yılındaki krizin etkisiyle düşen kredi notunda 2002 ve 2003 yıllarında bir değişiklik olmamıştır.

28 Temmuz 2003'de S&P Türkiye'nin kredi notunu B-'den B'ye, 16 Ekim 2003'te B+ 'ya, Ağustos 2004 'te ise BB-'ye yükseltmiştir. Fitch 2 Ağustos 2001'de B olan kredi notunu önce 25 Mart 2003'te B-'ye düşürmüş, daha sonra 25 Eylül 2003'te B'ye, 9 Şubat 2004'te B+'ya, 13 Ocak 2005'te ise BB-'ye yükseltmiştir.

Moody's 1997-2005 yılları arasında Türkiye'nin yabancı para cinsinden uzun vadeli borçlanma notunu B1'de tutmuş, 14 Aralık 2005'te Ba3'e, Mayıs 2006 tarihinde ise Ba3'ten Ba1'e yükseltmiştir.

2007-2008 yıllarında yaşanan siyasi kriz ve finansal piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmeler kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye hakkındaki değerlendirmelerini olumsuz etkilemiş, not görünümünün önce pozitiften durağana sonrada negatife çevrilmesine neden olmuştur.

Eylül 2008-2010 dönemleri arasında birçok ülkenin kredi notu defalarca düşürülmesine rağmen, Türkiye'nin notu yükselmiştir. S&P Türkiye'nin derecelendirme notunu 19.02.2010 tarihinde BB, Moody's Ba2, Fitch ise BB+ olarak açıklamıştır. Bu gelişmelere karşın ülke notu hala yatırım yapılabilir seviyede değildir.

2012 Mayıs ayında S&P kredi notunu "BB (durağan)"a dönüştürmüş, çok kısa bir süre sonrada "BB+ (durağan)" olarak değiştirmiştir. Moody's 20 Haziran 2012 tarihinde Türkiye'nin kredi notunu Ba2 'den Ba1'e yükseltmiş ve not görünümünü pozitif olarak açıklamıştır. Fitch ise Aralık 2012 de kredi notunu BB+'dan BBB-'ye çıkarmıştır. Böylelikle ülkenin notu uzun yıllar sonra ilk defa yatırım yapılabilir seviyeye yükselmiştir.

S&P kredi derecelendirme kuruluşu bu dönemde Türkiye'de meydana gelen gelişmeleri (dalgalı kur rejimi, sermaye piyasasının derinleşmesi, çözüm süreci gibi) olumlu gelişmeler olarak değerlendirmiş, kredi notunu BB+'ya yükseltmiştir. Not görünümü ise "durağan" olarak açıklanmıştır.

Moody's 16 Mayıs 2013'de kredi notunu Ba1'den Baa3'e yükselterek Türkiye'yi yatırım yapılabilir ülkeler arasına almıştır. Böylece daha önce Fitch'in yatırım yapılabilir ülke olarak açıkladığı Türkiye, 1992 yılından beri ilk defa iki uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu tarafından da uzun vadeli yabancı para cinsinden "yatırım yapılabilir" olarak kabul edilmiş oldu.

Standard and Poor's 27 Mart 2013'de, ülkenin kredi notunu "BB"den "BB+"ya yükseltmiştir. Ancak bu kuruluş açısından Türkiye hala yatırım yapılabilir seviyede kabul edilmemektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch ve Moody's in kredi notunu yükseltip yatırım yapılabilir seviyeye çekmesinin ardından aynı not artışı S&P'dan da beklenmekteydi. Ancak o dönemde yaşanan Gezi Parkı eylemleri bu beklentinin gerçekleşmemesine neden olmuştur.

2013 yılından 2016 yılına kadar söz konusu kuruluşlar tarafından Türkiye herhangi bir değerlemeye tabi tutulmamıştır. 2016 yılına gelindiğinde ise kredi notu Moody's tarafından Baa3, S&P tarafından BB ve Fitch tarafından BBB- olarak açıklanmıştır. S&P 20.07.16 tarihinde açıkladığı değerlendirmesinde Türkiye'yi yatırım yapılamaz ülke olarak göstermiştir. 23 Eylül 2016 tarihinde yeniden açıklanan notlarda Türkiye'nin notu Ba1(negatif-Moody's), BB (S&P) ve BBB- (Fitch) olarak açıklanmıştır.

18 Mart 2017 tarihinde Moody's kredi notunu Ba1 'e düşürürken, not görünümünü ise negatif olarak açıklamış ve bu kuruluş tarafından da Türkiye yatırım yapılamaz ülkeler arasına alınmıştır. 03.11.2017 tarihinde S&P BB+ (negatif) olarak yatırım yapılamaz durumun devam ettiğini ifade etmiştir.

2018 yılına gelindiğinde, Moody' s ülke notunu Baz 'ye düşürürken not görünümünü de durağan, S&P BB (durağan) ve Fitch BB- (negatif) olarak duyurmuştur. Fitch tarafından açıklanan not ile ülkenin yatırımlar açısından spekülatif olduğu iddia edilmiştir.

2019 yılının ilk notu S&P tarafından Ağustos ayında açıklanmış BB (durağan) olduğu duyurulmuştur. Kasım 2019 tarihinde açıklanan ve BB- olan değerlendirme sonucu ise Fitch kuruluşuna aittir.

**Tablo 2: Yıllar İtibariyle Türkiye'nin Kredi Notları**

TARİH	Moody's	TARİH	S&P	TARİH	Fitch
05.05.92	Baa3	04.05.92	BBB(durağan)		
08.10.93	Baa3(olası not indirimi için izleme)	03.05.93	BBB(negatif)		
13.10.94	Ba1	14.01.94	BBB(negatif)	10.08.94	B
06.04.94	Ba1(olası not indirimi için izleme)	22.03.94	BB(negatif izleme)		

TARİH	Moody's	TARİH	S&P	TARİH	Fitch
02.06.94	Ba3	29.04.94	B+(negatif izleme)		
		16.08.94	B+(durağan)		
		24.07.95	B+ (pozitif)	26.09.95	BB-
		18.10.95	B+(durağan)		
		17.07.96	BB(negatif izleme)	20.12.96	B+
		13.12.96	B (durağan)		
09.01.97	Ba3 (olası not indirimi için izleme)				
13.03.97	B1				
		10.08.98	B(pozitif)		
30.11.99	B1 (pozitif)	21.01.99	B(durağan)		
		10.12.99	B(pozitif)		
24.07.00	B1(pozitif)(olası not artırımı için izleme)	25.04.00	B+ (pozitif)	10.04.00	B+ (pozitif izleme)
21.12.00	B1 (pozitif)	05.12.00	B+(durağan)	27.04.00	BB-
21.02.01	B1 (durağan)	21.02.01	B+(negatif izleme)	22.02.01	BB- (negatif izleme)
06.04.01	B1 (negatif)	23.02.01	B+(negatif izleme)	02.04.01	B+ (negatif izleme)
		16.04.01	B- (negatif görünüm izleme)	02.08.01	B (negatif)
		27.04.01	B-(durağan)		
		11.07.01	B- (negatif)		
		30.11.01	B-(durağan)		
15.01.02	B1 (durağan)	29.01.02	B- (pozitif)	05.02.02	B (durağan)
10.07.02	B1 (negatif)	26.06.02	B-(durağan)		
		09.07.02	B- (negatif)		

TARİH	Moody's	TARİH	S&P	TARİH	Fitch
		07.11.02	B-(durağan)		
21.10.03	B1 (durağan)	28.07.03	B (durağan)	25.03.03	B- (negatif)
		16.10.03	B+(durağan)	06.08.03	B-(pozitif)
				25.09.03	B (pozitif)
		08.03.04	B+ (pozitif)	09.02.04	B+ (durağan)
		17.08.04	BB -(durağan)	25.08.04	B+(pozitif)
11.02.05	B1 (pozitif)			13.01.05	BB-(durağan)
14.12.05	Ba3 (durağan)			06.12.05	BB-(pozitif)
		23.01.06	BB-(pozitif)		
		27.06.06	BB-(durağan)		
				10.05.07	BB-(durağan)
		03.04.08	BB-(negatif)		
		31.07.08	BB-(durağan)		
		13.11.08	BB-(negatif)		
18.09.09	Ba3 (pozitif)	17.09.09	BB-(durağan)	27.10.09	BB- (pozitif izleme)
				03.12.09	BB+(durağan)
08.01.10	Ba2 (durağan)			24.11.10	BB+(pozitif)
05.10.10	Ba2 (pozitif)				
				24.11.11	BB+(durağan)
26.06.12	Ba1 (pozitif)	01.05.12	BB+ (durağan)		
05.11.12	Ba1	05.11.12	BB	05.11.12	BBB-
27.03.13	Ba1		BB+		BBB-
16.05.13	Baa3	16.05.13	BB+		BBB-
20.07.16	Baa3	20.07.16	BB	20.07.16	BBB-
23.09.16	Ba1	23.09.16	BB	23.09.16	BBB-
18.03.17	Ba1(negatif)				

TARİH	Moody's	TARİH	S&P	TARİH	Fitch
				21.07.17	BB+(durağan)
		03.11.17	BB+(negatif)		
				19.01.18	BB+(durağan)
07.03.18	Ba2(durağan)				
		01.05.18	BB (durağan)		
				13.07.18	BB-(negatif)
17.08.18	Ba3(negatif)	17.08.18	B+(durağan)		
				03.05.19	BB-(negatif)
		15.02.19	B+(durağan)		
16.06.19	B1 (negatif)				
		02.08.19	B+(durağan)		
				02.11.19	BB-

### 3.2. Türkiye'de Kurulan ve Derecelendirme Faaliyetinde Bulunmak Üzere Kurulca Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VIII, No: 51 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" 12/07/2007 tarih ve 26580 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğ, derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır. Türkiye'de derecelendirme yapma yetkisi olan derecelendirme kuruluşlarını SPK aşağıdaki gibi sıralamıştır:

1. DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
2. İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
3. JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.
4. Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.
5. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

### 3.3. Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları aşağıdaki gibi açıklanmıştır.

1. Standards and Poor's Corp. (<http://www.standardandpoors.com/>)
2. Moody's Investor Service Inc. (<http://www.moody's.com/>)
3. Fitch Ratings Ltd. (<http://www.fitchratings.com/>) (SPK, 2019)

## 4.Sonuç

Uluslararası derecelendirme kuruluşları yapmış oldukları derecelendirmelerle yatırımcıları yönlendirmekte ve böylece ülkelerin sermaye maliyetleri üzerinde bir etki oluşturmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri bir taraftan fonlara yön verirken bir taraftan da doğrudan yabancı sermayenin ülkeye gelmesine neden olmaktadır. Çünkü bu değerlendirmeler sayesinde yabancı yatırımcı yatırım yapmayı düşündüğü ülke ekonomisi hakkında bilgi edinebilmektedir.

Dünya piyasalarında son dönemlerde yaşanan krizler, bu krizlerin etkisinin birçok ülkede hissedilmesi ve ülkelerin hem ekonomik hem de siyasi koşullarındaki değişkenlik, derecelendirmenin doğru, güvenilir bir şekilde yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Bu nokta özellikle ülkelerin, şirketlerin ve yatırımcıların doğru kararlar alabilmeleri açısından önemlidir.

Derecelendirme firmalarının değerlendirmede dikkate aldığı ölçütler arasında; bütçe açığı, cari işlemler dengesi, kamu kesimi borçlanma gereği, büyüme oranı, işsizlik oranı, iktidar partisinin oy oranı, seçim tarihinin yakınlık ve uzaklığı, siyasal istikrar ve ülke içi siyasal dengeler gibi faktörler bulunmaktadır. Ancak derecelendirmenin bir takım ölçütlere dayanmasına rağmen, zaman zaman bu kuruluşların siyasi davrandıkları da iddia edilmektedir. Bu değerlendirmelerin kredi derecelendirme kuruluşlarından faydalanan tüm paydaşların faydasına olacak şekilde doğru ve objektif yapılması oldukça önem arz etmektedir.

Türkiye'de ise 1 Temmuz 2012'den itibaren uygulanmaya başlayan Basel-II standartları çerçevesinde şirketler açısından kredi derecelendirmenin önemi daha da artmıştır. Birçok şirket kredi ve finansman ihtiyacının önemli bir kısmını uluslararası piyasalardan sağlamaktadır ve Basel-II'nin hayata geçmesi ile birlikte şirketlerin kredi faiz oranları derecelendirme notlarına göre belirlenmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış olduğu derecelendirmeler ışığında, Türkiye'nin kredi derecelendirme notları incelendiğinde; 1992 yılında başlayan ve yatırım yapılamaz ülke konumunda olan Türkiye'nin notu 2013 yılında



yatırım yapılabilir seviyeye çıkmıştır. 2016 yılında yaşanan 15 Temmuz darbe girişimi ile birlikte verilen notlar, tekrar yatırım yapılamaz hatta spekülâtif seviyeye düşürülmüştür. Ekonomideki olumlu gelişmelerle birlikte notların tekrar yükseleceği ve yatırım yapılabilir seviyeye geri döneceği düşünülmektedir.

## Kaynakça

- Afonso, A., Gomes, P. & Rother, P. (2007). What hides behind sovereign debt ratings?. *European Central Bank Working Paper Series*, No.711, Frankfurt, 1-67.
- Akbulak, Y.(2012). Kredi Derecelendirmesi Veya Rating: Kavram ve Ölçütler. *Mali Çözüm*, Mayıs-Haziran, 171-184.
- Ammer, J. & Clinton N. (2004). Good News Is No News? The Impact of Credit Rating Changes on the Pricing of Asset-Backed Securitie., *International Finance Discussion Papers*, Number: 809, July, 1-28.
- Birdiqli, F.(2012). Küresel Ekonomik Sistemin İşleyişi İçinde Kredi Derecelendirme Kuruluşları'nın İşlevi. *Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi II*, Malatya, İnönü Üniversitesi, Malatya.
- Chossudovsky, M. (1999). *Yoksulluğun Küreselleşmesi*. Çeviren: Neşenur Domaniç, Çihiviyazıları Yayınevi, İstanbul.
- Coşkun, M. (2010). *Para ve Sermaye Piyasaları: Kurumlar, Araçlar, Analiz*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Çalışkan, Ö.(2002). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (1), 53-66.
- Erkan M. & Demircioğlu M. (2010). Ülke Derecelendirmesinin Ekonomik Kamu Düzeni Üzerindeki Etkisi. *İNönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt:1 Sayı:1, 107-131.
- Gür, T. & Öztürk, H. (2011). Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar, Yeni Düzenlemeler. *Sosyo-Ekonomi*,7(16), 69-92.
- Halıcı, N.(2005). *Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Heller, S. (2015). Financial Constraints and Corporate Credit Ratings: Essays in Corporate Finance and Risk Management. *Submitted in Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Economics and Social Sciences* (Dr. rer. pol.) to the Faculty of Business Administration of the University of Hamburg.
- Krichene, A. F. & Khoufi, W. (2016). The effects of credit rating grades' changes on capital structure: S&P 500. *The International Journal Of Engineering And Science (IJES)*, Volume 5, Issue 2, 48-57.
- Korivi, S. R., Sarswat, S. & Geetha, T. (2009). Assessment of Long Term Performance of Credit Rating Agencies in India. *National Institute of Securities Markets*, Navi Mumbai 400 705, 1-58.

Sajjad, F. & Zakaria, M. (2018). Credit Rating as a Mechanism for Capital Structure Optimization: Empirical Evidence from Panel Data Analysis. *International Journal of Financial Studies*, 6 (13), 1-14.

SPK. (2019). 01.11.2019 tarihinde <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/2> adresinden alındı.

[www.borsazamani.com/ozel-haber/kredi-derecelendirme-kuruluslari-siyasi-mi-moody-s-fitch-ve-h8350.html](http://www.borsazamani.com/ozel-haber/kredi-derecelendirme-kuruluslari-siyasi-mi-moody-s-fitch-ve-h8350.html)

Tutar, E., Tutar, F. & Eren, M. V. (2011). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlik Açısından Sorgulanması ve Türkiye. *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı: 25, 1-24.

Yazıcı, M. (2009). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi. *Maliye ve Finans Yazıları Hakemli Dergisi*, 1-17.

Yıldırım, H. H., Yıldız, C. & Aydemir, Ö. (2018). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi Endeksleri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği 2012-2016. *Maliye ve Finans Yazıları*, (109), 9-30.