

ARAŞTIRMA MAKALESİ

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ TÜRKİYE'YE VERDİĞİ NOTLAR VE ELEŞTİRİLERİN İNCELENMESİ

EXAMINATION OF THE NOTES AND CRITICISMS GIVEN BY CREDIT RATING AGENCIES TO TURKEY

Dr. Öğr. Üyesi Sami BUHUR*
Elif EROĞLU**

ÖZ

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar, ilgili ülke veya firmaya yönelik verilecek kararlarda temel belirleyicilerden birisidir. Türkiye kredi derecelendirme kuruluşları ile 1990'ların başında tanışmıştır. Bu çalışmada, Türkiye'ye verilen notların dönemsel kırılma noktaları ve verilen notların etkileri incelenmiştir. Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlara yönelik eleştiriler ele alınmıştır. Çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği kararlarda her zaman tarafsız olamadığı, yanlış kararlar aldığı, verdiği kararların sonucunda ilgili ülke veya firma bundan olumsuz etkilendiği sonucuna varılmıştır. Bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının varoluş nedenlerini ve güvenilirliğini ciddi anlamda sorgulanmasına neden olmaktadır. Diğer taraftan bu kuruluşların Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa Birliği, IMF gibi ülke ve kuruluşların etkisinde ve güdümünde faaliyette bulunduğu yönünde eleştirilmektedir.

Anahtar Sözcükler: Kredi Derecelendirme, Güvenilirlik, Tarafsızlık

ABSTRACT

The ratings given by credit rating agencies are one of the main determinants in the decisions to be made for the relevant country or company. Turkey met with credit rating agencies in the early 1990s. In this study, the periodical break points of the grades given to Turkey and the effects of the grades given were examined. In addition, the criticism of the ratings given by the credit rating agencies was discussed. In the study, it was concluded that credit rating

* Balıkesir Üniversitesi İ.İ.B.F. Maliye Bölümü, ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-3782-2388>.

** Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Ana Bilim dalı, ORCID: <http://orcid.org/0000-0001-6700-9390>.

agencies are not always impartial in their decisions, that they make wrong decisions, and that the country or firm concerned is negatively affected as a result of their decisions. This leads to serious questioning of the existence and reliability of credit rating agencies. On the other hand, these organizations are criticized for operating under the influence and direction of countries and organizations such as the United States, the European Union, and the IMF.

Keywords: Credit Rating, Reliability, Impartiality

1. GİRİŞ

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ilgili kuruluş veya ülkeye verdiği notlarda çeşitli faktörler etkili olmaktadır. İlgili ülkenin büyüme hızından siyasi istikrarına kadar birçok iktisadi, siyasi ve mali faktör verilen notların pozitif veya negatif bir eğilim seyretmesine neden olmaktadır. Kamuoyuna duyurulan notlar, ilgili ülkeye yönelik verilecek iktisadi ve mali kararlarda da etkili olmaktadır. Özellikle yatırım yapılabilir seviyenin altına düşürülmesi, ülkenin kredibilitesini düşürmekte, dış borç alımında zorluk yaşamasına neden olmakta ve sonuçta ülkenin dış borçları faiz yükümlülüğünün artmasına bağlı olarak artmaktadır.

Kredi derecelendirme kavramı ilk kez 19. yy sonu ve 20. yy başlarında ortaya çıkmıştır (Yenipazarlı, vd., 2017, s. 82). 1837 yılında ABD ekonomisinde büyük bir çöküş yaşanmış şirketler taahhütlerini yerine getirememeye durumuna gelmişler ve birçok yatırımcı mağdur olmuştur. Mağduriyet yaşayan bu yatırımcılardan biri olan Lewis Tappan, Mercantile Agency adındaki ilk kredi derecelendirme şirketini, şirketleri izlemek ve değerlendirmek ve toplu konutlar için perakende satın alma gücü kararları konusunda bilgi sağlamak amacıyla kurmuştur (Destraz, Lahaye, 2012, s.1).

1909 yılında faaliyete başlayan Moody's ilk olarak devlet demiryolları tahvillerini derecelendirmiştir. 1914 yılından sonra Moody's yatırımlara ve kamu borçlanma araçlarına ilişkin derecelendirmeler de yaparak faaliyet alanını genişletmiştir. 1970'li yıllarda ise şirket özel kesim tahvillerini de derecelendirmeye başlamıştır (Hasbi, 2012, s. 28-29). 1916 yılında Poor's Publishing, 1922 yılında Standard Statistic Company ilk derecelendirmelerini yayınlamışlardır. Günümüzde üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan biri olan Standart and Poor's (S&P) bu iki şirketin 1941 yılında birleşmesiyle oluşmuştur (White, 2012, s. 211).

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan biri olan Fitch 1913 yılında John Knowles Fich tarafından Fitch Publishing Company adı altında kurulmuştur. Fich Publishing Company finansal istatistikler yayımlayarak kredi derecelendirme sektörüne dâhil olmuştur (Girgin, 2018, s. 24). Bankaların derecelendirilmesi ilk uzmanlık alanını oluşturmaktadır. Daha sonra diğer sektörlerdeki kurumları derecelendirmeye başlamıştır (Akçayır, 2013, s. 35).

2. TEORİK ÇERÇEVE

Kredi derecelendirme kavramının literatürde pek çok tanımı bulunmaktadır. Bir tanıma göre kredi derecelendirme kavramı “borçlunun anapara ve faiz yükümlülüklerinin ödeme yeteneğini, zamanında ve tam olarak yerine getirilmesini ölçen bir araçtır” (Eren, 2010, s.113). Bir başka tanıma göre derecelendirme kavramı, bir işletmenin veya devletin kredi güvenilirliğini, aldığı veya alacağı borçları eksiksiz bir şekilde geri ödeme gücünü gösteren objektif ve bağımsız değerlendirmelerin sonucudur (Çalışkan, 2002, s. 55).

Derecelendirme faaliyeti ülkelere yönelik olarak yapılabileceği gibi yalnız bir işletme ya da yalnız bir ülke bazında da yapılabilmektedir (Yenipazarlı, vd., 2017, s. 83). Kredi derecelendirme faaliyeti yatırımcı, finans kuruluşları, firmalar, sermaye piyasaları ve ülkeler açısından önem taşımaktadır.

Dış borç bir makroekonomik değişkendir ve ülkeler açısından en kritik makroekonomik değişkenler arasında yer almaktadır. Ülkelerin neredeyse tamamı küreselleşen ekonominin etkisiyle dış borçlanmaya başvurmuştur. Ülkelerin büyüme stratejilerinde borçlanmaya başvurması dış borçların küresel ölçekte büyümesine yol açmaktadır. Borç alabilmek için de kredi notuna sahip olmak gerekmektedir (Akçayır, 2013, s. 76). Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar borç almak isteyen şirket ve ülkelerin faiz miktarını ve dolayısıyla borçlanma maliyetini etkilemektedir (Yardımcıoğlu, ve Bora, 2013, s. 116).

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkelere verilen notlar ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarından borçlanmalarının ölçüsünü belirlemektedir. Başka bir ifadeyle ülkenin almış olduğu kredi notu ne kadar yüksekse uluslararası sermaye piyasasından borç almak o kadar kolay olmaktadır (Kab, 2015, s. 15). Kredi derecelendirme kuruluşlarından yüksek notlar alan ülkelerin borçlanma maliyetleri azalırken düşük notlar alan ülkelerin ise borçlanma maliyetleri artmaktadır. Not artırımını sonucunda kamu

ve özel sektörün yurt dışından elde ettikleri kredilerin maliyetlerinin düşmesi ve vadelerinin uzaması olasıdır (Kanlı ve Barlas, 2011, s. 5).

3. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ NOT SİSTEMİ VE KREDİ NOTLARINDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER

Kredi notu, “uluslararası piyasalardan borçlanma sürecinde, borçlanan şirketler veya ülkelerin ekonomik durumunda meydana gelebilecek olumsuz gelişmeler sonucunda zarara uğrama ihtimalinin, başka bir deyişle bir firmaya veya ülkeye kredi tahsis ederken taşınan riskin sembollerle ifadesidir” (Günel, 2019, s. 148).

Aşağıda üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdiği notlar ve bu notların ne anlama geldiği ile ilgili kısa açıklamalara yer verilmiştir. Bu kuruluşların verdiği notlara göre, ilgili ülkenin yatırım yapılabilir, spekülâtif veya yükümlülüklerini yerine getiremez düzeyde oldukları ilan edilmektedir. Bu değerlendirme notları, ilgili ülkenin uluslararası finansal piyasalarda kredibilitesi ve borç bulma olanakları üzerinde etkili olmaktadır.

Tablo 1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Sistemi

Standart & Poor's	Fitch	Moody's	Notun Açıklaması
AAA	AAA	Aaa	En Yüksek Derece
AA+	AA+	Aa1	İyi Kredi Derecesi
AA	AA	Aa2	
AA-	AA-	Aa3	
A+	A+	A1	
A	A	A2	
A-	A-	A3	
BBB+	BBB+	Baa1	Ortanın Altı Seviye
BBB	BBB	Baa2	
BBB-	BBB-	Baa3	
BB+	BB+	Ba1	Yatırım Yapılmaz
BB	BB	Ba2	
BB-	BB-	Ba3	Spekülâtif
B+	B+	B1	

B	B	B2	Önemli Derecede Spekülatif
B-	B-	B3	
CCC+	CCC	Caa	Şiddetli Riskli
CCC	CC	Caa3	
CC	C	C	Aşırı Spekülatif
D	DDD	D	Yükümlülüğünü Yerine Getiremez
	DD		
	D		

Kaynak: S&P, Ratings (2020), Moody's, Ratings (2020), Fitch, Ratings (2020); Kronwald C. (2009); Berlekom, vd. (2012)

Kredi notunun yanı sıra bir de görünüm denilen bir gösterge de bulunmaktadır. Pozitif, negatif ve durağan şeklinde ifade edilebilen görünüm bir sonraki notun ne olacağını tahmin edilmesine olanak sağlamaktadır. Eğer görünüm pozitifse genellikle notun artacağı, negatifse genellikle notun düşeceği tahmin edilir. Durağan görünümde ise herhangi bir değişiklik yapılmayacağı anlaşılmaktadır. Ancak durum her zaman böyle olmamakta, gelişmelere göre değişiklik arz edebilmektedir. Negatif görünüm söz konusuken not düşmenin aksine yükseltilebilmekte, pozitif görünüm söz konusuken de **yükselmenin aksine kredi notu düşürülebilmektedir (Günel, 2019, s.148).**

Antanio Afonso kredi derecelendirme sürecinde etkili olan faktörleri araştırmıştır. Buna göre kredi notlarının ekonomik gelişmişlik düzeyi, enflasyon ve büyüme oranları ile dış borç / ihracat oranları çerçevesinde belirlendiğini açıklamıştır (Afonso, 2003). Peter Rowland ise kişi başına düşen GSYH, büyüme oranı, enflasyon oranı, ekonominin dışa açıklığı ve uluslararası rezervlerin seviyesinin kredi notlarının belirlenmesinde önemli rol oynadığını ifade etmiştir (Rowland, 2004).

Aşağıda Tablo 2'de kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlarda etkili olan faktörler ve verilen notların pozitif veya negatif etkileri görülmektedir. Verilen notlarda ilgili ülkenin gelişmişlik seviyesi, kişi başına düşen gelir, GSYH büyümesi, gelir dağılımı, enflasyon oranları gibi iktisadi faktörler; vergi kapasitesi, dış borç seviyesi gibi mali faktörler, siyasi istikrar, demokrasi kültürü gibi sosyal ve kültürel faktörler etkili olabilmektedir.

Tablo 2. Kredi Notlarında Etkili Olan Faktörler

Kredi Notlarında Etkili Olan Faktörler	Verilen Notlara Etkisi
Vergi Kapasitesi	Vergi kapasitesi yüksek olan ülkelerin kredi notları pozitif yönlü etkilenmektedir.
Kişi Başına Düşen Gelir ve GSYH Büyümesi	Kişi başına düşen gelir ve GSYH arttıkça kredi notu pozitif yönlü etkilenmektedir. Aksi takdirde kredi notunu olumsuz etkilemektedir.
Gelişmişlik Seviyesi	Az gelişmiş ekonomilere göre gelişmiş ekonomilere verilen notlar daha yüksek seyretmektedir.
Gelir Dağılımı	Gelir dağılımı bozuldukça kredi notları düşebilmektedir. Tersi durumda kredi notu artmaktadır.
Dış Ticaret Açığı	Dış ticaret açığı ile kredi notu arasında ters orantı söz konusudur. Dış ticaret açığı arttıkça kredi notu düşebilmektedir.
Dış Borç Seviyesi	Dış borcu nispeten yüksek olan ülkelerin kredi notları düşük verilebilmektedir.
Enflasyon Oranları	Enflasyon oranları ile kredi notları arasında ters bir ilişki vardır.
Siyasi İstikrar	Ülkenin mevcut siyasal durumu ve istikrarı kredi notları üzerinde etki yaratmaktadır.
Demokrasi Kültürü	Ülkenin demokratik alt yapısı ve kurumların işlerliği kredi notu ile doğru orantılıdır.
Eğitim Düzeyi	Eğitim düzeyi yüksekliği ülkelere yönelik verilen notlar üzerinde pozitif bir etki yaratmaktadır.

Kaynak: Tarafımızca oluşturulmuştur.

4. TÜRKİYE'YE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ VERDİĞİ NOTLARIN DÖNEMSEL OLARAK İNCELENMESİ

Türkiye'nin kredi derecelendirme serüveninin başlangıcı ekonominin dış açılmasına dayanmaktadır (Erim, 2017, s. 6). 1988 yılında S&P yatırımcılardan gelen kredi notu değerlendirmesi talebi üzerine Türkiye'ye gelmiştir (Hasbi, 2012, s. 112). Türkiye derecelendirme kavramı ile ilk kez 1991 yılında

tanışmış ve böylece yurt dışı piyasalardan borçlanma olanağı elde etmiştir (Halıcı, 2005, s. 24). 1992 yılında Türkiye'ye yönelik ilk kredi notunu iki büyük kredi derecelendirme kuruluşu olan Moody's ve S&P vermişlerdir. (Ovalı, 2014, s. 59). S&P Türkiye'nin ilk kredi notunu BBB olarak verirken Moody's ise Baa3 olarak vermiştir. Fitch ise 1994 yılında B olarak vermiştir (Çakmakçı, 2017, s. 34).

4.1. 5 Nisan 1994 Kararları Öncesi ve Sonrası Dönem

Moody's 05.05.1992 tarihinde Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılabilir seviye olan Baa3 olarak duyurmuştur. Moody's 08.10.1992 tarihinde Baa3 olan ülke kredi notunu not düşürme eğilimi ile izlemeye aldığını açıklamıştır. 03.01.1994 tarihinde 1994 krizinin baskısının da hissedilmeye başlamasıyla birlikte ülke kredi notunu Ba1'e düşürmüştür. Böylelikle Türkiye'nin yatırım yapılabilir seviyedeki kredi notu kaybedilmiştir (Girgin, 2018, s. 82).

Moody's 14.01.1994 tarihinde cari açık, kamu gelir ve gideri arasındaki dengesizliği gerekçe göstererek kredi notunu yatırım yapılabilir statüdeki Baa3 seviyesinden spekülative kategorideki Ba1 seviyesine düşürmüştür (Kedikli, 2015, s. 124). Moody's 5 Nisan kararlarından sonra 06.04.1994 tarihinde Ba1 olan kredi notunu not düşürme eğilimi ile izlemeye aldığını duyurmuştur. 02.06.1994 tarihinde ülke kredi notunu iki basamak birden düşürerek Ba3 seviyesine indirmiştir (Girgin, 2018, s. 82).

Tablo 3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye'ye Verdiği Notlar (1991 – 1999 Arası)

MOODY'S			S&P			FİTCH	
Tarih	Not	Gör.	Tarih	Not	Gör.	Tarih	Not
1991	Baa3		1992	BBB	D	10.08.1994	B
05.05.1992	Baa3		03.05.1993	BBB	N	26.09.1995	BB↑
08.10.1993	Baa3	N	14.01.1994	BBB	N	20.12.1996	B+
03.01.1994	Ba1		22.03.1994	BB	N	13.03.1997	B+
14.01.1994	Ba1↓		29.04.1994	B+	N	1998	B+
06.04.1994	Ba1	Nde	16.08.1994	B+↓	D	08.1999	B+
02.06.1994	Ba3↓		24.07.1995	B+	P		
09.01.1997	Ba3		18.10.1995	B+	D		
13.03.1997	B1↓		17.07.1996	B+	N		
30.11.1999	B1	P	13.12.1996	B↓	D		
			10.08.1998	B	P		
			21.01.1999	B	D		
			10.12.1999	B	P		

Kaynak: Moody's, Fitch, S&P (2020)

Bir diğer kredi derecelendirme kuruluşu olan S&P tarafından Türkiye'ye verilen kredi notlarına bakacak olursak, S&P 03.05.1993 tarihinde ülke kredi notunu yatırım yapılabilir kategoride olan BBB seviyesinde açıklamıştır. S&P, 4 Ocak 1994 tarihinde 1994 krizinin baskısının da hissedilmeye başlamasıyla birlikte ülke kredi notunu yine yatırım yapılabilir kategoride olan BBB- seviyesine düşürmüştür. 22.03.1994 tarihinde Türkiye'nin kredi notu spekülasyon kategorisine çekilmiştir. Fitch Türkiye'ye ilk kredi notunu 10.08.1994 tarihinde olmak üzere B düzeyinde açıklamıştır (Girgin, 2018, s. 82 - 83).

Türkiye'nin 1994 5 Nisan Kararlarını almasında kredi derecelendirme kuruluşlarının not düşürmesi de etkili olmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşlarının not düşürmesi ve özellikle ilgili ülkenin yatırım yapılabilir

seviyenin altına düşürmesi borçlanma imkanlarının kısıtlanmasına neden olmakta, faiz yükümlülüklerinin artmasına neden olmaktadır. Böylece Türkiye yurtdışı piyasalardan daha yüksek maliyetle borçlanmak durumunda kalmıştır. 1999 yılı sonuna gelindiğinde Türkiye'nin brüt dış borç stokunun GSYH'ye oranı % 40,7 seviyelerine yükselmiştir (HMB, Kamu Finansmanı İstatistikleri, 2020).

4.2. 2000 – 2001 Krizi Öncesi ve Sonrası Dönem

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin yaşanmasıyla birlikte Moody's, Fitch ve S&P tarafından yatırım yapılabilir seviyenin altında notlar verilmiştir. Türkiye bu tarihlerde kısa vadeli olarak ve yüksek faiz oranları ile borçlanmak mecburiyetinde kalmıştır (Barut, 2016, s. 70).

Tablo 4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye'ye Verdiği Notlar (2000 – 2007 Arası)

MOODY'S			S&P			FİTCH		
Tarih	Not	Gör.	Tarih	Not	Gör.	Tarih	Not	Gör.
24.07.2000	B1	P	25.04.2000	B+	P	10.04.2000	B+	PGİ
21.12.2000	B1	P	05.12.2000	B+	D	27.04.2000	BB-↑	
21.02.2001	B1	D	21.02.2001	B+	NGİ	22.02.2001	BB-	NGİ
06.04.2001	B1	N	23.02.2001	B↓	NGİ	02.04.2001	B+↓	NGİ
15.01.2002	B1	D	16.04.2001	B-	NGİ	02.08.2001	B	N
10.07.2002	B1	N	27.04.2001	B-	D	05.02.2002	B	D
21.10.2003	B1	D	11.07.2001	B-	N	25.03.2003	B-	N
11.02.2005	B1	P	30.11.2001	B-	D	06.08.2003	B-	P
14.12.2005	Ba3↑	D	29.01.2002	B-	P	25.09.2003	B	P
			26.06.2002	B-	D	09.02.2004	B+	D
			09.07.2002	B-	N	25.08.2004	B+	P
			07.11.2002	B-	D	13.01.2005	BB-↑	D
			28.07.2003	B	D	06.12.2005	BB-	P
			16.10.2003	B+	D	10.05.2007	BB-	D
			08.03.2004	B+	P			
			17.08.2004	BB-↑	D			
			23.01.2006	BB-	P			
			27.06.2006	BB-	D			

Kaynak: Moody's, Fitch, S&P (2020)

2000 yılında brüt dış borç stokunun GSYH'ye oranı % 43,6 seviyesinde iken 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin ardından bu rakam % 56,5 seviyesine ulaşmıştır (HMB, Kamu Finansmanı İstatistikleri, 2020). Bu derece yüksek borç seviyesine ulaşmada Moody's, Fitch ve S&P tarafından Türkiye'ye yatırım yapılabilir seviyenin altında notlar verilmesi önemli ölçüde etkili olmuştur.

25.03.2003 tarihinde Fitch Türkiye'nin kredi notunu borç stokunun yükselmesi gerekçesiyle B seviyesinden B(-) seviyesine indirmiştir. S&P ise ekonomideki pozitif yönlü gelişmeden dolayı B(-) seviyesindeki kredi notunu B(+) olarak değiştirmiştir (Uzun, 2019, s. 70). S&P ülke kredi notunu 08.03.2004 tarihinde B+ seviyesinde görünümünü ise pozitif olarak açıklamıştır (Barut, 2016, s. 76). 09.02.2004 tarihinde Fitch kredi notunu B seviyesinden B+ seviyesine yükseltmiş görünümünü ise durağana çevirmiştir (Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2004, s. 22).

2003 yılından itibaren Türkiye'nin kredi notlarının yükselmesinde, 2000 – 2001 Krizinden sonra uygulamaya sokulan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Enflasyonla Mücadele Programı etkili olmuştur. Ayrıca Türkiye'nin Avrupa Birliğine üyelik sürecinin hızlanması ve bu çerçevede kamu mali yönetiminde uygulamaya konulan reformların da etkisi olmuştur. 2008 Küresel Krizine kadar Türkiye'nin kamu mali dengesinde gözle görülür iyileşmeler yaşanmıştır. Türkiye'nin brüt dış borç stokunun GSYH'ye oranı 2003 yılından itibaren azalma eğilimine girmiş, bu rakam 2007 yılının sonunda % 36,9 olarak gerçekleşmiştir (HMB, Kamu Finansmanı İstatistikleri, 2020).

Türkiye'de 2000'li yıllarda uygulamaya konulan Mali İstikrar programları, kamu mali yönetiminde mali disiplin ilkelerinin yerleştirilmeye çalışılması, IMF ile yapılan Stand-by anlaşmaları gereği faiz dışı fazla hedefinin tutturulmaya çalışılması, Türkiye'nin mali ve iktisadi göstergelerinde olumlu etkiler yaratmıştır. Bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının gözünden kaçmamış ve kredi notlarının yükselmesinde etkili olmuştur.

4.3. 2008 Küresel Mali Krizi ve Sonrası Dönem

Türkiye 2007 yılı sonuna gelindiğinde birçok mali ve iktisadi göstergesi olumlu yönde bir seyir izlerken, 2008 Küresel Krizinin de etkisi ile göstergelerde aşağı doğru bir eğilim gözlenmiştir. Bu dönemde Türkiye'nin dış ticaretinde önemli bir yer tutan AB ülkelerinin finansal dar boğaza girmesi Türkiye'yi de önemli ölçüde etkilemiştir. Krize nispeten daha güçlü bir mali yapı ile giren Türkiye krizden AB ülkelerine göre daha az etkilenmiştir.

Nitekim 2010 ve 2011 yıllarında Çin'den sonra en fazla büyüyen ekonomiler arasında gösterilmiştir. Bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notları da etkilemiştir.

Tablo 5. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye'ye Verdiği Notlar (2008 Küresel Mali Krizi ve Sonrası Dönem)

MOODY'S			S&P			FİTCH		
Tarih	Not	Gör.	Tarih	Not	Gör.	Tarih	Not	Gör.
2008	Ba3	D	03.04.2008	BB-	N	2008	BB-	D
18.09.2009	Ba3	P	31.07.2008	BB-	D	27.10.2009	BB-	D
08.01.2010	Ba2 ↑	D	13.11.2008	BB-	N	03.12.2009	BB+ ↑	D
05.10.2010	Ba2	P	17.09.2009	BB-	D	24.11.2010	BB+	P
30.11.2011	Ba2	P	19.02.2010	BB ↑	P	23.11.2011	BB+	D
20.06.2012	Ba1↑	P	21.09.2011	BB	P	05.11.2012	BBB -↑	D
20.02.2013	Ba1 (?)	P	01.05.2012	BB	D	20.02.2013	BBB-	D
16.05.2013	Baa3 ↑	D	27.03.2013	BB+ ↑	D	04.04.2014	BBB-	D
11.04.2014	Baa3	N	07.02.2014	BB+	N			

Kaynak: Moody's, Fitch, S&P (2020)

Moody's 20.06.2012 tarihinde Ba2 düzeyinde olan ülke kredi notunu Ba1 düzeyine yükseltmiştir (Uzun, 2019, s. 72). Moody's uzun bir zamandan sonra 16.05.2013 tarihinde Türkiye'nin ekonomik ve mali yapılarındaki olumlu tablo, borç stokunun GSYH'ye oranının ve cari açığın azalması gerekçeleriyle kredi notunu Baa3 ile yatırım yapılabilir seviyeye yükseltmiştir. Moody's 11.04.2014 tarihine yaptığı incelemede, Türkiye'nin kredi notunu değiştirmeyerek Baa3 düzeyinde tutmuş görünümünü ise durağandan negatife çevirmiştir (Girgin, 2018, s. 82; Barut, 2016, s. 81).

Fitch, 05.11.2012 tarihine gelindiğinde cari açıkta azalma, ekonomik istikrardaki kararlılık ve krizlere karşı ekonominin dirayetli olması gerekçesiyle ülke kredi notunu spekülasyon kategorisindeki BB+ düzeyinden yatırım yapılabilir seviyedeki BBB- düzeyine yükseltmiştir. (Uzun, 2019, s. 72).

4.4. 15 Temmuz Darbe Girişimi ve Sonrası Dönem

Moody's 15 Temmuz Darbe Girişimi'nin ardından 18.07.2016 tarihinde Türkiye'nin kredi notunu not düşürme eğilimiyle izlemeye aldığını ilan etmiştir. Moody's 23.09.2016 tarihinde Baa3 olan ülke kredi notunu spekülasyon kategorisindeki Ba1 seviyesine indirmiş ve görünümünü negatiften durağana dönüştürmüştür. 17.03.2017 tarihinde Moody's kredi notunda değişiklik yapmamış Ba1 düzeyinde bırakmıştır. Ancak not görünümünü durağandan negatife çevirmiştir. Moody's 07.03.2018 tarihinde Türkiye'nin kredi notunu kurumların direncinde süregelen azalma, dış borcun ve siyasi risklerin artması gerekçeleriyle yatırım yapılabilir seviyenin iki kademe altına Ba2 seviyesine düşürmüş görünümünü ise durağan olarak belirlemiştir. Moody's 01.06.2018 tarihinde Ba2 seviyesindeki kredi notunu not düşürme eğilimi ile izlemeye aldığını açıklamıştır (Girgin, 2018, s. 82; Uzun, 2019, s. 73).

Tablo 6. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye'ye Verdiği Notlar (15 Temmuz Darbe Girişimi ve Sonrası Dönem)

MOODY'S			S&P			FİTCH		
Tarih	Not	Gör.	Tarih	Not	Gör.	Tarih	Not	Gör.
18.07.2016	Baa3	Nİ	20.07.2016	BB	N	19.08.2016	BBB-	N
23.09.2016	Ba1 ↓	D	04.11.2016	BB	D	21.01.2017	BB+	D
17.03.2017	Ba1	N	03.11.2017	BB	N	19.01.2018	BB+	D
07.03.2018	Ba2 ↓	D	01.05.2018	BB -↓	D	13.07.2018	BB+	D
01.06.2018	Ba2	N	17.08.2018	B+ ↓	D			
17.08.2018	Ba3 ↓	N	05.02.2019	B+	D			
15.06.2019	B1 ↓	N						
07.12.2019	-	-						

Kaynak: Moody's, Fitch, S&P (2020)

S&P, 15 Temmuz Darbe Girişimi'nin ardından 20.07.2016 tarihinde ülke kredi notunu BB+ seviyesinden BB seviyesine düşürmüş görünümü durağandan negatife çevirmiştir. S&P 04.11.2016 tarihinde kredi notunu değiştirmeyerek BB seviyesinde tutarken not görünümünü negatiften durağana yükseltmiştir. 27. 01. 2017 tarihinde ise görünümü tekrar durağandan negatife düşürmüştür (Girgin, 2018, s. 83).

Fitch ise 15 Temmuz Darbe Girişimi sonrasında 19.06.2016 tarihinde kredi notunda herhangi bir değişiklik yapmadan kredi notunu BBB-

seviyesinde bırakmış not görünümünü ise durağandan negatife düşürmüştür. Fitch, 27.01.2017 tarihine geldiğinde ise kredi notunu BBB- seviyesinden spekülâtif kategorideki BB+ seviyesine indirmiş not görünümünü de durağana yükseltmiştir (Girgin, 2018, s. 83).

15 Temmuz Darbe Girişimi'nin Türkiye'nin mali göstergeleri üzerinde olumsuz etkiler yarattığı bilinmektedir. Yukarıda da bahsedildiği üzere kredi derecelendirme kuruluşlarının not sistemi içinde etkili olan faktörlerden birisi de ülkede yaşanan siyasi istikrardır. Darbe, iç karışıklık gibi yaşanan siyasi istikrarsızlıklar ilgili ülkenin kredi notunda etkili olmaktadır. Darbe Girişimi ve sonrasında yaşananlar, kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye yönelik verdiği notlarda düşmeye neden olmuştur. Bu durum Türkiye'nin dış borç stokunu da etkilemiş, 15 Temmuz Darbe Girişimi sonrasında 2017 yılında Türkiye'nin brüt dış borç stokunun GSYH'ye oranı % 53,3'e yükselmiştir. 2020 yılına geldiğinde 2020 ilk çeyreğinde % 56,9 seviyesinde gerçekleşmiştir (HMB, Kamu Finansmanı İstatistikleri, 2020).

5. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA YÖNELİK ELEŞTİRİLER

Son yıllarda ülkeler ve şirketler tarafından kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği kredi notlarının taraflı olduğu gerekçesiyle sıkça eleştirilmektedir (White, 2010, s.212-213). Kredi derecelendirme kuruluşlarının eleştirilmesine ve tarafsızlığının bozulmasına yol açan gerekçeler oldukça çeşitlidir. Bu eleştirilere yol açan gerekçelerin bazılarını aşağıda maddeler halinde yer verilmiştir.

- Üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşuna önemli ölçüde itibar edilmektedir. Özellikle yatırımcılar kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar doğrultusunda hareket etmektedirler. Ancak 1997'de yaşanan Asya krizinde krize yakalanan ülkeler arasında yüksek kredi notuna sahip ülkeler de yer almaktadır. Bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarının sorgulanmasına neden olmuştur.
- 2008 Küresel Finansal Kriz, kredi derecelendirme kuruluşlarınca öngörülemediği (Bayar, 2015, s. 42). 2008 küresel krizi geldiğinde ise kriz öncesinde yüksek kredi notu verilen ülkeler krize girmiş şirketler ise iflas etmiştir. Bunun üzerine kredi derecelendirme kuruluşları durumu telafi etmek amacıyla ani not düşürmelerinde bulunmuş

ve krizlerin daha da derinleşmesine yol açmıştır. Dolayısıyla kredi derecelendirme kuruluşları krizi öngörememeleri, yatırımcıların yanlış yönlendirilmeleri, zamansız not düşürmede bulunmaları nedeniyle oldukça eleştirilmektedir. Bu durumlar da kredi derecelendirme faaliyetlerinin doğruluğunun ve etkinliğinin sorgulanmasına yol açmıştır.

- Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlarda gecikmeler olması da eleştirilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları Worldcom, Parmalat, Lehman & Brothers gibi şirketlerin iflaslarından çok kısa bir süre önce yüksek notlar vermesi nedeniyle de eleştiri konusu olmuştur. Yine 2001 yılında Enron Şirketi yatırım yapılabilir seviyede kredi notunun verilmesinin ardından iflas etmiştir (Akçayır, 2013, s. 88-97).
- Kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik bir diğer eleştiri, söz konusu kuruluşların analistlerinin çok sık değişmesidir. Analistlerin tecrübesizliği nedeniyle derecelendirme faaliyetinde önemi büyük olan subjektif faktörler kredi notuna yanlış yansımaktadır (Karagöl, Mihçioğur, 2012, s. 29).
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının oligopolist bir yapıya sahip olması önemli ölçüde eleştirilmektedir (Kedikli, 2015, s.969.). Bilindiği üzere oligopol yapılar az sayıda firmaların olduğu piyasalardır. Bu tür bir piyasa yapısında oligopol firmalar uzun dönemde anlaşıp piyasayı istediği gibi yönlendirebilmektedirler. Bu durum müşteriler açısından olumsuz sonuçlanabilmektedir. Türkiye'ye yönelik dönemsel verilen notlara bakıldığında hemen hemen benzer notlarla karşılaşılmaktadır. Olumsuz notların her üç firma tarafından da ilan edilmesi, ilgili ülkenin uluslararası piyasalardaki finansal durumunu daha da kötü etkilemektedir.
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının ücretlerini borç alan taraf, diğer bir ifade ile kredi notu verilen taraf ödemektedir. Bu durum da kredi derecelendirme kuruluşunun tarafsızlığına olumsuz etki etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları kendisine yüksek ücret ödeyen ülkenin kredi notunu daha yüksek açıklayabilmektedir.
- Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının not verdikleri firmalara aynı zamanda danışmanlık hizmeti vermesi de diğer bir eleştiri noktasıdır. Karşılıklı çıkar ilişkilerinin olması, bu kuruluşların

not değerlendirmesi yaparken objektif davranmalarına neden olabilmektedir. Bu yönüyle bakıldığında kredi derecelendirme kuruluşlarının bağımsızlığı ve tarafsızlığı önemli ölçüde eleştirilmektedir.

- Bir başka eleştiri konusu Moody's, Fitch ve S&P tarafından aynı ülkeye aynı zamanda üç farklı seviyede kredi notu verilebilmesidir. Bunun nedeni her kredi derecelendirme kuruluşunun kendine özgü metodolojisinin bulunmasıdır. Ayrıca bu metodolojilerin neler olduğu tam anlamıyla bilinmemektedir.
- Kanada ve Dominik Cumhuriyeti borçlanabilmek adına ücret karşılığında kredi derecelendirme kuruluşlarından kendilerini derecelendirmeleri talebinde bulunmuşlardır. Yapılan derecelendirmelerden sonra notları beklentilerinden düşük olmuştur. Bu durumda söz konusu ülkelerin borçlanma maliyetleri daha fazla artmıştır (Demir, 2014, s. 72).
- Diğer taraftan kredi derecelendirme kuruluşları herhangi bir ülke veya kuruluşu rızasını almaksızın re'sen (kendiliğinden) derecelendirme yetkisine sahiptir. Böyle bir durumda verilen düşük kredi notu ülke veya kuruluşa büyük zararlar verebilmektedir. Söz konusu ülkenin uluslararası alanda borçlanmasına engel oluşturmaktadır.
- Kredi notu belirlendikten sonra kamuoyuna açıklanana kadar gizli tutulmalıdır. Ancak kredi derecelendirme kuruluşlarının zaman zaman bu ilkeyi de ihlal ettiği görülmektedir.
- Tüm bunların yanında kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notların doğruluklarının sorgulanması amacıyla başvurulabilecek uluslararası bir merci bulunmamaktadır. Bu durumda kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlarla sebep oldukları durumların sorumluluklarını kabul etmemeleri de başka bir eleştiri konusudur.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar ABD anayasasında "ifade özgürlüğü" ile kapsamında değerlendirilmekte ve korunmaktadır. Bu sebeple kredi derecelendirme kuruluşlarının yayınlamış olduğu görüşlerin konumu yasal açıdan gazete makalesinden farksızdır (Kerwer, 2001, s. 21-22). Dolayısıyla ülkeler ve kuruluşlar kredi derecelendirme kuruluşlarının görüşlerine ilişkin yukarıda bahsedilenlere benzer şekilde herhangi bir haksızlık veya yanlışlık olduğunu düşündüklerinde bu kuruluşları yasal olarak sorumlu tutamamaktadırlar.

2006 yılında ABD kongresinde Kredi Derecelendirme Kurumları Reform Kanunu kabul edilmiştir. Bu kanunla kredi derecelendirme kuruluşlarının Amerikan Sermaye Piyasası Kurulunun (SEC) belirlediği standartlara uyma zorunluluğu getirilmiştir. Getirilen kanunun amacı kredi derecelendirme sektöründe şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin artırılması yatırımcılar ve borçlanıcılar arasında yer alan çıkar çatışmalarının yok edilmesi ve uygulamaların kötüye kullanılmasının önlenmesidir (Amadau, 2009, s. 6).

Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Teşkilatı (IOSCO) 1983 yılında kurulan uluslararası düzenleyici bir kurumdur. Sözü edilen bu kurum kredi derecelendirme kuruluşlarının uyması gereken ilke ve mevzuata ilişkin yasal düzenlemeleri belirlemektedir. Avrupa Birliği 2001 yılında kredi derecelendirme kuruluşlarını düzenlemek ve denetlemek amacıyla Avrupa Menkul Kıymet Piyasa Düzenleyicileri Komitesini (CESR) kurmuş ve bu konularda kanuni düzenlemeler yapmıştır. ABD ve uluslararası kurumlarca yapılan pek çok düzenleme olmasına rağmen kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyetleri ve verdikleri notlar göz önünde bulundurulduğunda kanuni sorumluluklarını yerine getirmedikleri ve bu kuruluşların faaliyetlerinin de etkin bir şekilde denetlenemediği görülmektedir (Günel, 2019, s.151).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yönelik söz konusu eleştiriler kredi notlarının borçlanma üzerindeki etkileri göz önüne alındığında büyük bir öneme sahiptir. Çünkü kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notu verirken olası hataları ve haksızlıkları söz konusu ülkenin borçlanma maliyetini önemli ölçüde arttırabilecek ve borç yapısında tahribata yol açabilecektir.

Türkiye açısından baktığımızda da yaşanan bazı skandallar mevcuttur. Buna göre; S&P 01.05.2012 tarihinde Türkiye'nin kredi notu görünümünü pozitiften durağana çekmiş ve bu değişiklikten ilgili kurum ve yetkili kişileri bilgilendirmemiştir. Ülkedeki var olan ekonomi bürokrasisi içerisinde yer alan kişiler de söz konusu bu rapordan kamuoyu ile birlikte haberdar olmuşlardır. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkez Bankası ve BDDK bürokratları rapordaki bilgilerde yanlışlık, eksiklik olduğu ve hiçbir veri talebinde bulunulmadığı hususunu dile getirmişlerdir. Buna karşılık S&P hatanın analistin yeni olmasından kaynaklandığını dile getirerek konuyu kapatmıştır (Kavak, 2019: 56).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının not kararı almadan önce bilgileri bazı piyasa aktörleri ile paylaştığı düşünülmekte ancak ispat edilememektedir. Bu düşünceleri dile getirenlerin en büyük dayanağı alınan kararlar öncesinde özellikle borsada hareketlilik yaşanmasıdır. Moody's 05.10.2010 tarihinde

Türkiye'nin Ba2 seviyesindeki kredi notu görünümünü durağandan pozitifte yükselttiğini açıklamıştır. Moody's'in bu açıklaması öncesinde İMKB' de yukarı yönlü hareketlerin olduğu dikkat çekmiştir (Akçayır, 2013, s. 88).

Fitch kredi derecelendirme kuruluşu 03.12.2009 tarihinde Türkiye'nin kredi notunu BB- seviyesinden BB+ seviyesine yükselterek iki kademe birden arttırmıştır. Ancak birkaç gün öncesinde bu not artışının olacağı basına sızdırılmıştır. Kararın ardından İMKB % 3,7 yükselmiştir. Uzmanlar notların yükseltileceğinin basına sızdırıldığı düşüncesine dayanak olarak, bir gün öncesinde İMKB'de Fitch'in not arttıracığı bilgisinin dolaşması ve yabancı yatırımcıların alım yapması olarak göstermişlerdir.

6. SONUÇ

Türkiye'ye yönelik kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar dönemsel olarak değerlendirilmiştir. 5 Nisan 1994 Kararlarının alınmasında, Moody's'in 03.01.1994 tarihinde 1994 krizinin baskısının da hissedilmeye başlamasıyla birlikte ülke kredi notunu Ba1'e düşürmesi etkili olmuştur. Moody's'in bu kararının ardından Türkiye yatırım yapılabilir seviyedeki ülke kredi notu kaybetmiştir. Sonrasında Türkiye'nin dış borç rasyolarında gözle görülür bir şekilde artma meydana gelmiştir.

Benzer bir durum Kasım 2000 ve Şubat 2001 Kriz döneminde de yaşanmış, Türkiye bu dönemde finansal açıdan darboğaza girmiş ve bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarının düşmesine neden olmuştur. Türkiye'de 2000 – 2001 Krizinden sonra uygulamaya konulan mali istikrar programları ve IMF ile yapılan faiz dışı fazla hedefi kamu mali dengeleri üzerinde etkili olmuş, 2007 tarihine kadar Türkiye'nin hem mali hem de iktisadi göstergelerinde olumlu etkiler yaratmıştır. Bahsi geçen dönemde kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye'ye yönelik not artırımına gitmiştir.

2008 Küresel Mali Krizi Türkiye'nin sebep olmadığı ama sonuçlarından etkilendiği bir süreç ortaya çıkarmıştır. 15 Temmuz Darbe girişimi sonrası Türkiye'nin mali ve iktisadi göstergeleri olumsuz yönde etkilenmiş ve bu süreçte kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye yönelik verdiği notlarda düşme gözlenmiş ve Türkiye'nin uluslararası piyasalarda daha yüksek maliyetle borç bulmasına neden olmuştur. Dolayısıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlarda tek başına iktisadi faktörler etkili olmamakta, bunun yanında mali göstergeler ve siyasi istikrar da etkili olmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik eleştirilerin başında tarafsız davranmadıkları, aldığı kararlarda objektif kriterlere uymadıkları, özellikle küresel boyuttaki mali ve iktisadi krizleri öngöremedikleri, not verdikleri şirketlere danışmanlık yaptığı gibi hususların altı çizilmektedir. Diğer taraftan verdiği kararlar sonrasında hiçbir hukuki sorumluluk taşımamaları ve cezai yaptırıma tabi olmamaları, bu kuruluşlarının güvenilirliğinin sorgulanmasına neden olmaktadır. Nitekim yukarıda çalışmada da belirtildiği üzere bazı ülkelere yönelik verdiği not düşürmeleri o ülkelerin uluslararası boyutta kredibilitelerini düşürmekte, borçlanma maliyetini arttırmaktadır.

Sonuç itibariyle, mevcut faaliyette bulunan kredi derecelendirme kuruluşları, ilk kuruldukları amaçları doğrultusunda faaliyette bulunmadıkları, verdiği notların kamuoyu tarafından yoğun bir şekilde tartışıldığı, ilgili ülkelere ve firmalara yönelik yanlış ve bazen tarafı verdiği kararlarla bu ülkelerin ve firmaların finansal yapıları ve borç bulma imkânlarını olumsuz yönde etkiledikleri görülmektedir. Bu durum ilgili ülkelere ve firmalara yatırım yapmak isteyen kişi ve kuruluşların yanlış karar almalarına neden olmaktadır. Buradan hareketle öncelikle bu kuruluşların daha objektif ve şeffaf bir yapıya bürünmesi gerekmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının denetlenebilir, hesap verilebilir bir yapıya kavuşturulması ve yaptırım mekanizmalarının işlerlik kazandırılması gerekmektedir. Aksi takdirde bu kuruluşlara olan güven azaldıkça ve verdikleri kararlar kamuoyunda sıkça eleştirildikçe, kredi derecelendirme kuruluşlarının kuruluş amaçlarının ortadan kalkmasına neden olacaktır.

KAYNAKÇA

Afonso, A. (2003). Understanding The Determinants Of Sovereign Debt Ratings: Evidence For The Two Leading Agencies. *Journal Economics and Finance* 27 (1), 56–74.

Akçayır, Ö. (2013). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta

Amadau, N.R.S. (2009). The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets (Working paper no. 09/129). Washington DC: IMF.

Barut, M.E. (2016). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal*

Kriz İlişkisi: Türkiye Örneği. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Harran Üniversitesi, Şanlıurfa

Bayar, Y. (2015). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Yunanistan Borç Krizi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi* 15, 41-58.

Berlekom J., Bojmar E., Linnard J. (2012), The Impact Of Credit Ratings On Firms' Capital Structure Decisions A Study On The European Market, Lund University, School of Economics and Management Department of Business Administration FEKH95 Degree project undergraduate level Spring term 2012, Erişim Adresi: <http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordOID=2837238&fileOID=2837244> / Erişim Tarihi: 05.06.2020.

Çakmakçı, E. (2017). *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Ekonomisine Etkisi.* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Çağ Üniversitesi, Mersin

Çalışkan, Ö.V. (2002). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*.

Demir, M. (2014). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Derecelendirme Süreçleri ve Türkiye.* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Adnan Menderes Üniversitesi, Aydın

Destraz, S. and Lahaye, R. (2012). Are Credit Ratings Trustworthy? Empirical Study On The Dependence Of Corporate Defaults To Market Risk Within Investment Grade&Speculative Grade Range. 1-44. Erişim Adresi: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2056849 / Erişim Tarihi 12.07.2020.

Eren, E. (2010). Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği *Journal of BRSA Banking & Financial Markets* 4(2), 111-144.

Erim, G. (2017). *3 Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşu ve Türkiye'nin Notu Hakkında Rapor.* Konya: Konya Ticaret Odası

Fitch, (2020), Ratings, Erişim Adresi: <https://www.fitchratings.com/> / Erişim Tarihi: 23.07.2020.

Girgin, G.E. (2018). *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Değerlendirmelerinde Kullandıkları Faktörlerin İncelenmesi: Türkiye Örneği.* (Yayımlanmamış Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi, İstanbul.

Günel, M. (2019). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü ve

Krizlerdeki Etkileri. *Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 9(1), 147-155.

Halıcı N.S. (2005). *Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Erciyes Üniversitesi, Kayseri

Hasbi Tütüncü, D. (2012). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Adnan Menderes Üniversitesi, Aydın

Hazine ve Maliye Bakanlığı (2020), *Kamu Finansmanı İstatistikleri*, Erişim Adresi: <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri> / Erişim Tarihi: 02.07.2020.

Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2004). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Erişim Adresi: <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-raporlari> / Erişim Tarihi: 10.07.2020.

Kab, H. (2015). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Verdiği Notların Türkiye'nin Makroekonomik Verileri ile Etkileşimi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Okan Üniversitesi, İstanbul

Kanlı, İ.B. Barlas, Y. (2011). *Eşiği Aşınca Kredi Notunun "Yatırım Yapılabilir" Seviyeye Yükselmesinin Etkileri Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Çalışma Tebliği*

Karagöl, E.T. Mihçioğur, E.İ. (2012). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar. Seta Rapor*.

Kavak, G. (2019). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Vermiş Olduğu Kredi Notlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Adnan Menderes Üniversitesi, Aydın

Kedikli, E. (2015). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomik Etkilerinin İncelenmesi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Avrasya Üniversitesi, Trabzon

Kerwer, D. (2001). *Standardising as Governance: The Case of Credit Rating Agencies*. Bonn.

Kronwald C. (2009), *Credit Rating And The Impact On Capital Structure*. Munich, GRIN Verlag, Erişim Adresi: <https://www.amazon.com/Credit-Rating-Impact-Capital-Structure-ebook/dp/B076Y53WT5> /Erişim Tarihi: 05.06.2020.

Moody's (2020), Ratings, Erişim Adresi: <https://www.moodys.com/> / Erişim Tarihi: 23.07.2020.

Ovalı, S. (2014). Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: AB ile Karşılaştırmalı Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*. 10(23), 53-80.

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 Economia*, 296, 1-37.

S&P, (2020), Ratings, Erişim Adresi: <https://www.spglobal.com/ratings/en/> / Erişim Tarihi: 23.07.2020.

Uzun, H. (2019). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Verdiği Notların Türkiye'nin Makroekonomik Verileri ile Etkileşimi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Karabük Üniversitesi, Karabük

White, L. J. (2010). Markets: The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-226.

Yardımcıoğlu, M. Bora, K. (2016). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri, İşleyişleri, Küresel Dünyadaki Rol ve İşlevleri. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* 3(1), 111-118.

Yenipazarlı, A. Bulut, E. Kavak, G. (2017). Seçilmiş Ülke ve Ülke Gruplarında Kredi Derecelerinin Yatırımlar Üzerindeki Etkisi. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*. 2(1), 80-104.