

**T.C.
NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI**

**KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA
ELEŞTİREL BAKIŞ: TÜRKİYE İLE YUNANİSTAN
KARŞILAŞTIRMASI (1994-2023)**

ONUR OLGUN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**DANIŞMAN:
PROF. DR. FATİH MEHMET ÖCAL**

KONYA - 2025



Bilimsel Etik

Öğrencinin	Adı Soyadı	Onur OLGUN
	Numarası	22810901915
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat / İktisat
	Programı	Tezli Yüksek Lisans
	Tezin Adı	Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Eleştirel Bakış: Türkiye ile Yunanistan Karşılaştırması (1994-2023)

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Onur OLGUN



Özet

Öğrencinin	Adı Soyadı	Onur OLGUN
	Numarası	22810901915
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat / İktisat
	Programı	Tezli Yüksek Lisans
	Tez Danışmanı	Prof. Dr. Fatih Mehmet ÖCAL
	Tezin Adı	Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Eleştirel Bakış: Türkiye ile Yunanistan Karşılaştırması (1994-2023)

Ekonomik serbestleşme adımları, sermaye piyasalarında işlem hacmi ve derinliğini arttırmakta, yatırımcı ile ihraççı aktörleri küresel ölçekte buluşturmaktadır. Bu süreç, taraflar arasında bilgi asimetrisi problemini beraberinde getirmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları ortaya çıkan bilgi eksikliğini gidermede kritik role sahiptir. Yatırımcılar ve ihraççıların temel beklentisi doğru, güncel, tarafsız ve şeffaf bilginin sunulmasıdır. Ancak yüksek kredi notuna sahip bazı ülkeler ve şirketlerin, kriz dönemlerinde problem yaşaması bu kuruluşların sorgulanmasına sebebiyet vermiştir.

2008 küresel krizi öncesinde Yunanistan, Moody's, S&P ve Fitch kuruluşlarından A seviyelerinde kredi notu alırken, Türkiye'nin kredi notu aynı dönemde yatırım yapılabilir seviyenin altında belirlenmiştir. Fakat krizin etkilerinin hissedilmeye başlaması ile birlikte Yunanistan borç krizine sürüklenerek yükümlülüklerini yerine getirmede zorluk yaşamıştır. Buna karşın Türkiye, aynı dönemde ekonomik dayanıklılığını koruyarak kredi notunu arttırmayı başarmıştır. Bu çelişkili tablo, kredi notlarında objektiflik ve adalet eleştirilerini beraberinde getirmiştir. Bu çalışmanın amacı, Türkiye ile Yunanistan'ın makroekonomik göstergeleri ile politik koşullarının karşılaştırılarak bahsedilen çelişkinin analiz edilmesidir.

Anahtar Kelimeler: Kredi Derecelendirme Kuruluşu, Kredi Notu, Türkiye, Yunanistan, Ekonomik Kriz



Abstract

Author's	Name and Surname	Onur OLGUN
	Student Number	22810901915
	Department	Economics
	Study Programme	Master's Degree (M.A.)
	Supervisor	Prof. Dr. Fatih Mehmet ÖCAL
	Title of the Thesis/Dissertation	A Critical Overview of Credit Rating Agencies: A Comparison of Türkiye and Greece (1994–2023)

Economic liberalisation steps increase the volume and depth of transactions in capital markets and bring investors and issuers together on a global scale. This process has brought along the problem of information asymmetry between the parties. Credit rating agencies have a critical role in eliminating the information asymmetry. The main expectation of investors and issuers is the provision of accurate, up-to-date, impartial and transparent information. However, the fact that some countries and companies with high credit ratings experience problems during crisis periods has led to the questioning of these organisations.

Before the 2008 global crisis, Greece received A credit ratings from Moody's, S&P and Fitch, while Türkiye's credit rating was below investment grade in the same period. However, as the effects of the crisis began to be felt, Greece was dragged into a debt crisis and had difficulty in fulfilling its obligations. On the other hand, Türkiye managed to increase its credit rating by maintaining its economic resilience in the same period. This contradictory picture has led to criticisms of objectivity and fairness in credit ratings. The aim of this study is to analyse this contradiction by comparing the macroeconomic indicators and political conditions of Türkiye and Greece.

Keywords: Credit Rating Agency, Credit Rating, Türkiye, Greece, Economic Crisis

İÇİNDEKİLER

Bilimsel Etik.....	i
Özet	ii
Abstract	iii
Kısaltmalar	vii
Tablo Listesi.....	viii
Şekil Listesi.....	ix
Grafik Listesi.....	x
Önsöz.....	xi
Giriş.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRMENİN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı	4
1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihsel Gelişim Süreci.....	7
1.3. Kredi Derecelendirme Çeşitleri.....	9
1.3.1. Vadesine Göre Kredi Derecelendirmesi	10
1.3.2. Paranın Cinsine Göre Kredi Derecelendirmesi	11
1.3.3. Not Verilen Kuruluş Açısından Kredi Derecelendirmesi.....	11
1.3.4. Not Veren Kuruluşa Göre Kredi Derecelendirmesi	12
1.4. Kredi Notunun Önemi.....	12
1.4.1. Kredi Notunun Ülkeler Açısından Önemi	14
1.4.2. Kredi Notunun Şirketler Açısından Önemi	17
1.4.3. Kredi Notunun Yatırımcı Açısından Önemi.....	19
1.4.4. Kredi Notunun Sermaye Piyasaları Açısından Önemi	20
1.5. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Eleştiriler	21
1.5.1. Oligopol Piyasa Eleştirileri.....	22
1.5.2. Öngörü Kabiliyetlerinin Yetersizliği ve Krizleri Derinleştirmeleri	24
1.5.3. Küresel Finans Sisteminin Kredi Notu Almaya Zorlaması.....	26
1.5.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ücret Politikası ve Etik Değer Sorunu.....	27
1.5.5. Metodoloji Belirsizliği.....	28

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE KREDİ NOTUNUN OLUŞTURULMASI

2.1. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	30
2.1.1. Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşu	30
2.1.1.1. Fitch Tarafından Verilen Uzun ve Kısa Vadeli Kredi Notları.....	31
2.1.1.2 Fitch'in Kredi Notlarında Görünüm ve İzleme Prosedürü	34
2.1.1.3. Fitch'in Kredi Notu Verme Süreci.....	35
2.1.1.4 Fitch'in Kredi Notu Kriterleri.....	39
2.1.2. Standard and Poor's Kredi Derecelendirme Kuruluşu	41
2.1.2.1. Standard and Poor's Tarafından Verilen Uzun ve Kısa Vadeli Kredi Notları	42
2.1.2.2. Standard and Poor's'un Kredi Notlarında Görünüm ve İzleme Prosedürü	45
2.1.2.3. Standard and Poor's'un Kredi Notu Verme Süreci	46
2.1.2.4. Standard and Poor's'un Kredi Notu Kriterleri.....	48
2.1.3. Moody's Kredi Derecelendirme Kuruluşu	50
2.1.3.1. Moody's Tarafından Verilen Uzun ve Kısa Vadeli Kredi Notları.....	51
2.1.3.2. Moody's'in Kredi Notlarında Görünüm ve İzleme Prosedürü	54
2.1.3.3. Moody's'in Kredi Notu Verme Süreci	55
2.1.3.4. Moody's'in Kredi Notu Kriterleri.....	56

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE İLE YUNANİSTAN'IN KREDİ NOTU KRİTERLERİNİN İNCELEMESİ VE KARŞILAŞTIRILMASI

3.1. Türkiye ile Yunanistan'ın Verilerinin İncelenmesi.....	64
3.1.1. Türkiye'nin Kredi Notları ve Not Kriterlerinin İncelenmesi	64
3.1.1.1. Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Kuruluşlarıyla İlişkisi.....	64
3.1.1.2. Türkiye'nin Yıllar İtibariyle Kredi Notları	66
3.1.1.3. Türkiye'nin Makroekonomik Verilerinin İncelenmesi.....	69
3.1.1.4. Türkiye'nin Politik Durumunun İncelenmesi	73
3.1.2. Yunanistan'ın Kredi Notu ve Not Kriterlerinin İncelenmesi	76

3.1.2.1. Yunanistan'ın Kredi Derecelendirme Kuruluşlarıyla İlişkisi	77
3.1.2.2. Yunanistan'ın Yıllar İtibariyle Kredi Notları	79
3.1.2.3. Yunanistan'ın Makroekonomik Verilerinin İncelenmesi	84
3.1.2.4. Yunanistan'ın Politik Durumunun İncelenmesi	88
3.2. Makroekonomik Veriler Işığında Karşılaştırma	92
3.3. Politik Durum Açısından Karşılaştırma	99
3.4. Kredi Notlarının Karşılaştırılması.....	102
3.5. Alternatif Yaklaşımlar ve Düzenlemeler	109
SONUÇ	113
KAYNAKÇA	117



Kısaltmalar

AB – Avrupa Birliği

ABD – Amerika Birleşik Devletleri

BDDK – Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

BIS – Uluslararası Ödemeler Bankası

CDS – Kredi Temerrüt Takası

ESMA – Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasa Otoritesi

GEGP – Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

GSYH – Gayri Safi Yurt içi Hasıla

IMF – Uluslararası Para Fonu

IOSCO – Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü

KBGSYH – Kişi Başı Gayri Safi Yurt içi Hasıla

MIP – Makroekonomik Dengesizlik Prosedürü

MİT – Milli İstihbarat Teşkilatı

NRSRO – Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Organizasyonu

OECD – Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü

PASOK – Panhelenik Sosyalist Hareket

SEC – ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu

SPK – Sermaye Piyasası Kurulu

TCMB – Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Tablo Listesi

Tablo 1.1. Ülke Kredi Notu ile İlgili İşletme Yönetici Görüşleri.....	16
Tablo 1.2. NRSRO Sistemine Dahil Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	23
Tablo 2.1. Fitch'in Uzun Vadeli Derecelendirmelerde Harf Notları ve Anlamları.....	32
Tablo 2.2. Fitch'in Derecelendirme Dağılımında Verdiği Notlar (%)	33
Tablo 2.3. Fitch'in Kısa Vadeli Derecelendirmelerde Harf Notları ve Anlamları.....	34
Tablo 2.4. Fitch'in Sektör ve Bölge Bazında Yaptığı Değerlendirmeler.....	36
Tablo 2.5. Ülke Derecelendirme Modelinde Kullanılan Veriler.....	40
Tablo 2.6. Ülke Derecelendirme Modelinde Eklenen Niteliksel Düzeltme.....	41
Tablo 2.7. S&P'nin Uzun Vadeli Derecelendirmelerde Harf Notları ve Anlamları...	43
Tablo 2.8. S&P'nin Kısa Vadeli Derecelendirmelerde Harf Notları ve Anlamları.....	44
Tablo 2.9. Moody's'in Uzun Vadeli Derecelendirmelerde Harf Notları ve Anlamları.....	52
Tablo 2.10. Moody's'in Kısa Vadeli Derecelendirmelerde Harf Notları ve Anlamları.....	53
Tablo 2.11. Moody's'in Uzun ve Kısa Vadeli Derecelendirme Ölçeklerindeki İlişki.....	53
Tablo 2.12. Moody's Ülke Kredi Notu Metodolojisi Çerçevesinin İçeriği.....	59
Tablo 3.1. SPK'nın Yetkilendirdiği Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	66
Tablo 3.2. Türkiye'nin Aldığı Kredi Notları (1992-2024).....	66
Tablo 3.3. Türkiye'nin Temel Makroekonomik Verileri.....	71
Tablo 3.4. ESMA'nın Yetkilendirdiği Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	79
Tablo 3.5. Yunanistan'ın Aldığı Kredi Notları (1990-2024).....	80
Tablo 3.6. Yunanistan'ın Temel Makroekonomik Verileri.....	85

Şekil Listesi

Şekil 2.1. S&P'nin Kredi Derecelendirme Süreci.....	47
Şekil 2.2. S&P'nin Ülke Kredi Derecelendirme Çerçevesi.....	49
Şekil 2.3. Moody's Ülke Kredi Notu Metodolojisi Çerçevesi.....	58



Grafik Listesi

Grafik 3.1. Türkiye ve Yunanistan’ın Enflasyon Oranları.....	94
Grafik 3.2. Türkiye ve Yunanistan’ın Kamu Borç Stoku / GSYH Oranları.....	95
Grafik 3.3. Türkiye ve Yunanistan’ın Cari Denge / GSYH Oranları.....	96
Grafik 3.4. Türkiye ve Yunanistan’ın GSYH Büyüme Oranları.....	97
Grafik 3.5. Türkiye ve Yunanistan’ın Kişi Başı GSYH.....	98
Grafik 3.6. Türkiye ve Yunanistan’ın Moody’s Şirketinden Aldıkları Kredi Notlar.....	103
Grafik 3.7. Türkiye ve Yunanistan’ın S&P Şirketinden Aldıkları Kredi Notları.....	104
Grafik 3.8. Türkiye ve Yunanistan’ın Fitch Şirketinden Aldıkları Kredi Notları.....	106

Önsöz

Yüksek lisans öğrenimim sürecinde yardıma ihtiyaç duyduğum her an ulaşabildiğim, elinden gelen tüm katkıyı sunan danışman Hocam Prof. Dr. Fatih Mehmet ÖCAL'a teşekkür ve saygılarımı sunarım.

Yoğun iş temposunun üzerine bir de tez çalışmaları eklenince yetirince vakit ayıramadığım kızım Duru Nil ve eşim Gamze'ye bir an bile desteklerini esirgemedikleri için sonsuz teşekkür ederim.

Duru Nil'e...

Giriş

Dünyada atılan serbestleşme adımları finansal piyasaların önündeki engelleri büyük oranda ortadan kaldırdı. Bu serbestleşme durumu finansal piyasalarda işlem hacmi ve hızını arttırmaktadır. Yatırım, üretim veya tüketim gerçekleştirecek birey, şirket veya ülkeler fon talep eden olarak finansal piyasada yer alırken; elinde bulunan sermayesini korumak veya üzerinden kazanç elde etmek isteyen yatırımcılar fon arz eden tarafta bulunmaktadır. İki tarafın karşılaştığı finansal piyasalarda, taraflar birbiri hakkında eksik bilgiye sahiptir. Bu durum belirsizlikleri beraberinde getirmektedir. Fon talep edenin kendisini izah etmesi, fon arz eden açısından ise alacağın tahsilindeki risk durumunun belirlenmesi ekonomi biliminde yeni bir alan ortaya çıkarmıştır.

Finansal piyasalarda ortaya çıkan ve bilgi asimetrisi adı verilen bu eksik bilgi durumunu günümüz dünyasında kredi derecelendirme kuruluşları önemli oranda gidermektedir. Gelecekte gerçekleşecek durumlar “şu an” belirsizdir. Yatırımcı, bir finansal enstrümana yatırım yapma niyetinde olduğunda, kendisinden binlerce kilometre uzaktaki bir şirket hakkında yeterince bilgi sahibi olmasını beklemek çok gerçekçi bir yaklaşım değildir. Şirket hakkında bilgisi olsa bile şirketin rakipleri ile arasındaki durum, sektör analizleri, bulunduğu ülkenin kurumsal yapısı, karmaşık yasal prosedürler ve bürokratik oluşum gibi birçok faktörü aynı anda bilmesi gerekmektedir. Tüm bu bilgileri edinebilmesi hem maddi hem de zamansal kayıp doğuracağından, kredi derecelendirme kuruluşlarının raporlarını kullanma yoluna gitmektedir. Bu durum ise finansal piyasalarda kredi derecelendirme kuruluşlarının daha fazla alan kazanması ile neticelenmiştir (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 8).

Kredi derecelendirme kuruluşları; şirkete, varlığa veya bir ülkeye kredi notu vermektedir. Ükelere verdikleri kredi notlarında, alanında uzman personel ekonomik ve politik faktörleri belirli bir metodolojiyle analiz etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarına göre değişen süreçler ile gerçekleşen analiz sonucunda, ilgili ülkenin kredi notu meydana gelmektedir. Kredi notları herkesin anlayabileceği basitlikte, bazı harfler ile ifade edilen sembolik bir seriden oluşmaktadır.

Yüksek kredi notu düşük riske, düşük kredi notu yüksek riske karşılık gelmektedir. Yatırımcı nezdinde risk, faizin belirleyicisidir. Bu açıdan ülkeler için borçlanma maliyetlerini doğrudan etkileme potansiyeli ortaya çıkmaktadır. Yüksek kredi notuna sahip bir ülke, düşük kredi notuna sahip bir ülkeye göre sermaye piyasasında daha fazla fona erişebilecek, bu da borçlanmanın faiz oranı ve vadesini belirleyecek yani maliyetini ortaya koyacaktır. Düşük borçlanma maliyeti ve bol sermayeye ulaşmak, gerçekleştirilmek istenen yatırımları hayata geçirmeye, ülkenin kalkınmasına ve refah seviyesinin artmasına katkı sunacağı için önemlidir.

Günümüz finansal dünyasında, henüz yerlerine koyabilecek başka bir sistem bulunmadığı düşünüldüğünde kredi derecelendirme kuruluşları vazgeçilmez görünmektedir. Bu kuruluşların verdikleri kredi notları ise yatırımcılar için alacakları riski belirleme, ülkeler için de borçlanma maliyetlerini etkilemesi konunun önemini açığa çıkarmaktadır.

Asya, Latin Amerika ve 2008 küresel krizi gibi dünyada yaşanan ekonomik krizler öncesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımcıları zamanında uyaramadığı, hak etmediği halde yüksek kredi notu verdiği bazı ülkelerin kriz döneminde borçlarını ödemekte zorlandığı ortaya çıkması üzerine eleştiriler ve alternatif sistem arayışları yoğunlaştı. Birde borçlanma maliyetlerini etkileme güçleri nedeniyle hak ettiği halde kredi notu yükseltilmeyen ülkelerin varlığı 2008 küresel kriz döneminde belirginleşti. Kriz öncesi yüksek kredi notuna sahip Yunanistan, kriz sırasında borçlarını ödeme konusunda büyük problemler yaşadı. Türkiye ise kriz öncesi yatırım yapılabilir seviyeye bile ulaşmayan kredi notuna sahipti fakat kriz döneminde borcunu ödemek konusunda bir problem yaşamadığı gibi kredi notunu arttıran dünyadaki 14 ülkeden birisi oldu (Akçayır, 2013: 45).

Bu açıklama ile çalışmanın amacı ortaya çıkmaktadır. Türkiye'nin kredi notları hak ettiği halde yükseltilmediği varsayımı, Yunanistan ile karşılaştırılarak varsayımın haklılık paylarının ortaya konulması gayretine girilecektir. Çalışmanın bir diğer amacı ise günümüz finans sisteminde önemli yer tutan kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye haksızlık yaptığı kanaati bulunsa da dünya rekabet ortamında tutunabilmek

için yapılması gerekenler belirlenmeye çalışılacak, konunun önemine binaen sürekli gündemde tutulması gerekliliğine katkıda bulunulacaktır.

Çalışmanın ilk bölümünde kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihi, derecelendirme çeşitleri, kredi notunun önemi ve eleştirilerin üzerinde durulmaktadır.

İkinci bölümde, dünyadaki kredi derecelendirme sektörünün %90'ından fazlasını elinde bulunduran Moody's, Standard and Poor's (S&P) ve Fitch'in (Bayar, 2015: 44) ülkeler için kredi notu verme süreçleri ve kriterleri incelenmektedir. Her ne kadar dünya finansal sistemi içerisinde yüzün üzerinde kredi derecelendirme kuruluşu bulunsa da sektörden aldıkları pay dikkate alınarak üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun araştırmaya dahil edilmesi çalışmamızın sınırlarındandır.

Son bölümde ise Türkiye ile Yunanistan'ın kredi derecelendirme kuruluşlarıyla ilişkileri, geçmiş kredi notları ve bahsedilen kuruluşların kredi notu kriterleri göz önünde bulundurularak nicel bakımdan makroekonomik verileri, nitel bakımdan da politik durumları ele alınmaktadır. Kullanılacak veriler “yazılı kaynaktan veri elde etme” yöntemi dahilinde; S&P, Moody's ve Fitch'in yayınladığı raporlar, Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund - IMF), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü (The Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD) ve Dünya Bankası'nın nicel verileri ile konu hakkında yayınlanmış kaynaklardan temin edilmiştir. Verilerin analizi ise 1994 - 2023 dönemini kapsamakta olup özellikle eleştirilerin odağında olan 2008 krizi öncesi ve sonrası dönem temel alınmaktadır. Ardından yine aynı bölümde karma yöntem deseni kullanılarak politik veriler dışlanmadan, Türkiye'ye kredi notları verilirken haksızlık yapıp yapılmadığı tartışılmaktadır. Nihayetinde, özellikle 2008 Küresel Krizi ardından getirilen alternatif yaklaşımlar üzerinde durularak çalışma sonuçlandırılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRMENİN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

Kredi notlarında kullanılan semboller borçlanma aracı ihraç eden tarafların kolay anlaşılmasını ve kategorize edilmesini sağlamaktadır. Bu sayede piyasada objektiflik ve standardizasyon oluşmaktadır. Kolay bilgiye ulaşım borç verme isteği içerisindeki yatırımcıları arttırmakta, borç alan taraf için ise borç alabilecekleri kanalların çeşitlendirilmesini sağlamaktadır (Yürür, 2020: 9).

Finansal piyasaların serbestleşmesi ile örneğin Japonya'daki bir yatırımcının bile Türkiye'de bir firmanın hisse senedine yatırım yapmasının yolu açıldı. Bu noktada yatırımcının, yatırım yaptığı firmayı tanıması, borçlanma aracı ihraç eden firmanın ise kendisini tanıtmaması gerekliliği ortaya çıktı. Burada kredi derecelendirme kuruluşlarının fonksiyonu anlam bulmaktadır. Fakat son krizlerde, kriz ortaya çıkmadan bilgi paylaşımı yapamayan kuruluşlar bu ana fonksiyonunu yerine getiremedi, bu durum varlık sebeplerinin sorgulanmasına neden oldu. Üstüne bir de kriz ortaya çıktıktan sonra hızlı not düşürmesi krizi derinleştirmiş, bu da kuruluşlar hakkında bazı düzenlemelerin yapılmasını konuşulur hale getirdi (Toraman ve Yürük, 2014: 128).

1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı

Sermaye hareketlerinin sınırları aştığı günümüzde yatırımcılar sahip oldukları sermayeleri ile getiri elde etmek amacı içerisindedir. Diğer taraftan ise gerek yatırım yapmak gerek finansal işlemleri gerçekleştirmek gibi gayelerde bulunan piyasa oyuncuları ise borca ihtiyaç duymaktadır. Fakat bu denklemde, yatırımcılar açısından borçlunun yükümlülüğünü tam ve zamanında yerine getirip getiremeyeceği büyük bir belirsizlik yaratmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları yükümlülük altına giren tarafı inceleyip, yatırımcılara kolay anlaşılır şekilde bilgi aktararak bu belirsizliği ortadan kaldırmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları, ihraç edilen borçlanma aracına yatırımcının yatırım yapması durumunda, uluslararası sermaye piyasası ölçütlerinde katlanacağı riski belirlemektedir. Yükümlülük altına giren ile yatırımcının arasındaki bilgi

asimetrisini ortadan kaldırmaktadır (Yardımcıoğlu ve Bora, 2013: 112). Kredi derecelendirme kavramını Moody's yükümlülüğün zamanında karşılanamaması durumunda ortaya çıkabilecek finansal zararın öngörülmesi şeklinde tanımlamış iken Standard and Poor's ise yatırımcının şeffaf şekilde borçluyu değerlendirebilmesi için borçlunun kredi değerinin görüşü olarak ifade etmiştir. Üçüncü kuruluş Fitch ise borçlunun yükümlülükleri karşısındaki durumunu ortaya koyan bağımsız bir görüş şeklinde tanımlamıştır (Yürür, 2020: 4).

Bir şeyin konumunu ya da durumunu anlayabilmek için karşılaştırmaya ihtiyaç duyulur. Derecelendirme faaliyeti de esasen bir kıyaslama ya da karşılaştırma faaliyetidir. Gerek ülkelerin gerek şirketlerin birbirleriyle veya belli bir standart ölçüye göre kıyaslanması aslında derecelendirme faaliyetidir. Buradan yola çıkılarak, kredi derecelendirme bazı ölçütleri temel alarak şirket veya ülkeleri kıyas etmek, kategorilere ayırmak, durumlarını ortaya koymaktır (Ulusoy ve Yılmaz, 2017: 63).

Derecelendirme faaliyetleri görüş niteliğindedir. Finansal enstrüman ihraççısının kredibilitesini ölçüp yatırımcıya notlar aracılığı ile verdiği bir görüştür (Küçükçolak, 2020: 13). Bu görüşün kredibilitesini, geleceğe yönelik bilgilerin doğruluğu belirlemektedir. Yatırımcıların, yatırım yapacakları ülke veya şirket hakkında bilgilerinin çok kısıtlı olması, bilgiye ulaşmanın ise hem zahmeti hem de maliyeti kredi derecelendirme kuruluşlarına yönlendirmektedir. Ayrıca yasal düzenlemede kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyede not alma şartı bulunan fonlar mecburen kredi notlarına ihtiyaç duymaktadır. Bazı büyük krizlerde verdikleri notlar ile uyumlu olmayacak şekilde şirket veya ülkeler problem yaşamış olsa da anlatılan sebeplerle kredi derecelendirme kuruluşlarına muhtaç bırakılmaktadır. Bu durumlar kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomik veya siyasi bir silah şeklinde kullanılmasını da sağlamaktadır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 14).

Gelişen sermaye piyasalarına bağlı olarak kredi derecelendirme kuruluşlarına talep de git gide artmıştır. Ülkeler ile şirketleri tahvil ihraçları ve yapılandırılmış finansman yükümlülükleri derecelendirilmektedir.

Şirketlerin kredi pozisyonu değerlendirilirken aşağıdaki başlıklarda incelemeler yapılmaktadır.

İş Risk Analiz

- Ülke riski
- Endüstri riski
- Şirkete Özgü Riskler

Finansal Risk Analizi

- Bilanço analizi
- Karlılık analiz
- Nakit yaratma analizi
- Likidite analizi

Bunun yanında bankalar ve sigorta şirketleri için faaliyetlerinin devamı için yeterli miktarda marj oluşturma yeteneklerine ve bozulmalar yaşanması durumunda öz sermayelerinin yeterliliğine bakılmaktadır. Ülkelerin derecelendirilmesinde ise derecelendirme kuruluşları farklı kriterler ile sonuca varmaktadır. Moody's, ekonomik dayanıklılık ve finansal sağlamlığı ölçtükten sonra iki kriteri birleştirerek notu belirlemektedir. S&P, derecelendirmesine mali ve parasal verilerin yanında politik, ekonomik ve dış finansmanı da içerisine alan bir süreç işletmektedir. İncelediğimiz son derecelendirme kuruluşu Fitch ise, makroekonomik veriler, yapısal kırılganlıklar, kamu maliyesi, dış yükümlülükleri, uluslararası ticaret dengesi, dış finansman durumu kriterlerinden faydalanmaktadır (Bayar, 2015: 45-47).

Kredi derecelendirme kuruluşları kar amacı ile hareket eden özel bilgi şirketleridir. Borçlu ve yatırımcının karar verme süreçlerinde etkin olup yarı düzenleyici işlevi ile sermaye piyasalarında rol oynamaktadırlar. Aldıkları kararlar borçlu ve yatırımcı dışında politikacıları, finansal kurumları, düzenleyici kurumları da etkilemektedir. Ölçümlerinde nicel verilerin yanında İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden (AB) ayrılma süreci olan Brexit gibi nitel verileri de kullanmaktadır (Cawley, 2023: 520).

Kredi derecelendirme süreci, finansman arayışında olan şirket veya ülkenin kredi derecelendirme kuruluşuna bu yönde talebini bildirmesi ile başlamaktadır. Derecelendirme kuruluşu talep hakkında ilk değerlendirmesini yapıp iki taraf arasında

anlaşmaya varılıp varılmayacağına karar verilmektedir. Verilen kararın olumlu olması durumunda derecelendirme süreci başlamakta ve derecelendirme kuruluşu analiz yapacak ekibini kurmaktadır. Analiz ekibi ilk önce açık kaynaklarda bulabileceği veriler ile ön değerlendirmesini gerçekleştirir. Bu aşamadan sonra ise analiz ekibi ile talepte bulunan arasında toplantı düzenlenmektedir. Açık kaynaklardan bulunan verilerin yanında farklı finansal ve mali raporlar talepte bulunandan istenilir. Tüm veriler incelendikten sonra analist derecelendirme yapacak komiteye raporunu sunmaktadır. Komite, sunulan raporu sektör, ülke, bölge durumlarını göz önünde bulundurarak görüşünü oluşturur. Ardından kredi derecelendirme notunu komite üyelerinin oyları sunarak notu belirler. Ortaya çıkan sonuç ücretsiz yayınlanır. Raporun yayınlamasından sonra anlaşma gereği derecelendirme kuruluşu ilgili şirket veya ülkeyi incelemeye devam etmektedir. İzleme sürecinde olumlu ya da olumsuz gelişme yaşanması durumunda not değişimi ön görülürse süreç yeni baştan başlamaktadır (Demir, 2020: 8).

1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihsel Gelişim Süreci

ABD'de 1837-1841 yılları arasında büyük çöküşün yaşanması ile taahhütlerini yerine getiremeyen firmalar yatırımcılarına büyük kayıplar yaşatmıştır. Kayıp yaşayan yatırımcılardan birisi olan Lewis Tappan yaklaşık 180 kişiden oluşan bir ağ kurmuş ve firmalar hakkında bilgi toplayarak derecelendirme yapmıştır. Bu olay ve ardından Lewis TAPPAN'ın kurduğu ekip ile bilgi toplayıp tasnif etmesi derecelendirme faaliyetinin başlangıcı sayılmaktadır (Toraman ve Yürük, 2014: 129).

Lewis Tappan, yaptığı incelemelere başka yatırımcılar da ilgi gösterince yeni bir faaliyet alanı olarak 1841 yılında bu alandaki ilk şirketini "Mercantile Agency" adıyla kurmuştur. Daha sonra şirketi Robert Dun'a devretmiştir. Robert Dun ise "R.G. Dun and Company" ismine çevirdiği şirket ABD genelinde faaliyet gösterecek şekilde geliştirmiştir. 1849 yılında John Bradstreet isimli avukat, firmaları derecelendirerek kitapçık şeklinde yayımlamıştır. Kurmuş olduğu "Bradstreet Company" isimli şirket 1933 yılında "R.G. Dun and Company" şirketi ile birleşmiş ve "Dun and Bradstreet" ismini almıştır. 1966 yılına gelindiğinde ise John Moody'in 1909 yılında kurduğu

şirketi de bünyelerine katarak "Moody's Investors Service" ismiyle derecelendirme faaliyetlerine devam etmiştir (Yürür, 2020: 10).

1800'lü yılların ikinci yarısında demiryolu yatırımları cazip hale gelmiştir. Bu durumun yatırımcılar açısından önemi ise demiryolu yatırımı yapacak şirketlere kredi vermek konusunda şirket seçimi olmuştur. Kredi verilecek şirketlerin seçiminde Henry Varnum Poor'un yayımladığı "ABD Demiryollarının ve Kanallarının Tarihi" kitabında demiryolu yatırımı yapan şirketlerin mali durumları hakkında geniş bilgiler vermiştir. 1941 yılına gelindiğinde "Standard İstatistik Bürosu" sahibi Luther Lee Blake ile şirketlerini birleştirmiş ve "Standard and Poor's" isimli şirket faaliyetlerine devam etmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarından dünyada ağırlığı olan 3 şirketten birisi de Fitch Publishing Company'dir. John Knowles Fitch tarafından 1913 yılında New York borsasındaki şirketlerin mali durumlarının değerlendirilmesi amacıyla kurulmuştur (Yürür, 2020: 11).

1970 yılından sonra kredi derecelendirme kuruluşlarının sayısı artış göstermiştir. Günümüzde faaliyet alanları gerek ulusal gerek bölgesel gerekse uluslararası olmak üzere 150'den fazladır. Ayrıca artış sadece kredi derecelendirme kuruluşlarının sayısında yaşanmamış, 1970 yılında uluslararası boyutta derecelendirilen şirket tahvil sayısı 1000 dolaylarındayken, 2006 yılına gelindiğinde 6000'e ulaşmıştır. Dünyada bu kuruluşların sayıları sürekli olarak artsa da ağırlık 3 kredi derecelendirme kuruluşundadır. Bunlardan S&P kuruluşunun piyasadan aldığı pay %40, Moody's'in payı %39 ve son olarak Fitch'in payı ise %15'i olmak üzere toplamda %94 gibi neredeyse piyasayı tamamen kontrol edebilecek rakamlara ulaşmaktadır. Bu durum kredi derecelendirme piyasasında oligopol bir yapının vücut bulması ile sonuçlanmıştır (Bayar, 2015: 44)

1990'lı yıllar sermaye piyasası açısından ülkelerin sınırlarındaki korumaları azalttığı hatta tamamen kaldırdığı yıllar olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler dolaşıma giren fonlardan faydalanmak istemesine karşın yatırımcının gelişmekte olan ülkeler hakkında bilgisinin kısıtlı olması sermaye akışını yavaşlatan bir etkendi. Sermayenin kendisine yön aradığı bu dönemde, gideceği ülke hakkında bilgi ihtiyacının artması derecelendirme kuruluşuna talebi arttırmıştır. Bu konuda yapılan araştırmalar, 1990'lı

yıllar ve sonrasında derecelendirme kuruluşlarının ülke derecelendirme sayısının arttığını tespit etmiştir. S&P'nin derecelendirdiği ülke sayısı; 1970'li yıllarda 11 iken 1989 yılında 25, 1999 yılına gelindiğinde ise 80'e çıkması bu konuda verilebilecek bir örnektir (Suadiye, 2006: 5).

Türkiye'de de benzer bir süreç işlemiştir. 1989 yılında yaşanan serbestleşme adımları ile Türkiye'nin derecelendirilmesi ihtiyacını gündeme getirmiştir. İlk kez 1989 yılında kredi derecelendirme notu verilmiş ise de 1992 yılında açıklanmıştır. 1992 ve 1993 yılında yatırım yapılabilir seviyede bulunan notu 1994 yılında S&P ve Moody's yatırım yapılabilir seviyenin altına düşürülmüş, Fitch ise başlangıçta yatırım yapılabilir seviyede not belirlememiştir. Özellikle S&P ve Moody's'in art arda not düşürmeleri 1994 krizinin sebepleri arasında sayılmıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 18).

1.3. Kredi Derecelendirme Çeşitleri

Kredi derecelendirme kuruluşları ülke ve şirketlerin borçlarını gelecekte tam ve zamanında ödeyebilme kapasitesini ölçme amacındadır. Dünyada toplam tahvil ihraçlarının yaklaşık %40'ını devlet tahvilleri oluşturmaktadır. Yatırımcıların bu tahvillere yatırım yapma kararlarında kredi notları hem ihraç eden hem de yatırım yapan açısından önemlidir. Devlet tahvillerini ilk kez Moody's 1918 yılında 10 ülkeyi derecelendirmiştir. Ardından 1922 yılında Poor's ile Standard Statistics ve 1924 yılında Fitch devlet tahvillerini derecelendirmeye başladı. Sayılan 4 kuruluşun derecelendirdikleri devlet tahvilleri 1929 yılına kadar artarak devam edip ve 120 ülkenin derecelendirmesine kadar ulaştı. Fakat bu tarihten sonra yaşanan krizler ve savaşlar ile ülkelerin borçlarını geri ödemede yaşadıkları zorluklar, yatırımcıların borç verme istekliliğini düşürdü. Bu durum kredi derecelendirmesine olan talebi negatif yönde etkiledi. 2. Dünya Savaşı sonrası küresel ekonomide bazı ülkelerin borçlarını ödemeye başlaması, IMF ile Dünya Bankası gibi kuruluşların etkileri ve ABD'nin bazı ülkelere yardımları ile borç ödemede düzelme yolunda adımlar atıldı. 1970'li yılların ortalarından ve özellikle 1980'li yıllardan sonra tekrar devletler tahvil ihraç etme ve yatırımcılar borç verme konusunda istekli olmaya başlamışlardır. Bu oluşan istek durumu kredi derecelendirme kuruluşlarına ihtiyacı arttırdı (Bayar, 2015: 45).

Kredi derecelendirme notlarını vadelerine göre, paranın cinsine göre, not verilen kuruluşa göre ve son olarak not veren kuruluşa göre çeşitlendirmek mümkündür (Demir, 2020: 9).

1.3.1. Vadesine Göre Kredi Derecelendirmesi

Vadesine göre kredi derecelendirme uzun ve kısa olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Kısa vadeli derecelendirme ile on üç aydan az bir süre kast edilirken, uzun vadeli derecelendirme de ise on üç aydan fazla süre kast edilmektedir (Bugur, 2022: 6-7).

a) Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme

Borcun vadesine kadar bütün yükümlülüklerini yerine getirebilmesi açısından gerekli finansman kaynaklarına erişebilme ve likidite durumu incelenmektedir (Barut, 2016: 10).

b) Uzun Vadeli Kredi Derecelendirme

Konjonktürel değişimlere hassasiyet, rekabet düzeyi, hukuksal veya yönetsel durum, teknolojik değişimler ve kurumsallık gibi uzun vadede borcun geri ödenmesinde etkisi görülebilecek hususlar irdelenmektedir (Demir, 2020: 9)

Vadelerinde göre derecelendirmenin ayrıştırılması, yatırımcıların risklerini minimize etme çabasıyla kaynaklanmaktadır. İleriye dönük yatırımlarında daha sağlam adımlar atmak ve daha az sürpriz ile karşılamak böyle bir ayrımı gerekli kılmaktadır. Kısa vadeli analizler aynı zamanda uzun vade için de ışık tutmaktadır. Kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede sorun yaşaması öngörülen bir borçlunun, uzun vade yükümlülüklerini yerine getirmede daha büyük sorunlar yaşayabileceğine işaret eder (Barut, 2016: 10). Bu yüzden hem firmalar hem de devletler daha az maliyetli ve çok fazla finansmana erişebilmek için vadelerine göre çıkabilecek sorunları giderme yönünde adımlar atmaktadırlar.

1.3.2. Paranın Cinsine Göre Kredi Derecelendirmesi

Paranın cinsine göre derecelendirme; uluslararası döviz cinsinden derecelendirme, uluslararası yerel para cinsinden derecelendirme ve ulusal yerel para cinsinden derecelendirme olmak üzere 3 gruba ayrılmaktadır.

a) Uluslararası Döviz Cinsinden Derecelendirme

Borçlunun döviz yükümlülüklerini karşılayabilme gücünün ölçüldüğü bu derecelendirme türünde ülkenin veya şirketin döviz cinsinden riskleri göz önünde bulundurulmaktadır (Uzun, 2019:25).

b) Uluslararası Yerel Para Cinsinden Derecelendirme

Yerel para cinsinden borçlanmalarda uluslararası değerlemelere bakılıp yerel para yaratılarak ödeyebilme gücünün derecelendirilmesi; uluslararası yerel para cinsinden derecelendirmedir. Döviz yaratabilme riskinin dışında genel riskler incelemeye tabi tutulmaktadır (Uzun, 2019: 25)

c) Ulusal Yerel Para Cinsinden Derecelendirme

Ülkenin ulusal risklerine bakılarak yine yerel para yaratarak borcunu karşılayabilme derecelendirmesi, ulusal yerel para cinsinden derecelendirme olarak adlandırılmaktadır (Yürür, 2020:6).

1.3.3. Not Verilen Kuruluş Açısından Kredi Derecelendirmesi

Ülke derecelendirmesi, kurumsal derecelendirme, tahvil ihracı derecelendirmesi ve proje bazlı derecelendirme olmak üzere dört gruba ayrılmaktadır. Ülkelerin finansal piyasalardan fon çekebilmesi için yapılan derecelendirmelerdir. İlgili ülkenin gireceği borcun anapara ve faiz ödemelerini tam ve zamanında yapıp yapamayacağının riski ölçülmektedir. Kurumsal derecelendirme ise belediye, banka ve sigorta şirketleri gibi finansal kurumaların yine yapacakları borçlanmada yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirip getiremeyeceği değerlendirilmektedir. Bu yöntemde kurumların faaliyetleri, finansal yapısı, pazarı,

yönetimi gibi hususlar incelenmektedir (Yürür, 2020: 7). Şirketlerin ihraç ettikleri tahvil ve yapılandırılmış menkul kıymetlerinin derecelendirilmesi ise ihraç derecelendirmesi şeklinde adlandırılmaktadır. Son olarak proje derecelendirmesinde ise yapılacak projenin finansmanı için derecelendirme yapılır. Projenin başarısı, getirisi, riskleri gibi etkenler incelenir ve uluslararası piyasadan uygun fon temini sağlanır (Demir, 2020: 10).

1.3.4. Not Veren Kuruluşa Göre Kredi Derecelendirmesi

Not veren derecelendirme kuruluşuna göre kredi derecelendirmesi dışsal ve içsel derecelendirme olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Piyasada bilinen manasıyla derecelendirme dışsal derecelendirmedir. Şirket veya ülkelerin finansal piyasadan rahat ve ucuz maliyetli borçlanabilmek için yapılan kredi derecelendirmesidir.

İçsel derecelendirme ise bankaların, borçlanma isteği içerisindeki müşterileri için yaptıkları ve sonucunda kredi notu verdikleri derecelendirmedir. Talepte bulunan isteklinin finansal tabloları, resmi evraklarını, referans kaynaklarını incelenmektedir. Her bankanın kendi bünyesinde oluşturduğu kriterler bulunabilmektedir. Bu sayede finansal başarısızlığın önüne geçilmesi amaçlanmaktadır (Akçayır, 2013: 13-14).

1.4. Kredi Notunun Önemi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notların bir bağlayıcılığı bulunmasa ve hatta görüş mahiyetinde olduğu raporlarında belirtilse de ülkeler ve şirketler üzerinde finansman sağlama açısından büyük etkilere sahiptir. Piyasada borç almak ve borç vermek isteyen taraflar buluştuklarında birbirleri hakkında yeterli bilgiye sahip olmama gibi bir sorun baş göstermektedir. Asimetrik bilgi probleminin ortaya çıktığı bu gibi durumlarda kredi derecelendirme kuruluşlarının görüşleri taraflara yol gösterici olabilmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları özellikle 1970'li yıllardan sonra hem borçlanma hem de yatırım kararlarında etkili olmuştur. Analizlerini yaptıkları ülke ve şirketlerin borçlanma araçlarının kredibilitesini ortaya koymaktadır. Çeşitli semboller kullanarak verdikleri notlar yatırımcılara yol gösterici niteliktedir. Sahip olunan kredi

notu ilgili ülke veya şirketler için risk seviyesini göstermektedir. Risk seviyesi ise borçlanacak için faiz oranının, dolayısıyla borçlanma maliyetinin belirlenmesine katkıda bulunur (Bayar, 2015: 42).

Dünya sermaye piyasalarında sınırların kalkması ile borç verenin de borç alanın da bilgiye ihtiyacı vardır. Bu bilgiyi hızlı, kolay, anlaşılır ve en az maliyetle öğrenmenin yolu kredi derecelendirme kuruluşlarından geçmektedir. Bu noktada kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri bilgilerin doğruluğunun önemi ortaya çıkmaktadır. Analistler tarafından matematiksel metotlar ile ortaya konan kredi notları, daha önce de ifade edildiği gibi, görüş niteliğinde olsa da uluslararası piyasalarda kredi teminlerinde, proje kaynakları oluşturmada ve büyük finansman transferlerinde alınacak kararlarda kayda değer etki yaratmaktadır (Bilgili, 2022: 8).

İnsanlar ellerindeki sermayelerinden kazanç sağlamak için önceleri bulundukları ülkelerde yatırım yapmakta idi. Sermaye piyasalarında yaşanan serbestleşme ve gelişme ile birlikte kazançlarını maksimize etmek için dünya üzerinde herhangi bir ülkenin herhangi bir şirketinin borçlanma aracına yatırım yapmak istemektedir. Fakat burada risk unsuru ön plana çıkmaktadır. Yapılan yatırımın anapara ve faizini sorunsuz ve tam bir şekilde geri alabilme belirsizliği riskin temelini oluşturmaktadır. Ülkeler birbirinden farklı piyasa yapısına ve yasal düzenlemelere sahiptir. Her yatırımcının bütün bu bilgilere sahip olması mümkün değildir. O yüzden tüm bu bilgileri toplayıp, profesyonelce değerlendirecek kuruluşlara ihtiyaç duyulmuştur. Bu kuruluşlar, standartlaştırdıkları notlar ile yatırımcının risk konusunda ihtiyaç duyduğu bilgiyi kategorize etmektedir. Bu sayede yatırımcı kolay ve ucuz yoldan sahip olduğu bilgi ile karını maksimize ederken riskini de minimize edebilmektedir (Çakmakçı, 2017: 7).

Bazı yasal düzenlemeler, yatırım yapılabilen borçlanma aracına dair kredi notunun yatırım yapılabilir seviyede olmasını şart koşturmaktadır. Eğer ülkenin kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin altındaysa, düşük maliyetli büyük bir para kaynağından mahrum kalmaktadır. O yüzden kredi notunun yatırım yapılabilir seviyede olması, ihtiyaç duyulan paranın düşük maliyetle elde edilmesi açısından önemlidir (Toraman ve Yürük, 2014: 130).

Kredi notlarında kullanılan semboller borçlanma ihraç eden tarafların kolay anlaşılmasını ve kategorize edilmesini sağlamaktadır. Bu sayede piyasada objektiflik ve standardizasyon oluşmaktadır. Kolay bilgiye ulaşım borç verme isteği içerisindeki yatırımcıları arttırmakta, borç alan taraf için ise borç alabilecekleri kanalların çeşitlendirilmesini sağlamaktadır (Yürür, 2020:9).

1.4.1. Kredi Notunun Ülkeler Açısından Önemi

Kredi derecelendirme kuruluşları, yaptıkları analizler ve verdikleri notlar ile ülkelere girecek sermayeyi hem miktar hem de maliyet açısından etkileyen önemli kuruluşlardır. Sermaye sahipleri yatırım yapacakları veya borç verecekleri ülkelerin kredibilitesini sürekli takip etmekte ve kararlarında göz önünde bulundurmaktadır.

Borç talep eden ülkeler, yurt içi ve yurt dışı piyasalara tahvil ihraç etmektedir. İhraç edilen tahvile yatırım yapma isteklisinin, ilgili ülkenin tüm bilgilerine erişmesi hem zaman kaybına hem de yüksek maliyete katlanmasına neden olmaktadır. Zaman kaybı ve yüksek maliyete katlanmayı göze alsa bile doğru bilgiye ulaşması her zaman mümkün olmamaktadır. Bu durum yatırımcının gereksiz risk alması ile sonuçlanmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları yatırımcının alacağı riski belli kriterler ile ölçerek kolay anlaşılır şekilde sunmaktadır (Bugur, 2022: 8-9).

Hakim kredi derecelendirme kuruluşlarından alınan notlar ülkenin ekonomik geleceğini belirlemektedir. Yatırım yapılabilir seviyede alınacak bir not sayesinde büyük sermaye akışları gerçekleşebilecektir. Gelen sermaye hem kamu hem de özel sektör yatırımlarının finansmanını sağlayacaktır. Bunun yanında faiz oranları da doğal olarak düşeceği için yatırımların önündeki büyük bir engel de kalkacaktır (Akçayır, 2013: 15).

Dünyadaki bazı büyük fonların iç tüzükleri bir ülkeye yatırım yapılacağında ilgili ülkenin kredi notunun en az yatırım yapılabilir seviyede olması kuralını getirmiştir. Bireysel emeklilik gibi devasa boyutlara ulaşmış fonların ülkede yatırım yapması için o ülkenin kredinin notunun yatırım yapılabilir seviyede olması gerekir. Yatırım yapılır seviyeye erişince bu fonların önündeki engel kalkmış olacak, ülkeye düşük maliyetli büyük boyutta fon girişi yapılacaktır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 4).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notları yatırımcılar, finansman ihtiyacı duyanlar ve hükümetler gibi piyasa oyuncuları çeşitli amaçlarla kullanmaktadır. Yatırımcı ile borçlu arasındaki bilgi asimetrisi minimize edilmektedir. Bu sayede daha şeffaflaşan piyasada yatırımcı alacağı riskin farkında olarak işlemlerini gerçekleştirir. Gri alanların ortadan kalkması ile güvenilir ve daha istikrarlı mali piyasalar meydana gelirken dış piyasalar bütünleşir. Bunun yanında kredi notları Basel II kriterleri gibi çeşitli düzenlemelerin risk kriterlerinin belirlenmesinde de kullanılmaktadır (Yazıcı, 2009: 4).

İri (2018) ülkelerin kredi notunun, şirketlerin ihracat performansına etkisini incelediği çalışmasında, şirket yöneticilerine anket yöntemi ile ülke kredi notlarının şirketleri üzerindeki etkilerine dair bazı sorular yöneltmiştir. Sorulara verilen notların ortalamaları Tablo 1.1.'de gösterilmiştir (İri, 2018: 111).

- 0 – 1,49 arası “kesinlikle katılmıyorum”.
- 1,50 – 2,49 arası “katılmıyorum”.
- 2,50 – 3,49 arası “ne katılıyorum ne katılmıyorum”.
- 3,50 – 4,49 arası “katılıyorum”.
- 4,50 – 5 arası “kesinlikle katılıyorum”.

Tablo 1.1.: Ülke Kredi Notu ile İlgili İşletme Yönetici Görüşleri

Yönetici Görüşü	Ortalamalar
Derecelendirme kuruluşlarının ülkelere verdikleri kredi notlarının, işletmelerin ihracatını etkilediğini düşünüyorum.	3,31
Derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye verdikleri kredi notlarının, işletme ihracatımızı etkilediğini düşünüyorum.	3,26
İşletmelerin ihracat performansındaki artışta ülke kredi notunun artmasının etkili olduğunu düşünüyorum.	3,40
Derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme kriterlerinin işletmemizin ihracat performansını etkilediğini düşünüyorum.	3,27
Türkiye'ye kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notunun siyasi olduğunu düşünüyorum.	3,59
Derecelendirme kuruluşlarının verdikleri kredi notlarında Türkiye'ye haksızlık yapıldığını düşünüyorum.	3,67
Derecelendirme kuruluşlarının verdikleri kredi notlarında diğer ülkelere de haksızlık yapıldığını düşünüyorum.	3,23
Derecelendirme kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notlarının güvenilir olduğunu düşünmüyorum.	3,30
Türkiye'ye verilen kredi notlarının rasyonel (gerçekçi) olduğunu düşünüyorum.	2,90
Ülke kredi notlarının yerel para birimi (döviz kurlarını) seviyesini/değerini etkilediğini düşünüyorum.	3,82
Ülkedeki döviz fiyatlarının artmasının işletme ihracatını arttırdığını düşünüyorum.	3,36
Ülke kredi notlarının, yerel para birimi düzeyini etkilemesi sonucu işletme ihracatımızın değiştiğini düşünüyorum.	3,43
Derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notlarının Türkiye'nin ticari anlamda gelişmesini engellemek-kısıtlamak için verildiğini düşünüyorum.	3,42
Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notların doğrudan yabancı yatırımlarını etkilediğini düşünüyorum.	3,88

Kaynak: İri, R. (2018). “İşletmelerin İhracat Performansına Ülke Kredi Notunun Etkisi: Ampirik Bir Araştırma.” s.111

Tablo1.1. incelendiğinde, şirket yöneticilerinin döviz kurları ve doğrudan yabancı yatırım üzerinde kredi notunun etkili olduğunu düşündükleri görülmektedir. Bu iki kıstasın ülke ekonomisi açısından önemi göz önüne alındığında kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların taşıdığı rol ortaya çıkmaktadır. Tablo 1.1.'de bir diğer kayda değer değerlendirme ise derecelendirme notlarında Türkiye'ye haksızlık yapıldığı ve siyasi görüşler doğrultusunda notlar verildiğinin düşünülmesidir.

Teknolojik gelişmeler ile bilgiye ulaşma kolaylaşmış, kaynak çeşitliliği bir hayli artmıştır. Fakat bilgi kaynağının artması ile doğru bilgi kadar yanlış bilgi de üretilmiştir. Piyasada dolaşan doğru bilgilerin, yanlıştan arındırılıp derlenmesinde kredi derecelendirme kuruluşları kritik öneme sahiptir.

Küreselleşme ile finansal piyasalar önündeki engeller kalkmış, büyük boyuttaki fonlar kendisine yön arayışına girmiştir. İstikrarlı ve güven veren ekonomiler sermayenin çekim merkezini oluşturmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkeler ile aralarında olan gelişmişlik farkını kapatmak adına bu fonlara ihtiyaç duymaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının notları, fonların yönünün belirlenmesinde oldukça önemli bir konuma gelmiştir (Suadiye, 2006: 2). Bu yüzden ülkeler kendisine yön arayan sermayeyi kapma yarışına girmiştir. Ülke açısından yüksek kredi notu alınması düşük risk anlamına gelmektedir. Riski düşen ülke ise fazladan sermaye çekmenin yanında gelen sermayenin maliyetini de düşürecek ve rekabet ettiği ülkelere karşı avantaj sağlamaktadır. Bunun yanında sermaye çeşitlendirmesi ile kırılganlığı azaltmakta ve finans piyasasına derinlik kazandırmaktadır. Kırılganlığın azaldığı, maliyetlerin düştüğü, derinliğin kazanıldığı piyasa daha yüksek nota erişmekte, riski daha da düşürmekte ve daha az maliyetle borçlanabilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların bu noktada doğru ve tarafsızlığı ülkelerin gelişmesi, vatandaşlarının refah seviyesi üzerine etki etmektedir. (Uzun, 2019: 23-24). Süregiden bu durum iyi yönetildiği sürece süreklilik arz eden avantajlar sağlanır. Aksi hali ise birbiri arkasına eklemlenmiş olumsuzluklar silsilesine dönüşeceği için kredi notu yüksek rakibi ile rekabet şansı azaltmakta, ekonomik büyüme sekteye uğramakta ve dolayısıyla vatandaşlarının refah seviyesi rakibine göre düşük kalmaktadır.

1.4.2. Kredi Notunun Şirketler Açısından Önemi

Birikmiş sermayesini değerlendirme gayesindeki yatırımcı, özellikle başka ülkelere veya o ülkenin şirketlerine yatırım yapmak istemesi durumunda önüne çıkabilecek en önemli husus bilgi asimetrisidir. Yatırımcının yatırım yapmak istediği şirket ve ülke hakkında bütün bilgilere erişmesi, erişse bile değerlendirmesi hem güç hem de maliyetlidir. Tüm bunları sağlasa dahi söz konusu işlemler sürekli takip gerektirir. Bundan dolayı kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri, yatırımcının karşılaşılabileceği riskleri kolay anlaşılır, doğru, güvenilir şekilde ortaya koyması bilginin elde edilmesindeki maliyet ve zaman kaybının önüne geçmektedir.

Uluslararası piyasalardan borçlanmak isteyen bir şirketin, günümüz dünyasında, kredi derecelendirme kuruluşlarından not almadan varlık gösterebilmesi oldukça zordur. Not almak ise tek başına yeterli olmayıp, notun da yatırım yapılabilir seviyede belirlenmesi gerekmektedir. Şirketin alacağı not borçlanma maliyetini doğrudan etkiler. Yüksek kredi notuna sahip şirket daha düşük maliyetlerle borçlanabilecektir. Buradaki maliyet avantajı rakipleri ile rekabette avantaj sağlar. Kredi notu yüksek olup borçlanma maliyetini düşürmüş şirket, kredi notunu yüksek tutmak için çaba göstermelidir. Borç vadesi içerisinde gerçekleşecek not değişiklikleri maliyetlerin değişmesine neden olur. Ayrıca yeni borçlanmaların maliyeti, yeni notlara göre şekillenecektir (Suadiye, 2006: 7). Kapitalist “bisiklete binmiş bir kişinin sürekli pedal çevirmesi gerekir, aksi halde düşer” gerçeğinden yola çıkarak, şirketin devamlılığını sağlamak için sürekli fona ihtiyaç duyar. Fonun sürekliliği ve maliyeti ise yaşadığımız ekonomik düzende kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlardan geçmektedir. Ekonomi dünyasının oyuncularının geneli, kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarına göre karar aldığı sürece, borçlanma gayesindeki şirketler düzene ayak uydurma zorunda kalmaktadır.

Şirketlerin kredi notu almaları, borçlanma piyasasında tanınmalarını sağlamaktadır. Tanınmışlığı bulunduğu ülke ile sınırlı olan şirket, kredi derecelendirme kuruluşlarının yayımladıkları raporlar ile şirketinin bilgilerini sınırlar aşan şekilde anlatma fırsatı elde etmektedir. Şirketin tüm bilgileri artık değerlendirmeye tabi tutulacağından şirket yönetiminde keyfiliğin önüne geçilmiş olur. Yüksek kredi notunun getireceği fon çeşitliliği ve maliyet avantajından dolayı şirket, elde ettiği notu hem koruma hem de yükseltmek için yönetimine ve verimliliğine önem vermek zorunda kalması uzun vadede önemli katkı sunacaktır. Raporlarda belirtilen zayıf yönlerin giderilmesi ise şirketin yönetim kalitesini artırır (Bugur, 2022: 14-15). Özellikle Türkiye gibi aile işletmelerinin çok olduğu, yönetimde geleneksel yöntemlerin kullanıldığı ülkelerde, kredi derecelendirme kuruluşlarının incelemeleri profesyonel yönetime geçişi teşvik eder. Bu durum kurulan aile şirketlerinin 1-2 nesil değil de daha uzun süre ayakta kalmasına katkı sunacaktır.

Yatırımcının, yatırım yapma aşamasında bilgi asimetrisinin yüksekliği, yatırımcının yatırım yapmayı düşündüğü firma üzerindeki gözetim maliyetini yükseltecektir. Yine bilgi asimetrisinin yüksekliği yatırımcı üzerinde baskı yaratacak, yatırım yapma iştahını azaltarak düşük yatırım yapması ile sonuçlanacaktır. Yatırımcının yatırım yapmaktan imtina ettiği her bir birikimi, firmaların mahrum kalacağı finansman olacaktır. Bundan ötürü yatırımcılar gözünde bilgi asimetrisinin giderilmesi firmaların finansmana erişimi kolaylaştırıcaktır. Diğer bir deyişle, firmanın mahrum kalacağı finansmanı azaltacaktır. Firmaların, ihtiyaç duyduğu sermaye akışı yeterli düzeyde gerçekleşirse, finansal sıkıntıya girmesi önemli düzeyde azalacaktır. Kredi derecelendirme kuruluşları bilgi asimetrisini azaltarak firmaların finansmana erişimini arttırmaktadır (Yan vd., 2023: 3809).

1.4.3. Kredi Notunun Yatırımcı Açısından Önemi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları incelemeler sonucunda verdikleri derecelendirme notları, yatırımcıların yapacakları yatırımlarında alacakları riski ortaya koymaktadır. Yatırımcının piyasa bilgisi üst düzey olsa dahi sektör çeşidi, farklı ülkeler, farklı türde yatırım araçları düşünüldüğünde, tamamını kapsayıcı bilgi setini toparlanması kredi derecelendirme şirketlerinin yatırımcı açısından en büyük avantajlarından (Bugur, 2022: 12). Kredi derecelendirme kuruluşları, birçok ülkede birçok yatırım aracını değerlendirmektedir. Yatırımcı, risk iştahı ve eğilimleri doğrultusunda, çok çeşitli yerde bulunan, çok çeşitli yatırım aracı arasından istediği seçme olanağına kavuşmaktadır (Suadiye, 2006: 7-8).

Kredi derecelendirme kuruluşları, yatırımcıların yatırım kararı alma sürecinde ihtiyaç duydukları bilgileri kolay, anlaşılır, objektif ve daha az maliyetle sunmaktadır. Özellikle bulunduğu ülke dışına yatırım yapmayı düşünen bir yatırımcı, yatırım yapacağı ülkenin mevzuatına hakkında tam bilgiye sahip olmayacaktır. Birçok farklı ülke mevzuatı hakkında bilgi sahibi olmak istense bile bu durum hem maliyetli hem de zordur. Kredi derecelendirme kuruluşları ise derecelendirme yaptıkları ülkeler için çalıştırdıkları uzmanlar aracılığı ile bu bilgilere sahiptir. Sahip oldukları bilgiler ile yaptıkları derecelendirme faaliyetleri, yatırımcının bilgiye erişmesinde büyük kolaylık sağlamaktadır (Uzun, 2019: 20). Aşırı bilginin dolaştığı piyasada, derecelendirme

faaliyetleri yatırımcılara yerinde bir çözüm sunmaktadır. Finansal piyasanın olağanüstü karmaşıklığı ve belirsizliği içerisinde yatırımcıların yollarını bulmalarını sağlamaktadır. Piyasa katılımcıları büyük hacimli bilgileri, sembollerden oluşan kodlara güvenerek büyük bilgi maliyetinden kurtulmaktadırlar. Derecelendirme, ayıkladığı bilgileri kolay sindirilebilir bir format ile sunmak olarak görülebilir (Mennillo, 2022: 14).

Kredi derecelendirme kuruluşları aracılığı ile dünyanın bir yerindeki bir firmanın bilgisine çok kısa sürede ulaşılabilmesi kredi derecelendirme faaliyetine dair beklentileri de arttırmıştır. Kimi yatırımcı, salt verilen notlar ve raporlar doğrultusundan yatırımlarını gerçekleştirmektedir. Bu açıdan kredi derecelendirme kuruluşlarının sundukları raporların gerçeği yansıtması, bilgi kirliliği yaratmaması yatırımcı kadar derecelendirdikleri ülke, firma vb. piyasa aktörleri açısından da önemlidir (Akçayır, 2013: 9). Verilen notlar sayesinde yatırımcının risk alma eğilimi doğrultusundan çeşitli enstrümanlar arasından kendisine en uygununu seçmesine katkıda bulunurlar. Yatırımcı birçok enstrüman arasından kendisine en uygun olanını kıyaslama yaparak bulabilecektir.

1.4.4. Kredi Notunun Sermaye Piyasaları Açısından Önemi

Günümüze ekonomi dünyasında krizler sıklaşan aralıklarla kendisini göstermektedir. Piyasaların istikrarlı ilerleyişini sürdürebilmesi için ekonomi aktörlerinin yaptıkları işlemlerde bilinçli hareket etmesi gerekmektedir (Çakmakçı, 2017: 8-9). Her işlem yapan aktörün yeterli bilgiye haiz olması düşünülemeyeceği için hatalı işlemler hem yatırımcının zarara uğramasına hem de sermaye piyasasında düzensizliklere neden olmaktadır.

Sermaye piyasalarının gelişmesi için güven ortamının sağlanması gerekir. Sürekli zarar eden yatırımcı zamanla risk iştahını kaybedecektir. Bu noktada kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi ortaya çıkmaktadır. Karmaşık finansal bilgileri basit notlar ile yatırımcıya aktaran derecelendirme faaliyeti, yatırımcının alacağı riski ortaya koyacağından güven ortamının sağlanmasında yardımcı dokunacaktır. Bu durum

da sermaye piyasasına güveni tesis edeceğinden sermaye piyasasının gelişimine katkıda bulunacaktır.

Çin Ulusal Kalkınma ve Reform Komisyonu, 2003 yılında, tahvil ihraç etmek isteyen şirketlere kredi derecelendirmeyi zorunlu hale getirmiştir. İhraç edilecek tahvillerin derecelendirme raporları zorunlu olarak piyasaya sunulmuştur. Atılan bu adımlar ise Çin'in tahvil piyasası üzerinde olumlu etki göstererek büyümesini sağlamıştır (Yan vd., 2023: 3799).

Kredi derecelendirme kuruluşları kamuyu aydınlatma fonksiyonu ile yatırımcıları korurken sermaye piyasalarının da istikrarlı, güvenilir ve etkin olmasını katkıda bulunur. Bu açıdan sermaye piyasalarının yardımcı kuruluşu gibi fonksiyon göstermektedir (Yardımcıoğlu ve Bora; 2013: 116). Objektif ve kolay ulaşılabilir bilgi kaynağı olmasıyla standardizasyon sağlayarak yabancı yatırımcılarında yatırım yapmasını kolaylaştırır. Bu açıdan uluslararası sermaye piyasalarının entegrasyonunu sağlama yönünde ortam hazırlamaktadır (Yürür, 2020: 9).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının gerek ülke açısından gerek şirketler açısından gerek de yatırımcıların açısından önemi yukarıdaki bölümlerde ayrıntıyla açıklanmıştır. Öneme binaen, borç verenler ile alanlar derecelendirme sayesinde daha rahat işlem yapabilmektedir. Bu da sermaye piyasalarının büyümesi, derinlik kazanması, çeşitlenmesi gibi gelişimleri sağlamaktadır. Geleceğin belirsizliğinde rahat karar alamayan yatırımcı, yatırımlarını gerçekleştirirken çekingen olacaktır. Fakat birçok bilginin rahat anlaşılabilir şekilde önüne gelmesi durumunda geleceğin üzerindeki siyah örtü kalkacaktır. Sermaye piyasalarının karmaşık yapısı içerisinde kaybolan yatırımcı, gelecekte alacağı riskin belli olması ile yatırım yapma iştahı artacaktır. Bu durumlar, bir bütün halinde sermaye piyasalarının gelişimi açısından pozitif etki gösterecektir.

1.5. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Eleştiriler

Yatımcının kredi derecelendirme kuruluşlarından temel beklentisi, yatırım yapmayı düşündüğü borçlanma aracı hakkında doğru, güvenilir, objektif bilgileri basit şekilde öğrenmektir. Bu sayede yatırımcı, yatırım yaptığı finansal enstrümanın

gelecekte nasıl performans göstereceğini bugünden ön görülebilir hale getirmektedir. Gelecekte göstereceği risklerin boyutuna göre fiyatlama yapabilme, belirsizlikleri minimum seviyeye getirerek yatırım yapıp yapmama kararını verme içgüdüğü ile bu kuruluşların raporlarına başvurmaktadır.

Önceki bölümlerde de kredi derecelendirme kuruluşlarının çıkış noktasına, finansal piyasaların duyduğu ihtiyaca ve bu kuruluşların önemine ayrıntılı değinildi. Mükemmel işleyen bir sistemde kredi derecelendirme kuruluşlarına duyulan ihtiyaç ve sağladığı faydanın büyüklüğü tartışılmazdır. Özellikle yatırımların artık uluslararası boyutta yapıldığı da düşünüldüğünde ortaya çıkacak bilgi eksikliğini bir mekanizmanın gidermesi gerekmektedir. Aksi halde yatırımcı gözden kaçırdığı veya yanlış edindiği bir bilgi nedeniyle geri dönülemez zararlara uğrayabilecektir. Belirtildiği gibi derecelendirme raporlarının mükemmel ve tartışmasız olduğu durumda her yatırımcının bilinçli adım atmasının sağlanacağı düşünülebilir. Fakat gerçekte durum tam da bu mükemmellikte değildir. Özellikle 2008 küresel finansal kriz sonrasında büyük sorgulamalar ve eleştiriler yönlendirildi.

Küreselleşen dünya ile birlikte sermaye de sınır tanımaz biçimde hareket etmeye başladı. Sermaye hareketlerindeki serbestleşme kredi derecelendirme kuruluşlarının etkinliğini ve derecelendirme faaliyetlerindeki hacmi arttırdı. Son 20 – 30 yıldan önceki dönemlerde yaşanan ekonomik krizlerde bu kuruluşlar çok fazla eleştirilmezken, kullanımının arttığı son 20 – 30 yılda ortaya çıkan krizlerde eleştiriler arttığı gibi krizin sebebi veya krizin derinleşmesinin nedeni olduğu değerlendirmeleri yapıldı (Kab, 2015: 40).

1.5.1. Oligopol Piyasa Eleştirileri

Dünyada çok sayıda kredi derecelendirme kuruluşu bulunsa da piyasada hakimiyet sağlamış üç şirket vardır. Çalışmamızda da verilerinden faydalandığımız S&P, Fitch ve Moody's şirketlerinin, dünyada yapılan kredi derecelendirmelerinden aldıkları %90'ın üzerindeki pay ile hakim rol üstlenmektedirler (Bayar, 2015: 44).

Amerika Birleşik Devletleri Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC), 1975 yılında Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Organizasyon

(NRSRO) sistemini geliştirmiştir. Organizasyonun kurulduğunda sistemde S&P, Moody's ve Fitch şirketleri bulurken bazı iyi not verilmiş şirketlerin batışı ile gelen eleştirilerin önüne gecebilmek için 2007 ile 2008 yıllarında 6 kredi derecelendirme kuruluşuna daha lisans vermiştir (Bilgili, 2022: 22). SEC'in sisteme almasındaki katılık, sistemdekilere sunduğu ayrıcalıklar, borçlanma piyasalarında zorunlu hale getirmesi gibi faktörler bağımlılığı arttırmıştır. Lisans verilen firmaların azlığı, sunulan ayrıcalıklar gibi etmenler oligopol bir piyasa yapısının oluşması ile sonuçlanmıştır. 2024 yılı itibariyle NRSRO sisteminde 10 derecelendirme şirketi bulunmaktadır (SEC, 2024: 4).

Tablo 1.2.: NRSRO Sistemine Dahil Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Kuruluş Adı	Ülkesi
A.M. Best Rating Services	Amerika
DBRS	Amerika
Demotech	Amerika
Egan – Jones Rating Company	Amerika
Fitch Ratings	Amerika
HR Ratings de Mexico	Meksika
Japan Credit Rating Agency	Japonya
Kroll Bond Rating Agency	Amerika
Moody's Investors Service	Amerika
S&P Global Rating	Amerika

Kaynak: SEC, (2024). “*Staff Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*”, s.4

Tablo 1.2.'de görüldüğü gibi NRSRO lisansına sahip 10 derecelendirme kuruluşunun 8'i Amerika, 1'i Meksika ve 1'i de Japonya menşelidir. Birçok derecelendirme kuruluşundan sadece 10'u bu lisansa sahip ve bunlarında çoğunun Amerika menşeli olması kurulan piyasanın rekabetten uzak kalmasına neden olmaktadır.

Kredi derecelendirme faaliyeti profesyonellik isteyen bir iştir ve derecelendirme yapan şirketin itibarının yüksek olması gerekir. Bu durum ise uzun zaman ve uğraş istemektedir. Bunun yanında piyasaya giriş yüksek maliyet barındırmaktadır. Tarihleri 100 yıl öncesine dayanan Fitch, S&P ve Moody's ismindeki “üç büyükler” piyasa hakimiyetini ellerine almışlardır. Bunların yanına yeni firmaların eklenmesinin önündeki engeller piyasanın oligopol hale gelmesinde önemli etkindir.

Oligopol piyasada, etkin firmaların pazar payları yüksektir. Her firma, diğerinin politikasını izlemektedir. Şirketler birbirlerine bağımlıdır (İyiboşkur, 1999: 105). Şirketler içsel gelişme ya da rakiplerini yutarak büyümektedirler. Firma büyüdükçe piyasa politikası üretme gücü artacaktır (Parasız, 2010: 181). Kredi derecelendirme piyasasında da “üç büyükler” istedikleri gibi politika belirledikleri için rekabet ortamı oluşmamaktadır. Borç ihraç eden de yatırımcı da bu şirketler mecbur kalmaktadırlar.

1.5.2. Öngörü Kabiliyetlerinin Yetersizliği ve Krizleri Derinleştirmeleri

Ekonomi biliminin literatüründe kriz olgusu; buhran, durgunluk, çöküntü veya bunalım gibi tanımlara karşılık kullanılmaktadır. Ekonomik kriz; reel sektör krizleri ile finansal krizler olarak ikiye ayrılabilir. Reel sektör krizleri mal ve hizmet piyasaları ile iş gücü piyasalarından gerek enflasyon gerek durgunluk gerekse de işsizlik gibi yollarla kendini gösterirken, finansal krizler ise para piyasasında yaşanan sorunlar ile vücut bulmaktadır. Dünya tarihinde etkileri farklı olacak şekilde birçok kriz yaşanmıştır. 19. yüzyılda yaşanan krizler; savaş, kıtlık ve mali spekülasyon gibi sebeplere dayanırken, 20 ve 21. yüzyılda yaşanan krizler daha çok kapitalist ülkelere özgü nitelikler taşımaktadır. 1990’lı yıllardan sonra ise küreselleşmenin hız kazanmasıyla sıklaşan aralıklarla gerek küresel gerek bölgesel birçok kriz dönemi yaşandı (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 54).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yaşanan krizlerde önceden bilgi verme konusunda başarısızlıkları, yöntemlerini sorgulatır hale getirdi. Her ne kadar metodolojilerini kamuoyu ile paylaşmış olsalar da ikna edici olmadı. Not verme süreci, not kriterlerinin ağırlıkları, niteliksel faktörlerin ne derece etkili olduğu gibi faktörler sorgulanır hale geldi (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 9).

1997–1998 Aysa krizi sırasında kredi notlarındaki değişimler sermaye hareketlerini arttırıcı etki gösterdi. Kredi notları, yatırımcıların geleceğe dönük işlemlerinde öncü rol oynaması gerekirken, gelen krizi zamanında ön göremediklerinden dolayı uyarı fonksiyonunu yerine getirdi. Kriz patlak verdiğinde kredi notlarında düşüşe gitmeleri ise krizin derinleşmesine, daha ağır sonuçlarının

ortaya çıkmasına neden oldu (Elkhoury, 2008: 9). Yüksek kredi notu bulunan bazı büyük şirketlerin batması skandal olarak nitelendirildi. ABD’de faaliyet gösteren; Enron 2001 yılında, Worldcom 2002 yılında, İtalya’da faaliyet gösteren Parmalat ise 2003 yılında batmalarından çok kısa süre önce yüksek kredi notuna sahip olmaları, yatırımcılarına büyük kayıplar yaşattı. Bu kayıplar kredi derecelendirme kuruluşlarının sorgulanmalarına neden oldu (Toraman ve Yürük, 2014: 128-129).

Bu çalışmada da vurgulandığı gibi, kredi derecelendirme kuruluşlarının varlığının temeli; asimetrik bilgi problemini çözmek, doğru, güvenilir bilgiyi zamanında ortaya koymaktır. Yatırımcının ağır kayıpları özellikle kriz zamanında ortaya çıkmaktadır. Piyasalarda her şey yolundayken verilen bilginin kıymeti, piyasalar bozulurken verilen bilgiye göre düşüktür. Asıl beklenen ise derecelendirme yapılan şirket, ülke, finansal kuruluş vb. hakkında, temerrüde düşme riskini zamanında açıklamasıdır.

Yunanistan'ın Euro kullanıma girdiği dönemde ekonomik göstergelerinde kötüye gidiş yaşanmasına rağmen üç derecelendirme kuruluşu art arda not artırımına gittiler. Not artışı sayesinde riski düşük görünen Yunanistan, borçlanma maliyetlerini düşürme avantajına sahip oldu. Fakat sonrasında küresel krizin patlak vermesiyle, her ne kadar kredi notu iyi olsa da makroekonomik durumu kötü olduğundan, borçlarını geri ödeyebilmesi konusunda şüpheler varlık gösterdi. Şüphelerin baş göstermesi ile gecikmeli not düşürmesine giden kredi derecelendirme kuruluşları, Yunanistan'da finansal krizi derinleştirdi. Not düşüşleri faizleri arttırarak borçlanma maliyetini yukarı çekti ve bu durum ülke adına risk beklentilerini arttırdığı için tekrar not düşüşü gerçekleşti, durum kısır bir döngü halini aldı. Yani kredi derecelendirme kuruluşları, vaktinde doğru analizler ile doğru notları vermeyip, her şey ortaya çıktığında ise adeta geçmiş hata telafisi yapar gibi sert not düşüşleri yapması Yunanistan krizini derinleştirdi (Bayar, 2015: 51-52).

Ekonomik krizler, bilhassa 2008 küresel kriz, kredi derecelendirme kuruluşları açısından büyük bir sınav oldu. Fakat krizini öngörememeleri, batma aşamasındaki şirketlere yatırım yapılabilir seviyede not vermeleri hem politika yapıcıları hem de yatırımcıları yanılsa sevk etti. Zamanında öngörememeleri varlıklarının

sorgulanmalarına neden olurken bir de bunun üzerine kriz ortaya çıktıktan sonra yaptıkları not düşüşleri işleri içinden çıkılmaz bir hale sokmuş, krizin derinleşmesi ile sonuçlandı. Küresel kriz öncesinde, Amerika'daki riski yüksek mortgage kredilerine dayanan ikincil piyasa ürünlerine yüksek not vermeleri bilinen bir gerçektir (Günel, 2019: 153).

2004 ve 2007 yılları arasında, getirisinin yüksekliği nedeniyle bazı yatırım bankaları, içerisinde yüksek risk barındıran konut kredilerinin de bulunduğu teminatlı borç senetlerini ihraç etmek istediler. Bu senetleri kredi derecelendirme kuruluşlarına onaylatarak, yüksek kredi notları almışlardı. Bunun sonucunda emeklilik fonları gibi büyük fonları çekmeyi başardılar. Bu riski yüksek senetlerden dolayı “üç büyükler” yoğun eleştirilere maruz kalmışlar ve 2008 yılında ani not düşüşlerine gitmişlerdir. Bu süreçte, Moody's'in AAA not verdiği ABN Amro tarafından ihraç edilen tahviller için “bilgisayar sistemine virüs girdi, aslında notu düşüktü” açıklaması süreç açısından kayda değerdir (Yazıcı, 2009: 8). Kredi balonunun büyümesine, krizin derinleşmesine sundukları katkı azımsanmayacak boyuttadır.

1.5.3. Küresel Finans Sisteminin Kredi Notu Almaya Zorlaması

Ulusal ve uluslararası yasal düzenlemeler, büyük fonlar, genel yatırımcı eğilimi, borçlanma aracı ihraç edeni kredi notu almaya mecbur bırakmaktadır. Derecelendirme piyasasının da oligopol bir yapıda olduğu düşünüldüğünde belli bazı şirketlere bağımlılık sorununu ortaya çıkarmaktadır. Özellikle “üç büyükler” olarak isimlendirilen Fitch, Moody's ve S&P derecelendirme kuruluşları, yatırımcıları yönlendirmede etkin rol oynadıklarından, tahvil ihraç eden, finansmana erişebilmek için bu kuruluşlardan kredi notu almaya mecbur kalmaktadır.

Küreselleşmenin finans ayağına, finansal akışlar yoluyla oluşturulan küresel bağlantılar denebilir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler finansal küreselleşme ile ortaya çıkan sermaye akımlarına bağımlılıkları, uygulayacakları politikalarda göz önünde bulundurmalarını zorunlu hale getirmiştir. Küresel finans, ellerinde bulundukları büyük sermaye ve sermayenin akış yönü ile devletleri bağımsızlığını kısıtlamaktadırlar

(Machado ve Paula, 2023: 855). Kredi notlarına bağımlılık, ülkelerin kendi politikalarını uygulayamaz hale getirmektedir.

1.5.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ücret Politikası ve Etik Değer Sorunu

Kredi derecelendirme kuruluşları bir ücret karşılığı çalışan, kar amacı güden, karını maksimize etme gayreti içerisinde olan kuruluşlardır. Gelirleri 1970'li yılların başlarına kadar yatırımcının ödediği ücretlerdi. Yatırımcılar, yatırım yapmayı planladıkları kurumu analiz ettirmesi karşılığında belli bir ücreti derecelendirme kuruluşuna ödemesi ile sistem işleyişini tamamlamaktaydı. Bu yıllara kadar derecelendirme kuruluşları ile menkul kıymet ihraç eden arasında herhangi bir parasal diyalog gerçekleşmemektedir. 1970'li yılların başlarından sonra ise piyasadaki ücret politikasında büyük bir değişiklik meydana geldi. Artık ücreti yatırımcı değil, menkul kıymet ihraççısı ödemeye başladı. Gelirlerini, analiz ettikleri şirketlerden elde etmeleri bağımsızlığı, dolayısıyla güvenilirlikleri konusunu gündeme getirdi (Kab, 2015: 57). Yatırımcının ödeme yapmayıp, ihraççının ödeme yaptığı model etik problem ortaya çıkarttı.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımcı açısından önemine değinildiği bölümde, Çin'in tahvil ihraç edecek şirkete kredi derecelendirmesini zorunlu tuttuğunu, bunun ise Çin'in tahvil piyasası üzerinde olumlu etki gösterdiğinden bahsedildi. Kredi derecelendirme kuruluşunun ödemesini ise tahvili ihraç eden firmanın gerçekleştirdiği modelde, firmalar kendilerine en yüksek notu verecek derecelendirme kuruluşu arayışına girmelerine neden oldu. Kredi derecelendirme kuruluşları açısından ise daha çok iş ve dolayısıyla ödeme almak için ihraççı lehine sonuç açıklama eğilimi ile sonuçlandı (Yan vd. 2023: 3801).

Kredi derecelendirme şirketlerinin gelirleri; abonelerinden aldıkları abonelik ücreti, derecelendirme yaptıkları şirketlerden aldıkları ücretler, şirketin ihraç ettiği tahvilden aldıkları komisyonlar, yayınlarının satışından elde ettiklerinden oluşmaktadır. Bu sayılan gelirlerden tahvil ihracından elde edilen komisyon diğerlerine göre daha fazladır. Bu durum ise kredi derecelendirme kuruluşlarının

sermayenin çıkarları doğrultusunda hizmet verdikleri yönünde eleştirilere sebebiyet vermektedir (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 15).

Gelirlerinin büyük kısmını not verdikleri şirketlerden almaları, karlı bir anlaşma yaptıkları şirketlere yanlış davrandıkları yönünde şüpheler oluşturmaktadır. Bunun yanında hala denetleyici bir mekanizmanın bulunmaması, hatalı verdikleri notlar karşılığında bir yaptırım görmemeleri yine sıralanan eleştirilerdendir (Ulusoy ve Yılmaz, 2017: 68). Ayrıca kendisi ile anlaşma yoluna gitmeyen şirketleri baskı altına almak için birtakım yollar izlediklerine dair bazı eleştiriler bulunmaktadır. 1998 yılında Almanya’da faaliyet gösteren Honnover Re isimli sigorta şirketi, Moody’s’in ücretsiz derecelendirme teklifini reddetmiş ve başka bir derecelendirme kuruluşu ile anlaşmış idi. Bunun üzerine ilgili şirket istememesine rağmen Moody’s derecelendirme yapmış, düşük bir not açıklamıştır. Bu not ile şirket, birkaç saat içinde yüz milyonlarca dolar büyüklüğünde kayıp yaşamıştır. Oysa kendi anlaştığı derecelendirme kuruluşu olumlu not açıklamıştır (Toraman ve Yürük, 2014: 149). Bu örnek oligopol piyasa yapısı içerisindeki büyük oyuncuların, şirketleri baskıladığını göstermesi açısından önemlidir.

Gelinen noktada; yöntemi tam belli olmayan, çıkar çatışmasının yaşanabileceği, denetimin olmadığı, rekabetin bulunmadığı görülmektedir. Elllerinde uluslararası sermaye akımlarını yönlendirme gücü varken karşılığında kayda değer bir sorumluluğun bulunmaması ahlaki değer sorunu çıkarmaktadır. Maksimum kar amacıyla çalışan bir işletmenin, sınırsız sorumsuzluk ile yapabileceklerinin hududunu kestirilebilmek pek mümkün görülmemektedir.

1.5.5. Metodoloji Belirsizliği

Kredi derecelendirme kuruluşlarının gelirlerinin büyük kısmını tahvil ihraçlarından elde etmeleri, derecelendirmede kullandıkları objektif ve sübjektif kriterlerin sınırlarının tam belli olmaması, objektif değerlere göre verdikleri notların tutarsızlığı, konjonktürel etkileri göz ardı ederek uzun süredir aynı metodolojiyi kullanmaları, ülkelerin farklı yapıları bulunmasına karşın her ülke için aynı metodolojiyi kullanmaları gibi nedenler sık sık eleştirildikleri alanlardır. 2008 Küresel

Krizi kredi derecelendirme kuruluşları için büyük bir sınav olmuştur fakat yüksek kredi notu verdikleri bazı ülkelerin krizden çok etkilenmeleri nedeniyle sınav sonuçları pek parlak değildir (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 4).

Kredi derecelendirme kuruluşları, belli nicel ve nitel verileri, belirli bir metodoloji doğrultusunda kullanarak bir not belirlemektedirler. Eleştirilerin büyük bir kısmı bu kullanılan metodolojiye yöneliktir. Metodolojiden anlaşılması gereken ise not verme sürecinde dikkate alınan veriler ve bu verilerin kullanım biçimidir. Özellikle nitel verilerin metodoloji içerisinde kullanımı, şüphe ve eleştirilerin yoğunlaşmasına neden olmuştur (Ulusoy ve Yılmaz, 2017: 68).

Kredi notunun ortaya konmasında, nitel verilerin en önemli başlığı politik durumdur. Politik durum; iç ve dış politikalar, seçim sistemi, yönetim tarzı, hükümet yöneticileri, muhalefet, merkez bankasının bağımsızlık derecesi (Barut, 2016: 27) gibi sayısal ölçümü mümkün olmayan, bakış açısı ile değişebilecek veridir. Ülkelerin kredi notları üzerinde etkili olan bu verilere ilişkin oranların standart olmaması yine kredi derecelendirme kuruluşlarına yapılan eleştirilerdendir. Ayrıca kredi notu verme faaliyetinde bulunan kuruluşların, kullandıkları metodoloji konusunda şeffaf olmadıkları yönünde de yoğun eleştiriler bulunmaktadır. Verdikleri notlar ile ülkelerin, şirketlerin ve finansal kurumların kaderlerini ellerinde bulundurmalarından ötürü, bu şirketler güçlü bir silah sahibi olmuşlardır. Bunun üzerinde bir de denetleme mekanizmasının bulunmaması, oligopol yapıdaki piyasada büyük tehlike arz etmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE KREDİ NOTUNUN OLUŞTURULMASI

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar; şirketler, ülkeler ve hükümetler için önemli bir fonksiyon üslenmesine rağmen notların imtiyazı oligopol bir güce sahip olan bu kuruluşların elinde bir tehdit unsuruna dönüşebilmektedir. Söz konusu durum, kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili tartışmaları beraberinde getirmektedir. Bu husus Türkiye’de de önemli tartışma başlıkları arasında yer almaktadır. Nitekim verilen notlarda adil olunmadığı, ekonomik bakımdan görece daha kötü ülkelere daha yüksek not verildiği ileri sürülmektedir.

2.1. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Tarihi 100 yıldan fazla zamana dayanan kredi derecelendirme kuruluşları, değişen koşullarda yerlerini daha sağlamlaştırarak yollarına devam etmektedirler. Geçen süreçte çok fazla sayıda kuruluş ortaya çıkmasına rağmen, dünyada “üç büyükler” ismiyle anılan Fitch, S&P ve Moody’s şirketlerinin toplam derecelendirmedeki payları %90’nın üzerinde olması ile baskın durumdadırlar.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun dünyada yapılan toplam derecelendirme işlemlerinden aldığı payın yanında, ofis sayıları, istihdam ettikleri personel sayıları ve yıllık hasılatları ile de piyasa hakimiyetini ellerinde tutmaktadırlar (Akçayır, 2013: 26). Bu bağlamda “üç büyükler” farklı açılardan ele alınmakta ve tartışılmaktadır.

2.1.1. Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşu

1913 yılında New York City’de küçük bir yayınevi olarak faaliyetlerine başlayan Fitch zaman içinde iştiğal alanını değiştirerek küresel sermayenin merkezine oturmuştur. Yaklaşık 100 yılın üzerinde bir süredir bağımsız derecelendirme yapan Fitch, bu alandaki en büyük kuruluşlar arasında yer almaktadır (<https://www.fitchratings.com/about-us#company-history>).

John Knowles Fitch tarafından kurulan şirket, 1924 yılında, şu an tüm derecelendirme şirketlerinin kullandığı harf sistemini geliştirmiştir. 1975 yılında SEC tarafından NRSRO lisansına kabul edilmesi şirketin önemli yapı taşlarından birisi olmuştur. 1997 yılında IBCA Ltd. ile birleşerek dünya çapında etkinliğini arttırmıştır. IBCA Ltd. 1992 yılında Fransız Fimalac S.A. holdingine satılmıştır. 2000 yılında ise Fitch IBCA ile Duff & Phelps Credit Rating Co. şirketleri birleşmiştir. Aynı yıl Thomson BankWatch şirketinin de satın alınması ile 95’den fazla ülkeden 1000’den fazla finansal kuruluş hakkında analiz Fitch portföyüne eklenmiştir. 2018 yılına gelindiğinde ise Hearst, Fitch’i satın almıştır. Günümüzde 31 ülkede 1700’ü aşkın analist olmak üzere 5000 üzeri çalışanı ile faaliyet göstermektedir (<https://www.fitchratings.com/about-us#company-history>).

Fitch’in, dünyadaki kredi derecelendirme piyasasından aldığı pay %15 dolaylarındadır. Bu pay ile Moody’s ve S&P’den sonra üçüncü büyük derecelendirme kuruluşu konumundadır. Sektörde, ülke ve yerel yönetimlerin tahvilleri ile kurumsal ihracatçıları, sigorta şirketlerini, finansal kurumları ve varlığa dayalı menkul kıymetleri derecelendirmektedir (Ovalı vd., 2019: 46).

2.1.1.1. Fitch Tarafından Verilen Uzun ve Kısa Vadeli Kredi Notları

Kredi notları kısa vadeli ve uzun vadeli olarak belirlenmektedir. Fitch uluslararası kredi derecelendirmesi için genel kabul görmüş “AAA” ile “D” arasındaki ölçeklerde uzun vadeli kredi riskini göstermektedir. Finansal piyasalarda “AAA” ile “BBB” arası “yatırım yapılabilir” ve “BB” ile “D” arası ise “spekülatif” olarak tabir edilmektedir. Bu tabirler Fitch’in belirlediği tabirler olmayıp, piyasa teamülleri sonucu ortaya çıkmıştır. Yani herhangi bir menkul kıymetin tavsiye edilmesi veya onaylanması anlamına gelmemektedir (Fitch, 2021: 3).

Tablo 2.1.: Fitch'in Uzun Vadeli Derecelendirmelerde Harf Notları ve Anlamları

Harf Notu		Anlamları
AAA	Yatırım Yapılabilir Seviye	En yüksek kredi kalitesine karşılık gelmektedir. Derecelendirilen enstrümanın temerrüt riski en düşük seviyededir. Borç karşılığı verilen taahhütleri karşılama kapasitesi oldukça güçlüdür. Geri ödeme kapasitesi öngörülebilir olaylardan etkilenme ihtimali bir hayli düşüktür.
AA		Çok yüksek kredi kalitesine karşılık gelmektedir. Çok düşük temerrüt riskine sahip olup finansal taahhütlerini yerine getirebilme kapasitesi çok güçlüdür. Öngörülebilir olaylar karşısında kırılabilirliği önemli ölçüde azdır.
A		Yüksek kredi kalitesine karşılık gelmektedir. Finansal taahhütlerini yerine getirebilme kapasitesi güçlüdür. Olumsuz ekonomik koşullarda daha yüksek kredi notlarına göre daha kırılabilir olabilir.
BBB		İyi kredi kalitesine karşılık gelmektedir. Finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesi yüksek, temerrüt riski beklentileri düşüktür. Fakat olumsuz ekonomik koşullar taahhütleri yerine getirme kapasitesine zarar verme olasılığı daha yüksektir.
BB	Spekülatif Seviye	Spekülatif kredi kalitesine karşılık gelmektedir. Her ne kadar finansal taahhütlerini yerine getirebilmesine olanak sağlayacak iş ve finansal esnekliği bulursa da olumsuz ekonomik koşullarda temerrüt riskine karşı yüksek kırılabilirlik bulunmaktadır.
B		Yüksek spekülatif kredi kalitesine karşılık gelmektedir. Önemli derecede temerrüt riski bulunmakta olup buna karşılık sınırlı düzeyde güvenlik marjı bulunmaktadır. Finansal taahhütlerini hali hazırda yerine getirmektedir fakat olumsuz ekonomik koşullara karşı savunmasızdır.
CCC		Önemli sayılacak kredi riskine karşılık gelmektedir. Temerrüde düşme olasılığına karşılık güvenlik marjı çok düşük seviyededir. Temerrüt olasılığı ciddi seviyededir.
CC		Çok yüksek derecede kredi riskine karşılık gelmektedir. Temerrüt gerçekleşmesi olasıdır.
C		Borçlunun temerrüde yakın olması durumuna karşılık gelmektedir. İhraççının borçlarına karşılık ödeme kapasitesi bozulmuştur.
RD		Sınırlı temerrüt durumunu ifade etmektedir. İhraççı henüz faaliyetlerini durdurmamış ve iflas sürecine girmemiştir. Belli borçlarına karşı temerrüt riski vardır.
D		Temerrüt durumunu ifade eder. İhraççı iflas başvurusu, kayyumluk, tasfiye gibi prosedürlere girmiş ve borcu ödeyememiştir.

Kaynak: Fitch Ratings, (2024a). “*Rating Definitions*”, ss. 9-10.

Fitch'in kredi derecelendirme ölçekleri; borç senedi ihraç edenler, kamu, finansal kurumlar, alt yapı ve proje finansmanı piyasalarındaki ihraççılar ve yükümlülükler için kullanımları Tablo 2.1.'de gösterilmiştir. Harflerin yanına +/- işaretleri kullanılarak ilgili harf notunu üçe ayırmaktadır. Örneğin, AA notu tek bir not iken AA+, AA, AA- şeklinde değiştirici gösterimde bulunmaktadır (Fitch, 2024a: 9).

Tablo 2.1.'de izlenebilen harf notlarından en yüksek kredi kalitesine denk gelen AAA ile iyi kredi kalitesine denk gelen BBB notları arası “yatırım yapılabilir seviye” olarak kabul edilirken; BB ile D notları arasında kalan kısım ise “spekülatif

seviye” olarak kabul edilmektedir. “Yatırım yapılabilir” grubunda bulunan notlar, “spekülatif” grubunda bulunan notlara göre daha az kredi riski barındırmaktadır. Spekülatif grubundaki notlar daha yüksek kredi riski bulunduğunu ifade etmektedir.

Tablo 2.2.: Fitch’in Derecelendirme Dağılımında Verdiği Notlar (%)

Notlar	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC-C	RD/D
Derecelendirme Dağılımı								
Kurumsal Finansman	-	1.03	10.22	31.47	19.51	29.64	7.48	0.59
Finansal Kurumlar	0.77	12.78	39.56	25.81	12.78	6.13	2.14	-
Ülkeler	7.69	14.62	15.38	13.08	21.54	16.15	7.69	3.85
Kamu Maliyesi	15.02	47.53	21.01	12.38	2.80	0.61	0.61	-
Altyapı	-	10.08	28.40	43.70	13.45	3.53	0.84	-

Kaynak: Fitch Ratings (2024b). *Rating Performance*, <https://www.fitchratings.com/rating-performance> Erişim Tarihi (08.11.2024)

Fitch’in derecelendirme yaptığı alanlarda verdikleri notların oranları ise Tablo 2.2.’de gösterilmektedir (Fitch, 2024b). Örneğin, ülkelere verdiği notlardan %7,69’u AAA, %14,62’si AA, %15,38’i A, %13,08’i BBB, %21,54’ü BB, %16,15’i B, %7,69’u CCC, %3,85’i ise RD/D düzeyindedir. Bir başka açıdan %50,77 oranında yatırım yapılabilir seviyede not vermişken %49,23 oranında da spekülatif not verme tercihinde bulunmuştur. Tablo 2.2.’nin izlenmesinde en çok BBB ve A notlarını verdikleri de görülebilmektedir.

Fitch’in kısa vadeli kredi derecelendirmesi, yine yükümlünün temerrüde karşı dayanıklılığının belirlenmesine ve yükümlünün sözleşmede geçen şartları yerine getirip getiremeyeceğiyle ilişkindir. Vadenin kısalığında ise; şirketler, ülkeler ve yapılandırılmış yükümlülükler için 13 aya kadar, ABD kamu finansı yükümlülükler için 36 aya kadar olan süre kastedilmektedir. Bu kez de harf notu “F1 ile D” arasında şekillenmektedir ve Tablo 2.3.’de görüldüğü gibi anlamlar içermektedir (Fitch, 2024a: 10).

Tablo 2.3.: Fitch'in Kısa Vadeli Derecelendirmelerde Harf Notları ve Anlamları

Harf Notu	Anlamları
F1	En yüksek kredi kalitesine karşılık gelmektedir. Yükümlünün sözleşme şartlarını yerine getirmesi açısından yüksek içsel kapasiteyi göstermektedir. Ayrıca + işareti eklenmesi olağanüstü güçlü kapasiteyi belirtmek için kullanılır.
F2	İyi kredi kalitesine karşılık gelmektedir. Yükümlünün sözleşme şartlarını yerine getirme konusunda iyi bir kapasiteye sahip olduğunu göstermektedir. Güvenlik marjı F1 değerlendirmesine göre bir miktar daha azdır.
F3	Yeterli düzeyde kredi kalitesine karşılık gelmektedir. Yükümlünün sözleşme şartlarını yerine getirmede kapasitesi mükemmel olmasa da yeterli düzeyde olduğu kabul edilir. Orta düzey risk taşımaktadır.
B	Spekülatif kredi kalitesine karşılık gelmektedir. Yükümlünün sözleşme şartlarını yerine getirmesindeki kapasitesi minimum seviyededir. Yaşanabilecek olumsuz ekonomik koşullarda yüksek hassasiyeti bulunmaktadır. Yüksek risk taşımaktadır.
C	Yüksek iflas riski kredi kalitesine karşılık gelmektedir. Bu not seviyesinde iflas gerçek bir risk olarak karşımıza çıkmaktadır. Yükümlünün sözleşme şartlarını yerine getirememesi ve iflası yakın bir olasılıktır.
RD	Genellikle kurum notları için kullanılmakta olup bir veya daha fazla yükümlülüğünü yerine getirememesi, diğer yükümlülüklerini yerine getirebilmesi durumunda kullanılan nottur. Bazı yükümlülüklerinde iflas durumu söz konusu olsa da diğer yükümlülüklerini yerine getirebildiği için sınıflı iflas tabiri kullanılmaktadır.
D	İflas durumuna karşılık gelen nottur. Yükümlü geniş manada bir iflas ya da kısa vade yükümlülükleri açısından iflas durumundadır.

Kaynak: Fitch Ratings, (2024a). “*Rating Definitions*”, s.10.

Uzun ve kısa vadeli kredi derecelendirmelerini etkileyen riskler birbirlerine bağlı olsa da farklıdırlar. Kimi ihraççı kısa vadeli kimi de uzun vadeli derecelendirmelerde güçlü olabilmektedir. Örneğin; bir şirketin başarılı stratejisi uzun vadede şirketin notunu pozitif etkileyebilir. Strateji faktörü temerrütler üzerinde hemen bir etki yaratmayacaktır. Bu durumun tersine likidite gibi faktörler ise kısa vadede yükümlünün sözleşme şartlarını yerine getirmesi üzerinde etkisi bulunmaktadır. Bu yüzden bu faktörün kısa vadeli derecelendirmede ağırlığı daha fazla olacaktır (Fitch, 2024a: 11).

2.1.1.2 Fitch'in Kredi Notlarında Görünüm ve İzleme Prosedürü

Kredi derecelendirme faaliyetinin temel fonksiyonu geleceğe dair öngörude bulunmasıdır. Ülkelere, finans kuruluşlarına, bağımsız kuruluşlara, şirketlere, yerel veya bölgesel kamu finansman kuruluşları gibi birçok alana yönelik derecelendirme yapılmaktadır. Fitch açıkladığı kredi notu üzerinde her an inceleme işlemini yapmaya devam etmemektedir. Bunun yerine verdiği notun görünümünü açıklamaktadır.

Görünüm; bir veya iki yıllık süreçte notun gidebileceği yönün ihtimalini belirlemektedir. Verilen not henüz seviyesinde kalıcılığı kesinleşmemiştir. Birtakım faktörlerin takip edilmesi ile notun yeniden derecelendirme eğilimi tetiklenebilir. Pozitif görünümlü not yukarı yönlü bir eğilime işaret ederken negatif görünüm ise aşağı yönlü eğilime sahiptir. Bir notun pozitif veya negatif görünüme sahip olması not değişikliğinin kesinliğini göstermediği gibi durağan not görünümü de değişiklik olmayacağını göstermemektedir. Değişebilecek finansal koşullar, her an bir değişiklik meydana getirebilir. Bunların yanı sıra mevcut durum hem pozitif hem de negatif yönde çelişkiler içermesi halinde notun görünümü değişken olarak belirlenebilir. Görünümler kısa vadeli derecelendirmelere uygulanmayıp uzun vadeli derecelendirmelerde kullanılan bir yöntemdir. Ayrıca “CCC, CC, C ve D” notlarının volatilitesi yüksek olduğundan görünüm belirlenmemektedir (Fitch, 2024a: 6).

Görünümün yanında bir de notun izlenmesi durumu bulunmaktadır. İzlenme durumu genellikle bir olay tarafından tetiklenmektedir. Beklenen ya da gerçekleşen tetikleme durumuna müteakip izleme dönemi başlamış olup bir an evvel sonuçlandırılması amaçlanmaktadır. Bu süreçte, nota her altı ayda bir göz atılmakta, akabinde ise “derecelendirme eylem raporu” yayımlanmaktadır. Bahsedilen süreçte, elde olan bilginin daha detaylı analizi ile yeni bilgi toplanması şekilde ilerleme sağlanmaktadır. Yeni bilgi toplanması ve analizler sonucunda önemli bir değişiklik söz konusu değilse normal yıllık izleme prosedürüne devam edilmektedir (Fitch, 2024a: 6-7).

2.1.1.3. Fitch’in Kredi Notu Verme Süreci

Fitch, bir ihraççının veya bir borçlanma aracının değerlendirilmesi için nicel ve nitel verileri şeffaf bir metodoloji kullanarak değerlendirmektedir. Değerlendirme sonucunda ise geleceğe dair bir perspektif ekseninde harf notu atamaktadır. Kredi notları, öngörülebilir gelişmeler ışığında beklentiler ve gelişmelerin sermaye, nakit durumu veya rezervler gibi faktörlere nasıl etki yapabileceğinin belirli kriterler dahilinde ölçülmesi ile verilmektedir. Notlar, borçlunun taahhütlerini yerine getirebilme kapasitesini belirlemektedir. Derecelendirilen kuruluş ya da enstrümanın

gelecekteki durumu hakkında bilgi verilmesi amaçlanmaktadır. Fitch, uzun vadeli derecelendirmelerinde bir zaman dilimi belirtmemektedir (Fitch, 2021:2).

Fitch, sektör ve bölge bağlamında değerlendirme yapmakta ve bunların raporlarını yayımlamaktadır. Tablo 2.4.’te değerlendirmesi yapılan alanlar bulunmaktadır (<https://www.fitchratings.com/criteria>).

Tablo 2.4.: Fitch’in Sektör ve Bölge Bazında Yaptığı Değerlendirmeler

Sektöre Göre	Bölgeye Göre
Bankalar	Afrika
Kurumsallar	Asya-Pasifik
Kapalı Tahviller	Avrupa
Banka Dışı Finansal Kuruluşlar	Latin Amerika
Altyapı ve Proje Finansmanı	Orta Doğu
Uluslararası Kamu Finansmanı	Kuzey Amerika
Sigorta	
Ülkeler	
Yapılandırılmış Finans	
ABD Kamu Maliyesi	
Fon ve Varlık Yönetimi	

Kaynak: Fitch Ratings. “*Explore Criteria*”, <https://www.fitchratings.com/criteria> Erişim Tarihi (27.12.2025).

Fitch’in derecelendirmeleri gerek sektörel düzeyde gerek bölgesel ölçekte kıyaslama yapmaya imkan tanımaktadır. Derecelendirme karşılığında verilen harf notlarının anlamları bu karşılaştırmayı sağlamaktadır. Harf notları temerrüde düşme konusunda hassasiyeti sıralı şekilde sunmakta, yükümlülerin notlarına göre kıyaslama imkanı vermektedir. Yükümlünün durumunda yapısal bir değişiklik gerçekleştiğinde verilen not değişebilecektir. Fakat geçici bir değişiklik durumunda not seviyesi kendisini koruyabilmektedir (Fitch, 2021: 5-6).

Diğer derecelendirme kuruluşları gibi Fitch de yükümlünün veya finansal aracın temerrüt riski veya alacakların zarara uğrama ihtimaline karşı bağımsız değerlendirme yapmaktadır. Değerlemede uluslararası kabul görmüş, standart prosedürler izlenmektedir. Prosedürlerin uygulanması sonucu ortaya çıkacak kredi notu için öncelikle bir ihraççı (İhraççı, varlık veya işlem anlamlarında kullanılmaktadır.) Fitch Ratings şirketinin “İş ve İlişki Yönetimi” birimi ile iletişime geçerek değerlendirme talebinde bulunması ile başlamaktadır. Bunun yanı sıra gerek değerlendirme portföyünü genişletmek gerek yatırımcılara daha fazla bilgi sağlamak

amaçlarıyla yeterli açık kaynak bilgisi bulunabilmesi durumunda, talep olmaksızın değerlendirme yaparak kredi notu da verebilmektedir (Fitch, 2022: 2).

Değerlendirmeye alınacak ihraççı belli olduktan sonra derecelendirmeyi yürütecek yöneticiler birincil ve ikincil analist atamaktadır. Bu analistler, inceleme sonrası formüle edilmiş derecelendirme tavsiyesini derecelendirme komitesine sunmakta, not verildikten sonra ise izleme ve gözetimi gerçekleştirmektedir. Analistler, değerlendirme yaptıkları bölgeyi göz önünde bulundurarak derecelendirmeye tabi tutulan ihraççı veya borçlanma enstrümanı için yayınlanmış standart kriterlere uygun şekilde incelemesini tamamlar. Analistler gibi derecelendirme komitesi de belirli nitel ve nicel faktörlerden oluşan metodolojiye uymak zorundadır. Not verme sürecinde analistlere doğrudan sağlanan bilgilerden faydalanılmaktadır. Bunlar aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır:

- Arka plan verileri
- Yönetim tahminleri
- Risk raporları
- Performans bilgileri
- Diğer özel bilgiler

Verilen bilgilerin incelenme sürecinde genellikle çeşitli iletişim araçlarıyla veya yüz yüze toplantılar gerçekleşmektedir. Bu sayede değerlendirilen de not verme sürecine katılmaktadır. İhraççının verdiği bilgilerin yanında kamuya açık veriler, Fitch'in kendi bünyesinde oluşturduğu veriler, ihraççının rakiplerine dair bilgiler, genel makroekonomik veriler ve piyasa verileri gibi önemli görülen bilgiler not verme sürecine dahil edilmektedir. Tüm verilerin toplanması sonrası analistler ile not komitesi toplanan verilerin yeterliliği hakkında karara varmaktadır. Yeterli bilginin toplanamadığına kanaat edilmesi durumunda not verme işlemine devam edilmemektedir (Fitch, 2022: 3).

İhraççı veya menkul kıymetlere ilişkin bilgiler toplandıktan ve Fitch'in belirlenmiş kriterleri ile metodolojilerine uygun şekilde analiz edildikten sonra birincil ve ikincil analist tarafından bir not önerisi oluşturulmaktadır. Bu öneri, analizin

sonuçlarını ve önerinin gerekçelerini detaylandıran kapsamlı bir komite paketi halinde sunulmaktadır. Komite, sunulan komite paketindeki bilgileri ve not önerisini detaylı bir şekilde değerlendirmekte ve öneriyi tartışmaktadır. Komite paketi, önerilen kredi notunu destekleyecek sağlam bir temel oluşturmak amacıyla, analiz süreciyle ilgili metodoloji ve kriterlerle tutarlı, yeterli ve kapsamlı bir içeriğe sahip olmalıdır (Fitch, 2022: 4).

Minimum 5, maksimum 9 kişiden oluşan komiteye genellikle oy hakkı bulunmayan bir tane de gözlemci katılmaktadır. Komite, Fitch'in metodolojileri çerçevesinde, nitel ve nicel faktörleri göz önünde bulundurarak mevcut ve gelecekteki görünümünü yansıtacak notu belirler. Değerlendirmeye tabi tutulan varlık veya ihraççının gerek bölgesel gerek sektörel farklı bir durumu olması halinde kullanılan kriterlerde farklılaştırmaya gidilebilmektedir. Bu durum not raporunda açıklanmaktadır. Kredi notlarına ilişkin kararlar üyelerin uzlaşması ile alınmaktadır. Eğer bir üye verilen notu kabul etmez ve itiraz ederse bu kaydedilmektedir. Daha sonra itiraz eden üye iç itiraz sürecini başlatmak zorundadır. İç itiraz süreci ise iki iş günü içerisinde yeni bir komite toplanması ile başlamaktadır. Yeni komiteye oylama yeter sayısına ek iki yeni üye katılımı sağlanmaktadır. Yeni oluşturulan komite yapılmış raporlamaları ve itirazı incelemektedir. Yeni üyelerden birisi daha itiraz ederse ikinci bir iç itiraz komitesi oluşturulabilir. Bu komitede de karar alınmaz ise uzlaşma ile değil oy çokluğu ile kredi notu tayin edilmektedir. Değerlendirilen borç sınıfı daha önceden değerlendirilmesi durumunda önceki not direkt uygulanabilmektedir (Fitch, 2022: 3-4).

Komite süreçleri ile son şeklini alan kredi notu, ihraççıya bildirilmektedir. Bildirim yapılırken analistler tarafından notun inceleme ile ortaya çıkan gerekçeleri taslak rapor vasıtasıyla açıklanmaktadır. Bu sayede ihraççı, rapor taslak halindeyken inceleme fırsatı bulmaktadır. İhraççı incelemesinde, not verme sürecinde kullanılan bilgilerin gerçeği yansıtıp yansıtmadığı, açıklanmasını istemediği gizli bilgilerin bulunup bulunmadığını kontrol etmektedir. İhraççının incelemesi sonucunda geri bildirimde bulunmaktadır. Not yayınlanmadan en az 24 saat önce bildirimde bulunulması Fitch'in uyguladığı genel bir kuraldır. Fitch, komite sürecinin bitimine

müteakip bir iş günü sonunda notu yayınlamayı hedeflemektedir. Eğer değerlendirmeye tabi tutulan varlık, henüz kamuoyuna açıklanmamış bir borç ihracı ise borç ihracının kamu ile paylaşılmasına kadar hazırladığı kredi notunun yayınlamasını ertelemektedir. Yayımlama işlemi Fitch'in web sitesinde ve büyük haber ajanslarına iletilerek gerçekleştirilmektedir. Yayın içeriğinde notun gerekçeleri, uygulanan kriterler, bilgi kaynakları, ihraççının itirazları gibi bilgiler yer almaktadır. Yayımlama ile dış bir itiraz gelmesi durumunda, itirazın yeni bir bilgiye dayanıp dayanmadığı ve önemli bir bilgi olup olmadığı gibi hususlar denetlenmektedir. İtiraz inceleme paneli oluşturularak itirazın kabul edilip edilmeyeceğine karar verilmektedir. Kabul edilmesi durumunda ise yeni bir komite aracılığı ile genellikle iki iş günü içerisinde sonuçlandırılmaktadır. İtirazın kabulü durumu kredi notunun yorumunda açıklanmaktadır (Fitch, 2022: 4-5).

2.1.1.4 Fitch'in Kredi Notu Kriterleri

İhraççının veya bir varlığın kredi notunun belirlenmesinde nitel ve nicel verilerden faydalanılmaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının kredi notu belirleme kriterleri, değerlendirmeye tabi tuttukları ihraççı veya varlığa göre değişmektedir. Bu çalışmanın nihai amacı Türkiye ve Yunanistan'ın notlarının kıyaslanması olduğundan, sadece ülkelerin kredi derecelendirme kriterleri üzerinde duruldu.

Fitch, ülkenin barındırdığı riskler ile devletin (egemen, hükümet) riskini birbirinden ayırmaktadır. Ülke riskinde, o ülkede iş yapmanın riski üzerinde durulurken, devlet riskinde hükümetin borç yükümlülüklerini yerine getirmesi ele alınmaktadır. Fitch'e göre egemen, hükümet olarak görülmektedir. Diğer kamu kurumları ise egemenin birimleridir (Fitch, 2024c: 1-3). Bu manada, Türkiye'de gerek akademik gerek basın yazınında egemen yerine ülke kredi notu tabiri sıkça kullanıldığından, ülke kredi derecelendirme tabiri kullanıldı.

Nitel ve nicel verilerin bir sentezi olarak borçlunun, yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirme isteği ve kapasitesi ortaya çıkmaktadır. Devletin uyguladığı politikalar ülke ekonomisini doğrudan etkilemektedir. Bu durum ise ülkenin kredi değerliliğinin belirlenmesinde önemli bir etkiye sahiptir (Bilgili, 2022: 84).

Tablo 2.5.: Ülke Derecelendirme Modelinde Kullanılan Veriler

Yapısal Durum	Makroekonomik Veriler, Politikalar ve Beklentiler	Kamu Maliyesi	Dış Finansman
Yönetim	Reel GSYH büyümesi	Brüt devlet borcu / GSYH	Rezerv para birimi esnekliği
Kişi Başı GSYH	Reel GSYH büyüme oynaklığı	Devlet borcu faizi / GSYH	Net döviz Varlığı / GSYH
GSYH büyüklüğünün dünyadaki yeri	Tüketici enflasyonu	Devlet borcu mali denge / GSYH	Emtia bağımlılığı
Temerrüt veya yapılandırılmadan sonra geçen yıl		Yabancı para cinsinden devlet borcu / Brüt devlet borcu	Döviz rezervleri (Cari işlemler açığını kaç ay ödeyebileceği)
Geniş para arzının GSYH'ye oranı			Dış Faiz / Döviz rezervinin cari işlemler açığını kaç ay ödeyebileceği
			Cari işlem dengesi + Net doğrudan yabancı yatırım / GSYH

Kaynak: Fitch Ratings, 2024c. “Sovereign Rating Criteria”, s.2.

Fitch, ülkelerin derecelendirilmesinde, “Ülke Derecelendirme Modeli”ni (Sovereign Rating Model - SRM) kullanmaktadır. Bu modelin içeriğinde Tablo 2.5.’de bulunan kriterler kullanılmaktadır. Kredi değerlendirme modelinde faktörlerin ağırlıkları birbirinden farklıdır. En yüksek ağırlığa ise %53,7 ile yapısal durum sahipken, makroekonomik veriler %9,9, kamu maliyesi %18,8 ve dış finansman %17,6 ağırlığa sahiptir. Ancak ağırlıklar, derecelendirmenin yapıldığı ekonomik koşullara göre değişebilmektedir (Fitch, 2024c: 7).

Nitel veriler ile tam etkilerin yakalanamayacağı bakış açısı, Ülke Derecelendirme Modeline, nitel verileri barındıran, niteliksel düzeltme (Qualitative Overlay) yapılmaktadır. Fitch, niteliksel eki, Ülke Derecelendirme Modelinin her bir analitik konu başlığına -2 / +2 aralığında, derecelendirme toplamında ise -3 / +3 aralığında ayarlamaktadır (Fitch 2024c: 7).

Tablo 2.6.: Ülke Derecelendirme Modelinde Eklenen Niteliksel Düzeltme

Yapısal Durum	Makroekonomik Veriler, Politikalar ve Beklentiler	Kamu Maliyesi	Dış Finansman
Siyasal istikrar ve kapasitesi	Makroekonomik politikasının güvenilirliği ve esnekliği	Mali finansman esnekliği	Dış finansman eksikliği
Finansal riskler	Orta vadeli GSYH beklentisi	Kamu borcunun sürdürülebilirliği	Dış borç sürdürülebilirliği
Diğer yapısal faktörler	Makroekonomik istikrar	Mali yapı	Şoklar karşısında kırılabilirlik

Kaynak: Fitch Ratings, 2024c. “Sovereign Rating Criteria”, s.2.

Tablo 2.6.’da nicel veriler ile elde edilen Ülke Derecelendirme Modeline nitel verilerin eklenme kriterleri gösterilmiştir. Nitel veriler daha çok tecrübe, beklenti ve tahmin gibi kişiden kişiye göre değişebilecek verilerden oluşmaktadır. Bu durum ise kredi derecelendirme kuruluşlarına getirilen eleştirilerin başında gelmektedir.

Fitch, modelde ihraççının sağladığı veriler ile birlikte IMF, Dünya Bankası ve Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) gibi kaynakları kullanmaktadır. Veriler en az üç aylık periyotlarda güncellenmektedir. Nicel veriler kullanılırken öznel düşünceler yer almazken, nitel verilerin eklenmesinde öznel düşüncelerin yeri bulunmaktadır (Fitch, 2024c: 6).

2.1.2. Standard and Poor’s Kredi Derecelendirme Kuruluşu

Tarihi 1860 yılına dayana Standard and Poor’s Global Ratings (S&P) kredi derecelendirme şirketi, misyonunu;

“Küresel olarak saygı duyulan kredi notlarımız, benzersiz düşünce liderleriyle bir araya gelerek evrensel kıyaslama, şeffaflık ve iş büyümesini teşvik etmeye yardımcı olur. İnsanların bilinçli, kendinden emin kararlar almasını sağlarız”

şeklinde açıklamaktadır (<https://www.spglobal.com/ratings/en/about/>).

İlk değerlendirmelerini demiryolu yatırımlarına yönelik gerçekleştirmiştir. O dönem ABD’de de en revaçta yatırımlarından olan demiryolu yatırımlarına ilgi duyan

yatırımcıların istediği bilgileri sağlaması ile büyük ilgi görmüştür (Bilgili, 2022: 57). Henry Varnum Poor tarafından ABD demiryolu endüstrisi hakkında “Amerika Birleşik Devletleri Demiryolları ve Kanalları Tarihi” yayını ile başlayan serüven (<https://www.spglobal.com/ratings/en/about/>), günümüzde derecelendirme sektöründe %40 pazar payı ile en büyük derecelendirme kuruluşları arasındaki yeri ile devam etmektedir (Ovalı vd., 2019: 38).

2.1.2.1. Standard and Poor’s Tarafından Verilen Uzun ve Kısa Vadeli Kredi Notları

S&P, kredi notları aracılığı ile yükümlünün borcunun vadesi geldiğinde ödeme kapasitesi ve isteği hakkında görüşünü ortaya koymaktadır. Yukarıdaki bölümlerde de sık sık anlatıldığı gibi kredi notları bir görüştür ve yatırımcıya herhangi bir tavsiye içermemektedir. Ortaya konan kredi notları ile hem riskler hakkında bilgi sağlanırken hem de diğer benzer yükümlüler ile kıyaslama imkanı vermektedir. Piyasaların anlaşılmasını basitleştirirken aynı zamanda verimliliği de arttırmaktadır.

Kredi notları uzun veya kısa vadeli olacak şekilde belirlenmektedir. Kısa vadeli kredi notu temel manada, vadesi 365 günden kısa, uzun vadeli kredi notu ise 365 günden fazla olan yükümlülüklerle uygulanmaktadır. Uzun vade kredi derecelendirmelerinde,

- Yükümlünün borçlarını tam ve zamanında ödeme kapasitesi ve isteği
- Borcun niteliği ve S&P’nin bakışı
- Yükümlünün iflas, yeniden yapılanma gibi faktörlerin göz önünde tutulması ile borca tanınan koruma

hususları analiz edilmektedir. S&P’nin uzun vade kredi notları ve anlamları Tablo 2.7.’de gösterilmiştir (S&P, 2024a).

Tablo 2.7.: S&P'nin Uzun Vadeli Derecelendirmelerde Harf Notları ve Anlamları

Harf Notu		Anlamları
AAA	Yatırım Yapılabilir Seviye	En yüksek kredi derecelendirmesidir. Borç karşılığı verilen taahhütleri karşılama kapasitesi oldukça güçlüdür
AA		Çok yüksek kredi derecelendirmesidir. Mali taahhütlerini yerine getirebilme kapasitesi çok güçlüdür. En yüksek derecelendirmeden yalnızca küçük bir ölçüde düşüktür.
A		Yüksek kredi derecelendirmesidir. Daha yüksek kredi derecelendirmeleri ile karşılaştırıldığında koşullarda gerçekleşebilecek olumsuzluklar karşısında daha kırılgandır. Fakat yükümlünün borçlarını ödeme kapasitesi hala güçlüdür.
BBB		İyi kredi derecelendirmesidir. Koşullarda gerçekleşebilecek olumsuzluklar yükümlülüklerin yerine getirilebilme kapasitesini zayıflatma ihtimali daha yüksektir.
BB	Spekülatif Seviye	Bu seviye ve daha alt seviyeler spekülatif kabul edilmektedir. Bu seviye daha alt seviyelere göre yükümlülüklerini yerine getirme konusunda daha güçlüdür. Koşullarda gerçekleşebilecek olumsuz durumlar ödeme kapasitesinde yetersizlik ortaya çıkarabilir.
B		Yükümlünün hali hazırda borçlarını ödeme kapasitesi bulunmaktadır. Fakat koşullarda olumsuz gelişmeler yaşanması halinde yükümlünün borçlarını karşılayabilme kapasitesi ve isteğinin bozulması muhtemeldir.
CCC		Hali hazırda yükümlülüklerini yerine getirme konusunda savunmasızdır. Yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için koşullarda olumlu gelişmelere ihtiyacı bulunmaktadır. Aksine koşullarda olumsuz gelişme yaşanması halinde yükümlülüklerin yerine getirilme kapasitesi ve isteği muhtemelen olmayacaktır.
CC		Hali hazırda yükümlülüklerini yerine getirme konusunda oldukça savunmasızdır. Bu seviyede temerrüt henüz gerçekleşmemiş olsa da temerrüde düşme durumu, süreden bağımsız, kesindir.
C		Hali hazırda yükümlülüklerini yerine getirme konusunda savunmasızdır. Alt seviyelere göre daha düşük kurtarma operasyonuna ihtiyacı olması beklenmektedir.
D		Yükümlü temerrüde düşmüş veya taahhüdünü yerine getirmemiştir. İflas dilekçesi vb. işlemler nedeniyle temerrüde düşmesi kesin olduğunda da bu not verilmektedir.

Kaynak: Fitch Ratings (2024a). “*Rating Definitions*”, <https://www.fitchratings.com/research/fund-asset-managers/rating-definitions-24-04-2023> Erişim Tarihi (11.11.2024).

Kredi not seviyelerinden AA ile CCC arasındaki derecelendirmelere +/- işaretleri eklenerek göreceli durumu belirtilebilmektedir. Tablo 2.7.’de görülebildiği gibi AAA ile BBB arasındaki kredi notları “yatırım yapılabilir seviye” kabul edilirken, BB ile D arasındaki kredi notları “spekülatif seviye” olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımlamalar kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı tanımlamalar olmayıp, piyasa oyuncularının tanımlamalarıdır. Yatırım yapılabilir seviye, yükümlülüğün yerine gelmesi açısından, nispeten daha yüksek ödeme kapasitesi ve isteğini işaret etmektedir. Spekülatif seviye ise genellikle yükümlünün hali hazırda yükümlülüklerini yerine getirebildiğini fakat koşullarda olumsuz bir değişim karşısında belirsizliklerin vuku bulabileceğini ifade etmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları ya ihraççıları ya da ihraç edilen tahvil, bono veya başka bir borçlanma aracını derecelendirmektedir. İhraççının derecelendirmesinde, yükümlülükleri yerine getirme kapasitesi ve isteğinin belirlenmesi temel amaçtır. Yükümlünün taahhütlerini yerine getirebileceğinin belirlenmesi adına geniş bir finansal veri seti ile finansal olmayan unsurları kullanarak değerlendirilmektedir. İhraç edilen ürünün derecelendirilmesinde ise yine öncelikle ihraççının kredibilitesi değerlendirilmekte ardından ihracın şartları, yasal yapısı, ihraççı açısından diğer ihraçlarına göre değerlendirilen ihracın önceliği, sigorta, teminat gibi güvencelerin varlığı incelenmektedir. S&P, yüksek seviyeli kredi notlarında sektörel ve genel ekonomik durum gözetilerek iş döngüsündeki iniş çıkışlar takip edilirken, daha düşük seviyeli kredi notlarında ise aşağı yönlü iş döngülerine bakış daha hassastır (S&P, 2024b: 10).

Tablo 2.8.: S&P'nin Kısa Vadeli Derecelendirmelerde Harf Notları ve Anlamları

Harf Notu	Anlamları
A-1	İhraççının borçları hakkında verdiği taahhütleri yerine getirme kapasitesi de istekliliği de çok yüksektir.
A-2	Yükümlünün borçları karşısında verdiği finansal taahhütlerini karşılama kapasitesi ve isteği tatmin edici düzeyde yüksektir. Bir üst derecelendirmeye göre olumsuz ekonomik koşullara biraz daha hassastır.
A-3	İhraççının yükümlülükleri karşılama kapasitesi ve isteği yeterli düzeydedir. Olumsuz ekonomik koşullar meydana gelmesi durumunda önceki derecelendirmelere göre ödeme kapasitesi ve isteğinin zayıflama ihtimali biraz daha yüksektir.
B	Spekülatif özelliklere sahiptir. Her ne kadar hali hazırda yükümlülüklerini yerine getiriyor olsa da yükümlülüklerini yerine getirmeye mani olaylara karşı yeterince savunması bulunmamaktadır.
C	Yükümlü hali hazırda finansal taahhütlerini yerine getirememe tehlikesi barındırmaktadır. İhraççının yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesi ve isteği olumlu bir takım ekonomik koşulların meydana gelmesine bağlıdır.
D	Yükümlü artık ya temerrüde düşmüş ya da bir takım finansal vaadini yerine getirmemiştir. İhraççı yükümlülüğünü vadesinde yerine getirmez veya S&P vadesinde yerine getiremeyeceğini düşünürse yine bu kredi notu kullanılmaktadır. Bunların yanı sıra ihraççı iflas, borç yeniden yapılandırma gibi birtakım işlemlere başlaması durumunda da yine bu kredi notu kullanılmaktadır.

Kaynak: Fitch Ratings (2024a). “*Rating Definitions*”, <https://www.fitchratings.com/research/fund-asset-managers/rating-definitions-24-04-2023> Erişim Tarihi (11.11.2024).

Tablo 2.8.’de S&P’nin kısa vadeli kredi derecelendirmesinde kullandığı harf notları ve anlamları bulunmaktadır. Harf notları kıyaslama yapılmaya imkan tanınmaktadır. Tablo 2.8.’in incelenmesinde de görülebileceği gibi örneğin A-2 kredi notu, yükümlünün borç ödeme isteği ve kapasitesinin yüksek olduğunu belirtmektedir.

Fakat olumsuz ekonomik koşullar karşısında A-1 kredi notu kadar sağlam olmayacaktır. Kredi notlarının yukarıdan aşağı sıralamasında her basamak altına inildiğinde olumsuz ekonomik koşullar karşısında dayanıklılığın düştüğü görülmektedir. Öyle ki C notuna gelindiğinde ihraççının finansal yükümlülüklerini yerine getirebilmesi bir takım olumlu ekonomik koşulların meydana gelmesine bağlıdır.

S&P’de, diğer derecelendirme kuruluşları gibi borç alanların, borç verenlere karşı finansal yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirme istek ve kapasitesi hakkında görüş belirtmektedir. Tüm kesimlerin kolay bilgiye erişimi ve rahat anlaşılabilmesi için harf notlarından oluşan skala kullanılmaktadır. Kredi notlarının finansal piyasaların gelişimine paralel kullanım alanları artmıştır. S&P’ye göre, yaptıkları bu raporlamalar, finansal piyasaların gelişmesi ve verimliliğinin artmasını sağlamaktadır (Bilgili, 2022: 61).

2.1.2.2. Standard and Poor’s’un Kredi Notlarında Görünüm ve İzleme Prosedürü

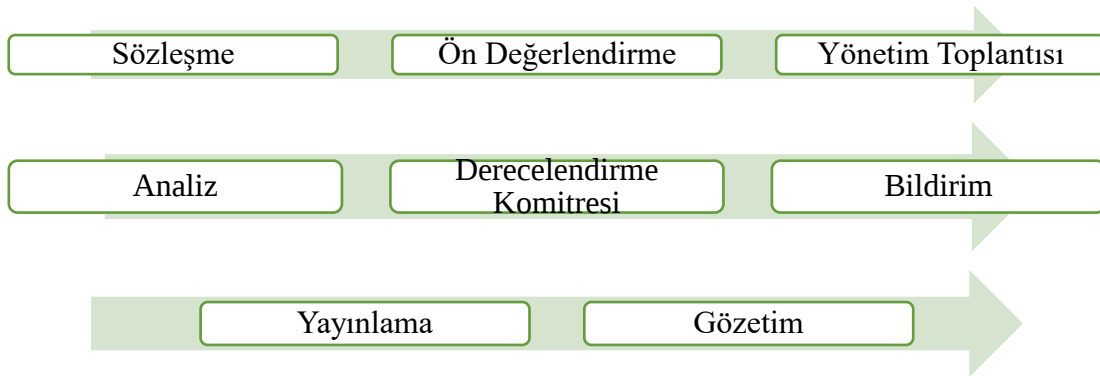
S&P, kredi notunu ortaya koyarken geçmiş ve mevcut bilgilerin yanı sıra geleceğe dair öngörülerini de hesaba katmaktadır. Geleceğe dair öngörüler, yatırım kararı verme aşamasında olan bir yatırımcı için faydalı olabilir fakat öngörülerin bir tahmin olduğu hesaba katılmalıdır. Uzun vadeli bir stratejik yatırım veya kısa vadeli bir iş girişimi için risklerin ortaya konmasında kredi derecelendirme kuruluşlarının raporları, doğru karar almak adına göz önünde bulundurulabilir.

S&P geleceğe dair öngörülerini de barındıran kredi notlarını, sürekli takip etmektedir. Kredi notu verdiği enstrüman veya kuruluşun risklerini etkileyebilecek gelişmeleri izlemektedir. İleriye dönük beklentilerde bir değişiklik meydana gelmesi ihtimali hasıl olduğunda, vermiş bulunduğu kredi notunda yükseltme veya düşürme yönünde karar alarak notun her daim güncel kalmasını amaçlamaktadır. Piyasada yaşanabilecek değişiklikler, ihraççı bazında yaşanabilecek gelişmeler, ihraççının faaliyet alanında yaşanabilecek farklılıklar veya bireysel borç sorunu gibi birçok husus dikkate alınmaktadır (S&P, 2024b: 12).

Gözetim aralığı ve kapsamı, ihraççı veya enstrümanın özel risk değerlendirmelerine bağlıdır. Gözetim, şirket planlarında bir değişiklik, kredi riski açısından önceki beklentileri etkileyebilecek gelişmeler ya da kredi notunu etkileyebilecek diğer faktörlerdeki farklılaşmalara göre ayarlanmaktadır. Gözetim analizi sonucunda S&P, ihraççının veya borçlanma aracının daha önce verilmiş kredi notunu yukarı ya da aşağı şekilde revize edebilmektedir. S&P, daha önce açıkladığı bir kredi notunu 6-24 ay aralığındaki bir süreçte değişebileceğini düşünmesi durumunda “pozitif, negatif, durağan veya gelişmekte (henüz yönü belli olmayan)” ibarelerini kullanarak görünümünü belirtebilmektedir. Görünüm, uzun vadeli kredi notunun orta vadedeki değişim yönünü göstermektedir. Spekülatif bölgede bulunan bir not seviyesi için bu süre 1 yıl kadar iken yatırım yapılabilir seviyedeki bir kredi notu için ise 2 yıllık bir zaman dilimindedir (Bilgili, 2022: 63). Bunun yanı sıra eğer 90 günlük bir süreçte kredini notunu etkileyebilecek bir beklenti içerisinde girilirse ilgili kredi notu izlemeye alınmaktadır. İzleme, görünüme göre kredi notuna etki edebilecek eğilim ya da risklerin yüksekliği durumudur. Kredi notunun eğilimden bir sapma meydana gelebilecek bir olayın yaşanması durumunda veya mevcut notun seviyesinin belirlenmesinde ekstra bir bilginin gerekmesi durumdan izlemeye alınabilmektedir. İzleme bildirimi potansiyel değişimin gerekçeleri ve yönünü belirtmektedir. Hem görünüm hem de izlemeye almak, kredi notunun kesinlikle değişeceği anlamına gelmemektedir. Ayrıca eğer kredi notunu değiştirmeye yetecek tüm bilgiler S&P’nin elindeyse izlemeye almadan da değişiklik yapılabilir (S&P, 2024b: 13).

2.1.2.3. Standard and Poor’s’un Kredi Notu Verme Süreci

Diğer kredi derecelendirme kuruluşları gibi S&P’de kredi notu verme sürecinde, yükümlülerin, yükümlülüklerini yerine getirme istek ve kapasitesini analiz etmektedir. S&P’nin kredi notları temel manada, konunun uzmanı ve analistlerinin oluşturduğu komiteler aracılığı ile belirlenmektedir. Komiteler, ekonomik ortam, finansal durum, ticari özellik, rekabet ortamı, iş risk profili gibi faktörleri dikkate alarak belirli metodolojiler aracılığıyla belirlenmektedir (<https://www.spglobal.com/ratings/en/about/understanding-credit-ratings>).



Şekil 2.1.: S&P'nin Kredi Derecelendirme Süreci

Kaynak: S&P. “*Understanding Credit Ratings*”, <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/understanding-credit-ratings> Erişim Tarihi (07.01.2025).

S&P'nin değerlendirme süreci Şekil 2.1.'de gösterilmektedir. İhraççının derecelendirme talebinde bulunması ile derecelendirme süreci başlamaktadır. S&P ile ihraççının anlaşması durumunda ihraççının taahhüt vermesi istenir ve kredi derecelendirme sözleşmesi imzalanır. Sözleşmede derecelendirmenin kapsamı, türü, ücretlendirilmesi, yayınlanması, bilgi gizliliği, sorumluluklar gibi hususlar belirlenerek kayıt altına alınır. Sözleşmeler, sürecin şeffaf, güvenilir ve düzenli yürütülmesinde kritik öneme sahiptir. Derecelendirmenin sıradaki aşaması ise ön değerlendirmedir. S&P, bu aşamada bir analist ekibi kurarak ilk incelemesini gerçekleştirmektedir. İhraççının finansal durumu, borç ödeme kapasitesi ve iş modeli gibi unsurlar göz önünde bulundurularak güçlü ve zayıf yönler ortaya konur. İhraççının sektör ve bölge gibi pozisyonlarına göre uygun metodoloji belirlenir. İncelemenin tamamlanabilmesi için bilgilerde eksiklik tespit edilirse ihraççıdan talep edilir. Bu sayede kredi notu ortaya konmadan yapılacak tam analiz için temel oluşturulur. Ön incelemenin tamamlanmasından sonra yönetim toplantısı gerçekleştirilmektedir. Analistler ve ihraççının yönetim ekibi bir araya gelerek toplanan bilgileri gözden geçirmektedir. Analistler ön inceleme sırasında dikkat çeken veriler hakkında yönetim ekibinden bilgi alır. Bu aşamada ihraççı, kredi derecelendirme kuruluşunun analistlerine, piyasa koşulları, rekabet durumu, beklentiler gibi hususlarda fikirlerini sunma fırsatı yakalar. Toplantının gerçekleştirilmesi ile analistler nihai kararlarına ulaşmaktadır. Ulaştıkları kredi notunu gerekçeleri ile birlikte derecelendirme komitesine sunarlar. Analiz aşamasında makroekonomik koşullar, iş risk analizi,

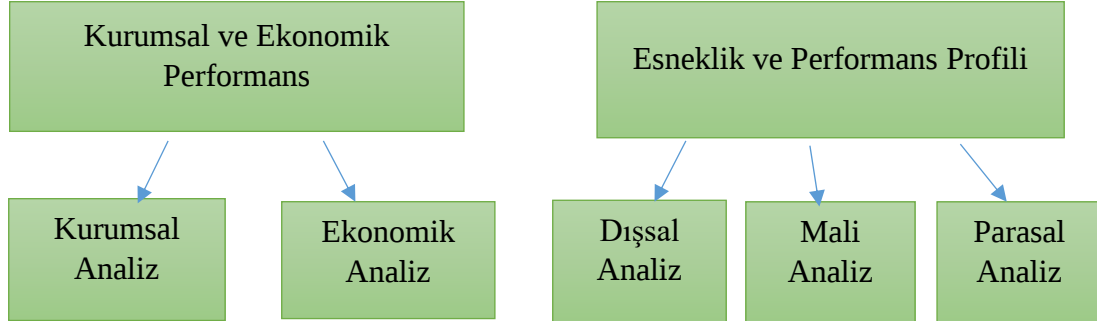
finansal durum, varlık ve borç yönetimi ile diğer göz önünde bulundurulacak faktörler belirlenmiş metodoloji aracılığıyla sonuçlandırılmaktadır. Analist ekibinin raporunu derecelendirme komitesine sunması ile artık süreç komiteye devredilmiştir. Derecelendirme komitesinin üyeleri analist ekibinin sunduğu kredi notunu inceleyip oy kullanırlar. Oy kullanmadan önce analist ekibinden sektör, bölge, finansal veriler gibi analizde kullanılan faktörler hakkında bilgi alınmaktadır. Derecelendirmeye tabi tutulan ihraççı ya da enstrüman hakkında zaten uzmanlığı bulunan komite üyeleri bir karar verir. Kararlar detaylı bir şekilde açıklanmaktadır. S&P genellikle komite aşamasını da geçen kredi notunu, yayınlanmadan önce kontrol amacıyla ihraççı ile paylaşmaktadır. Bu paylaşımın sebebi güven, şeffaflık gibi unsurları sağlamaktır. İhraççının bir itiraz olması durumunda, itiraz konusu incelenerek artık yayınlanma aşamasına geçilmektedir. S&P kredi notunun yayınlanmasını bir basın bülteni hazırlayarak web sitesinden paylaşır. Yayınlanan not artık yatırımcıların kararlarında göz önünde bulundurulabilecek şekilde piyasaya sunulmuştur. Notun kamuoyu ile paylaşılmasından sonra ilgili notun gözetilmesi süreci başlamaktadır. Bu sayede not sürekli güncel kalmakta, nota etki edebilecek olayların meydana gelmesi durumunda değerlendirilmektedir (<https://www.spglobal.com/ratings/en/about/understanding-credit-ratings>).

2.1.2.4. Standard and Poor's'un Kredi Notu Kriterleri

S&P kredi derecelendirme kuruluşu birçok alanda kredi derecelendirme faaliyetini sürdürmektedir. Kredi derecelendirme metodolojisi içerisinde kullandığı kriterler ise derecelendirme yaptığı varlığın ya da ihraççının türüne, bölgesine, alanına gibi faktörlere göre değişebilmektedir. Bu çalışmanın ana ekseninde Yunanistan ile Türkiye'nin notlarının kıyaslanması bulunduğundan kredi notu kriterinin incelemesinde ülke (egemen, devlet, hükümet) kredi notu ele alınmıştır.

S&P, ülkelerin kredi derecelendirmelerinde, kendi hükümeti bulunan, egemenliği sınırlı olmayan, kararlarında ya da yönetiminde başka bir egemene bağılılığı bulunmayan devletleri göz önünde bulundurmaktadır. Egemenliğin en önemli kistası olarak kendi para birimini özgürce kullanıp, politik ve mali çerçevesini belirleyebilmesi sayılmaktadır. Ülkenin, alacaklılara karşı borç ve yükümlülüklerini

tam ve zamanında yerine getirip getiremeyeceğine dair görüşün yansıtıldığı değerlendirmelerdir.



Şekil 2.2.: S&P'nin Ülke Kredi Derecelendirme Çerçevesi

Kaynak: S&P, (2019). "How We Rate Sovereigns", s.2

S&P, ülkenin finansal yükümlülüklerini yerine getirmedeki istek ve kapasitesinin analizinde kurumsal ve ekonomik performans ile esneklik ve performans profilinin belirlendiği beş temel ana unsura dayandırmaktadır ve Şekil 2.2.'de gösterilmiştir (S&P, 2019: 1-2). Beş temel unsurun analizi akabinde tahmini derecelendirme seviyesi meydana gelmektedir. Nitel ve nicel veriler kullanılarak beş unsura 1 en güçlü, 6 en zayıf olmak üzere 1 ile 6 arasında puanlar tayin edilmektedir. Şekil 2.2.'de görüldüğü gibi kurumsal ve ekonomik analizin ortalaması kurumsal ve ekonomik performansı meydana getirirken, değerlendirmeye tabi tutulan ülkenin politika etkinliği ile istikrarını belirlemektedir. Dışsal, mali ve parasal analizin ortalaması ise ülkenin esneklik ve performans profilini oluşturmaktadır. Bu ise ülkenin dış pozisyon ekseninde mali ve parasal esneklik ile borcun sürdürülebilirliği ile ilgili görüşleri yansıtır. Beş temel unsurun incelenmesinden ortaya çıkan değerlendirme sonucuna tahmini derecelendirme seviyesi gerekmesi durumunda ek düzenleme faktörleri uygulanır. Rezervler, ekonomik reformlar, jeopolitik gelişmeler bu kıstasta sayılabilecek unsurlardır. Sayılan unsurların metodolojinin içerisinde eklenmesi bir basamaklık artış ya da azalışa sebep olabilmektedir. Ek düzenleme faktörleri, nihai değerlendirme sonucunun gelişen durumlara daha hassas uyum sağlaması içindir. Ardından döviz cinsinden değerlendirme ve daha sonra ise yerel para cinsinden değerlendirme yapılmaktadır. (S&P, 2019: 2-3).

Kurumsal analiz sürecinde, devlet kurumlarının ve hükümetin politika oluşturma sürecinin içeriğine odaklanılmaktadır. Kurumsal analizde, sürdürülebilir kamu maliyesi, ekonominin siyasi veya ekonomik şoklara dayanıklılığı, dengeli ekonomik büyümenin desteklenmesi, şeffaflık, borç ödeme kültürü, hesap verilebilirlik ve güvenlik riskleri gibi unsurlar değerlendirmeye tabi tutulmaktadır. Ekonomik analizde ise bir ülkenin borç taşıma kapasitesini etkileyebilecek hususlara odaklanılmaktadır. Kişi başı GSYİH, büyüme beklentisi, ekonomide çeşitlilik ve ekonominin dalgalanma seviyesi kredi değerliliği açısından önemlidir (S&P, 2017).

Kredi değerlendirmeye tabi tutulan ülkenin dışsal analizinde kamu/özel toplam ülke içerisindeki yerleşiklerin dış dünya ile işlemleri incelenmektedir. İnceleme esnasında, ülke para biriminin küresel işlemlerdeki rolü, borçlarını karşılayabilecek dövizin elde edilebilme durumu, ülke içi yerleşiklerin dünyaya karşı varlık ve yükümlülüklerinin dengesine bakılmaktadır. Temel manada, ülkenin finansal istikrar ve olası döviz riskine karşı kırılganlığı analiz edilmektedir. Mali analizde ise mali yükün sürdürülebilirliği üzerinde durulmaktadır. Gelir gider dengesi, borç yükü, mali pozisyonun esnekliği, toplam borcu finanse edebilme kapasitesi, olası ekonomik bozulmalar karşısında kırılganlığı incelenmektedir. Son olarak parasal analizde ise para otoritesinin görevini yerine getirebilme kapasitesine odaklanılmaktadır. Uygulanan para politikasının büyüme, enflasyon, kur rejimi, finansal derinlik gibi unsurlar göz önünde bulundurulmaktadır (S&P, 2017).

2.1.3. Moody's Kredi Derecelendirme Kuruluşu

Küresel piyasalarda faaliyet gösteren üç büyük kredi derecelendirme şirketinden birisi de Moody's kredi derecelendirme kuruluşudur. Kurulmuş en eski kredi derecelendirme kuruluşu olarak kabul edilen Moody's, kredi notu, risk analizi ve araştırma faaliyetlerini uluslararası arenada gerçekleştiren ve şirketlerin değerliliği ile şirketlerin kredi riskleri konusunda özellikle tercih edilmektedir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 11).

Amerika'da demiryolu yatırımlarının revaçta olduğu 1900 yıllarında Moody tarafından kurulmuştur. Moody, 1909 yılında demiryolu yatırımlarını gerçekleştiren

şirketlerin analizini yaparak bir kitapta toplamıştır. Kitap sayesinde bu alanda çalışma yapan şirketlere yatırım yapma isteği içerisinde olan yatırımcılar bilgi asimetrisinden bir ölçüde kurtulmuşlardır. 1913 yılına gelindiğinde demiryolu yatırım şirketlerinin yanında sanayi şirketlerini de analiz portföyü içerisine almıştır. Moody değerlendirme portföyünü hızla arttırmaya devam ederek 1914 yılında bu kez de Amerika tahvil piyasasındaki tahvilleri büyük çoğunluğunu değerlendirir hale gelmiştir (Gülmez ve Gündoğan, 2014: 71).

1907 yılında Amerika’da yaşanan ve birçok yatırımcının zarara uğradığı panik evresinde Moody’s hazırladığı kılavuzu maddi zorunluluklardan ötürü satmak zorunda kalmıştır. Bu zorlu dönem sonrasında analizlerini geliştirerek faaliyetlerine devam etmiştir. Akabinde 1929 Büyük Burhan’ını da atlatan Moody’s, 1970’li yıllara kadar tahvil değerlendirme faaliyetinde bulunmuştur. Bu tarihten sonra farklı ülkelerde ofisler açarak büyümeye devam etmiştir. 2021 yılı itibariyle Moody’s, 130’dan fazla ülkede 13 bin kadar personel ile faaliyetlerine devam etmektedir (Bilgili, 2022: 28-32).

Moody’s hazırladığı kredi notları aracılığıyla borçlanma stratejisi oluşturması ve geniş yatırımcı portföyüne ulaşabilmesi açısından ihraççılara, küresel borç piyasasında bilgiler sunması açısından ise yatırımcılara geniş bir alan kazandırma iddiası ile günümüzde faaliyetlerini sürdürmektedir. Moody’s’in hazırladığı analizler karmaşık ve oynak piyasada hem yatırımcının hem de borçlunun yolunu bulmasına yardım ettiği yine şirketin beyanları arasındadır (<https://www.moody.com/web/en/us/solutions/ratings.html>).

2.1.3.1. Moody’s Tarafından Verilen Uzun ve Kısa Vadeli Kredi Notları

Moody’s, finans kuruluşları, finans enstrümanları, finans sektörü dışındaki şirketler, proje finansmanı ve kamu kuruluşları tarafından ihraç edilen finans yükümlülüklerin değerlendirmesini yapmaktadır. Kredi derecelendirme, değerlendirmeye alınan finansal yükümlülük ya da ihraççının, kredi risklerinin geleceğe dair bir görüşüdür. Kredi riski, ihraççının yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirememe, temerrüde düşme veya yatırımcının finansal kayıp

yaşama ihmalleri çerçevesinde tanımlamaktadır. Temelde Moody's, finansal yükümlülükleri yerine getirmesi gereken ihraççının zamanı geldiğinde gereken nakti oluşturma kapasitesi ve istekliliğini değerlendirmektedir (Moody's, 2025: 5).

Moody's derecelendirmelerinde uzun ve kısa vadeli ölçekleri kullanmaktadır. Uzun vadeli kredi derecelendirmesinde vade 11 ay ve üzeri iken kısa vadeli kredi derecelendirmede ise vade 13 aydan kısadır. Her iki vade de yapılan değerlendirme içeriği itibarıyla, temerrüde düşme veya değer kaybı durumlarında yaşanabilecek finansal kaybın tahminini göz önünde bulundurulmaktadır. Yani her iki vade de hem ihraççı hem de finansal araç üzerine değerlendirme yapılmaktadır. Yapılan değerlendirmeler genellikle kamuoyu ile paylaşılırken, paylaşılmayan bazı özel değerlendirmeler de mevcuttur. Moody's yaptığı derecelendirmelerden sadece yapılandırılmış finansmanı ayırmakta ve 'sf' ibaresi eklemektedir. (Moody's, 2025: 5).

Tablo 2.9.: Moody's'in Uzun Vadeli Derecelendirmelerde Harf Notları ve Anlamları

Harf Notu	Anlamları
Aaa	En yüksek seviye kredi derecelendirmesidir. Yükümlünün kredi riski en düşük seviyede ve en kaliteli manasına gelmektedir.
Aa	Yüksek seviye kredi derecelendirmesidir. Yükümlünün kredi riski çok düşük olup kalitesi yüksektir.
A	Üst-orta seviye kredi derecelendirmesidir. Yükümlünün kredi riski düşüktür.
Baa	Orta seviye kredi derecelendirmesidir. Yükümlünün kredi riski orta seviyededir ve bazı spekülative özellikler gösterebilmektedir.
Ba	Spekülative seviyede kredi derecelendirmesidir. Yükümlünün kredi riski önemli düzeydedir.
B	Ba seviyesinde olduğu gibi spekülative kredi derecelendirmesidir. Yükümlünün kredi riski önemli düzeyde olup geri ödeme konusu oldukça düşüktür.
Caa	Düşük güvenilir spekülative kredi derecelendirmesidir. Yükümlünün kredi riski çok yüksek seviyededir.
Ca	Yüksek seviyede spekülative kredi derecelendirmesidir. Yükümlü temerrüde düşmüş veya düşmeye yakındır. Yatırımcının ana parası ve faiz geliri açısından küçük bir umut vardır.
C	En düşük seviyede kredi derecelendirmesidir. Yükümlünün kredi riski, yatırımcının anapara ve faiz geliri açısından hemen hemen geri ödenmeyeceği anlamındadır.

Kaynak: Moody's, (2025). "Rating Symbols and Definitions", s.6

Moody's'in kredi notlarının semboller aracılığı ile gösterimi Tablo 2.9.'da görülebilmektedir. Aaa ile Aa kredi notları yüksek seviye, A ile Baa kredi notları orta seviye, Ba ile B kredi notları spekülative seviyeyi ve Caa, Ca ile C kredi notları ise çok yüksek risk seviyesine işaret etmektedir (Gülmez ve Gündoğan, 2014: 72). Aa ile Caa

(dahil) arasındaki harf notlarına 1,2,3 rakamları ile eklenti yapılabilmektedir. 1 rakamın eklendiğinde ilgili derecelendirmenin üst diliminde, 2 rakamı ile orta dilimde, 3 rakamı ise alt dilimde olduğunu göstermektedir (Moody's, 2025: 6).

Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun küresel kısa vadeli derecelendirmeleri yükümlünün bütün kısa vadeli yükümlülüklerini kapsamaktadır. Küresel kısa vadeli derecelendirmelerde kullanılan semboller ile manaları Tablo 2.10.'da gösterilmektedir (Moody's, 2025: 6).

Tablo 2.10.: Moody's'in Kısa Vadeli Derecelendirmelerde Harf Notları ve Anlamları

Harf Notu	Anlamları
P-1	Yükümlü kısa vadeli borcunu ödeyebilme konusundaki kapasitesi üst düzeydir.
P-2	Yükümlü kısa vadeli borcunu ödeyebilme konusundaki kapasitesi güçlüdür.
P-3	Yükümlü kısa vadeli borcunu ödeyebilme konusundaki kapasitesi kabul edilebilir seviyededir.
NP	Yükümlü kısa vadeli borcunu ödeyebilme konusundaki kapasitesi bu kategorilerden hiçbirine girmemektedir.

Kaynak: Moody's, (2025). “Rating Symbols and Definitions”, s.6

Moody's küresel düzeyde yaptığı uzun ve kısa vadeli derecelendirmeler arasındaki ilişkiyi de ortaya koymuştur. Bu ilişki ise Tablo 2.11.'de görüldüğü gibidir (Moody's, 2025: 7).

Tablo 2.11.: Moody's'in Uzun ve Kısa Vadeli Derecelendirme Ölçeklerindeki İlişki

Uzun Vadeli Derecelendirme	Kısa Vadeli Derecelendirme
Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2	Prime - 1
A3 Baa1, Baa2	Prime - 2
Baa3	Prime - 3
Ba1, Ba2, Ba3 B1, B2, B3 Caa1, Caa2, Caa3 Ca, C	Not Prime

Kaynak: Moody's, (2025). “Rating Symbols and Definitions”, s.7

Tablo 2.11.'in incelenmesinden anlaşılabileceği gibi, Moody's, kredi derecelendirmesinde Aaa ile A2 arasındaki kredi notuna prime 1, A3 ile Baa2 arasındaki kredi notuna prime 2, Baa3 kredi notuna prime 3 kredi notlarının karşılık

geldiğini, Bal ile C arasındaki uzun vadeli kredi notlarına ise kısa vadeli hiçbir kategoriye girmediğini belirtmiştir.

2.1.3.2. Moody's'in Kredi Notlarında Görünüm ve İzleme Prosedürü

Moody's yaptığı kredi derecelendirmelerine görünüm atayabilmektedir. Görünümler temel manada ilgili derecelendirmenin muhtemel izleyeceği yol hakkında, orta vadede görüş sunmaktadır. Yükümlülük sahibi ihraççının birden fazla derecelendirmesi farklı görünümlere sahip olabilmektedir. Bu gibi durumlarda ise 'm' eki eklenmekte ve farklılığa sebep gerekçe açıklanan raporlarda belirtilmektedir. Kredi derecelendirmelerine atanan görünüm 4 farklı kategoridedir. Bunlar, pozitif, durağan, gelişen ve negatif şeklindedir (Moody's, 2025: 32).

Bir kredi derecelendirmesine pozitif, gelişen veya negatif görünümlerden birisi eklendiğinde orta vadede ilgili kredi notunda görünümün gösterdiği yönde bir değişiklik ihtimali yüksektir. Durağan görünümde ise ilgili kredi notunda orta vadede değişim ihtimali düşük kabul edilmektedir. Kredi komitesi, kredi notuna görünümlerden birisini eklediğinde, kredi notunun ihraççının kredi riski ile uyumlu olduğu belirtilmiş olmaktadır. Kredi notuna görünüm atanması sonrası süre, ihraççının kredi profilini etkileyebilecek gelişmelere göre değişkenlik gösterebilmektedir. Kredi notunun pozitif veya negatif görünüme sahip olması durumunda, görünüm değişikliği, not artırımı veya not düşüşü büyük ölçüde bir yıl içerisinde gerçekleşmektedir. Moody's, pozitif veya negatif görünüm belirlediği kredi notlarının üçte birinin on sekiz aylık süreçte görünüm yönünde not değişikliğine gidildiğini tespit etmiştir. Durağan görünüme sahip kredi notunda ise %90 oranında bir yıllık süreç içerisinde değişikliğinin meydana gelmediği yine tespit edilen hususlardandır (Moody's, 2025: 32-33)

Her yapılmış derecelendirmeye görünüm atamak zorunluluğu bulunmamaktadır. Bazı ihraççılara görünüm verilmez ve bu durum "No Outlook (Görünüm Yok)" şeklinde belirtilmektedir. Eğer bir ihraççının kendisi veya ihraç ettiği birden fazla enstrüman gözden geçiriliyorsa "RUR (Rating/Rating's Under Review - Gözden Geçirilen Derecelendirmeler)" ibaresi eklenmektedir. Bir ihraççının herhangi

aktif bir derecelendirmesi bulunmaması durumunda ise “RWR (Rating/Rating’s Withdrawn – Geri Çekilen Derecelendirmeler) ibaresi kullanılmaktadır (Moody’s, 2025: 32).

Moody’s izlemeye aldığı kredi derecelendirmelerini ise bir liste şeklinde tutmaktadır. İzleme ilgili notun artması, düşmesi ve düşük bir olasılıkla yönü belirsiz şeklinde incelenmektedir. İnceleme hususu, kredi notunun yakın zamanda bir değişikliğe uğrayabileceği fakat bunun için bazı ek bilgilere ihtiyaç duyulduğunu, bu bilgilerle analiz yapılarak bir sonuca ulaşılabileceğini belirtmektedir. Bahsi geçen inceleme için gerek süre gereken bilgi ve yapılacak analize göre değişkenlik gösterebilmektedir. Kimi zaman da izleme bir olay nedeniyle başlatılmış olabilmektedir. Genellikle incelemeler 30 – 90 gün içerisinde tamamlanırken, bir olay sonrası yapılan incelemeler ise 90 – 180 gün arasında sürebilmektedir (Moody’s, 2025: 33).

2.1.3.3. Moody’s’in Kredi Notu Verme Süreci

Yatırımcı bir finansal enstrümana yatırım yaptığında verdiği anapara ve getirisini tam ve zamanında tahsil etmek ister. Fakat küreselleşmiş dünyada yatırım yaptığı ihraççı veya ihraççının bulunduğu ülkenin kuralları hakkında bütün bilgiler hakim olabilmesi pek mümkün değildir. Bundan dolayı profesyonel çalışanları ile tüm bilgileri ortaya koyup basit şekilde yatırımcıya sunan kredi derecelendirme kuruluşlarından faydalanmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının temel amacı, bir yükümlünün finansal borcunu ödeme isteği ve kapasitesini ortaya koymak, borçlunun temerrüt riskini belirlemektir.

Moody’s aşağıda sıralanan durumları temerrüt şeklinde tanımlamaktadır (Moody’s, 2025: 34);

- Finansal sözleşme kapsamında belirlenmiş faiz ve ana para ödemesinin tam ve zamanında yapılmaması
- Yükümlünün borcunun ödeyebilmesini engelleyecek iflas veya kayyum atanması gibi durumlar

- Borç yapılandırma adı altında yükümlünün sözleşme gereği ödemesi gereken faiz ve anapara karşılığında daha düşük tutara tekamül eden bir varlık teklif etmesi
- Yükümlünün bulunduğu ülkenin yönetimi tarafından ödeme koşullarında, sözleşmede belirtilen şartlardan daha düşük sayılabilecek koşulların kabulünü gerektiren zorunlu değişimler

Yukarıda sayılanlar dışında bazı teknik sebeplerle yükümlünün 1 – 2 iş günü içerisinde çözülebilen gecikmeler ve yükümlülük hakkında yasal bazı belirsizliklerin mevcut olması nedeniyle gecikmeler gibi durumlar temerrüt sayılmayabilmektedir.

Kredi derecelendirme yapılabilmesi için ilk olarak derecelendirme talebi bulunan ihraççı Moody's'e resmi başvuruda bulunur. Derecelendirme konusunda anlaşılması durumunda sözleşme imzalanır ve anlaşmanın yürürlüğe girmesiyle analitik ekip ataması yapılmaktadır. Ekibin atanması ile birlikte ilk toplantı gerçekleştirilir. İlk toplantıda ihraççı, finansal veriler, risk yönetim prosesi, iş planları ve sektör konumu gibi bilgileri hazırlayıp sunum gerçekleştirmektedir. Bu aşamada veriler üzerinden tartışmalar gerçekleştirilir. Bu aşamadan sonra analitik ekip çalışmalarını tamamlayıp, derecelendirme komitesine sunmaktadır. Derecelendirme komitesi derecelendirmeyi gözden geçirip, nihai karar için oylama yapar. Komite sonrası artık kredi notu belli olmuştur ve açıklanmadan önce ihraççı ile bir toplantı gerçekleştirilmektedir. Bu aşamada ihraççı basın açıklamasının taslağını inceleme fırsatı bulur. Ardından basın bülteni ile kredi derecelendirme açıklanmaktadır. Açıklama sonra dönem için artık verilen notun izlenmesi yapılmaktadır (<https://ratings.moody's.io/ratings>).

2.1.3.4. Moody's'in Kredi Notu Kriterleri

Moody's'in kredi derecelendirme komiteleri sektör, bölge, ihraççı türü veya işlem sınıfı gibi faktörler ekseninde, içerisinde nicel ve nitel veriler bulunan çeşitli metodolojiler kullanmaktadır. Metodolojiler kredi notunun ortaya çıkmasında kullanılan analitik çerçevedir. Komitenin ele aldığı derecelendirmede kullanacağı faktörleri belirlemede takdir yetkisi bulunmaktadır. Temel metodolojiler ülkeler,

finansal ve finansal olmayan şirketler gibi yükümlüler için kullanılan bir yöntemdir. Bu metodoloji hemen hemen bütün finansal borç araçlarını ve ihraççıyı değerlendirebilecek şekilde tasarlanmış bir çerçeve sunmaktadır. Temel metodolojide puan kartı kullanılmaktadır. Puan kartında tüm faktörler bulunmamakta, yalnızca en kritik faktörler yer almaktadır. Bulunan faktörler ve alt faktörlere, kesin değer olmamakla birlikte, yaklaşık bir değer verilmiştir. Komite değerlendirmeye tabi tuttuğu yükümlüyü göz önünde bulundurarak değer tayin etmektedir. Piyasa koşulları veya yükümlünün özel durumları gereği puan kartında belirlenmiş ağırlıklardan sapmalar gerçekleşebilmektedir (Moody's, 2025: 38).

Puan kartındaki kriterler çoğu derecelendirmede göz önüne alınması gereken ortak faktörlerdir. Bunlar kredi derecelendirme komitelerinin kullandığı sabit unsurlar olduklarından, herhangi bir değişiklik yapılması istendiğinde politika komitesi tarafından onaylanması gerekmektedir. Bu yöntemin kullanılmasının temel amacı istikrar, şeffaflık ve tutarlılıktır. Genel verilere dayandığından dolayı kısa vadeli küçük değişikliklerden etkilenmeyip, uzun vadeli büyük olaylar meydana gelmesi durumunda revize edilmektedir (Moody's, 2025: 39-40).

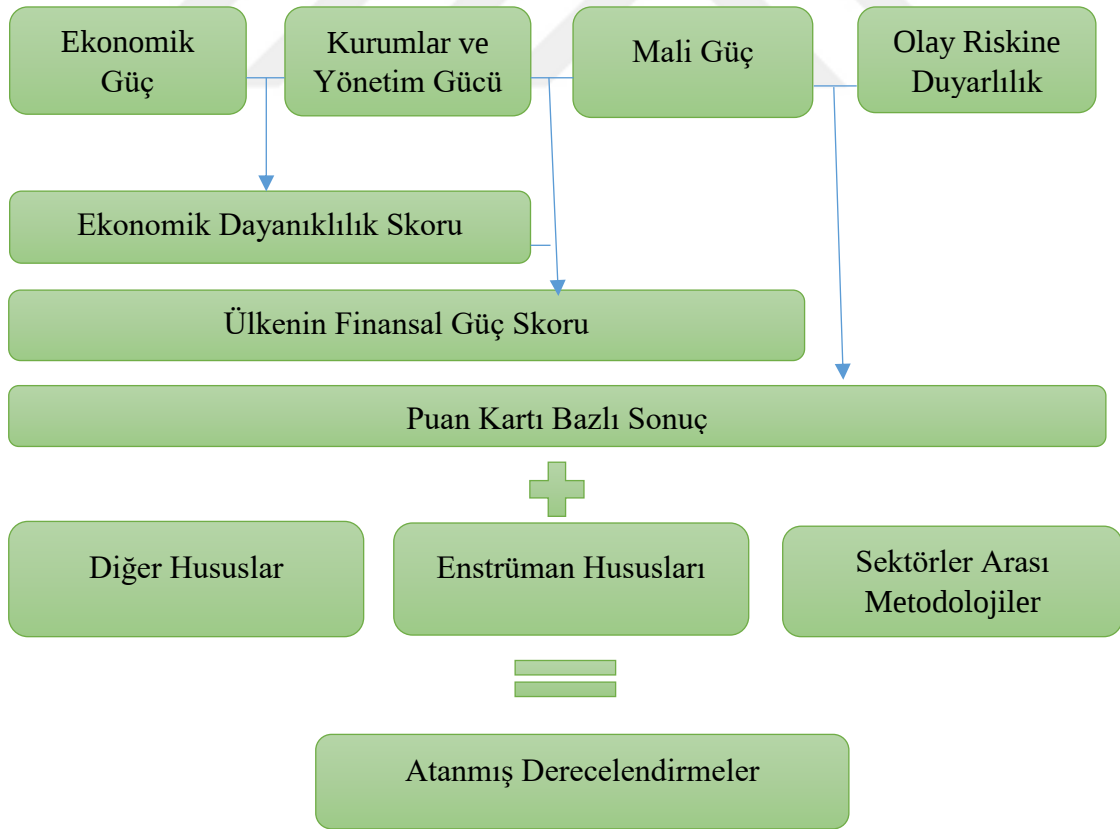
Moody's kredi değerlendirmesi sonucu kredi notunu ortaya koymaktadır. Moody's'in görüşüne göre, kredi notları belirli bir vadeye bağlı olmadan ve kıyaslamalı kredi riskleridir. Kıyastan kasıt ise ihraççılar veya finansal enstrümanlar arasındaki göreceli kredi riskinin karşılaştırılmasıdır. Buradaki amaç ise piyasa katılımcılarının ihtiyacının, mutlak risk ölçülerinden ziyade kıyaslamalı kredi riski değerlendirmeleri olduğu düşüncesidir. Mutlak risk ile ilgilenilmesi durumunda her dalgalanmada kredi notlarının değişmesi ihtiyacının meydana geleceğine inanılmaktadır. Sürekli yaşanacak değişiklikler ile de gereksiz oynaklık meydana gelecek, belirsizlik vuku bulacaktır. Tüm bunların yerine göreceli riskin gösterilmesi uzun vadede istikrar sağlarken, ihraççı veya finansal enstrümanlar arasında kıyaslama imkanı sağlayacağı varsayılmaktadır (Moody's, 2025: 40).

Moody's kredi derecelendirme şirketinin kredi değerlemesinde göz önünde bulundurduğu kriterleri incelediğimiz bu bölümde çalışmamızın nihai hedefi göz

önünde bulundurularak, incelemeye tabi tuttuğumuz diğer kredi derecelendirme şirketleri gibi, ülke (hükümet, devlet, egemen) kredi notunun kriterlerini ele alacağız.

Ülkeler faaliyetlerini finanse etmek adına borçlanma yoluna gitmektedirler. Ülkeler küresel borç piyasasının en büyük oyuncularını olup tahvil, bono veya krediler gibi borçlanma enstrümanlarını kullanmaktadırlar. Ülkeleri diğer borçlananlar ile ayıran bazı temel farklılıkları bulunmaktadır. Bu farklılıklar, borçlarını karşılayabilmek için harcamalarını kısmak veya vergileri arttırmak yoluna gidebilmesi, borçlarını yeniden yapılandırmaya zorunlu tutacak daha üst bir otoritenin bulunmaması ve temerrüde düşmesi halinde dahi varlığını sürdürebilmesidir. (Moody's, 2025: 4).

Kriterler nicel ve nitel faktörlerden oluşmaktadır. Kredi notunu ileriki dönemlerde de geçerli kalmasını sağlayacak tüm önemli unsurlar dikkate alınmakta, riskler ile riskleri dengeleyici faktörler göz önünde bulundurulmaktadır. Yukarıda da izah edildiği gibi Moody's puan kartı kullanmaktadır.



Şekil 2.3.: Moody's Ülke Kredi Notu Metodolojisi Çerçevesi

Kaynak: Moody's, (2022). "Rating Methodology Sovereigns", s.2

Ülkelerin kredini notunun hesaplanmasında kullanılan puan kartı Şekil 2.3.’de görülmektedir. Ülke kredi notlarının belirlenmesinde kullanılan puan kartında; ülkenin ekonomik gücü, kurumları ve yönetim gücünün ağırlıklarının oluşturduğu “Ekonomik Dayanıklılık Skoru” ile ekonomik dayanıklılık skoru ve mali gücün ağırlıklarının oluşturduğu “Finansal Güç Skoru” bulunmaktadır. Bunların sonucunda ülkenin olaylar karşısında ortaya çıkabilecek riskler çerçevesinde puan kartında sonuç aralığı oluşmaktadır. Puan kartını daha iyi anlayabilmek için kriterlerin içeriklerine bakmak gerekmektedir. Bu durum Tablo 2.12.’de gösterilmiştir.

Tablo 2.12.: Moody’s Ülke Kredi Notu Metodolojisi Çerçevesinin İçeriği

Kriter	Alt Kriter	Alt Kriter Ağırlığı	Alt Alt Kriter	Alt Alt Kriter Ağırlığı
Ekonomik Güç	Büyüme Dinamikleri	35%	Ortalama Reel GSYİH Büyümesi	25%
			Reel GSYİH Büyümesinin Oynaklığı	10%
	Ekonominin Ölçeği	30%	Nominal GSYİH	30%
	Milli Gelir	35%	Kişi Başı GSYİH	35%
	Kriter Puanına Düzeltme	0-9 arası not	Diğer	
Kurumlar ve Yönetim Gücü	Kurumların Kalitesi	40%	Yasama ve Yürütme Kurumlarının Kalitesi	20%
			Sivil Toplum ve Yargı Gücü	20%
	Politika Etkinliği	60%	Maliye Politikası Etkinliği	30%
			Para ve Makroekonomi Politika Etkinliği	30%
	Kriter Puanına Düzeltme	0-3 arası not	Ülkenin Temerrüt ve Gecikmiş Borç Geçmişi	
Mali Güç	Borç Yüğü	50%	Devlet Genel Borcu/GSYİH	25%
			Devlet Genel Borcu/Gelir	25%
	Borç Ödenebilirliği	50%	Devlet Genel Faiz Ödemeleri/GSYİH	25%
			Devlet Genel Faiz Ödemeleri/Gelir	25%
	Kriter Puanına Düzeltme	0-6 arası not	Borç Yüğü Yıllık Değişimi	
			Borç Yüğü Beklenen Değişimi	
			Yabancı Para Borcu/GSYİH	
			Diğer Finansal Olmayan Kamu Borcu/GSYİH	
			Finansal Varlıklar/GSYİH	
		0-3 arası not	Diğer	
Olay Riskine Duarlılık	Politik Risk	Minimum Fonksiyon	Yurtiçi Politik ve Jeopolitik Risk	
	Devlet Likidite Riski	Minimum Fonksiyon	Finansman Erişim Kolaylığı	
		0-2 not kategorisi	Puan Düzeltmesi-Yeniden Finansman Riski	
	Bankacılık Riski	Minimum Fonksiyon	Bankacılık Kredi Olay Riski	
		0-2 not kategorisi	Toplam Yurtiçi Banka Varlıkları/GSYİH	
	Dış Kırılganlık Riski	Minimum Fonksiyon	Alt Kriter Puan Düzeltmesi	
		0-2 not kategorisi	Dış Kırılganlık Riski	
	Kriter Puanına Düzeltme	0-2 not kategorisi	Alt Kriter Puan Düzeltmesi	

Kaynak: Moody’s, (2022). “Rating Methodology Sovereigns”, s.3

Ekonomik güç kriteri, devletin yaşanabilecek ekonomik değişimlere dayanıklı olması açısından önemlidir. Finansal borcunu geri ödeme kapasitesi ekonomik

büyüme ile doğrudan ilgilidir. Ekonomilerde yaşanabilecek ani olumsuzluklar ülkelerin temerrüde düşmelerine neden olabilmektedir. Ekonomik gücü sağlam olan ülkeler uzun sürebilecek ekonomik stres dönemlerine dayanabilmekte, temerrüt ihtimali azalmaktadır. Ekonomisini büyütmüş, çeşitlendirmiş ve esnekliği yükseltmiş ülkeler tersi durumundaki ülkelere göre şoklara karşı daha dayanıklıdır. Ekonomik güç kriteri büyüme dinamikleri, ekonominin ölçeği ve ulusal gelir olmak üzere üç alt kriterden oluşmaktadır (Moody's, 2025: 22).

Kurumlar ve yönetim gücü kriteri, yasa, düzenleme, denetleme gibi fonksiyonların öngörülebilirliği ve istikrar yatırımcı güveni açısından önemli bir yer tutmaktadır. Kurumlarının sağlamlığı ile yönetimi güçlü olması devletin borcunun ödemedeki istekliliğinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Ayrıca para, maliye veya başka bir politikanın uygulanabilme kapasitesi yine kurumlar ve yönetim gücü ile doğrudan alakalıdır. Moody's, kurumsal zayıflıkların ülkenin temerrüde düşmesinde etkili olduğu, geçmiş dönemlerde bu durum yaşandığını kabul etmektedir. Kurumlar ve yönetim gücü kriteri, kurumların kalitesi ve politika etkinliği olmak üzere iki alt kriterden oluşmaktadır (Moody's, 2025: 26).

Mali güç kriteri, borç stokunun sürdürülebilirliği açısından önemli bir veridir. Bir devlet sürekli mali açıklar vermesi zamanla borç ödeme kapasitesinde sorunlar çıkaracaktır. Olumsuz ekonomik koşulların meydana gelmesi durumunda kırılganlığı fazla olacak, bu durumda yükümlülüğünün yerine getirmeme riskini arttırabilecektir. Mali güç kriteri, borç yükü ve borç ödenebilirliği alt kriterlerinden oluşmaktadır (Moody's, 2025: 32).

Ülke kredi notu için hazırlanmış puan kartındaki son kriter, olay riski duyarlılığı kriteridir. Yaşanabilecek ekonomik şokların devletin finansal gücünü azaltarak yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesini olumsuz etkileyebilecek riskler analiz edilmektedir. Olay riski duyarlılığı, politik risk, devlet likidite riski, bankacılık riski ve dış kırılganlık riski alt kriterlerinden oluşmaktadır (Moody's, 2025: 38-39).

Tablo 2.12.'de gösterildiği şekilde düzenlenen puan kartı tek başına ülkenin kredi notunu ortaya koymamakta, temel gidişatı belirlemektedir. İhraççı ülkenin kredi

profilindeki bazı hususların puan kartına tam yansımadığı düşünüldüğünde belirli kriter veya alt kriter aracılığı ile düzeltmeler uygulanabilmektedir. Tablo 2.12.'de yer alan kriter, alt kriter ve alt-alt kriterler vasıtası ile oluşturulan puan kartına çevre, sosyal ve yönetim faktörlerinin getirebileceği riskler ve fırsatlar dahil edilmektedir. Özellikle günümüzde sürekli gündemde yer tutan küresel ısınma gerçeği çevresel faktörlerin getirebileceği riskleri ön plana almaktadır. Çevresel riskler, hem sera gazı salınımını azaltması gibi önemler nedeniyle hem de kaynakların azalması gibi etkiler yoluyla ülkenin ekonomik ve mali durumunu değiştirme potansiyeline sahiptir. Sosyal riskler de ise ülkede yaşayanların temel hizmetlere erişimi, eğitimi, gelir seviyesi gibi düzeylerinin etkileri analize dahil edilmektedir. Son olarak yönetim hususunda kararların alınması ile uygulanmasında ortaya çıkabilecek etkilerin analize dahil edilmesidir (Moody's, 2025: 4-8). Bu kriterlerin yanında puan kartında bulunmayıp gerek duyulması halinde önem kazanan ek kriterler bulunmaktadır. Her ihraççı için büyük farklılıklar gösterebilen bu kriterler düzenleyici riski, hukuki riskler, likidite riskleri, teknoloji riski, itibar riskidir (Moody's, 2025: 48).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE İLE YUNANİSTAN'IN KREDİ NOTU KRİTERLERİNİN İNCELEMESİ VE KARŞILAŞTIRILMASI

Çalışmanın ilk bölümünde kredi derecelendirme kavramı, önemi ve temel eleştiriler üzerinde duruldu. İkinci bölümde ise dünyadaki üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu ve bu kuruluşların kredi derecelendirme faaliyetlerindeki kullandıkları metodolojileri analiz edildi. Son bölümde ise Türkiye ile Yunanistan'ın kredi notlarını meydana getiren veriler incelendikten sonra Türkiye ile Yunanistan'ın özellikle nicel veriler yanında nitel verileri de karşılaştırılarak kredi derecelendirme kuruluşlarının adil davranıp davranmadıkları ortaya konmaya çalışıldı. Ardından Türkiye özelinde çeşitli alternatifler üzerinde duruldu.

Konu hakkında literatüre bakılacak olursa; Savaşkan (2019) kredi notlarının belirlenmesinde sadece makroekonomik verilerin dikkate alınmadığını, bunun yanında politik durumun da hesaplama da dahil edildiğini tespit etmiştir. Makroekonomik verilerden de GSMH, enflasyon, işsizlik, cari denge ve bütçe dengesi önemli sonucuna ulaşmıştır. Somuncu (2019), ülke kredi notlarının belirlenmesinde etkili olan veriler üzerine yaptığı çalışmasında döviz kurları, enflasyon, kredi hacmi, GSYH, kamu borcunun GSYH'ye oranı, yıllık kredi faiz oranı ve politik durum etkili olduğunu vurgulamıştır. Şekeroğlu (2020) kredi notunun bir sonraki yıl büyüme, faiz, doğrudan yabancı yatırımcı ve enflasyon üzerinde etkilerinin anlamlı olduğunu tespit etmiştir. Yan vd. (2023) Çin Ulusal Kalkınma ve Reform Komisyonu'nun tahvil ihraç etmek isteyen şirketlere kredi notunu zorunluluk haline getirmesi ile tahvil piyasasının büyüdüğünü tespit etmişlerdir.

Bilgili (2022), küresel kriz öncesi ekonomik göstergeleri kötü kimi ülke ve şirkete yüksek kredi notu verilmesinin piyasada hayal kırıklığına sebep olduğunu, Nejad vd. (2024) ise kredi derecelendirme kuruluşlarının konjonktüre göre kredi notu verdiği sonucuna ulaşmıştır. Machado (2023) çalışmasında kredi derecelendirme kuruluşlarının uluslararası finans piyasasındaki etkinlikleri sayesinde ülkelerin üzerinde baskı oluşturarak politika alanını daralttığını yönünde eleştiri getirmiştir.

Elkhoury (2008) kredi notlarında yapışkanlık, piyasanın gerisinde kalması ve değıştirildiğinde aşırı tepki verilmesi finansal krizleri büyüttüğü eleştirisini getirmiştir. Bradshaw (2021) çalışmasında, 2008 krizi sırasında kredi derecelendirme kuruluşlarının sorumsuzca hareket ettiğini, bir takım düzenleme çalışmalarına rağmen hala suiistimallerin önlenabilir olmadığını iddia etmiştir.

Şahin (2019) kredi notu değışimlerinin hisse senedi piyasasında anlamlı etkisinin olmadığını, Güler (2014) ise yine bu bulguyu destekler nitelikte verilecek notların piyasa tarafından önceden tahmin edilerek önlem alındığını, bu yüzden anlamlı etkiye sahip olmadığını belirlemiştir.

Aguenau ve Abrache (2013) 1980 ile 2009 yılları arasında Yunanistan ekonomisinde kredi notunu belirleyen faktörlere odaklandıkları çalışmalarında yüksek kamu borcu, düşük büyüme, kronik bütçe açıkları ve zayıf dış denge hususlarını tespit etmişler, 2009 borç krizinin de aynı sebeplerle gerçekleştiği iddiasında bulunmuşlardır.

Karagöl ve Mıhçıkur (2012) seçilmiş bazı ülkelerin tek yıl bazında makroekonomik verileri ve CDS primlerini karşılaştırarak Türkiye'ye kredi notu bağlamında haksızlık yapıldığını belirlemiştir. Sonucunda bir takım önlem tavsiyeleri geliştirmiştir. Demir (2014) çalışmasında Türkiye'nin verileri üzerinde yaptığı analizde Türkiye'ye düşük kredi notu verildiğini, benzer şekilde Akçayır (2013)'da Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme Endeksini baz alarak Türkiye'ye haksızlık yapıldığı sonucuna ulaşmıştır.

Literatür taraması kapsamında son sayılan üç çalışma, bu çalışmaya en yakın durumdadır. Karagöl ve Mıhçıkur (2012) çalışmasında birçok ülke için tek yılın verileri dikkate almış, Demir (2014) çalışmasında Türkiye'nin verileri üzerinden hareket etmiş, Akçayır (2013)'de ise Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme Endeksi baz alınarak birçok ülke ile karşılaştırma yoluyla Türkiye'nin kredi notu belirlenmesindeki objektifliğe odaklanmıştır. Bu çalışmada ise uzun bir dönem aralığında, doğrudan Türkiye ile Yunanistan'ın birçok verisi kullanılarak sonuca ulaşılmaya çalışıldı.

3.1. Türkiye ile Yunanistan'ın Verilerinin İncelenmesi

Bir ekonominin durumu ve gidişatını genel olarak anlamanın en kısa yolu makroekonomik verileri incelemekten geçmektedir. Bu verilerden öne çıkanlar ise büyüme hızı, enflasyon, bütçe dengesi, cari denge, işsizlik oranları, döviz kuru ve kredi notları gibi büyüklüklerdir (Eğilmez, 2023). Bu çalışmada ekonominin gelişmesi açısından büyüme rakamları, istikrar açısından enflasyon rakamları, borçluluk durumu için kamu borç stokunun GSYH'ye oranı ile cari dengenin GSYH'ye oranı seçildi. Tüm politikalar sonucunda asıl hedef, halkın refah seviyesinin arttırmak olduğundan kişi başı GSYH rakamları kullanıldı. Özellikle makroekonomik veriler üzerinden Türkiye ile Yunanistan karşılaştırması yapılarak, kredi notları kıyaslandı. Makroekonomik verilerin yanında siyasi-politik durum ortaya konulmaya çalışıldı.

3.1.1. Türkiye'nin Kredi Notları ve Not Kriterlerinin İncelenmesi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının gerek ülkeler gerekse şirketler bazında yaptığı değerlendirmeler sonucunda kıyaslama yapma imkanı ortaya çıkmaktadır. Kredi notları, ülkeye gelecek yabancı sermaye ile doğrudan ilişkilidir. Yatırım yapılabilir seviyede kredi notu bulunan bir ülkenin, bu seviyede kredi notu bulunmayan bir ülkeye göre çekebileceği yabancı sermayenin miktarı, sermaye maliyeti ve çeşitliliği gibi avantajlar meydana gelmektedir. Dolayısıyla daha fazla ve ucuz maliyetle sermaye çekmeyi başaran ülke, yapacağı yatırım ve üretim döngüsü ile küresel pazardan daha fazla pay alabilmekte ve vatandaşlarının refah seviyesini yükseltmektedir.

3.1.1.1. Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Kuruluşlarıyla İlişkisi

Türkiye'nin 1989 yılında finansal liberalizasyon sürecine adım atması sonucu sermaye akışı başlamıştır. Bu durum, yabancı tasarruf sahiplerinin ülke hakkında bilgi ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Böylece Türkiye kredi derecelendirmesine konu olan ülkeler arasında yer almıştır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012:17).

Kredi derecelendirme faaliyetlerinin temelinde yükümlünün borcunu tam ve zamanında ödeyememe risklerinin belirlenmesi yatmaktadır. Riskler ortaya

konulduğunda yatırımcı açısından bilgi asimetrisi bir ölçüde giderilmektedir. Türkiye, ilk olarak 1992 yılında S&P'den BBB, aynı yıl Moody's'den Baa3 ve 1994 yılında ise Fitch'den B düzeyinde kredi notu aldı. Dünya'da 1970'li yıllarda başlayan serbestleşme hareketleri, Türkiye ekonomisinde 1980'li yıllarda önce ticarete, ardından 1980'li yılların sonundan itibaren finansal piyasalarında olmak üzere devam etti. Serbestleşme adımları ile birlikte 1996 yılında Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği anlaşması yapıldı. Artan rekabet koşulları Türkiye ekonomisi için sermaye ihtiyacını ön plana çıkarttı. Kredi derecelendirme kuruluşları şirketleri de değerlendirdiği için sermaye ihtiyacı bulunan şirketler kendilerini bu sayede tanıtabilme imkanı buldu. Şirketlerin iyi bir kredi notu alabilmek için yaptığı çalışmalar ve iyileştirmeler mikro ve makro ölçekte önemli kazanımlar elde edilmesine olanak sağlamıştır (Demir, 2014: 77).

Dışa açık ekonomilerde her ülkenin kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili hukuki düzenlemesi mevcuttur. Türkiye'de kredi derecelendirmesi yapmak isteyen şirketlerin yetkilendirilmesi, denetlenmesi ve bu konularda düzenleme yapma yetkisi SPK'nın görev ve sorumluluğundadır (Bilgili, 2022:23). Kredi derecelendirme faaliyetleri için düzenlemeler 1997 yılında yayımlanan "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile başlayıp, günün getirdiği şartlara göre değişiklikler yapılarak son halini 2018 yılında aldı (Resmi Gazete).

Türkiye'de kredi derecelendirme faaliyetleri; Türkiye'de kurulan derecelendirme kuruluşları ile uluslararası derecelendirme şirketlerinden SPK'nın derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere yetkilendirdikleri tarafından icra edilmektedir (<https://www.spk.gov.tr/kurumlar/derecelendirme-kuruluslari>). SPK'nın yetkilendirdiği kredi derecelendirme kuruluşları Tablo 3.1.'de görülebilmektedir.

Tablo 3.1.: SPK'nın Yetkilendirdiği Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Türkiye'de Kurulan	Uluslararası
DRC Derecelendirme Hiz. A.Ş.	Fitch Ratings LTD.
İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hiz. A.Ş.	Moody's Investor Service INC.
JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.	Standards and Poor's Credit Market Services Europe Limited
Kobirate Uluslararası Kredi Der. ve Kurumsal Yön. Hiz. A.Ş.	
Saha Kurumsal Yön. ve Kredi Der. Hiz. A.Ş.	

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, “*Derecelendirme Kuruluşları*”,
<https://www.spk.gov.tr/kurumlar/derecelendirme-kuruluslari> Erişim Tarihi (07.02.2025).

Her ne kadar ülke içerisinde farklı derecelendirme şirketleri kurulmuş olsa da etkinlik bakımından uluslararası derecelendirme şirketi olarak yetkilendirilen şirketlerin yanında yok denecek kadar azdır.

3.1.1.2. Türkiye'nin Yıllar İtibariyle Kredi Notları

Finansal serbestleşme girişimlerine bağlı olarak yabancı kaynaklardan sermaye tedarik etme ihtiyacı, Türkiye'yi olumlu kredi notuna sahip olmak mecburiyetinde bıraktı. 1992 yılında ilk kredi notu ile başlayan serüven çeşitli eleştiriler altında günümüzde de devam etmektedir. Başkaca bir alternatif çıkmadığı sürece işleyişin bu şekilde devam edeceği tahmin edilmektedir.

Sermaye piyasalarının çok geliştiği, anlık işlemlerle paranın binlerce kilometre uzaklıklara gidebildiği günümüzde, kredi derecelendirme kuruluşlarının varlığı sağlamlaşmakta ve önemi artmaktadır. Şu anki düzlemde de yabancı sermaye büyüme ve kalkınma açısından merkezi bir rol üstlendiği için yüksek kredi notu alabilmek amacıyla bu kuruluşlarla olan çalışma ve iletişim kanalları daha da güçlendirilmelidir.

Tablo 3.2.: Türkiye'nin Aldığı Kredi Notları (1992-2024)

Şirket	Kredi Notu	Görünüm	Tarih		Şirket	Kredi Notu	Görünüm	Tarih
S&P	BBB	Durağan	4.05.1992		S&P	BB-	Durağan	31.07.2008
Moody's	Baa3	Durağan	5.05.1992		S&P	BB-	Negatif	13.11.2008
S&P	BBB	Negatif	3.05.1993		Fitch	BB-	Durağan	14.01.2009
Moody's	Ba1	Durağan	13.01.1994		S&P	BB-	Durağan	17.09.2009
S&P	BBB-	Negatif	14.01.1994		Moody's	Ba3	Pozitif	18.09.2009
S&P	BB	Negatif İzleme	22.03.1994		Fitch	BB-	Pozitif İzleme	27.10.2009

S&P	B+	Negatif İzleme	29.04.1994		Fitch	BB+	Durağan	3.12.2009
Moody's	Ba3	Durağan	2.06.1994		Moody's	Ba2	Durağan	8.01.2010
Fitch	B	Yeni Not	10.08.1994		S&P	BB	Pozitif	19.02.2010
S&P	B+	Durağan	16.08.1994		Moody's	Ba2	Pozitif	5.10.2010
S&P	B+	Pozitif	24.07.1995		Fitch	BB+	Pozitif	24.11.2010
Fitch	BB-		26.09.1995		Fitch	BB+	Durağan	23.11.2011
S&P	B+	Stable	18.10.1995		S&P	BB	Durağan	1.05.2012
Fitch	BB-		26.10.1995		Moody's	Ba1	Pozitif	20.06.2012
S&P	B+	Negatif İzleme	17.07.1996		Fitch	BBB-	Durağan	5.11.2012
Fitch	BB-	Negatif İzleme	29.07.1996		S&P	BB+	Durağan	27.03.2013
S&P	B	Durağan	13.12.1996		Moody's	Baa3	Durağan	16.05.2013
Fitch	B+		20.12.1996		Fitch	BBB-	Durağan	24.10.2013
Moody's	Ba3	Negatif İzleme	9.01.1997		S&P	BB+	Negatif	7.02.2014
Moody's	B1	Durağan	13.03.1997		Fitch	BBB-	Durağan	4.04.2014
S&P	B	Pozitif	11.08.1998		Moody's	Baa3	Negatif	11.04.2014
S&P	B	Durağan	21.01.1999		Fitch	BBB-	Durağan	3.10.2014
Moody's	B1	Pozitif	30.11.1999		Fitch	BBB-	Durağan	20.03.2015
S&P	B	Pozitif	10.12.1999		Fitch	BBB-	Durağan	18.09.2015
Fitch	B+		21.03.2000		Fitch	BBB-	Durağan	26.02.2016
Fitch	B+	Pozitif İzleme	10.04.2000		S&P	BB+	Durağan	6.05.2016
S&P	B+	Pozitif	25.04.2000		Moody's	Baa3	Negatif İzleme	18.07.2016
Fitch	BB-		27.04.2000		S&P	BB	Negatif	20.07.2016
Moody's	B1	Pozitif İzleme	24.07.2000		Fitch	BBB-	Negatif	19.08.2016
Fitch	BB-	Durağan	21.09.2000		Moody's	Ba1	Durağan	23.09.2016
S&P	B+	Durağan	5.12.2000		S&P	BB	Durağan	4.11.2016
S&P	B+	Negatif İzleme	21.02.2001		S&P	BB	Negatif	27.01.2017
Moody's	B1	Durağan	21.02.2001		Fitch	BB+	Durağan	27.01.2017
Fitch	BB-	Negatif izleme	22.02.2001		Moody's	Ba1	Negatif	17.03.2017
S&P	B	Negatif İzleme	23.02.2001		Fitch	BB+	Durağan	21.07.2017

Fitch	B+	Negatif İzleme	2.04.2001		Fitch	BB+	Durağan	19.01.2018
Moody's	B1	Negatif	6.04.2001		Moody's	Ba2	Durağan	7.03.2018
S&P	B-	Negatif İzleme	17.04.2001		S&P	BB-	Durağan	1.05.2018
S&P	B-	Durağan	27.04.2001		Moody's	Ba2	İnceleme Altında	1.06.2018
S&P	B-	Negatif	11.07.2001		Fitch	BB	Negatif	13.07.2018
Fitch	B	Negatif	2.08.2001		S&P	B+	Durağan	17.08.2018
S&P	B-	Durağan	30.11.2001		Moody's	Ba3	Negatif	17.08.2018
Moody's	B1	Durağan	15.01.2002		Fitch	BB	Negatif	14.12.2018
S&P	B-	Pozitif	29.01.2002		Fitch	BB	Negatif	3.05.2019
Fitch	B	Durağan	5.02.2002		Moody's	B1	Negatif	14.06.2019
S&P	B-	Durağan	26.06.2002		Fitch	BB-	Negatif	12.07.2019
Fitch	B	Durağan	1.07.2002		Fitch	BB-	Durağan	1.11.2019
S&P	B-	Negatif	9.07.2002		Fitch	BB-	Durağan	21.02.2020
Moody's	B1	Negatif	10.07.2002		Fitch	BB-	Negatif	21.08.2020
S&P	B-	Durağan	7.11.2002		Moody's	B2	Negatif	11.09.2020
Fitch	B-	Negatif	25.03.2003		Fitch	BB-	Durağan	19.02.2021
S&P	B	Durağan	28.07.2003		Fitch	BB-	Durağan	13.08.2021
Fitch	B-	Pozitif	6.08.2003		Fitch	BB-	Negatif	2.12.2021
Fitch	B	Pozitif	25.09.2003		S&P	B+	Negatif	10.12.2021
S&P	B+	Durağan	16.10.2003		Fitch	B+	Negatif	11.02.2022
Moody's	B1	Durağan	21.10.2003		Fitch	B	Negatif	8.07.2022
Fitch	B+	Durağan	9.02.2004		Moody's	B3	Durağan	12.08.2022
S&P	B+	Pozitif	8.03.2004		S&P	B	Durağan	30.09.2022
S&P	BB-	Durağan	17.08.2004		Fitch	B	Negatif	18.11.2022
Fitch	B+	Pozitif	25.08.2004		Fitch	B	Negatif	17.03.2023
Fitch	BB-	Durağan	13.01.2005		S&P	B	Negatif	31.03.2023
Moody's	B1	Pozitif	11.02.2005		Fitch	B	Durağan	8.09.2023
Fitch	BB-	Pozitif	6.12.2005		S&P	B	Durağan	29.09.2023
Moody's	Ba3	Durağan	14.12.2005		S&P	B	Pozitif	30.11.2023
S&P	BB-	Pozitif	23.06.2006		Moody's	B3	Pozitif	12.01.2024
S&P	BB-	Durağan	27.07.2006		S&P	B+	Pozitif	3.03.2024
Fitch	BB-	Pozitif	19.12.2006		Fitch	B+	Pozitif	8.03.2024
Fitch	BB-	Durağan	10.05.2007		Moody's	B1	Pozitif	19.07.2024
Fitch	BB-	Durağan	12.12.2007		S&P	BB-	Durağan	1.11.2024
S&P	BB-	Negatif	3.04.2008		Fitch	BB-	Durağan	6.09.2024

Kaynak: Trading Economics. “Türkiye Kredi Derecelendirme”, <https://tr.tradingeconomics.com/turkey/rating> Erişim Tarihi (13.03.2025); Fitch Ratings. “Türkiye Credit Ratings”, <https://www.fitchratings.com/entity/turkiye-80442217> Erişim Tarihi (08.03.2025).

Tablo 3.2.'de Türkiye'nin 1992-2024 yılları arasında aldığı uzun vadeli kredi notları bulunmaktadır. İlk olarak S&P, BBB düzeyinde kredi notu verirken Moody's ise aynı zamanda Baa3 düzeyini uygun buldu. Her iki şirkette notun görünümünü durağan olarak belirledi. Fitch ise Türkiye için kredi notunu B düzeyinde 1994 yılında yayınladı. Türkiye 1992 ile 1993 yıllarında aldığı kredi notları yatırım yapılabilir düzeyde gerçekleşti fakat 1994 yılı itibariyle kredi notlarının spekülative seviyeye gerilemesi, 1994 krizinin nedenlerinden biri olarak gösterilmektedir. Yatırım yapılabilir seviyenin altında belirlenen notlar dolayısıyla Türkiye, uluslararası piyasadan ucuz ve çeşitli borçlanmalar yapamayıp, finansal ihtiyacın giderilmesi amacıyla iç borçlanma yolu izlendi. (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012:18).

1994 yılından itibaren üç derecelendirme kuruluşu tarafından spekülative seviyede belirlenen Türkiye'nin ülke kredi notu 2012 yılında Fitch'in BBB- seviyede kredi notu ile yatırım yapılabilir seviyeye erişti. Fitch'i 2013 yılında Moody's izledi. S&P ise 1994 yılında spekülative seviyeye indirdiği kredi notunu günümüze kadar yatırım yapılabilir seviyeye hiç getirmemiş olması dikkati çekmektedir. 2012 yılı ile iki derecelendirme şirketinden yatırım yapılabilir seviyede nota sahip Türkiye, 2016 yılı itibariyle tekrar spekülative seviyeye düştü. Notlardaki düşüş 2023 yılına kadar dalgalı şekilde devam edip, 2024 yılı itibariyle tekrar yükseliş ivmesi kazandığı görülmektedir.

Tablo 3.2. bir bütün halinde incelendiğinde Türkiye'nin çalışmamızda yer alan üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan aldığı kredi notları belli bir seviye aralığından sürekli dalgalandığı görülmektedir. Çok nadir yatırım yapılabilir seviyede kredi notu açıklanmakta, ardından uzun yıllar spekülative seviyenin üst kademelerinde kredi notları yayınlanmaktadır. Örneğin 1992 yılında Baa3 seviyesinde kredi notu belirleyen Moody's'in 2013 yılında aynı düzeyde not belirlemesi dikkat çekmektedir.

3.1.1.3. Türkiye'nin Makroekonomik Verilerinin İncelenmesi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının temel varlık sebebi yatırımcının yaptığı yatırımda ödemelerini tam ve zamanında alamama riskini belirlemektir. Kredi derecelendirme kuruluşları riskleri belirlerken nitel ve nicel verileri belirli

metodolojiler kullanarak ortaya koymaktadır. Ülkeler açısından riskin hesaplanmasında nicel verilerden olan makroekonomik verilerin durumu en önemli göstergelerden birisidir. Bir ülkenin borçlarını tam ve zamanında ödemesi riskinin hesaplanmasında temel makroekonomik göstergelerin mevcut durumu ile gelecekte izleyeceği muhtemel yol belirleyici olmaktadır. Diğer bir deyişle makroekonomik veriler ülkenin ekonomik gidişatına dair genel bir bakış açısı sunmaktadır. Bu verilerin yanında ülkenin politik durumu yine hesaplamaya dahil edilmektedir. Fakat politik durumun sayısallaştırılmasına yönelik eleştirel yaklaşımlar mevcuttur. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarını yanlış/yanlı belirlediğine dair eleştiriler, özellikle 2008 Küresel Krizi ile birlikte yoğunluk kazandı. Kriz öncesi yüksek kredi notu bulunup, kriz sırasında ödemelerini tam ve zamanında yapamayan yükümlülerin ortaya çıkması, öncesinde verilen yüksek kredi notlarının sorgulanmasına neden oldu.

Türkiye 1989 yılında 32 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Kanun ile finansal liberalizasyon sürecini başlattı. Böylece yabancı sermaye hareketleri bakımından yeni bir dönemin kapıları aralandı. Daha fazla yabancı sermaye çekebilmek için uygulanan yüksek faiz politikaları bir dışlama etkisine neden olduğu gibi borç yükümlülüklerinin de artmasına yol açtı. Ayrıca devletin ekonomik faaliyetler içerisindeki etkinliğinin sürmesi, kamu alacaklarının merkez bankası kaynakları ile finanse edilmesi iç ve dış açıkları besledi ve enflasyonist baskıları güçlendirdi. Tüm bu sorunlar ekonomik krizler için elverişli bir zemin hazırladı. 1994 krizinin ardından IMF ile anlaşarak makroekonomik açıdan bir iyileşme sağlansa da yapısal sorunların sürmesi 1990'lı yılların sonlarında benze ekonomik şoklar ortaya çıkarttı (Aydoğan, 2004: 94-96).

Tablo 3.3.: Türkiye'nin Temel Makroekonomik Verileri

Yıllar	Enflasyon (%)	GSYH Büyümesi (%)	Kamu Borç Stoku / GSYH (%)	Cari Denge / GSYH (%)	Kişi Başı GSYH (Dolar)
2000	39,0	6,9	62,0	-4,9	4.249
2001	68,5	-5,8	77,9	1,9	3.108
2002	29,7	6,4	73,3	-0,3	3.608
2003	18,4	5,8	70,5	-2,4	4.739
2004	9,3	9,8	59,6	-3,5	6.021
2005	7,72	9,0	52,3	-4,2	7.376
2006	9,65	6,9	46,1	-5,6	7.971
2007	8,39	5,0	39,5	-5,4	9.735
2008	10,06	0,8	40,9	-5,0	11.018
2009	6,53	-4,8	48,5	-1,7	9.044
2010	6,40	8,4	45,1	-5,7	10.629
2011	10,45	11,2	40,1	-8,9	11.289
2012	6,16	4,8	38,0	-4,8	11.675
2013	7,40	8,5	32,1	-5,1	12.582
2014	8,17	4,9	31,3	-3,4	12.178
2015	8,81	6,1	29,0	-2,5	11.085
2016	8,53	3,3	30,0	-2,6	10.964
2017	11,92	7,5	29,7	-4,1	10.969
2018	20,30	3,0	29,2	-1,8	9.799
2019	11,84	0,8	33,9	2,0	9.208
2020	14,60	1,9	41,8	-4,3	8.600
2021	36,08	11,4	42,6	-0,8	9.601
2022	64,27	5,5	35,2	-5,1	10.659
2023	64,77	5,1	33,1	-3,5	13.243
2024	44,38	3,2	29,5		15.463

Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2025). “*Ekonomik Göstergeler*” s.3; TÜİK. *İstatistik Veri Portalı* <https://data.tuik.gov.tr/Kategori/GetKategori?p=Enflasyon-ve-Fiyat-106> Erişim Tarihi (14.03.2025); TCMB. “*Enflasyon Hesaplayıcı*” <https://herkesicin.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ekonomi/hie/icerik/enflasyon+hesaplayici> Erişim Tarihi (14.03.2025); World Bank. “*Data – Türkiye*”, <https://data.worldbank.org/country/turkiye> Erişim Tarihi (07.03.2025).

Tablo 3.3.’te Türkiye’nin 2000 yılı sonrası temel makroekonomik verileri bulunmaktadır. Veriler göre 2001 yılında %68,5 düzeyindeki enflasyon oranının alınan tedbirlerle birlikte belirgin bir düşüş eğilimine girdiği görülmektedir. 2017 yılından itibaren çift hanelere çıkan enflasyon oranı 2023 yılında %64,77 seviyelerine ulaşmış olup; para ve maliye politikalarının etkisiyle 2024 yılında %44,38 olarak gerçekleşti.

2000’li yılların başlarında peş peşe gerçekleşen ekonomik krizler sonrasında hayata geçirilen “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)” makroekonomik verilerde önemli sonuçlar alınmasını sağladı. Siyasi istikrar ve kararlılık, bu sonuçların alınmasında belirgin bir rol üstlendi. Nitekim büyüme oranları, kamu borç stokunun

milli gelir üzerindeki oransal ağırlığı ve kişi başına düşen GSYH değerleri de söz konusu gelişmeleri destekler niteliktedir.

GEGP ile Türkiye ekonomisi bir dönüşüm sürecine girdi. Program dahilinde Türkiye ekonomisinin sürdürülebilir şekilde gelişiminin sağlanabilmesi için kaynak kullanımında verimlilik artışı ve dışa açıklık ile ekonomine rekabet edebilirliğin artırılması ve sonucunda büyüme, istihdam ve yatırımın artışı yolu ile halkın refahının yükseltilmesi amaçlandı. Halkın refahının yükseltilmesine giden yolda finans kesimine yapılacak kontroller, enflasyon, dış ödemelerin düzenlenmesi, yapısal reformlar ve büyümenin hızlanması aşamaları belirlendi (TCMB, 2001: 13). Programın belli bir başarıya ulaştığı da Tablo 3.3.'te, özellikle 2008 küresel krizi başlayana kadar görülebilmektedir. Kamu borç stokunun GSYH'ye oranına bakıldığında 2001 yılında %77,9 iken 2008 yılına gelindiğinde %40,9 seviyelerine kadar düşmesi başarıyı gösterir haldedir. Yine aynı dönem için kişi başı GSYH rakamları da ekonomide halkın refahı noktasında işlerin iyileştiğini gösterir niteliktedir. 2001 yılında 3108 dolar düzeyinde bulunan kişi başı GSYH rakamı 2008 yılına gelindiğinde ilk defa 10000 dolar seviyelerini aşarak 11018 dolar seviyelerine ulaştı. Tüm bu iyileşen verilere karşın cari açığın azaltılması konusunda başarının sınırlı kaldığı gözlenmektedir. 2001 yılında cari dengenin GSYH'ye oranı %1,9 oranı ile cari fazlaya işaret ederken, 2008 yılına gelindiğinde cari açık yönünde %5 düzeylerine ulaştı. Bu dönemde gelişmekte olan diğer ülkeler gibi Türkiye'de ekonomisini büyütme adına cari açık vermeyi göze aldı. Cari açığın yüksekliği olası ekonomik dalgalanmalar karşısında krizlere sebebiyet verebilmektedir. Tablo 3.3.'de yer alan büyüme oranları ile cari açık oranları beraber değerlendirildiğinde; yüksek ekonomik büyümenin kaydedildiği yıllarda cari açığın arttığı, ekonominin düşük büyüme veya daralma dönemlerinde cari açığın azalma eğiliminde olduğu görülebilmektedir. Bu durum Türkiye'de büyümenin bir kısmının dış kaynak ile sağlandığına bir göstergedir.

2008 yılı ve sonrası dünya için küresel krizin konuşulduğu, etkilerinin yaşandığı döneme işaret etmektedir. Başta ABD ve Avrupa ülkeleri olmak üzere dünyayı etkisi altına alan kriz, Türkiye'yi de etkiledi. 2009 yılında GSYH'nin %4,8

oranında daraldığı, kamu borç stokunun GSYH'ye oranının %48,5'e yükseldiği, kişi başı GSYH'nin tekrar 10000 dolar altına inerek 9044 dolara düştüğü görülmektedir. Makroekonomik verilerde bir miktar gerilemenin yaşandığı bu yılda, ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasından dolayı cari dengenin GSYH'ye oranı %1,7 açık verecek şekilde geri çekildi.

Küresel kriz sonrası Türkiye ekonomisinin makroekonomik verileri tekrar pozitif yönde ilerleme kaydetmeye başladı. Kişi başı GSYH rakamları tekrar 10000 dolar eşiğini aştı, 2013 senesine gelindiğinde 12582 dolar rakamına ulaştı. GSYH rakamlarında yüksek büyüme rakamları yakalanabildi. Kamu borç stokunun GSYH'ye oranda düşüşler başarıldı, 2015 yılına %29 ile tarihi düşük seviyelere ulaşıldı. Fakat özellikle 2017 yılı ile birlikte ekonomik performansın kötüleşmeye başladığı Tablo 3.3.'ten okunabilmektedir. Bilhassa enflasyon verisi 2001 krizi dönemini hatırlatır derecede yüksek oranlara ulaştı. 2023 yılında %64,77 ile zirve yaptıktan sonra alınan önlemlerle birlikte tekrar istenilen seviyelere indirilme gayretine girişildi. Aynı dönemde büyüme oranlarında da dalgalanmanın boyutu arttı. Kamu borç stokunun GSYH'ye oranı da tekrar yükselme trendine girdi. Kişi başı GSYH rakamları da 2015 yılında 8600 dolar seviyelerine indi, buradan tekrar yükselme eğilimi kazandı. Anlatılanlar ve Tablo 3.3. gösterdiği gibi Türkiye ekonomisi istikrardan uzaklaşarak, dalgalanma yapmaya başladı. Kontrolün zayıflayarak savrulmanın yaşandığı tespitin yapılması yanlış olmayacaktır.

3.1.1.4. Türkiye'nin Politik Durumunun İncelenmesi

Politik durum ile ekonomi etkileşim içerisinde olduğu bilinen bir gerçektir. Yönetimlerin aldıkları kararlar sonucu ekonomide işlerin aksayabildiği, yükümlülüklerin tam ve zamanında yerine getirilebilmesinin zorlaştığı dönemler ortaya çıkabilmektedir. Ülkenin politik istikrarında; bürokrasisi, ideolojisi, güç merkezleri, kültürü, kurumları iç etmenleri oluştururken, büyük ülkelerle, komşularıyla ve bölgesel etkileşim içerisinde oldukları ülkelerle ilişkileri dış etmenler olarak sayılabilir (Somuncu, 2019: 20-21).

Politik bir diğ er manada siyasi riskler, gelecek dönem nakit akışlarında değ iş iklikler meydana getirme potansiyeli bulunmaktadır. Bu yüzden yatırımcılar, yatırım kararı almadan önce ülkenin makroekonomik verilerinin yanında, içerisinde bulunduğ u veya gelecekte gerçekleşebilecek siyasi durumu da göz önüne almak isterler. Beklenmedik politik kararların alınması, yatırımcıların alacaklarını tam ve zamanında geri tahsil edebilmeleri önünde bazı riskler doğ urabilmektedir. Ön görülemeyen kararların gelecekte belirsiz bir durumun oluş ması ile sonuçlanması muhtemeldir (Demir, 2014: 26-27). Belirsizliğin fazla olduğ u bir yerde yatırımcının yatırım yapma isteğ i azalacaktır. Bunun bilincinde olan kredi derecelendirme kuruluş ları, kredi notlarını meydan getirirken yatırımcıları tedirgin eden belirsizlikleri metodolojilerinde kullanmaktadır.

Türkiye’de 1990’lı yıllardan itibaren finansal serbestleş me hareketlerine başladı. Serbestleş me ile üretim, yatırım veya harcama kanallarını dış finans yoluyla besleme isteğ i kredi notu alma gerekliliğ i meydana getirdi.

Türkiye’nin ilk kredi notu S&P tarafından 4 Mayıs 1992 yılında ‘BBB’ düzeyinde, Moody’s tarafından ise 5 Mayıs 1992 yılında ‘Baa3’ düzeyinde belirlendi. Bu süreçte ülke yönetiminde Doğ ru Yol Partisi (DYP) ile Sosyaldemokrat Halkç ı Parti (SYP) koalisyonu bulunmaktaydı. Yatırım yapılabilir seviyedeki bu kredi notu ile spekül atif para giriş leri yaş andı. 5 Nisan 1994 tarihinde alınan kararlar ile TL’nin devalüe edilmesi her ne kadar ihracatı arttırıp, ithalatı azaltsa da finansal istikrarsızlık sonucu Türkiye’nin kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin altına indirildi. 1994 krizi sonrası önce 1997 yılı Asya krizi ardından ise 1998 yılı Rusya krizi nedeniyle ekonomik performans istikrar kazanamadı. Aynı dönemde etkileri günümüzde dahi devam eden Susurluk olayı, Baş bakan Necmettin Erbakan tarafından gerçekleştirilen Libya ziyareti, irticai faaliyetlerin gündemde yer bulması, parti kapatma davaları ve 28 Şubat post modern darbesi gibi olaylar yaş andı. Politik manada istikrarın kaybolmasının ekonomik istikrarında sağ lanamamasına neden oldu (Akçayır, 2013: 41-42).

Türkiye ekonomik hazırlık yapılmaksızın serbestleş me adımları atmasının bir sonucu olarak yapısal bazı problemlerle yüzleş ti. Liberal ekonomi politikalarına

birden geçiş, devletin piyasada kontrol edemediği bir gücün oluşmasına sebebiyet verdi. Bu sefer yönetime gelen partiler piyasaya müdahale edip etmemek arasında kalıp, müdahalenin boyutları ve yönü tartışılır hale geldi ve sonucunda belirsizlik hüküm sürdü (Taşar, 2010: 77). 1990'lı yıllar siyasi istikrarın sağlanamadığı, dolayısıyla ekonomik istikrarında bulunmadığı yıllardır. Kısa sürede hkmetlerin değişmesi, her seçimde seçim ekonomisinin yaşanması, son olarak da 2001 Milli Güvenlik Kurulu'nda siyasi kriz çıkması 2001 krizini tetikledi (ien, 2018: 74).

Türkiye, 2001 krizi ile bünyesindeki eksiklikleri tespit edip gidermek adına Uluslararası Para Fonu'nun (International Monetary Fund – IMF) desteği ve gözetimi altında GEGP uygulanmaya başladı (Yıldız, 2019: 41). 2002 yılında yapılan genel seçim ile AK Parti tek başına iktidara geldi. Uygulamaya konulmuş programı hem benimseyip hem de sonucunda ülkenin menfaatine olacağı konusunda halkı ikna edip ve başarıyla uygulama alanına kavuştu. 2008 küresel kriz dönemine kadar 2001 krizinden alınan dersler ile ekonominin aksayan yönleri düzeltilmeye çalışıldı. Siyasi istikrar yakalandı, Avrupa Birliği (AB) ile tam üyelik müzakereleri gibi politik manada olumlu gelişmeler yaşandı (Gülmez ve Gündoğan, 2014: 85-86).

Günümüze kadar tek başına iktidar görevini yürüten hükümet ile, siyasi istikrar sağlandı. Bu dönemde mali disiplin, zelleştirme programları, yapısal reformlar Türkiye'yi ekonomik manada daha yüksek bir noktaya taşıdı. Sağlanan gelişmeler ile ülkeye giren sermayede artışlar yaşandı ve bu sayede üretimde, yatırımda kullanılan sermayenin maliyetlerinde azalma meydana geldi. 2008 ekonomik krizi ile verilerde bir miktar bozulma meydana gelse de iç talebin canlılığı ve ihracat oranını artışı sayesinde 2009 yılının son çeyreğinden 2012 yılının üçüncü çeyreğine kadar büyüme sürdürüldü (Karagöl, 2013: 11-13).

Küresel kriz sonrasında dönemlerde, 2001 yılından küresel krize kadar başarıyla yürütülmüş yapısal reformlar sekteye uğradı. Bunun yanı sıra btce disiplininde bozulmalar, para politikasında bağımsızlığın sorgulanır hale gelmesi, enflasyon ile mücadele de mitsizlikleri baş göstermesi, cari açığın bir türlü baş edilemeyen kronik bir problem haline gelmesi gibi nedenlerle makroekonomik verilerde bozulmalar meydana geldi (ien, 2018: 80). 2012 yılı ve sonrası

dönemlerde Türkiye'nin politik durumunda karışıklıklar meydana gelmeye başladı. 15 Temmuz 2016 yılında gerçekleştirilecek darbe girişiminin temellerinden sayılan 7 Şubat Milli İstihbarat Teşkilatı (MIT) krizi kendisini gösterdi. Tartışmalar devam ederken bu kez 2013 yılında İstanbul Taksim'de bulunan Gezi Parkındaki ağaçların kesilmesi ile cereyan eden ve sonrasında büyüyerek kitlesel eylemlere dönüşen Gezi Parkı eylemleri yaşandı. Ardından Türkiye siyasi hayatında 17-25 Aralık operasyonları ile adlandırılan soruşturmalar ve nihayetinde 15 Temmuz 2016 kanlı darbe girişimi meydana geldi. Bu süreçte Türkiye ekonomisi derin yaralar aldı (Özkan, 2023: 474).

Türkiye Cumhuriyeti 2017 yılında yapılan ve 2018 yılında uygulamaya konulan referandum ile Cumhurbaşkanlığı Hükümet Sistemi'ne geçti. Bu dönemden sonra özellikle ekonomi yönetiminde yapılan sık değişiklikler, kurumların bağımsızlığına ters düşecek uygulama ve açıklamalar serbest piyasada belirsizlik göstergeleri kabul edildi (Öcal ve Olgun, 2023: 112). 2019 yılına gelindiğinde ise tüm dünyada baş gösteren Covit-19 salgını Türkiye'de etkisini hissettirmeye başladı. Ekonomik faaliyetler sekteye uğrayıp, insanlar evlerine kapandı, adeta hayat durma noktasına geldi.

6 Şubat 2023 tarihine gelindiğinde Türkiye büyük bir depremin yaşandığı sabaha uyandı. Kahramanmaraş merkezli deprem 11 ilde ağır yıkıma neden olurken 53 binden fazla insanın hayatını kaybettiği, 13 milyon insanın ise doğrudan etkilendiği bir sonuç ortaya çıkardı (Tekin ve Tatlıcı, 2025). Tüm bu yaşananlar sonucu özellikle enflasyon oranlarını hızlı artış tekrar Türkiye'yi yüksek enflasyon noktalarına taşıdı. 2023 yılı itibariyle yeniden enflasyonla mücadele dönemine girilip, tekrar düşük seviyelere indirme hedeflenmektedir.

3.1.2. Yunanistan'ın Kredi Notu ve Not Kriterlerinin İncelenmesi

Ülkeler ekonomik faaliyetlerinde kullanmak ve bu sayede gelişip halkının refahını arttırmak için yatırımcılardan ucuz finansman elde etme yarışı içerisinde. Yatırımcılar ise yatırım yapacakları yeri tercih etme konusunda bilgi asimetrisinden kaynaklanan riskleri en aza indirmek adına kredi derecelendirme kuruluşlarının

raporlarından faydalanmaktadır. Şimdiye kadar anlatıldığı gibi ülkelerin hem ucuz hem de çeşitlendirilmiş finansman kaynakları için bu kuruluşlardan yüksek not almaya ihtiyaçları vardır. Böyle bir bağımlılık durumunda ise verilen notlar ülkenin kaderini tesir etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşunun bir ülkenin lehine veya aleyhine olacak şekilde kredi notu belirlemesi ilgili ülke halkının refahını dolaylı yoldan etkilemektedir. Özellikle 2008 küresel krizi öncesi yüksek kredi notuna sahip ülke veya şirketin kriz zamanında büyük problemler yaşaması notların sorgulanmasına neden olmaktadır. Çalışmanın nihayetinde Türkiye ile Yunanistan'ın kredi notları bağlamında kıyaslama yapıp bu bölümde Yunanistan'ın kredi derecelendirme geçmişi, notları, ekonomik ve politik durumu incelendi.

3.1.2.1. Yunanistan'ın Kredi Derecelendirme Kuruluşlarıyla İlişkisi

Yunanistan 1981 yılında AB'ye, 2001 yılında ise Euro bölgesine alındı. Bu yaşananlar ekonomisinde gelişimin önünü açacağı beklenirken aksine kırılganlıkları arttırdı. AB üyesi ülkelerin Euro bölgesine alınması için şart koşulan Maastricht kriterleri sağlanması gerekirken Avrupa Birliği İstatistik Ofisince yapılan hesaplamalarla kriterler üzerinde manipülasyon yapıldığı, hiçbir zaman kriterleri yakalayamadığı belirlendi. Yanlış bilgiler ile Euro bölgesine giren Yunanistan, sonraki dönemlerde de istenilen kriterleri yakalamaktan uzak kaldı. AB'ye tam üye ve Euro bölgesinde bulunan Yunanistan'ın zamanla AB'nin büyük ekonomilerine sahip Almanya, Fransa, Hollanda gibi ülkelere yakınsayacağı beklenirken bütçe dengesi git gide bozulan, sürekli yüksek cari açık veren ve sonucunda ekonomik kırılganlığı yüksek seviyeye ulaşmış bir ülke görünümündedir (Bayar, 2015: 48).

Kredi derecelendirme kuruluşları ülke kredi notları ile ilgili ülkenin kredi temerrüt riski hakkında bilgi sunmaktadır. Ülkenin alacağı kredi notu yabancı yatırımcının kararları üzerinde doğrudan etkili olmaktadır. Yüksek düzeyde bir kredi notuna sahip ülkeler, finansmana erişim ve finansman maliyeti açısından avantaj sağlamaktadır (Aguenaou ve Abrache, 2013: 78). Yunanistan ilk kez 1990 yılında S&P tarafından kredi derecelendirmesine tabi tutulup BBB seviyesinde kredi notuna sahip oldu (<https://tr.tradingeconomics.com/greece/rating>).

AB üyesi ülkelerde faaliyet gösteren/gösterecek kredi derecelendirme kuruluşlarını 1 Ocak 2011 yılında kurulan Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasa Otoritesi (European Securities and Markets Authority – ESMA) belirlemektedir. ESMA, AB’nin finansal sisteminin düzenleyici ve denetleyici bağımsız bir otoritesidir. ESMA’nın görevleri ise:

- Finansal piyasalarda istikrar sağlamak,
- Yatırımcının korunması,
- Tüm AB ülkelerinde tek tip uygulama sağlamak,
- Kredi derecelendirme kuruluşları ve takas kurumları, ticari kayıt kuruluşları gibi piyasa alt yapısını sağlayan kuruluşları denetlemek olarak sıralanmaktadır (ESMA, 2022: 10).

ESMA, Avrupa parlamentosu konseyinin 16 Eylül 2009 tarihinde çıkardığı 1060/2009 sayılı Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tüzüğü gereği Tablo 3.4.’te gösterilen kuruluşları tescil edip, yetkilendirdi (ESMA, 2024).

Tablo 3.4.: ESMA'nın Yetkilendirdiği Kredi Derecelendirme Kuruluşları

İsmi	Ülkesi	Yetki Tarihi
Japan Credit Rating Agency Ltd.	Japonya	06.01.2011
BCRA-Credit Rating Agency AD	Bulgaristan	06.04.2011
Creditreform Rating AG	Almanya	18.05.2011
Scope Ratings GmbH	Almanya	24.05.2011
ICAP CRIF Rating Single Member S.A.	Yunanistan	07.07.2011
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung GmbH	Almanya	28.07.2011
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	Almanya	18.08.2011
ARC Ratings, S.A.	Portekiz	26.07.2011
Fitch Ratings Ireland Limited	İrlanda	31.10.2011
Moody's Investors Service Cyprus Ltd	G. Kıbrıs	31.10.2011
Moody's France S.A.S.	Fransa	31.10.2011
Moody's Deutschland GmbH	Almanya	31.10.2011
Moody's Italia S.r.l.	İtalya	31.10.2011
Moody's Investors Service España S.A.	İspanya	31.10.2011
S&P Global Ratings Europe Limited	İrlanda	31.10.2011
CRIF Ratings S.r.l.	İtalya	22.12.2011
Capital Intelligence Ratings Ltd	G. Kıbrıs	08.05.2012
EthiFinance Ratings, S.L.	İspanya	01.10.2012
Cerved Rating Agency S.p.A.	İtalya	20.12.2012
HR Ratings de México, S.A. de C.V.	Meksika	07.11.2014
Egan-Jones Ratings Co.	Amerika	12.12.2014
modeFinance S.r.l.	İtalya	10.07.2015
Kroll Bond Rating Agency Europe Ltd	İrlanda	13.11.2017
Nordic Credit Rating AS	Norveç	03.08.2018
Moody's Investors Service (Nordics) AB	İsveç	13.08.2018
A.M. Best (EU) Rating Services B.V.	Hollanda	03.12.2018
DBRS Ratings GmbH	Almanya	14.12.2018
Inbonis S.A.	İspanya	17.05.2019

Kaynak: ESMA (2024). "CRA Authorisation - List of Registered or Certified CRAs", <https://www.esma.europa.eu/credit-rating-agencies/cra-authorisation> Erişim Tarihi (06.04.2025).

Tablo 3.4.'te görüldüğü gibi 28 adet kredi derecelendirme kuruluşu yetkilendirilerek derecelendirme faaliyetlerinde bulunmasına izin verilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları yetkilendirilmesi ve sonrasında faaliyetlerine devam edebilmesi için CRA Yönetmeliğine uygun olması gerekmektedir.

3.1.2.2. Yunanistan'ın Yıllar İtibariyle Kredi Notları

Sermaye hareketlerin önündeki engelleri olmadığı, dünya üzerindeki bir noktadaki yatırımcının çok uzak başka bir noktada yatırımını gerçekleştirebildiği günümüzde ülkenin aldığı kredi notunun önemi sürekli artmaktadır. Ülkeler gelecek sermaye ile üretim, yatırım ve tüketim harcamalarını gerçekleştirmektedir. Bu

ihtiyacın devam etmesi durumu geçerli oldukça oyunun kuralını belirleyen etmenlerden en önemlilerinden birisi olan kredi notlarıdır. Yunanistan'ın geçmişten günümüze kadar elde ettiği kredi notları Tablo 3.5.'te görülebilmektedir.

Tablo 3.5.: Yunanistan'ın Aldığı Kredi Notları (1990-2024)

Şirket	Kredi Notu	Görünüm	Tarih		Şirket	Kredi Notu	Görünüm	Tarih
S&P	BBB	Negatif	05.04.1990		S&P	CCC	Durağan	02.03.2012
S&P	BBB-	Negatif	19.07.1990		Fitch	RD		09.03.2012
Moody's	Baa1	Durağan	19.07.1990		Fitch	B-	Durağan	13.03.2012
S&P	BBB-	Durağan	14.08.1991		Fitch	CCC		17.05.2012
S&P	BBB-	Pozitif	13.01.1993		S&P	CCC	Negatif	07.08.2012
S&P	BBB-	Durağan	08.03.1994		S&P	SD		05.12.2012
Moody's	Baa3	Durağan	24.05.1994		S&P	B-	Durağan	18.12.2012
Fitch	BBB-	Yeni Not	13.11.1995		Fitch	B-	Durağan	14.05.2013
Moody's	Baa3	Pozitif İzleme	04.11.1996		Moody's	Caa3	Durağan	29.11.2013
Moody's	Baa1	Durağan	23.12.1996		Fitch	B-	Durağan	02.12.2013
S&P	BBB-	Pozitif	26.03.1997		Fitch	B	Durağan	23.05.2014
Fitch	BBB		04.07.1997		Moody's	Caa1	Durağan	01.08.2014
Moody's	Baa1	Negatif İzleme	20.02.1998		Fitch	B	Durağan	21.11.2014
S&P	BBB	Pozitif	30.11.1998		S&P	B	Durağan	12.12.2014
Moody's	Baa1	Pozitif	10.02.1999		Fitch	B	Negatif	16.01.2015
Moody's	A2	Pozitif	04.07.1999		S&P	B	Negatif İzleme	28.01.2015
Fitch	BBB	Pozitif İzleme	10.08.1999		Moody's	Caa1	Negatif İzleme	06.02.2015
Fitch	BBB+		25.10.1999		S&P	B-	Negatif İzleme	06.02.2015
S&P	A-	Pozitif	24.11.1999		Fitch	CCC		27.03.2015
Fitch	BBB+	Pozitif İzleme	13.03.2000		S&P	CCC+	Negatif	15.04.2015
Fitch	A-	Durağan	27.07.2000		Moody's	Caa2	Negatif	29.04.2015
Fitch	A-	Durağan	21.09.2000		Fitch	CCC		15.05.2015
S&P	A	Pozitif	13.03.2001		S&P	CCC	Negatif	10.06.2015
Fitch	A	Durağan	20.06.2001		Fitch	CC		30.06.2015
Fitch	A	Pozitif	23.10.2002		S&P	CCC-	Negatif	29.06.2015
Moody's	A1	Durağan	04.11.2002		Moody's	Caa3	Negatif İzleme	01.07.2015

S&P	A+	Durağan	10.06.2003		S&P	CCC+	Durağan	21.07.2015
Fitch	A+	Durağan	20.10.2003		Fitch	CCC		18.08.2015
S&P	A+	Negatif	13.09.2004		Moody's	Caa3	Durağan	25.09.2015
Fitch	A+	Negatif	28.09.2004		Fitch	CCC		13.11.2015
S&P	A	Durağan	17.11.2004		S&P	B-	Durağan	22.01.2016
Fitch	A	Durağan	26.12.2004		Fitch	CCC		11.03.2016
Fitch	A	Durağan	25.11.2005		Fitch	CCC		02.09.2016
Fitch	A	Durağan	14.12.2005		Fitch	CCC		24.02.2017
Fitch	A	Pozitif	05.03.2007		Moody's	Caa2	Pozitif	23.06.2017
Moody's	A1	Pozitif	11.06.2007		S&P	B-	Pozitif	22.07.2017
Fitch	A	Pozitif	13.05.2008		Fitch	B-	Pozitif	18.08.2017
Fitch	A	Durağan	20.10.2008		S&P	B	Pozitif	19.01.2018
S&P	A	Negatif İzleme	09.01.2009		Fitch	B	Pozitif	16.02.2018
S&P	A-	Durağan	14.01.2009		Moody's	B3	Pozitif	21.02.2018
Moody's	A1	Durağan	25.02.2009		S&P	B+	Durağan	25.06.2018
Fitch	A	Negatif	12.05.2009		S&P	B+	Pozitif	20.07.2018
Fitch	A-	Negatif	22.10.2009		Fitch	BB-	Durağan	10.08.2018
Moody's	A1	Negatif İzleme	29.10.2009		Fitch	BB-	Durağan	08.02.2019
S&P	A-	Negatif İzleme	07.12.2009		Moody's	B1	Durağan	01.03.2019
Fitch	BBB+	Negatif	08.12.2009		Fitch	BB-	Durağan	02.08.2019
S&P	BBB+	Negatif İzleme	16.12.2009		S&P	BB-	Pozitif	25.10.2019
Moody's	A2	Negatif	22.12.2009		Fitch	BB	Pozitif	24.01.2020
S&P	BBB+	Negatif	16.03.2010		Fitch	BB	Durağan	23.04.2020
Fitch	BBB-	Negatif	09.04.2010		S&P	BB-	Durağan	24.04.2020
Moody's	A3	Negatif	22.04.2010		Fitch	BB	Durağan	24.07.2020
Moody's	A3	Negatif İzleme	22.04.2010		Moody's	Ba3	Durağan	06.11.2020
S&P	BB+	Negatif	27.04.2010		Fitch	BB	Durağan	22.01.2021
Moody's	Ba1	Durağan	14.06.2010		S&P	BB	Pozitif	23.04.2021
S&P	BB+	Negatif İzleme	02.12.2010		Fitch	BB	Durağan	16.07.2021
Moody's	Ba1	Negatif İzleme	16.12.2010		Fitch	BB	Pozitif	14.01.2022
Fitch	BBB-	Negatif İzleme	21.10.2010		S&P	BB+	Durağan	22.04.2022
Fitch	BB+	Negatif	14.01.2011		Fitch	BB	Pozitif	08.07.2022
Moody's	B1	Negatif	07.03.2011		Fitch	BB	Pozitif	07.10.2022

S&P	BB-	Negatif İzleme	29.03.2011		Fitch	BB+	Durağan	27.01.2023
S&P	B	Negatif İzleme	09.03.2011		Moody's	Ba3	Pozitif	17.03.2023
Moody's	B1	Negatif İzleme	09.03.2011		S&P	BB+	Pozitif	21.04.2023
Fitch	B+	Negatif İzleme	20.05.2011		Fitch	BB+	Durağan	09.06.2023
Moody's	Caa1	Negatif	01.06.2011		Moody's	Ba1	Durağan	15.09.2023
S&P	CCC	Negatif	13.06.2011		S&P	BBB-	Durağan	20.10.2023
Fitch	CCC		13.07.2011		Fitch	BBB-	Durağan	01.12.2023
Moody's	Ca	Negatif	25.07.2011		S&P	BBB-	Pozitif	19.04.2024
S&P	CC	Negatif	27.07.2011		Fitch	BBB-	Durağan	31.05.2024
Fitch	C		22.02.2012		Moody's	Ba1	Pozitif	14.09.2024
S&P	SD		27.02.2012		Fitch	BBB-	Durağan	22.11.2024
Moody's	C	Negatif	02.03.2012					

Kaynak: Trading Economics. “Yunanistan Kredi Derecelendirme”, <https://tr.tradingeconomics.com/greece/rating> Erişim Tarihi (23.03.2025); Fitch Ratings. *Greece Credit Ratings*, https://www.fitchratings.com/entity/greece-80442212?utm_source Erişim Tarihi (23.03.2025).

Tablo 3.5.’te görüldüğü gibi Yunanistan’ın ilk kredi notu 1990 yılında S&P tarafından BBB düzeyinde, negatif görünümlü, yatırım yapılabilir seviyede belirlendi. Yine 1990 yılına dünyanın büyük kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody’s, Yunanistan’ın kredi notunu Baa1 düzeyinde, durağan görünümünde ve yine yatırım yapılabilir seviyededir. Fitch’in verdiği kredi notu ise 1995 yılında BBB- düzeyinde, yatırım yapılabilir düzeydedir. Yatırım yapılabilir seviyede nota sahip Yunanistan, spekülasyon nota sahip ülkelere göre sermaye hareketlerinden daha fazla ve ucuz yararlanma fırsatı yakaladığı bir gerçektir.

İlk derecelendirmesinden sonra gelen yıllarda yine Yunanistan’ın kredi notu açısından yüzünün güldüğünü ifade etmek yanlış olmayacaktır. Sürekli yatırım yapılabilir seviyede notlarını arttırarak devam etti ve bu durumun avantajlarını kullandı. 1990’lı yıllar bitip 2000’li yıllar başladığında Yunanistan, Fitch’den A-, Moody’s’ten A2 ve S&P’den A- kredi notuna sahiptir. Devam eden yıllarda da üç kredi derecelendirme kuruluşundan A’lı seviyelerde kredi notuna sahip iken ilk defa 2009 yılının sonlarına doğru, küresel kriz döneminde yaşadığı problemlerden dolayı, Fitch tarafından yine yatırım yapılabilir seviyede BBB+ düzeyinde kredi notu elde etti.

Fitch'i ise diğer kredi derecelendirme kuruluşlarına benzer değerlendirdi. Fitch'den hemen sonra S&P BBB+ ve ardından 2010 yılında Moody's Ba1 seviyelerinde not belirledi. Sonraki yıllarda kredi notu düşüşleri devam etti. Küresel kriz zamanı ekonomisinin ağır darbe almasına rağmen ancak yatırım yapılabilir seviyenin altında bir nota 27.04.2010 yılında sahip oldu. S&P tarafından BB+ düzeyinde belirlenen not ile spekülative seviyeye inmesini Ba1 seviyesi ile Moody's ve BB+ seviyesi ile Fitch takip etti. 2010 yılının sonlarına doğru Fitch tarafından BBB- notu ile yatırım yapılabilir seviyede tekrar belirlense de sonraki yıllarda not düşüşleri sürdü. Öyle ki 27.02.2012 yılında S&P'nin SD düzeyinde not belirlemesi dikkati çekmektedir. Yükümlünün belirli borçlarını ödediği fakat bazı borçlarında temerrüde düştüğü manasına gelen bu not ile bazı alacaklıların ödemelerini tam ve zamanında alamadığı anlaşılmaktadır. Aynı anlamda Fitch'de 09.03.2012 tarihinde RD seviyede kredi notuna karar verdi. S&P 2012 yılının sonlarında, Fitch ise 2013 yılının ortalarında kredi notunu yüksek spekülative risk seviyesine taşıdı.

Yunanistan'ın kredi notları sonraki yıllarda önce yüksek spekülative sonra spekülative seviye içerisinde yükselmeye başladı. 2023 yılına gelindiğinde ise ilk S&P BBB- kredi notu ile yatırım yapılabilir seviyeye getirdi. S&P'den yaklaşık iki ay sonra Fitch yine BBB- notu ile yatırım yapılabilir seviyeye taşırken 2024 yılı sonu itibarıyla Moody's henüz yatırım yapılabilir seviyede not belirlemesi yapmadı.

Küresel finansal kriz zamanında, ülke bazında kredi derecelendirme faaliyetleri içerisinde Yunanistan, kredi derecelendirme kuruluşlarının sınıfta kalması olarak görülmüş ve eleştiriler yoğunlaştırıldı. ABD kaynaklı başlayan küresel kriz, yüksek cari açık, yüksek kamu borç stoku ve yüksek bütçe açığına sahip Yunanistan'ın ekonomisinin büyük problemler yaşamasına neden oldu. O kadar ki 2009 yılında bütçe açığının iki katından fazla bir oranda revize etmesi borçlarını geri ödeyebileceği hususunda büyük endişelere sebebiyet verdi (Bayar, 2015: 52). Kredi derecelendirme kuruluşlarının temel amacının kredi notu belirlediği yükümlünün temerrüt riskini ortaya koyması olduğu düşünüldüğünde, hemen kriz önünde yüksek kredi notuna sahip Yunanistan'ın kriz çıkar çıkmaz büyük problem yaşaması bu kuruluşların çok daha fazla sorgulanmasına neden oldu.

3.1.2.3. Yunanistan'ın Makroekonomik Verilerinin İncelenmesi

Bir ülkenin makroekonomik verileri borçlarını ödeyebilme kabiliyetleri hakkında bilgi verebilecek en önemli verilerdendir. Kredi derecelendirme kuruluşları da bu verileri metodolojilerinde kullanmaktadırlar. Ülkenin borçlarını tam ve zamanında ödeyebilme ihtimalinin makroekonomik verileri aracılığı ile incelenmesinde borçluluk durumunun önemi ortadadır. Bunun yanı sıra ülkenin üretkenliği yani büyüme verilerine ve yine önemli bir unsur olan enflasyon oranlarının gelişim tarzı göz önünde bulundurulmalıdır.

Yunanistan'ın 1990'lı yılları AB'ye entegrasyon ve Euro bölgesine giriş şartlarını yerine getirmek için çeşitli ekonomi istikrar tedbirlerle geçti. Bu dönemde enflasyonla mücadele bağlamında Yunanistan Bankası ihtiyatlı tedbirler aldı. Yunanistan ekonomisinin büyük problemlerinde birisi kamu borç stokudur. 1990'lı yıllarda bir takım reform hareketleri hayata geçirilmiş olsa da tam bir başarıdan söz edilememektedir. Bu alanda kamunun istihdam yaratmasının azaltılması yolunda bazı adımlar atıldı. Kamu kesiminin birçok alanında verimsiz çalışmanın gerçekleştiğine dair halk nezdinde bakış açısı gelişti. Kamu borç stokunun azaltılması için bazı kamu kurumlarının konsolidasyonu veya kapatılması gerçekleştirildi. Aynı dönemde telekomünikasyon sektöründe daha fazla serbestleşme, elektrik sektöründe kısmi serbestleşmesi ve ek özelleştirmeler yoluyla kamu borcunun azaltılması hedeflendi. Emeklilik sisteminin kamu borcuna getirdiği yük belirlenmesine rağmen kayda değer adımlar atılamadı (IMF, 2020).

Tablo 3.6.'da Yunanistan'ın temel makroekonomik verileri bulunmaktadır.

Tablo 3.6.: Yunanistan'ın Temel Makroekonomik Verileri

Yıllar	Enflasyon (%)	GSYH Büyüme (%)	Kamu Borç Stoku / GSYH (%)	Cari Denge / GSYH (%)	Kişi Başı GSYH (Dolar)
2000	2,90	4,1	123,9	-7,8	11.638
2001	3,60	4,7	127,6	-7,1	12.157
2002	3,90	4,7	129,2	-6,4	13.782
2003	3,40	5,8	124,0	-6,5	18.020
2004	3,00	5,4	129,9	-5,7	21.449
2005	3,50	1,2	130,5	-7,5	22.054
2006	3,30	6,4	128,7	-11	24.416
2007	3,00	3,5	125,7	-14,2	28.440
2008	4,20	0,1	128,9	-14,6	31.695
2009	1,30	-4,1	146,0	-11	29.425
2010	4,70	-5,7	136,9	-10,2	26.653
2011	3,10	-9,9	116,1	-10,1	25.504
2012	1,00	-8,3	170,3	-2,6	21.624
2013	-0,90	-2,3	187,6	-2,1	21.573
2014	-1,40	0,8	190,6	-1,6	21.474
2015	-1,10	0,2	190,3	-0,8	17.980
2016	0,00	0	194,7	-1,7	17.919
2017	1,10	1,5	198,5	-1,8	18.632
2018	0,80	2,1	207,7	-2,9	19.873
2019	0,50	2,3	210,4	-1,5	19.335
2020	-1,30	-9,2	249,4	-6,5	17.886
2021	0,60	8,7	233,4	-6,3	20.654
2022	9,30	5,7	202,5	-10,3	20.971
2023	4,20	2,3	190,6	-6,2	23.400
2024	3,00	2,3	158,2	-6,40	24.342

Kaynak: OECD. “*OECD Data Explorer*”, <https://data-explorer.oecd.org/?lc=en> Erişim Tarihi (25.03.2025); World Bank. *Data - Greece*, <https://data.worldbank.org/country/greece> Erişim Tarihi (23.03.2025).

Tablo 3.6.’da geniş çerçeveden bakıldığında ilk etapta enflasyon oranlarını kabul edilebilir düzeyde tutulduğu, GSYH oranlarında büyük dalgalanmaların yaşandığı, kamu borç stokunun GSYH’ye oranının ve cari açığının yüksek seyrettiği görülebilmektedir. Enflasyon gelişmiş ülkeler için %1 – %3, gelişmekte olan ülkeler için ise %4–6 oranları arasında olması ılımlı enflasyon olarak kabul edilmektedir (Eğilmez, 2023a). Yunanistan’ın enflasyonu 2000 yılından 2007 yılına kadar %2,90 ile %3,90 oranları arasında dalgalandığı, 2008 küresel krizinin etkisi ile %4,20 oranına çıktığı izlenebilmektedir. Daha sonraki yıllarda yalnızca 2010, 2022 ve 2023 yıllarında %4 seviyelerini geçti. Bu yıllardan en dikkat çekicisi ise 2022 yılında %9,30 seviyelerinde enflasyon oranıdır. Bunların dışında 2013, 2014, 2015 ve 2020 yıllarında negatif enflasyon oranları elde etti. Tablo 3.6.’daki dönem için hep tek hanede kalmayı

başardığı ve genel itibarıyla gelişmiş ülkeler için kabul edilebilir seviyenin küçük miktar üzerine çıktığı görülmektedir.

Yunanistan, özellikle dalgalanmanın yüksek olduğu dönemlerde devlet harcamaları yoluyla ekonomiyi canlandırmak yolunu seçti. Bu sayede işsizliğin azaltılmasını sağlama yoluna gidildi. Euro kullanımına dahil edilmesi ekonomisinin dinamiklerinde, dolayısıyla para ve maliye politikalarına değişikliğe yol açtı. Kamu harcamaları ile borçların istikrarı, küresel krize kadar nispeten ekonomik istikrarı sağladı. Dışsal bir şok şeklinde küresel krizin gelmesi ise ekonominin istikrarına büyük bir darbe vurarak istikrarın kaybolmasına neden oldu. Euro'nun kullanıma girmesi ile birlikte işsizlik ile kamu harcamaları arasındaki ilişki daha bağımlı hale geldi. Hükümet yeni bir projeye başladığında veya kamu harcamaları için bir bütçe belirlediğinde bunların istihdama etkileri tartışılır oldu. Yine Euro'nun kullanıma girmesi hükümetin bazı reformlar yapmasını gerektirdi. Dış faktörlerin etkilerinin arttığı bu dönemde mali yönetim gerekliliği ortaya çıktı. Bu düzlemde vergi politikaları ortaya konurken verginin enflasyona etkileri göz önünde bulundurulması sonucu ile karşılaşıldı (Barkoulas ve Chionis, 2024: 12-14).

Euro para birimi kullanacak ülkelerin fiyat istikrarı, ekonomik uyum ve mali disiplin sağlaması amacıyla uyması gereken kuralların yazıldığı Maastricht kriterlerine göre kamu borç stokunun GSYH'ye oranının %60'ı geçmemesi gerekmektedir. Bu oranın aşılması durumunda ise düşme eğiliminde olması beklenmektedir (<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.en.html>).

Yunanistan'ın 2001 yılında Euro bölgesine alındığı göz önünde bulundurulduğunda 2000 yılı kamu borç stokunun GSYH'ye oranının %123,9 olması Maastricht kriterinde belirtilen oranını epey uzağında bulunduğunu göstermektedir. Sonraki yıllarda da bahsedilen oran düşmemiş, hatta bazı yılları dışladığımızda yükselmiştir. 2008 yılına gelindiğinde %128,9 olurken küresel krizin etkilerinin iyice belirginleştiği 2009 yılında %146'ya yükselmiştir. Devam eden yıllarda yine Maastricht kriterlerine yaklaşmak bir yana uzaklaşmıştır. 2020 yılına gelindiğinde %249,4 oranına kadar yükselerek zirveyi gördüğü, ardından gelen yıllarda bir miktar düşüş sağlanarak 2023 yılında %190,6 ve 2024 yılında %158,2 oranında gerçekleştiği görülmektedir.

Euro bölgesinde bulunan ülkeler için cari dengenin GSYH'ye oranı için Maastricht kriterlerinde doğrudan bir oran belirlenmemişken bu durum Avrupa Komisyonunca Makroekonomik Dengesizlik Prosedürü (Macroeconomic Imbalance Procedure - MIP) kapsamında takip edilmektedir. MIP ise cari açık veya fazlanın GSYH'ye oranı için %6 ile %-4 eşikleri belirlenmiştir (https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en). Yunanistan'ın cari dengesinin GSYH'ye oranı ise ekonominin soğuma ve soğumaya başladığı dönemler dışında %4 cari açık eşığının üzerindedir. 2001 yılında Euro bölgesine kabul edilip 2002 yılında Euro para birimini kullanmaya başlamadan önce 2000 yılında cari açığı %7,8 oranında gerçekleşti. 2001, 2002, 2003 ve 2004 yıllarında bir miktar düşüşler sağlansa da 2005 yılında tekrar yükselişe geçip, 2008 yılında %14,6 oranına kadar yükseldi. Sonraki yıllarda ekonomik küçülmeye paralel cari açığın GSYH'ye oranında düşüşler gerçekleşti. 2015 yılına gelindiğinde %0,8 oranı ile Tablo 3.6.'de incelediğimiz dönem aralığının en düşük cari açık verisi yakalandı. En dip nokta olarak görülebilecek 2015 yılı sonrasında tekrar artışlar yaşandı, 2022 yılında 10,3 oranında gerçekleşti.

Yunanistan'ın makroekonomik verileri incelenirken üzerinde durulması gereken bir konu da devlet borcunun bilinçli olarak yanlış açıklama olayıdır. Kamu borcunu manipüle edip yanlış açıklamasının ortaya çıkması ile gerçek borcun Euro bölgesinin iki katı dolaylarında bulunduğu kaydedildi. Geçmiş on yıllarda sürdürülemez emeklilik sistemi ve aşırı harcamalar bu borcun nedenidir. Küresel krizin tüm şiddeti ile etkilerinin görüldüğü bir dönemde kamu borcunun yanlış açıklanmasının ortaya çıkması Yunan ekonomisinin büyük bir durgunluğa girmesine neden oldu (Alexopoulos ve Thompson, 2021: 700). 2009 yılı %4,1, 2010 yılı %5,7, 2011 yılı %9,9, 2012 yılı %8,3, 2013 yılı %2,3 oranlarında ekonomik daralma yaşandı. Sonraki yıllarda, 2020 yılındaki %-9,2 oranı dışında, ekonomik daralma yaşanmasa da güçlü bir büyümeden söz edilemeyecektir. Aynı dönemlerde kişi başı GSYH rakamlarında da azalmalar görüldü. 2008 yılında 31.695 dolar seviyelerine kadar yükselen kişi başı GSYH, ara ara toparlanma çabaları olsa da 2020 yılına kadar düşüşüne devam ederek 17.886 dolar olarak kaydedildi. Yunanistan'ın küresel kriz sonrası tüm halk baskısına rağmen vergileri arttırması, kurtarma paketlerinin faiz

ödemelerine karşı eylemler, bankalardan para çekme sınırı koyması, yurt dışı para transferlerinin yasaklanması gibi haberler hala hafızalardaki yerini korumaktadır.

3.1.2.4. Yunanistan'ın Politik Durumunun İncelenmesi

İkinci dünya savaşından sonra başlayan ve 1950'li yıllara kadar şiddeti azalarak devam eden Yunan İç Savaşı, ülkede istikrar ortamını önemli ölçüde zedeledi. İç savaşın sona ermesini takiben 1950'li yılların başında kurulan ve 1963'e kadar süren "Sağ" iktidar dönemi, Yunanistan'da iç savaşın kaos ortamını temel hak ve özgürlükler temelinde bir nebze yumuşatırken iç savaş döneminden kalan olağanüstü hal yasalarının yürürlükte kalması ve hükümetin muhalefeti denetim altında tutma çabaları baskıcı bir politik yapıyı ortaya koydu. Öte yandan, sağ tandanslı hükümetin esas ilgisi, siyasi barıştan çok ekonomik yeniden yapılanmaya yöneldi. 1953'te yapılan devalüasyon, sıkı para politikaları ve devlet denetiminin gevşetilmesi özel sektörün canlanmasına yol açıp; parasal istikrar sağlanmış ve büyüme süreci başlattı. Bu dönemde yatırımların büyük kısmı inşaat sektörüne yönelip, hızlı kentleşme süreci inşaat patlamasıyla karşılanmaya çalışıldı. Bu dönemde sanayi yatırımları ise sınırlı ve düşük teknoloji düzeyindeyken, küçük aile işletmeleriyle sınırlı bir üretim yapısı ortaya çıktı. Buna karşın hizmet sektörü ve turizm hızla gelişti; denizcilik sektörü ise yabancı bayrakla da olsa küresel ölçekte büyüdü. İç savaş nedeniyle yerinden edilen yüzbinlerce kişi kentlere göç etti, bu da kent nüfusunun hızla artmasına neden oldu. Ayrıca, 1950'li ve 60'lı yıllarda yüz binlerce kişi Avustralya, Kanada ve Almanya gibi ülkelere göç etti, bu göçler hem işsizliği azalttı hem de ülkeye döviz girişini sağladı (Clogg, 1992: 180-182). İç karışıklıkların bozduğu ekonomik tablonun düzeltilmesinde iç savaşın ortalarında Marshall Planı ve Truman Doktrini etrafında başlayan ABD menşeli yardımlar, iç savaş hızla sona erdirerek ülkenin istikrar ortamına kavuşmasını sağladı. 2 milyar doların üzerindeki ABD yardımı, 1950'lerin ortaları ile 1970'lerin sonları arasında Yunan GSYH'sini yılda yaklaşık %7 büyütürken kişi başına düşen geliri de üç katına çıkardı (Heneage, 2021: 205-207).

1971-1974 yılları arasında etkisini en üst düzeye çıkaran ekonomik durgunluk, Yunanistan ekonomisinde yapısal kırılmalara ve siyasi dönüşümlere zemin hazırlayan kritik bir döneme işaret etmektedir. Bu süreçte Bretton Woods sisteminin çöküşü ve

petrol fiyatlarındaki artış, ülkede yüksek enflasyon, reel ücretlerin gerilemesi, ekonomik durgunluk ve işsizliğin artması gibi çok boyutlu bir krizi tetikledi. Ekonomik darboğaz, 1967’de askeri darbe ile iktidara gelen cunta rejiminin 1974’te gücünün büyük ölçüde zayıflamasına neden oldu (Tsoukalis ve Stravelakis, 2024: 40). Aşırı sağ eğilimli askeri cuntanın Kıbrıs’ı Yunanistan’a bağlama düşüncesiyle sürdürdüğü politikanın 1974 yılında Türkiye’nin Ada’ya müdahalesiyle sonuçlanması üzerine cunta dağıldı ve Yunanistan’da yeni bir siyasi dönem başladı (Clogg, 1992: 205). Bu yeni siyasi dönem daha önce de başbakanlık yapmış olan Karamanlis’in ılımlı Yeni Demokrasi Partisi tarafından temsil edildi. 1980 yılına kadar süren bu dönem yeni anayasa, yeniden demokratikleşme ve AB’ye üyelik çerçevesinde gelişti. Nitekim Birliğe üye olma çabaları 1981 yılında karşılık buldu ve Yunanistan, AB’nin bir üyesi oldu (Clogg, 1992: 217-218). Askeri cuntanın yarattığı ekonomik kriz ortamında iktidara gelen Yeni Demokrasi Partisi, darboğaza çözüm arayışlarını kamu sektörünün genişletilmesi ekseninde şekillendirdi. Bankalar, ulaştırma ve temel hizmet alanlarının kamulaştırılması yoluyla ekonomik istikrar sağlanmaya çalışıldı ancak bu müdahaleler, sanayi altyapısının ciddi sorunlarla karşı karşıya olması nedeniyle kalıcı çözüm üretmekten de uzak kaldı. 1950-1970 döneminde gelişen tekstil, gemi inşa, çelik ve yapı malzemeleri gibi sektörler, piyasa koşullarına uyum sağlamakta zorlandı ve rekabet gücünü yitirdi (Tsoukalis ve Stravelakis, 2024: 41).

1980’li yıllar, Yunanistan siyasetinde ekonomiyi doğrudan etkileyen ve ülkeyi 2000’li yılların başlarında yaşanan ağır ekonomik krizin eşliğine sürükleyen derin bir kırılmaya sahne oldu. Bu dönüşüm, sol kesimi temsil eden Panhellenik Sosyalist Hareketin (Panellinio Sosialistiko Kinima – PASOK) seçimleri kazanarak iktidara gelmesiyle birlikte gerçekleşti. PASOK’un Yunanistan’daki ekonomik performansı, ilk yıllarda toplumsal adalet ve refah devleti inşası yönünde önemli adımlarla başladı ancak uygulanan politikalar zamanla ağır bir ekonomik maliyet doğurdu. 1981’de iktidara gelen Andreas Papandreu liderliğindeki PASOK, servet dağılımını daha adil hale getirmek için vergi reformları, refah artışı, eğitim ve sağlık hizmetlerinin genişletilmesi gibi sosyal politikaları uyguladı; kadın hakları ve boşanma yasaları gibi alanlarda da ilerlemeler sağladı. Ancak bu reformlar, vergi sisteminin yetersizliği nedeniyle bütçe açıkları yoluyla finanse edildi. 1980’lerin sonuna gelindiğinde, kamu

harcamaları dramatik biçimde artıp, cari açık ve ulusal borç sırasıyla GSMH'nin %14'ü ve %120'sine ulaştı, enflasyon yükseldi, verimlilik geriledi ve yabancı yatırımlar azaldı. Devletin büyümesi, kayırmacılığı kurumsallaştırdı, kamu sektörü aşırı şişti ve verimsizlik derinleşti. 1990'larda PASOK'un uyguladığı bu genişlemeci politikalar sürdürülemez hale geldi, mali krizlere zemin hazırladı. 1990'ların ortasında Kostas Simitis liderliğindeki PASOK, politikalarını değiştirerek mali disiplin uyguladı, bütçe açığını azalttı ve enflasyonu düşürerek Yunanistan'ın Euro bölgesine katılımını sağladı. Ancak bu başarı da kısmen dış destek (Goldman Sachs'ın muhasebe yardımı) ile mümkün oldu (Heneage, 2021: 223-226). AB'nin sosyo-ekonomik yardımları ve bölgesel gelişim politikaları, Yunan toplumunun "aslında hak etmediği", olması gerekenden yüksek bir refah düzeyine ve devletin fütursuz harcama alışkanlığına sebep oldu; reel üretimden fazla tüketim, ekonomik dengeyi bozdu. Kamu bütçesinden sadece 2004 Atina Olimpiyatları için harcanan 7 milyar Euro, bütçe dengelerini alt üst etmesi fütursuzca harcamayı ispat eder niteliktedir. Yunan hükümeti, bütçe açığına esas verileri mali şeffaflığa aykırı şekilde eksik yahut yanlış rapor ettiği belirlendi (Ünay vd., 2016: 18-19).

Yunan ekonomisinde bunlar yaşanırken 2006 yılında ABD'de Mortgage kredilerinin geri ödenememesiyle ilk işaretleri ortaya çıkan ve 2008 yılında Lehman Brothers adlı büyük yatırım bankasının iflasıyla dünya geneline yayılan küresel ekonomik kriz, derinleşmeye başlamıştı (Eğilmez, 2020). 2008 yılında kamu borcunun tetiklediği likidite krizi sonucunda Yunanistan, Avrupa Birliği ve Uluslararası Para Fonu'ndan (IMF) borçlanmaya başladı (Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu, 2024: 2). 2009 yılında yapılan seçimlerin galibi PASOK'un Ekonomi Bakanının gerçeği yansıtmayan kamu bütçesine ilişkin resmi rakamların revize edileceğini açıklaması, küresel krizle mücadele eden Yunanistan'ın ekonomisini de "küresel" bir mesele haline getirdi. Nitekim kısa bir süre içerisinde Fitch başta olmak üzere kredi derecelendirme kuruluşları, Yunanistan'ın notlarını birbiri ardına düşürdü. Bu süreçte gelir dağılımındaki eşitsizlik belirgin şekilde artarken, işsizlik oranı 2013 yılında %27 seviyesine ulaştı. PASOK sonrası yönetimi devralan kısa ömürlü koalisyon hükümetlerinin, meselenin ciddiyetinin farkına varma çabasından ziyade Euro bölgesinden ekstra kredi temin ederek seçmene yönelik popülist politikaları devam

ettirme niyeti pahalıya patladı (Ünay vd., 2016: 20). Nihayetinde, 2015 yılında IMF'ye olan 1,6 milyar Euro'luk borcunu zamanında ödeyemeyen Yunanistan, resmî olarak iflas etme noktasına geldi (Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu, 2024: 2).

Yunanistan'da krizin faturası, doğal ve kaçınılmaz olarak, halka kesilmiştir. AB ve IMF gibi alacaklıların kemer sıkma politikaları ise ciddi toplumsal olaylara sebep oldu (Ünay vd., 2016: 22-23). Toplumsal tepki, kısa süre içerisinde sandığa yansdı. 2012 yılında gerçekleşen seçimlerde, kreditorlerin dikte ettiği kemer sıkma politikalarının savunucusu olan Yeni Demokrasi ve PASOK gibi büyük ve tecrübeli partiler ağır yenilgi aldı, radikal sol koalisyon SYRİZA ve aşırı sağ parti, oy oranlarını artırdı. Başka bir deyişle, seçmenin tepkisi, oyların, merkez partilerden uç partilere kaymasına yol açtı. Seçim sonuçlarının istikrarlı bir hükümeti meydana getirememesi erken seçimleri gündeme getirdi. Erken seçimler sonucunda kurulan koalisyon hükümeti de istikrarı sağlayamayınca ülke 2015 yılında bir kez daha sandık başına gitti (Ünay vd., 2016: 28-30). Yunanistan'ın 2010 sonrası ekonomi-politiği, bir devletin yapısal zaaflarının küresel sistemle kurduğu bağımlılık ilişkileri içerisinde nasıl bir krize dönüştüğünü ve krizle mücadele sürecinde ekonomik olduğu kadar siyasal ve kurumsal kırılmaların da nasıl derinleştiğini gösteren tipik bir örnek sunmaktadır. 2012 seçimlerinde geleneksel siyasi partilerin (Yeni Demokrasi ve PASOK) dramatik şekilde güç kaybetmesi, Yunan toplumunun mevcut ekonomik sistemin taşıyıcı aktörlerine duyduğu güvenin tükendiğinin açık bir işaretidir. Yeni aktör olarak SYRİZA'nın ve Alexis Çipras'ın yükselişi, toplumun neoliberal kemer sıkma politikalarına ve uluslararası mali denetime karşı duyduğu tepkisel mobilizasyonu yansıtmaktadır. SYRİZA'nın, kemer sıkmadan kaçınarak Euro Bölgesi içinde kalabilme iddiası etrafında şekillenen vaatleri, ekonomik rasyonalite açısından zayıf temellere dayansa da toplumsal çaresizlik ve siyasi tükenmişlik ortamında geniş kitleler için çekici bir seçenek haline geldi. Burada özellikle halkın "kaybedecek hiçbir şeyi kalmadığı" duygusunun belirleyici olduğu vurgulanmaktadır (Heneage, 2021: 233-234).

Kriz sürecinde kavramsallaştırılan “Grexit” tartışmaları, Yunanistan'ın Avrupa Birliği içinde kalmak ile ekonomik bağımsızlık arasında seçim yapmaya zorlandığını

göstermektedir. Ancak ülke, sermaye kaçıışı riskleri ve finansal sistemin çökme tehdidi karşısında, ekonomik egemenlikten çok AB içinde kalmayı tercih etti. Çipras hükümetinin 2015 referandumundan sonra yaptığı ani geri dönüş (“U dönüşü”), Yunanistan’ın Avrupa kurumları karşısındaki müzakere gücünün sınırlılığını ve ulusal iradenin ekonomik bağımlılıklar karşısında etkisiz kaldığını dramatik biçimde gözler önüne sermektedir. Yunanistan, siyasi özerkliğini koruma iddialarından hızla vazgeçmiş ve daha da sert bir kemer sıkma paketini kabul etmek zorunda kalmıştır. Bu durum, krizden çıkış yollarının salt seçim sonuçlarına dayanarak inşa edilemeyeceğini, yapısal ekonomik bağımlılıkların belirleyici olduğunu kanıtlamaktadır. Bununla birlikte, 2015 sonrası dönemde özellikle halkın milliyetçi, popülist ya da radikal yönelimlere kaymadan istikrarlı bir reform sürecine odaklanması, Yunanistan toplumunun kriz tecrübesinden dersler çıkardığını göstermektedir. Ağustos 2018’de resmi olarak kurtarma programından çıkılması ve 2019 seçimlerinde merkez sağ Yeni Demokrasi Partisi’nin iktidara gelmesi, popülist dalganın sınırlı kaldığını ve toplumun ekonomik istikrara öncelik verdiğini göstermektedir. Miçotakis hükümetinin pandemi sürecinde gösterdiği performans da kamu yönetimi kapasitesinin artırılması, toplum-devlet ilişkilerinin yeniden tesis edilmesi ve kurumsal modernizasyon yönünde önemli adımlar atıldığını göstermektedir. Yunanistan’ın halen ciddi bir kamu borcu yükü altında olması, yapısal kırılmalıkların sürdüğüne işaret etmekle birlikte, düşük faiz ortamı ve AB destekli toparlanma fonları sayesinde bu yükün daha yönetilebilir hale geldiği görülmektedir. Özellikle doğrudan yabancı yatırımların artması ve borsa performansının güçlenmesi, ekonomik güvenin yeniden tesis edildiğini ve Yunanistan’ın dış imajının iyileştiğini göstermektedir (Heneage, 2021: 235-239).

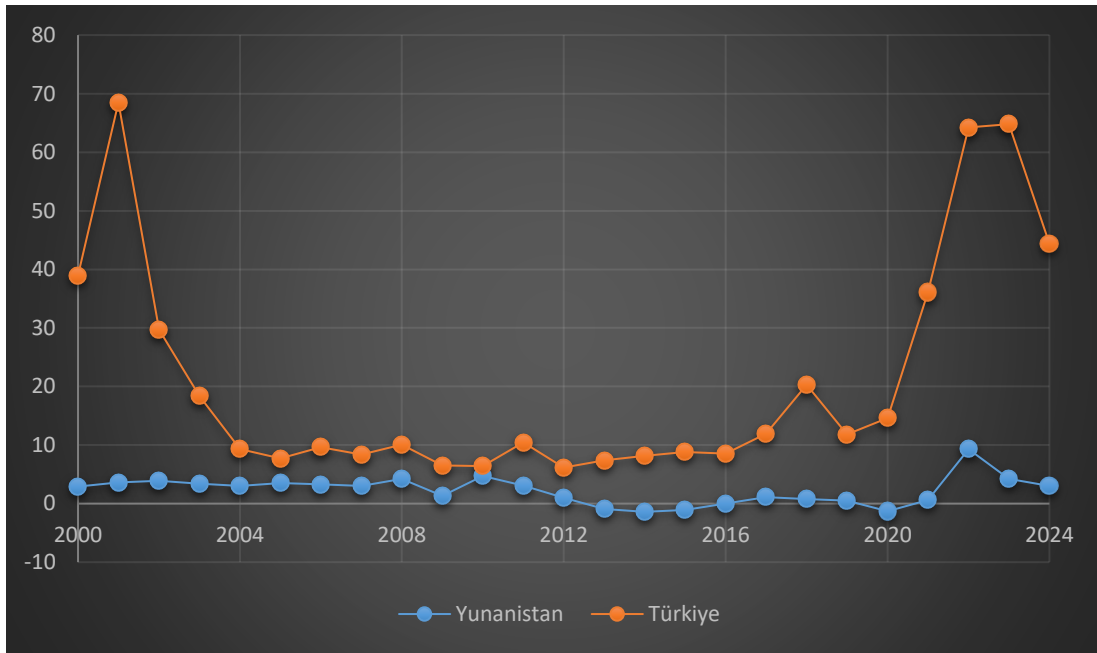
3.2. Makroekonomik Veriler Işığında Karşılaştırma

Kredi derecelendirme kuruluşları özellikle kriz dönemlerinde problemler yaşayan hatta borcunun tamamını veya bir kısmını ödeyemeyecek duruma düşen ülke veya şirketlere kriz öncesinde yüksek kredi notu vermekle eleştirilmektedir. Oysa bu kuruluşlardan yatırımcıların temel beklentisi, yatırım yaptığı ülke veya şirket hakkında zamanında doğru bilgi aktarmasıdır. 2008 küresel krizinin öncesinde yüksek kredi

notu verdiği bazı şirket ve ülkelerin borçlarını tam ve zamanında ödememesi eleştirilerin artmasına, sorgulanmalarına neden oldu. Ayrıca zamanında not değişimi yapmayarak temel fonksiyonunu yerine getiremeyen bu kuruluşlar, sorunun baş göstermesi ile art arda not düşüşü yaparak işleri içinden iyice çıkılmaz hale getirmektedir (Toraman ve Yürük, 2014: 128).

Az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere ülkeler gerek i tasarrufun yetersizliği gerek döviz eksikliğini gidermek amacıyla dış kaynağa ihtiyaç duymaktadır. İhtiyaç duyanın karşısında fon fazlası olup da yatırım yaparak gelirini arttırmak isteyen bulunmaktadır. Fon arz eden ile fon talep eden arasında finansal piyasalar aracılığı ile yaşanan hareketliliğe ise büyük ölçüde kredi derecelendirme kuruluşları yön vermektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelere verdikleri kredi notları ilgili ülkeye akacak sermayeye, dolayısıyla ülkenin gelişimine doğrudan etkilidir. Bunun yanında kredi notları borçlanma maliyetlerini de büyük ölçüde belirlemektedir. İyi bir kredi notuna sahip ülkeye fazla sermaye akışı, dolayısıyla düşük maliyetli borçlanma imkanı sunarken; kötü bir kredi notuna sahip ülke için tersi durum söz konusudur (Akçayır, 2013: 74-75).

Sağladığı avantajlar ve dezavantajlar göz önüne alındığında kimi ülkelere hak etmediği halde yüksek kredi notu, kimi ülkelere ise hak ettiğinden daha düşük kredi notu verdiği eleştirileri de kaçınılmaz olarak yapılmaktadır. Türkiye ve Yunanistan'ın kredi notlarına iki ülkenin makroekonomik verileri üzerinden karşılaştırması enflasyon oranları üzerinde başlayacaktır. Fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artışı ifade eden enflasyon, makroekonomi ve ekonomik istikrar açısından önemli bir göstergedir. Grafik 3.1.'de 2000 – 2024 döneminde Türkiye ile Yunanistan'ın enflasyon oranlarının seyri bulunmaktadır.



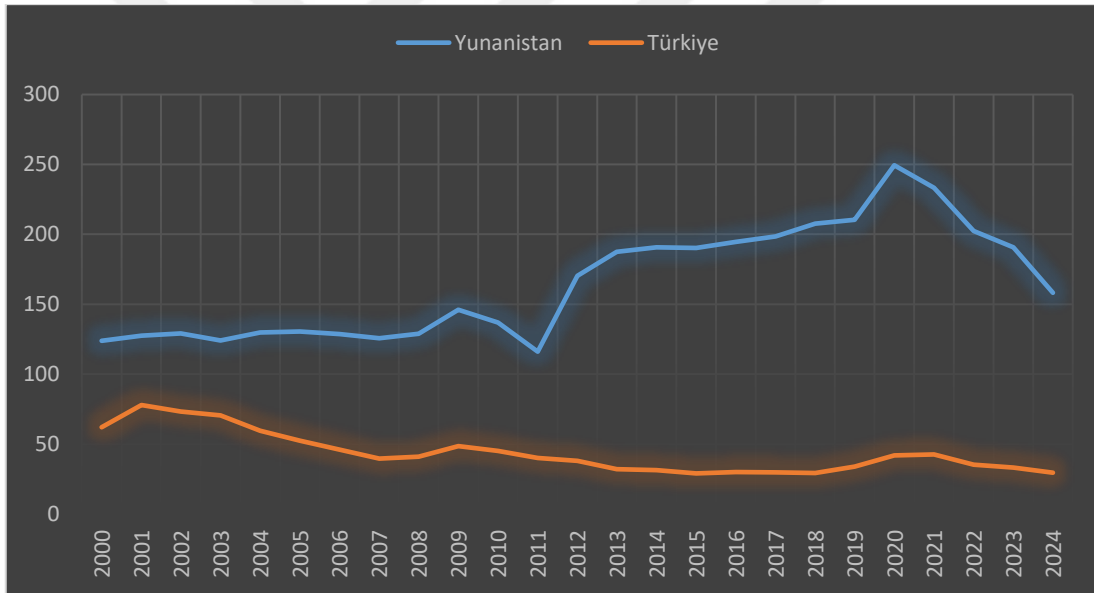
Grafik 3.1.: Türkiye ve Yunanistan'ın Enflasyon Oranları

Kaynak: Tablo 3.3. ve 3.6.'dan faydalanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 3.1.'de Türkiye'de enflasyon sürekli yüksek seyrettiği görülmektedir. 2001 krizinden sonra istikrar programı uygulaması yoluyla düşürülmesi başarsa da incelenen dönem zarfında Yunanistan'ın enflasyonunun bir hayli üzerindedir. 2000 yılında Yunanistan'da %2,90 enflasyon bulunurken, aynı yılda Türkiye'nin enflasyonu %39'dur. Türkiye'nin enflasyon ile mücadelesi sonunda enflasyon oranı düşüp bir patikaya yerleştiği yıl olan 2004 yılında %9,3 enflasyon oranına sahip iken aynı yıl Yunanistan %3 düzeyinde enflasyon oranı bulunmaktadır. Sonraki yıllarda da durum çok farklı olmayıp sadece 2010 yılında Türkiye, Yunanistan'a yakınsamıştır. 2000 yılından itibaren ise makasın iyice açıldığı Grafik 3.1.'den net biçimde görülmektedir. 2001 krizi sonrası ile 2000 yılı sonrası Türkiye'nin enflasyon gidişatının birbirine benzerliği dikkat çekicidir.

Enflasyon oranının kabul edilebilir seviyelerin gelişmiş ülkeler için %1 - %3, gelişmekte olan ülkeler için ise % 4 - %6 arasında olduğu (Eğilmez, 2023a) düşünüldüğünde, Türkiye ekonomisinde enflasyonla mücadele hep devam etmiş, bazı dönemler tek haneye indirilmiş fakat kabul edilebilir seviyelere gelineemediği tespiti yerinde olacaktır. Yunanistan ekonomisinde ise tek haneli enflasyon oranları yakalanmış, hatta kabul edilebilir seviyelerde devam etmiştir.

Türkiye ile Yunanistan arasında kamu borç stoku açısından ise durum tam tersi şekilde gerçekleşti. Yunanistan ekonomisi tıpkı Türkiye'nin enflasyon sorunu gibi yüksek kamu borcu sorunu yaşamış, yaşamaktadır. Yunanistan için kamu borcu durumu, yüksek "bütçe açığı, kamu borcu, faiz ödemeleri, bütçe açığı, kamu borcu" şeklinde kısır döngü şeklindedir. Bu durumun düzeltilmesi kimi zamanlar gündeme gelse de popülist hükümet uygulamaları ile düzeltilmesi bir yana artması ile sonuçlandı (Akçay, 2012: 28). Türkiye'de ise 2001 krizi sonrası devreye giren ekonomi istikrar programında alınan önlemler ile kamu borcu dizginledi. Bahsedilen istikrar programında kamuya yük getiren bazı uygulamalara son verilip, özelleştirmeler yoluyla hem kaynak yaratılması hem de yine kamuya binen yükün azaltılması gibi reform hareketleri bu alanda belli bir başarının elde edilmesini sağladı.



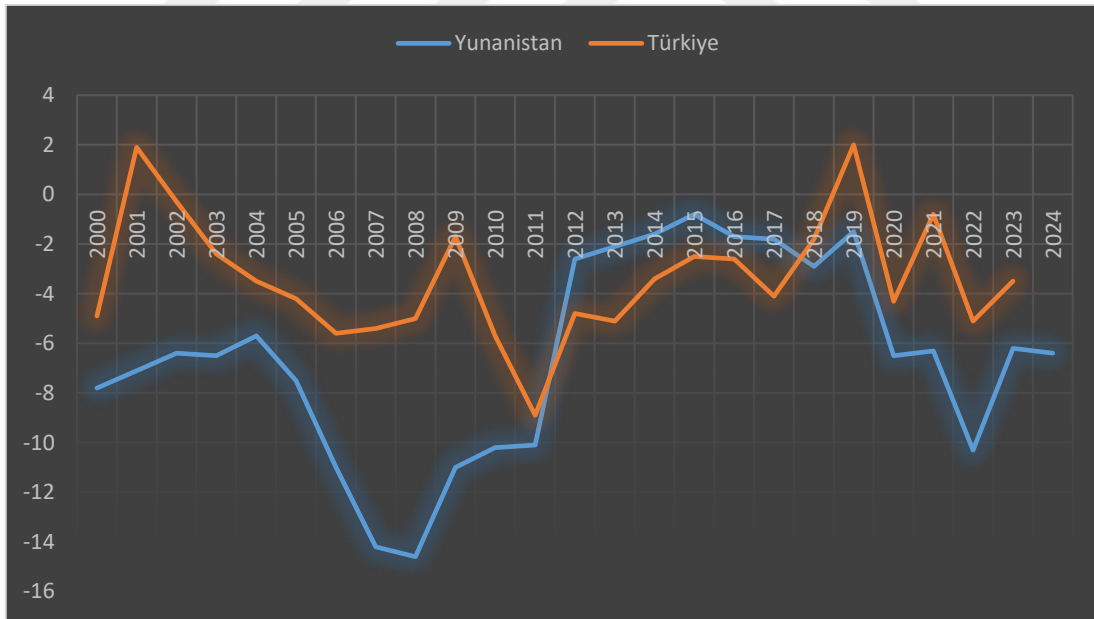
Grafik 3.2.: Türkiye ve Yunanistan'ın Kamu Borç Stoku / GSYH Oranları

Kaynak: Tablo 3.3. ve 3.6.'dan faydalanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 3.2.'de Türkiye ile Yunanistan'ın kamu borç stokunun GSYH içerisindeki payı görülmektedir. İki ülke arasında belirgin bir fark durumu ortadadır. Maastrich kriterlerinde anılan oranın %60 olması gerektiği (<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.en.html>) düşünüldüğünde, Grafik 3.2.'nin kapsadığı dönemde Türkiye başarılı, Yunanistan ise başarısız durumdadır. Türkiye 2004 yılı itibarıyla %60 seviyesinin altında bulunurken; Yunanistan kritere yaklaşmadığı açıktır. 2000 yılında GSYH'nin %123,9 oranında

kamu borç stoku bulunan Yunanistan, ilerleyen yıllarda düşürmek bir yana sürekli arttırdı. O kadar ki 2020 yılında %249,4 oranı ile zirveyi görüp, 2024 yılında hala çok yüksek bir seviye olan %158,2 ile yılı tamamladı.

Kredi derecelendirme kuruluşları açısından önemli makroekonomik verilerden bir tanesi de ülkenin cari açığının GSYH'ye oranıdır. Avrupa Komisyonu, MIP'de AB üyesi ülkeler için bu oranı %6 ile %-4 arasında olması gerektiği belirlemiştir (European Commission). Cari açık, bir ülkenin yatırım, üretim veya harcama gibi ekonomik faaliyetleri için gereken finansman ihtiyacının, yurt içi tasarrufların yetmemesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Ülke eksik kalan kısmı dış kaynak ile finanse etmektedir. Süreklilik kazanmış cari açık, bir ülkenin ekonomisini dış şoklara karşı kırılgan hale getirmektedir. Avrupa Komisyonu'nun belirlediği referans değerlere ek olarak cari açığın GSYH'ye oranının %5 seviyesini geçmesi tehdit sayılmaktadır (Akçay, 2012: 17). Grafik 3.3.'de Türkiye ve Yunanistan'ın cari dengesinin GSYH'ye oranları gösterilmektedir.



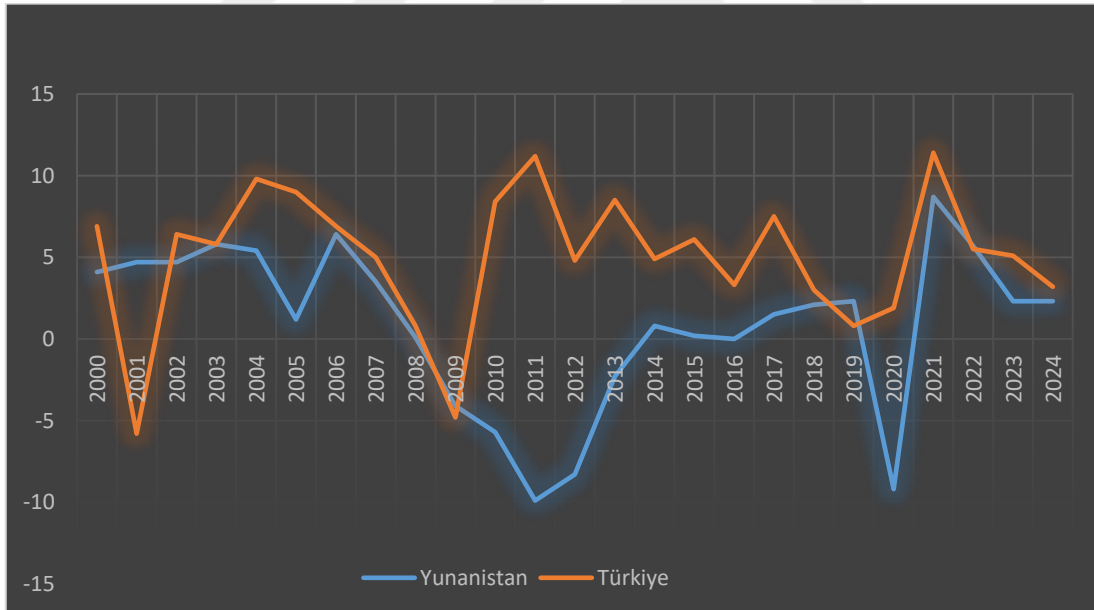
Grafik 3.3.: Türkiye ve Yunanistan'ın Cari Denge / GSYH Oranları

Kaynak: Tablo 3.3. ve 3.6.'dan faydalanılarak hazırlanmıştır.

İki ülkede ekonomik faaliyetlerinin devamı için dış kaynağa ihtiyaç duymaktadır. Bu yüzden özellikle ekonomide büyüme dönemlerinde yüksek cari açık oranları ile karşılaşılmaktadır. Türkiye 2011 yılı hariç Avrupa Komisyonu'nun

belirlediği referans aralığında kalırken, Yunanistan yine borç stokunda olduğu gibi 2012 yılına kadar referans değerini karşılayadı. 2012 ve sonraki yıllarda küresel krizin etkisi içerisinde Yunanistan ekonomisinin borç krizine girmesi ve buna bağlı olarak ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlama ile cari açığın düştüğü söylenebilir. 2020 yılı sonrasında ise tekrardan yüksek cari açık vermeye devam etmektedir. Bu ise ekonomisinin dış şoklara karşı daha savunmasız bırakmaktadır. Türkiye ise cari açığın azaltılması konusunda daha iyi ilerlediği yine Grafik 3.3.'de görülebilmektedir. 2013 yılı sonrasında genel itibariyle %4'ün altında bir oran ile ekonominin bir sorunu olmaktan çıkarmaya yakın gözükmektedir.

Borçlanmalardan sonra ülkenin üretkenliğine bakmak adına GSYH büyümesine odaklanmak yerinde olacaktır. Ekonomik büyüme, bir ülkenin bir zaman diliminde mal ve hizmet üretiminde artış şeklinde açıklanabilir. Bu açıdan Grafik 3.4.'de Türkiye ile Yunanistan'ın GSYH büyüme oranları karşılaştırıldı.

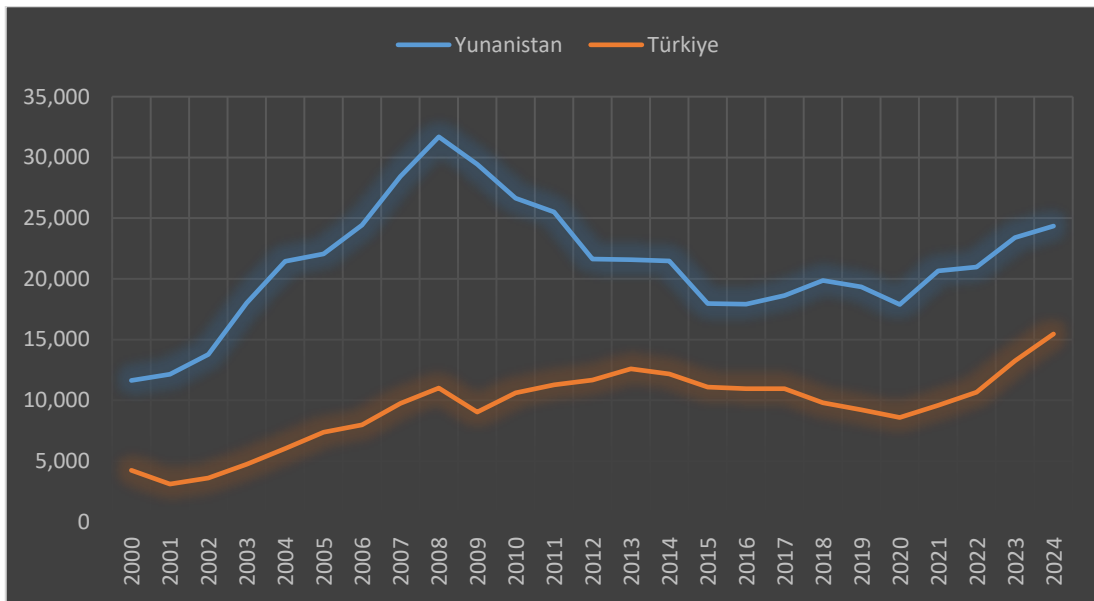


Grafik 3.4.: Türkiye ve Yunanistan'ın GSYH Büyüme Oranları

Kaynak: Tablo 3.3. ve 3.6.'dan faydalanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 3.4.'de Türkiye'nin GSYH büyümesi birkaç yıl dışından Yunanistan'ın GSYH büyümesinin üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. Türkiye yaşadığı 2001 krizinin etkisi ile 2001 yılında %5,8 oranında bir önceki yıla göre küçülürken, sonraki yıllarda ekonomisini büyütmeğe devam etti. Bir sonraki ekonomik daralması küresel

krizinin etkisi ile 2009 yılında gerçekleşti. Türkiye, Grafik 3.4.'deki dönem kapsamında 2001 ve 2009 yılları dışında GSYH büyümesi gerçekleştirdi. Yunanistan ise GSYH açısından küresel kriz ile birlikte daralmaya başladı, henüz tam manasıyla toparlanamadığı görülmektedir. 2009 yılında başlayan daralma durumu aralıksız 2013 yılına kadar devam edip, sonrasında büyüme gerçekleştirse de kriz öncesi dönemlere tam ulaşamadı. GSYH ile doğrudan bağlantılı kişi başı GSYH rakamlarında da durum benzerdir.



Grafik 3.5.: Türkiye ve Yunanistan'ın Kişi Başı GSYH

Kaynak: Tablo 3.3. ve 3.6.'den faydalanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 3.5.'de karşılaştırılan iki ülkenin kişi başı GSYH rakamları bulunmaktadır. Yunanistan kişi başı gelir açısından Türkiye'ye göre daha yüksek rakamlara sahiptir. 2000 yılında Yunanistan 11.638 Dolar kişi başı GSYH'ye sahipken Türkiye 4.249 Dolardadır. 2008 yılına kadar iki ülkede kişi başı gelirini yaklaşık üç katına çıkarmayı başardı. 2008 yılında küresel krizin baş göstermesine paralel kişi başı gelirlerde düşüş meydana geldi. Yunanistan, 2008 yılında 31.695 Dolar kişi başı gelire sahipken, 2020 yılında 17.886 Dolara düştü. Türkiye'de ise 2008 yılında 11.018 Dolar kişi başı gelir üretilmişken, 2020 yılında bu rakam 8.600 Dolardır. Her iki ülkenin vatandaşlarının gelirinin düştüğü fakat Yunan vatandaşlarının gelirinin Türk vatandaşlarına göre daha fazla oranda kayıp yaşadığı görülebilmektedir. Yunanistan 1990'lı yıllarda Euro bölgesine giriş ve giriş için Maastricht kriterleri uyum politikaları

sayesine de hem kolay dış kaynak finansmanına erişti hem de maliyeti düşük finansman buldu (IMF, 2020). Bunların etkisi ile yüksek büyüme oranları ve dolayısıyla yüksek kişi başı GSYH rakamlarına sahip oldu. Ülkesine gelen dış finansmanı yine borçlanma şeklinde ödeme yolunu tercih etti. 2009 yılı itibariyle ortaya çıkan ekonomik problemler karşısında bu kez ülkeden sermaye çıkışı yaşandı. Netice de ülkeye gelen sermaye ile yatırım yapıldı, ekonomik büyüme sağlandı ve vatandaşın geliri arttı. Geliri artan vatandaş ise gelir artışı oranında tasarruf sağlamaması yatırım ile tasarruf arasındaki farkı arttırdı. Bu durum cari açık şeklinde kendisini gösterdi (Köse, 2022: 61). Yunanistan'ın dışarıdan gelen finansmanı doğru kullanamayıp sonrasında borç krizine girerek kazanımlarını belirli ölçüde kaybettiği görülebilmektedir.

3.3. Politik Durum Açısından Karşılaştırma

Kredi derecelendirme kuruluşları, kredi notunu belirleme metodolojilerinde politik duruma önem vermektedir. Ülkede iç karışık, kültürel yapı, terör faaliyetleri, siyasi yapı, kurumsal yapı, karar alma mekanizmaları gibi faktörler doğrudan ekonomik yapıyı etkileyebilmektedir.

Yunanistan'ı 2010'lı yıllarda derin ekonomik krize sürükleyen etmenlerin temelleri 1980'li yıllarda atıldı. Sol görüşlü PASOK'un seçimle iktidara gelmesi ile ülkede vatandaşların refahını artırma amacıyla sosyal politikaları yoğunlaştırdı. Vatandaşa yönelik atılan bu adımlar ileriki yıllarda ağır ekonomik sonuçlar doğurdu. 1990'lı yıllar başlarken Yunan ekonomisi ağır borçluluk durumu ile yüzleşmek zorunda kaldı. 1990'lı yılların ortalarına doğru PASOK politikasını değiştirip Euro bölgesine giriş için gereken mali disiplin, enflasyonla mücadele, devletin verimliliğini arttırmak gibi yollara yöneldi. Sonucunda ise belli bir başarıya ulaşmış, 2001 yılında Euro bölgesine giriş onayını aldı. (Heneage, 2021: 224-225). Aynı dönemlerde Türkiye'de ise serbestleşme adımlarının etkileri hissedilmektedir. Ekonominin hazırlanmadan önce mal piyasasının, sonrasında sermaye piyasasının serbestleştirilmesi ekonomik krizlere sebebiyet verdi. 1994 ve 2001 krizlerinin temelleri burada atıldı. Serbestleşmenin yanında siyasi belirsizlikler yine dönemin öne çıkan düzensizliklerindendir (Akçayır, 2013:41).

Türkiye 2001 krizinden aldığı ders ile GEGP'yi uygulamaya koydu. GEGP, ekonominin aksayan yönlerinin tespit edildiği, her soruna özel yapısal reformun belirlendiği kapsamlı bir program özelliğindedir. IMF'nin desteği ve gözetiminde uygulamaya başlayan programa, 2002 yılındaki seçimleri tek başına kazanan iktidar partisi büyük önem vererek sahiplendi. Halkında programı benimsemesi, 2001 krizine gelen süreçten kendisine düşen dersi çıkardığı manasına gelebilir. Bunun yanında AB'ye üyelik müzakereleri, siyasi istikrar, kurumsal ve yapısal reformlar ekonomik verilerde kendisini hissettirdi (Gülmez ve Gündoğan, 2014: 85-86). Geçmişine göre düşürülmüş enflasyon, yüksek büyüme rakamları, düşük kamu borcu gibi başarılar elde edilmesi dönemin özelliklerindendir (Tablo 3.3.). Tüm yaşanan gelişmelere rağmen Türkiye, üç derecelendirme kuruluşundan da yatırım yapılabilir seviyede kredi notu alamadı (Tablo 3.2.). Buna mukabil dönemde Yunanistan'da ise Euro bölgesine giriş haberleri ve sonrasında girişin gerçekleşmesi sermaye akımlarını çekti fakat devletin harcama alışkanlığı tüm hızıyla devam etti. 2004 Atina Olimpiyatları için 7 milyar Euro bütçeden harcama yapılması buna olabilecek en güzel örneklerdendir. (Ünay vd., 2016: 18-19). Bu durum kamu borç stokunun GSYH'ye oranı ile cari açığın GSYH'ye oranı rakamlarında kendisini gösterdi (Tablo 3.6.). Yunanistan'da yüksek kredi notları daha fazla sermaye akışı, bu ise daha fazla harcama şeklinde cereyan etti. Devletin vurdumduymaz harcamaları gireceği borç krizini hazırlarken kredi derecelendirme kuruluşları adeta Yunanistan'a yüksek kredi notu belirleme yarışına girdiler (Tablo 3.5.). İşi, yatırımcısı için gelecekte meydana gelebilecek riskleri ortaya koymak olan bu kuruluşlar tüm dünyanın gözü önünde gerçekleşen bu harcamaları, dolayısıyla borçluluğu görmezden gelmesi objektifliklerini sorgulatır niteliktedir.

2008 yılında patlak veren küresel kriz birçok ülkede olduğu gibi Yunanistan'da da problemlerin baş göstermesine neden oldu. Yüksek kamu borcunun tetiklediği likidite krizi sonucunu IMF ve AB'den borçlanma ile atlatma yolunu tercih etti (Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu, 2024: 2). Kriz devam ederken Yunan Ekonomi Bakanı gerçeği yansıtmayan bütçe verilerini düzelteceklerini açıklaması ile küresel kriz başka bir boyuta taşındı. Bu gelişme üzerinde kredi derecelendirme kuruluşları sanki suçluluk psikolojisi ile hareket eder gibi hızlı ve art arda kredi notlarını düşürdü (Tablo 3.5.). Türkiye ise kriz sırasında GEGP ile ekonomik istikrar ve tek başına iktidar ile siyasi

istikrarı yakalayarak girdi. Bunun sonucu olarak küresel kriz döneminde problem yaşamadığı gibi kredi notunu arttırmayı başaran bir ülke oldu (Akçayır, 2013:45).

2012 sonrası Türkiye’de hem ekonomik hem de siyasi istikrarı bozmaya meyilli gelişmeler yaşanmaya başladı. Önce MİT krizi, ardından 2013 yılında Taksim Gezi Parkı olayları, daha sonra 17-25 Aralık operasyonları yeni bir dönemin adete işaret fişeğiydi. Her biri birbirinden büyük, ülkede vatandaşların huzurunu kaçıran olaylar ekonomide de yansımalarını gösterdi. Tek hanelere hapsedilmiş enflasyon tekrar çift hanelere yükseldi, kamu borç stokunun GSYH’ye oranında artış meydana geldi, ekonomi küçük büyüme performansı göstermeye başladı (Tablo 3.3.). Bahsedilen olayların devamında belki de asıl amaç olan 15 Temmuz 2016 kanlı darbe girişimi gerçekleştirildi. Girişim boyutunda kalan bu olay her ne kadar amacına ulaşmamış olsa da ekonomik ve politik karşılıklar meydana getirdi (Özkan, 2023: 474). Yıl 2018’e geldiğinde Türkiye Cumhurbaşkanlığı Hükümet Sistemini uygulamaya başladı. Dönemin kurumlar üzerinde belirgin eleştirisi ise özellikle ekonomi yönetiminde sık değişimler ve kurumların bağımsızlığının zedelendiğine dair eleştirilerdir. (Öcal ve Olgun, 2023: 112). Türkiye’nin kendi iç dinamiklerinden meydana gelen olaylara ek 2019 yılında başlayan ve tüm dünyayı etkisi altına alan Covid 19 Pandemi etkisi altına girdi. Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de ekonomik faaliyetler sekteye uğradı. Sosyal devlet anlayışı gereği vatandaşlarının ihtiyaçlarını karşılamak için devlet ekonomide daha fazla yer alıp, kamu harcamalarını arttırdı. Ardından 6 Şubat 2023 yılında 11 ile ağır yıkım ile sonuçlanan deprem hadisesi yaşandı. Yaşattığı acıların yanında yine ekonomiye ve kamu bütçesine ağır yükler getirdi. Başlıklar halinde sunulan bu gelişmelerin sonuçları ekonomik tablolarda net görülmektedir. 2000’li yılları hatırlatan enflasyon oranları, kamu borcunun artması, büyümenin yavaşlaması, cari açık probleminin tekrar baş göstermesi ve doğal olarak halkın refahının düşmesi şeklindedir. Yaşananlar karşısında kredi derecelendirme kuruluşları da 2016 yılından sonra art arda kredi notu düşüşleri gerçekleştirdi (Tablo 3.2.).

Yunanistan ise 2012 sonrası geçmiş tecrübelerden ders çıkarmış görünmektedir. Hala hafızalarda yerini koruyan halk protestolarına rağmen kemer

sıkma politikaları gerçekleştirildi. Halk popülist yaklaşımlarla ekonomik düzelmenin yakalanamayacağını fark etmesi ile istikrarlı bir reform sürecine odaklanıldı. Bu durum seçimlerde başa geçenlerden de belli olmaktaydı. Halk ile devlet arasındaki ilişkinin yeniden kurulması, kurumsal modernizasyonun ön plana çıkarılması dönemin özelliklerindendir. Bu gelişmeler ile dış imaj bir miktar da olsa düzeltildi, yeniden dış kaynak bulunmaya başladı (Heneage, 2021: 235-239). Gelişmeler karşısında ekonomide de bazı verilerde iyileşmeler görülse de hala yüksek kamu borcu ve yüksek cari açık gerçeği Yunanistan'ın önünde durmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları ise en ufak iyi gelişme karşısında Yunanistan'ın kredi notunu arttırmada asla gecikmemektedir. 2015 yılından sonra yüksek borçluluk, düşük büyüme rakamlarına rağmen art arda kredi notlarında artışa giderek yatırım yapılabilir seviyeye taşımışlardır (Tablo 3.5.).

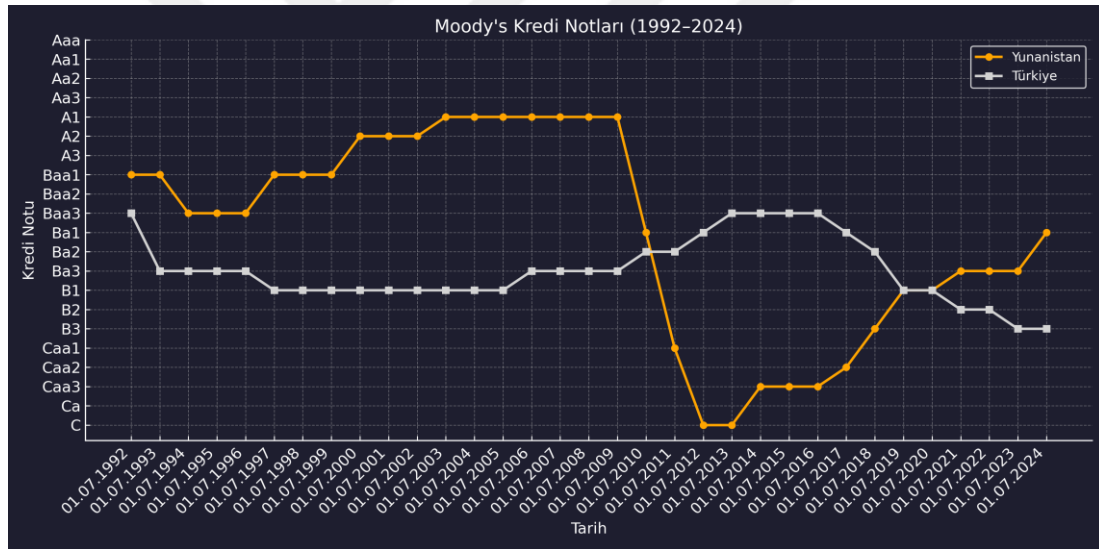
3.4. Kredi Notlarının Karşılaştırılması

Çalışmamızda dünyanın üç büyük kredi kuruluşu hakkında bilgi verildi, bu kuruluşların kredi notu belirleme kriterlerinden seçilmiş makroekonomik veri ve politik durum karşılaştırılmaya çalışıldı. Kredi derecelendirme kuruluşları kredi notlarını belirlerken nicel ve nitel verileri kullanmaktadır. Nicel veriler sayılabilir olma özellikleri hasebiyle karşılaştırmaya daha yatkındır. Fakat nitel veriler kredi notu belirleyen kişi özelinde bakış açısına göre farklı yorumlamaya müsaittir. Çalışmanın bu kısmında, kredi derecelendirme kuruluşlarının, kredi notlarında bir haksızlık yapıp yapmadıklarını belirlemek adına, yerleşmiş eleştirileri göz önünde tutarak nitel verileri dışlamadan özellikle nicel veriler ekseninde Türkiye ile Yunanistan'a veriler kredi notları analiz edilmeye çalışıldı.

Günümüz finansal piyasalarında fon arz ile talep eden, mesafe mefhumu olmadan buluşabilmektedir. Özellikle fon arz eden taraf fon talep eden hakkında yeterince bilgi sahibi olması için kredi derecelendirme kuruluşları önemli rol oynamaktadır. Fon talep eden açısından ise kendisini anlatabilme/tanıtabilme, daha fazla sermaye sahibine ulaşabilme imkanına kredi derecelendirme kuruluşları vasıtasıyla sahip olmaktadır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:23). Kredi notlarının ülkenin borçlanma çeşidi ve maliyeti üzerinde etkileri bulunmaktadır. Kredi

derecelendirme kuruluşları bilgi toplayıp, işleme fonksiyonlarıyla yatırımcıya doğrudan etkiye bulunabilmektedir. Yönlendirme kabiliyetleri, kredi notları aracılığı ile bir ülkeye avantaj başka bir ülkeye dezavantaj şeklinde dönebilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler doğrudan yabancı yatırımcıyı teşvik etmek, derinliği artmış sermaye piyasalarına sahip olmak ve kamu sektörü mali şeffaflığının artması gibi faydaları bulunmaktadır (Elkhoury, 2008: 8-9).

Kredi derecelendirme kuruluşları kimi yıl hiç not değişikliğine gitmezken kimi yıl birden fazla not değişikliği açıklayabilmektedir. İki ülkenin kredi notlarını şekle dökebilmek için ilgili ülkenin 1 Temmuz tarihinde sahip olduğu kredi notu baz alındı. Türkiye ile Yunanistan'ın Moody's şirketinden aldıkları kredi notları Grafik 3.6.'da gösterilmektedir.



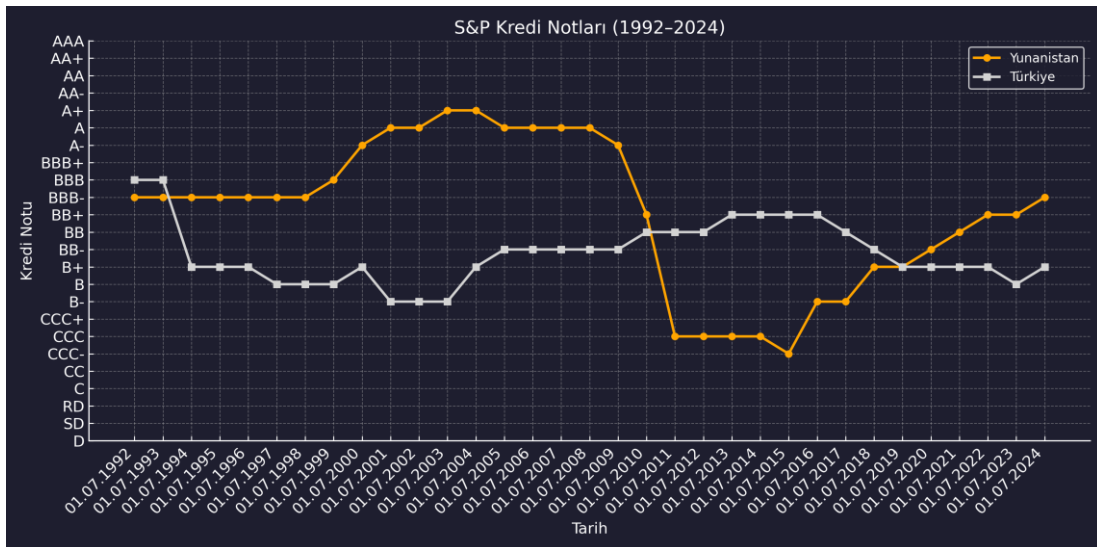
Grafik 3.6.: Türkiye ve Yunanistan'ın Moody's Şirketinden Aldıkları Kredi Notları

Kaynak: Tablo 3.2. ve 3.5.'den faydalanılarak hazırlanmıştır.

İki ülkede 1992 yılında yatırım yapılabilir seviyede not aldığı görülmektedir. Yunanistan Baa1, Türkiye ise Baa3 seviyesinde kredi notu belirlendi. Bu yıllarda yeni sermaye piyasasını serbestleşmiş Türkiye ile AB üyesi fakat Euro bölgesine girme isteği içerisindeki Yunanistan'ın hem ekonomik istikrar hem de yatırımları yönetmek için dış finansmana ihtiyacının fazla olduğu yıllardır. Hemen ertesi yıl Türkiye'nin kredi notu Ba3 seviyeye indirildi. Bu duruma salt not indirimi gözüyle bakmamak gerekir çünkü bahsedilen seviye ülkenin spekülasyon ilan edilmesidir. Sermaye gelmesi

bir yana sermaye çıkışları yaşanacak, gelen sermayenin de maliyeti yükselecektir. 1994 yılında Yunanistan'ın notu Baa3 seviyesi ile yatırım yapılabilir seviyesini korudu. İki ülke arasında ileriki dönem makroekonomisini etkileyecek avantaj/dezavantaj dönemi başladı. 1997 senesine gelindiğinde Türkiye'nin notu düşürülürken, Yunanistan'ın notu yükseltildi. Bahsi gelen yıl Türkiye'nin 1994 krizi sonrası toparlanma çabaları ve siyasi çalkantı dönemlerine denk gelirken Yunanistan için ise Euro bölgesine girme beklentilerinin hakim olduğu dönemdir. 1997 yılından 2005 yılına kadar Türkiye'nin kredi notu sabit kaldı. Yunanistan ise bu dönemde A1 seviyesine kadar yükseldi. Yunanistan kredi notu yükselişi, Euro bölgesine giriş beklentisi, 2002 sonrası ise Euro bölgesine girişin avantajlarını yaşadı. Bu durum GSYH büyüme oranları ile kişi başı GSYH rakamlarının yükselişinde görülebilmektedir (Tablo 3.6. ve Grafik 3.4. ve 3.5.).

1990 ile 2000 yılları arasında Türkiye'nin yaşadığı krizler, siyasi çalkantılar ve ekonomik durum, Yunanistan'ın ise AB ve Euro bölgesine giriş gelişmeleri, girişe dair ekonomi programlarının ekonomik verilere yansımaları itibarıyla bu not seviyeleri anlayışla karşılanabilir. 2000 yılı sonrası ise kredi derecelendirme kuruluşlarını bu dönem kadar masum görmek pek mümkün olmayacaktır.



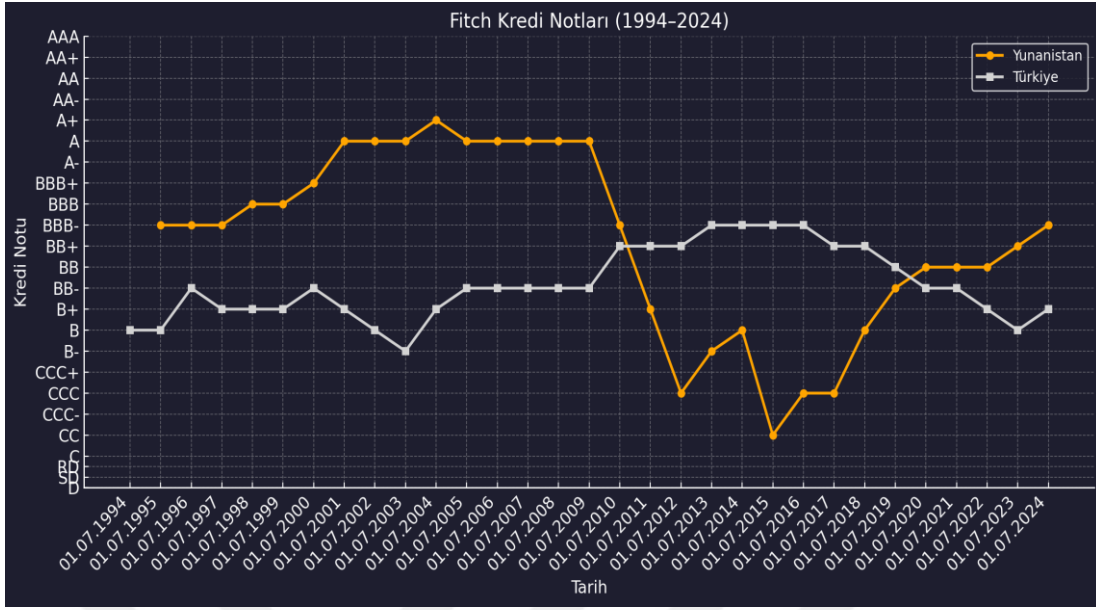
Grafik 3.7.: Türkiye ve Yunanistan'ın S&P Şirketinden Aldıkları Kredi Notları

Kaynak: Tablo 3.2. ve 3.5.'den faydalanılarak hazırlanmıştır.

1990 ile 2005 yılları arasında yine aynı olmasa da benzer bir gelişim S&P derecelendirme kuruluşunun kredi notlarında da görülmektedir. Her ne kadar ilk başta Türkiye'nin kredi notu Yunanistan'ın üzerinde belirlense de Türkiye'nin 1994 yılında yaşadığı krize gidiş yolunda yüksek borç ve enflasyon açmazı nedeniyle kredi notunda keskin bir düşüş yaşandı. O kadar ki kimi çevrelerce 1994 krizinin bir sebebinin de kredi notlarındaki ani ve hızlı düşüş gösterdi (Günel, 2019: 153). S&P tarafından Yunanistan'a 1992 yılında BBB- düzeyinde belirlenen kredi notu, 1998 yılına kadar devam etti, 1998 yılında sonra 2004 yılına kadar sürekli kredi notlarında artışlar gerçekleştirildi.

S&P tarafından 1994 ile 2003 yılları arasında Türkiye'ye B ile B- aralığında kredi notları verildi. 2001 krizi sonrası ekonomide istikrar paketinin devreye girmesi, AK Partinin tek başına iktidar olarak uzun yıllar sonra ülkeye siyasi istikrarın gelmesi, istikrar programıyla birçok olumlu reform paketlerinin devreye alınması gibi gelişmeler karşısında yalnızca 2005 yılına kadar BB- düzeyine kadar arttırıldı. BB- kredi notu 2009 yılına kadar devam edip, 2010 yılında BB seviyesinde kredi notu belirlendi.

S&P Yunanistan'a ise 2003 ve 2004 yıllarında A+ kredi notu uygun gördü. Oysa bahsedilen yıllar küresel kriz ile birlikte tarumar olacak bir ekonominin belirtilerinin görüldüğü yıllardı. Bir kredi derecelendirme kuruluşunun temel görevi borçlunun yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirebilme riskini ölçmesiydi. S&P 2012 yılına gelindiğinde Yunanistan'a, tüm borçları olmasa da bir kısım borçlarının ödeyemez durumda olduğu manasına gelen SD kredi notu verecektir (Tablo 3.5.).



Grafik 3.8.: Türkiye ve Yunanistan'ın Fitch Şirketinden Aldıkları Kredi Notları

Kaynak: Tablo 3.2. ve 3.5.'den faydalanılarak hazırlanmıştır.

Üç kredi derecelendirme şirketi de Yunanistan'a küresel kriz çıkana kadar yatırım yapılabilir, hatta krizin hemen başlangıcına kadar A düzeylerinde kredi notu verdi. Bu not ile yatırımcılara bu ülkenin borçlarını karşılamasında sorun olmayacağını iddia etmektedir. Bu sayede Yunanistan, bu kredi notlarına sahip olmayan ülkelere göre bol miktarda ve çok daha ucuz finansman imkanına kavuştu. Oysa kriz öncesi Yunanistan'ın cari açık ve kamu borç stokunun GSYH'ye oranına bakıldığında (Tablo 3.6., Grafik 3.2. ve 3.3.) bir şok karşısında düşebileceği durum görülebilmektedir.

Çalışmada karşılaştırma yöntemi kullanıldığından 2008 krizi öncesi Türkiye'nin de ekonomik ve politik durumunu ortaya koymakta fayda bulunmaktadır (Tablo 3.3., Grafik 3.2. ve 3.3.). Maastricht kriterlerinin de çok altına inmiş bir Kamu Borç Stoku/GSYH oranı, Avrupa Komisyonu tarafından belirlenmiş Cari Açık/GSYH oranının altında bir cari açık oranı bulunmasına rağmen yatırım yapılabilir seviyenin çok altında kredi notu değerlendirildi.

Grafik 3.6., 3.7. ve 3.8.'de bulunan Türkiye ve Yunanistan için üç büyük şirketin kredi notlarının grafiğinde 2008, 2009 ve 2010 yılları, önceleri verilen notların adil olmadığını anlatması açısından büyük önem taşımaktadır. Çok sayıda ülkenin krizin beraberinde getirdiği sorunlarla mücadele ettiği bir ortamda Türkiye'nin kredi

notu üç şirket tarafında da arttırıldı. Aynı dönem aralığında A düzeylerinde kredi notuna sahip Yunanistan'ın kredi notu C düzeylerine kadar indirildi, hatta bazı zamanlarda SD ve RD kredi notları uygun görüldü (Tablo 3.5.). Önceden çıkabilecek riskleri belirlemekle görevli bu kuruluşların A düzeyinde kredi notundan 3-4 yıl içerisinde hızlı bir not düşüşü ile C düzeylerine inmesi aslında ilk başta verdikleri notların sorgulanmasını beraberinde getirdi.

2010'lu yıllar ve sonrasında fiyat istikrarını büyük ölçüde sağlayan, kamu borç stoku ve cari açık gibi verilerinde de iyileştirmeler gerçekleştiren, ekonomik büyüme yaratabilen Türkiye'nin kredi notu Moody's tarafından ancak 2013 yılında Baa3, Fitch tarafından 2012 yılı sonu itibariyle BBB- düzeylerinde yatırım yapılabilir seviyeye getirildi. Buna karşılık S&P tarafından ise yatırım yapılabilir düzeye getirilmediği görülmektedir. Yatırım yapılabilir seviyeye getirilse de verilen notların yatırım yapılabilir seviyenin en alt düzeyi olduğu dikkatlerden kaçmamaktadır. 1990'lı yılların sonlarına doğru gerçekleştirdiği birtakım gelişmeler doğrultusunda Yunanistan için hızlı not artışlarında imtina etmeyen bu kuruluşlar, söz konusu Türkiye olduğunda benzer yaklaşımlar sergilememişlerdir.

2008–2010 yılları arasında Yunanistan, İspanya, Rusya ve Portekiz gibi ülkelerin aralarında bulunduğu 40 ülkenin kredi notu düşürülürken, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu 14 ülkenin kredi notu arttırıldı (Akçayır, 2013: 45). Bu denli büyük bir kriz döneminde notu arttırılacak kadar ekonomik ve politik durumu sağlam olan bir ülkenin yatırım yapılabilir seviyede dahi olmayan kredi notu, söz konusu kuruluşların objektiflik açısından sorgulanmasını beraberinde getirdi.

Türkiye'ye 2012 sonrası yatırım yapılabilir seviyede not veren Moody's ve S&P, 2016 yılı itibariyle kredi notunu tekrar spekülâtif seviyeye indirdi. Burada 2016 yılında yaşanan kanlı darbe girişimi, Covid 19 Pandemisi, son yıllarda Merkez Bankası'nın politikaları ve enflasyonist sürecin etkili olduğu düşünülmektedir. 2024 yılı itibariyle Türkiye'nin üç kredi derecelendirme kuruluşundan da yatırım yapılabilir seviyede kredi notu bulunmamaktadır. Fakat 2024 yılında %158,2 oranında kamu borç stoku / GSYH oranı, %6,40 cari açık / GSYH oranına sahip Yunanistan, S&P ve

Fitch'ten yatırım yapılabilir seviyede, Moody's'den ise yatırım yapılabilir seviyenin bir alt notu olan Ba1 seviyesinde kredi notu aldı.

Türkiye 2024 yılında Fitch'den B+, Moody's'den Ba1 ve S&P'den B+ kredi notlarına sahiptir. Fitch verdiği bu notu 1997, 1998, 1999 yıllarında da verdi. Bir anlamda Türkiye'nin yükümlülüklerini yerine tam ve zamanında getirme riski 2024 yılı ile 1997, 1998, 1999 yıllarında aynı olduğu kabul edilmektedir. Oysa gerek ekonomik gerek politik durum açısından iki dönem birbiri ile kıyaslanamaz derecede farklıdır. Diğer iki şirkette de benzer bir durum söz konusudur. Yine üç şirketin verdikleri kredi notlarına Grafik 3.6., 3.7. ve 3.8.'den bakıldığında Türkiye'nin kredi notlarının genel manasıyla spekülâtif tarafta, dar bir koridorda gittiği görülmektedir. Ne yükselmesi ne de fazlaca düşmesi gerçekleşmemiştir. Bu durum, bu satırların yazarının üniversite yıllarında bir ders esnasında bir hocasının şu sözlerini aklına getirmiştir; “Evladım, Türkiye ekonomisinin ne yukarı çıkmasını ne de batmasını isterler, hep belli bir kanalda hareket etmesi asıl istekleridir.”

Kredi derecelendirme kuruluşları krizi önceden tahmin etmede başarısız olmuşlardır. Krizini baş göstermesi ile art arda kredi notlarını hızlı şekilde düşürmeleri ise krizini derinleşmesine katkı sunduğu sık dile getirilen eleştirilerdendir. Hem 1998 Aysa krizi hem de 2008 küresel kriz zamanında bu hızlı düşüşler krizini ciddi boyutlara ulaşması eleştirilerin örnekleri olarak gösterilmektedir. Kriz başlarında küçük sermayelerin geri çekilmesi alım ile satım marjları arasındaki makasın açılmasına neden olurken bunun üzerine birde kredi notlarındaki düşüş daha büyük sermaye çıkışları ile sonuçlanmaktadır. Bakıldığında problemin birbirini besleyen şekilde büyüdüğü görülebilmektedir (Suadiye, 2006: 11). 2008 krizi zamanında bu durum Yunanistan'ın başına geldi. Grafik 3.1., 3.2. ve 3.3.'de görülebileceği gibi kriz öncesi yüksek kredi notu bulunan Yunanistan, sermaye çıkışları ile borcunu çevirmede zor duruma düşmesi, hızlı ve yüksek boyutlarda kredi notu düşüşü getirdi, bu durum ise daha fazla sermayenin çıkışı ile ülkeyi daha zor durumda bıraktı.

Her ne kadar kredi notları hakkında eleştiriler bulunsun da dış finansmana ihtiyacı olan Türkiye'nin kredi derecelendirme kuruluşlarından yatırım yapılabilir seviyede kredi notu alması büyük önem taşımaktadır. Covid 19 Pandemisi sonrası

ülkede uygulanan ekonomik program makroekonomik verilerde bozulmalar şeklinde karşılık buldu. Yeni ekonomi yönetiminin başına getirilen Mehmet Şimşek'in görevi devralırken “Rasyonel bir zemine dönmek dışında başka bir seçenek kalmamıştır” şeklinde sözleri (Euro News, 2023) aslında bir önceki dönem ekonomi politikası hakkında bilgi vermektedir. Türkiye'nin tekrar yüksek kredi notları almasının yolu düşük enflasyon, düşük borçluluk, yüksek büyüme yani ekonomik istikrar ile doğru karar alabilen kurumlar ve yetkililerden geçtiği düşünülmektedir. 2024 yılında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan not artışı alan Türkiye için yine Mehmet Şimşek'in “Makro finansal istikrarımızı güçlendiren ve dayanıklılığımızı artıran programımız sayesinde 2024 yılında 3 büyük kredi derecelendirme kuruluşundan not artırımını alan tek ülkeyiz” sözleri (Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Yatırım Ofisi, 2024) geçmiş dönemde bir takım rasyonel olmayan politikaların uygulandığını fakat bunları yeni program ile düzeltilmeye başladığını ifade eder niteliktedir.

3.5. Alternatif Yaklaşımlar ve Düzenlemeler

Kredi derecelendirme kuruluşları birey, kurum ya da ülkenin ileride yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirememesi risklerini, nitel ve nicel verileri kullanarak belirli bir metodoloji ile belirleyip sonucunda kredi notu tayin etmektedir. Yaptığı raporlama fon talep eden hakkında yeterince bilgisi bulunmayan yatırımcıya doğrudan yön göstermektedir. Yatırımcı basit şekilde sunulmuş raporlar ve harf notları ile yatırımını yönlendirmektedir. Fakat Asya, Latin Amerika ve 2008 küresel kriz gibi çoğu krizde bu kuruluşlar önceden reaksiyon gösterip yeterli ve doğru bilgiyi sunamadılar. Yüksek kredi notu bulunan şirket veya ülke krizin başlaması ile kısa sürede ödeme zorluğuna girdiği görüldü. Vaktinde uyarı mekanizmasını çalıştıramamasının yanında bir de problemlerin baş göstermesi ile hızlı ve art arda not indirimleri taraf ülke veya şirket için durumu daha içinden çıkılmaz bir hale soktu. Uluslararası Ödemeler Bankası, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar Asya krizi hakkında önceden uyarıda bulunmadıkları gerekçesiyle kredi derecelendirme kuruluşlarını suçladılar (Aksoylu, 2016: 655).

ABD kongresinde de kredi derecelendirme kuruluşlarına suçlama/eleştiri geldi. Temsilciler başkanı ve bazı kongre üyeleri Fitch, Moody's ve S&P tarafından mortgage

destekli menkul kıymetlere verilen kredi notlarını incelediler. İnceleme sonunda şirket yetkililerinin kendi kişisel yatırımlarının bulunduğu menkul kıymetlere bilinçli yüksek not verdikleri, yatırımcıları değil kendi kişisel çıkar ve menfaatleri doğrultusunda hareket ettikleri kanısına varıldı (Ulusoy ve Yılmaz, 2017: 68). Bu tip eleştiriler odağından bu kuruluşlar ve çalışma yöntemleri doğrultusunda birtakım alternatifler tartışılmaya başladı.

Dünya menkul kıymet düzenleyicilerinin çatı kuruluşu şeklinde faaliyet gösteren Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (International Organization of Securities Commissions–IOSCO) bulunmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarına eleştirilerin artmasına paralel IOSCO’ya ilgi arttı. IOSCO, dünyada menkul kıymet düzenleyicilerini bir araya getirmekte, standart ve ilkeler belirlemektedir. Dünya finansal piyasasının %95’i üyelik vasıtasıyla IOSCO tarafından düzenlenmektedir. Üyelerine yatırımcının korunması, piyasaların adil ve verimli olması, finansal istikrar şeklinde üç temel hedef bulunmaktadır (https://www.iosco.org/v2/about/?subsection=about_iosco).

IOSCO’nun Menkul Kıymetler Düzenlemesinin Amaçları ve İlkeleri başlıklı temel belgesinin 22. ve 23. maddeleri kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgilidir. 22. maddede düzenleyicinin kredi derecelendirme kuruluşlarının yeterli düzeyde denetime tabi tutulması, 23. maddede ise yatırımcılara analitik ve değerlendirme hizmeti sunan diğer kuruluşlarında denetim ve düzenlemeye tabi tutulması ilke olarak benimsenmiştir. 22. maddeye göre düzenleyici otorite kredi derecelendirme kuruluşlarını sürekli kayıt edip gözetim altına almasını istemektedir. 23. maddede ise piyasaya bilgi sağlayan diğer bilgi ekosisteminin kayıt ve gözetim altında bulunması gerektiğini belirtmiştir (IOSCO, 2017: 9).

Ayrıca IOSCO, kredi derecelendirme kuruluşlarının davranışlarının temel ilkelerinin yer aldığı bir rehberde yayımladı. İlk kez 2004 yılında yayınlanan rehber, küresel kriz etkisiyle 2008 yılında ve son olarak 2015 yılında revize edildi. İlkelerin temelinde (i) derecelendirmenin kalitesi ve bütünlüğü (ii) bağımsızlık ve çıkar çatışmalarından kaçınma, bağımsız ve tarafsızlığını zedeleyebilecek veya zedelenme görünümü verebilecek faaliyetlerden uzak durma (iii) yatırımcı ve ihraççılara karşı

sorumluluklar (iv) gizli bilgilerin korunması kıstasları bulunmaktadır (IOSCO, 2015: 1-2). Türkiye’de kredi derecelendirme IOSCO ilkeleri, AB direktifleri ve SPK tarafından tespit edilen ihtiyaçlar çerçevesinde faaliyetlerinde bağımsız, tarafsız, kaliteli ve çıkar çatışmasından uzak şekilde faaliyet gösterilmesi hususunda düzenleme yapıldı (<https://spk.gov.tr/kurumlar/derecelendirme-kuruluslari/tanitim-rehberi>).

Avrupa Komisyonu’nun kurduğu Avrupa Menkul Kıymet Düzenleyicileri Komitesi (Committee of European Securities Regulators – CESR) küresel kriz sonrası derecelendirme faaliyetlerinde rekabetin artırılması, çıkar çatışmalarının önlenmesi, kayıt ile gözetim faaliyetinin artırılması ve şeffaflaştırılması talep edildi. Bu çerçevede Avrupa Komisyonu tarafından ESMA kuruldu (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 29-30).

Avrupa Komisyonu (2015) tarafından hazırlanan raporda yine kredi notlarına alternatif yaklaşımlar geliştirildi. Yatırımcıların içsel kredi riski ölçütleri ile dışsal kredi riski ve derecelendirmesi yaklaşımları belirlendi. İçsel kredi riski varlığa, piyasa katılımcılarının uzmanlığına, sektöre ve katılımcıların büyüklüğüne göre değişebilmektedir. CAMELS Metodolojisi olarak isimlendirilen yöntemle göre yatırımcı, nitel ve nicel verileri göz önünde tutarak sermaye yeterliliği, varlık kalitesi, yönetim yetkinliği, karlılık, likidite ve hassasiyet parametrelerini kullanarak riski belirlemektedir. CAMELS kısaltması parametrelerin İngilizce adlarının baş harflerinden oluşmaktadır. Dışsal kredi riski ve derecelendirmesinde ise CDS primleri, tahvil fiyatlandırma bilgileri ve hisse senedi fiyatları analiz edilerek risk belirlenmesidir (European Commission, 2015: 39-46).

Küresel kriz sonrası kredi derecelendirme kuruluşlarının hem başarısız kredi notları hem de kredi notu düşüşü sonrası krizin derinleşmesine verdikleri katkılar nedeniyle G-20 toplantıları, AB Maliye Bakanları Zirveleri ve merkez başkanları toplantılarında konu gündeme getirildi. Kredi notlarına bağımlılığın azaltılması, denetimin artırılması ve şeffaflık ilkeleri ekseninde düzenleme yapılması gerekliliği üzerinde durulmaktadır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 30)

Kredi notlarına bir alternatif ise CDS primleridir. Temel mantığı bir sigortalama işlemidir. CDS primleri de sigorta primidir. Yükümlünün temerrüde düşme riskinin sigortalanmasıdır. CDS primleri dönemsel vadelerle, bir işlemi sigortalayan sigortacıya ödenen ücrettir. Yatırımcı yaptığı yatırımı sigortalatır ve eğer dönem sonunda borcu ödenmezse sigortacıdan borcunu tahsil etmektedir. CDS primleri 1995 yılında JP Morgan tarafından tanıtılmış ve kredi derecelendirme kuruluşlarının kriz zamanında aldıkları eleştiriler ile piyasada kendisine yer buldu. Sigorta mantığı, eğer ülkenin temerrüt riski artarsa primler artmakta, eğer risk azalırsa primler azalmaktadır. CDS primleri serbest piyasa koşullarında meydana geldiği için ekonomik ve politik gelişmelere karşı daha hassastır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının aksine daha hızlı reaksiyon göstermektedirler (Ulusoy ve Yılmaz, 2017: 69-70).

Alternatif üretme çabalarında devletler veya uluslararası kuruluşların yanında bir takım kişisel çalışmalarda bulunmaktadır. Columbia Business School'dan Prof. Doron Nissim, halka açık muhasebe ve piyasa verilerini kullanarak Sentetik Kredi Notlarını (Synthetic Credit Ratings) oluşturmuştur. Modelde, bir şirketin karlılık, kaldıraç oranı, volatilité ve büyüklük gibi kriterleri değerlendirilmekte ve sonuçta kredi derecelendirme kuruluşlarının buldukları sonuçlara yakın veriler elde edilmiştir. Şirket hakkında yerleşmiş kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notu değişikliklerini aylar öncesinde tahmin ettiği görülmüştür (Columbia Business School, 2024).

SONUÇ

Sermaye piyasaları başta olmak üzere dünyada yaşanan serbestleşme hareketleri ile yatırımlar uzaklık fark etmeden dolaşmaktadır. Dolaşımdaki hız ve hacim ise serbestleşme etkisi ile artmıştır. Ülkeler ise bu dolaşan sermayen pay alarak üretim, yatırım veya tüketim gibi ekonomik faaliyetlerini finanse etme gayreti içerisinde. Özellikle gelişmekte olan veya az gelişmiş ülkelerde gerçekleştirilmek istenen yatırımları karşılayacak tasarruf bulunmamaktadır. Yatırım ile iç tasarruf arasındaki fark ise dış kaynak yoluyla kapatılmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri yoluyla finansman talebinde bulunan ülke, şirket veya birey kendini tanıtmaya fırsatı bulmaktadır. Aksi halde dünyanın bir noktasında bulunan yatırımcı, başka bir noktasında fon talep edenden haberinin olması çok küçük bir ihtimaldir. Haberdar olsa dahi hakkında yeterince bilgi sahibi olmadığı ihraççıya yatırım yapması çok da beklenebilecek bir hareket değildir. Derecelendirme faaliyetleri ile ihraççı ile yatırımcı arasındaki bilgi sorununun ortadan kalkması beklenmektedir. Bu sayede ihraççı için çeşitlendirilmiş sermayeye erişim, yatırımcı için ise istediği risk seviyesine göre yatırım yapabileceği birçok finansal enstrüman ortaya çıkabilecektir.

Kredi notları finansmanın maliyetini de doğrudan etkileyebilmektedir. İyi düzeyde alınmış bir kredi notunun karşılığında yatırımcı sayısı, dolayısıyla sermaye hacmi artacağı için sermayenin maliyeti olan faiz oranını da düşürecektir. Düşük kredi notu durumunda ise yatırımcı sermayesini vermek için daha yüksek faiz isteyecek, bu durum ise maliyetin artması ile sonuçlanacaktır. Bu yüzden kredi notlarının seviyeleri ülkelere avantaj veya dezavantaj yaratmaktadır.

Yatırımcılar açısından yatırım yapacağı yer hakkında bilgi sahibi olmak ve alacağı riskin seviyesini tespit etmek önemlidir. Ülkelerin; karmaşık yasaları ve bürokrasisi, politik ve ekonomik verileri, rekabet durumu gibi faktörlerin tamamı hakkında yeterince bilgi edinmenin hem zaman kaybı hem de maliyeti yüksektir. Yatırımcı ile ihraççı arasındaki bilgi asimetrisini kredi derecelendirme kuruluşlarının gidermesi beklenmektedir. Alanında uzman çalışanlarının hazırlayıp, açıkladıkları

raporlar ile yatırımcıya istediği bilgileri kısa sürede, basit şekilde bu kuruluşlar sağlamaktadır.

Yatırımcının bu kuruluşlardan temel beklentisi, alacağını tam ve zamanında tahsilin etmede karşılaşılabileceği risklerin belirlenmesidir. Diğer bir deyişle; yatırımcı kredi derecelendirme kuruluşlarında doğru, şeffaf, tarafsız ve zamanında, borçlunun ödeme kapasitesini yansıtan bilgi talep etmektedir. Bu bilgileri elde ettikten sonra ise benzerleri ile karşılaştırma yaparak, kendi risk kapasitesi doğrultusunda yatırımını yönlendirebilmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları özellikle kriz dönemlerinde temel fonksiyonlarını yerine getiremediği yönünde eleştirilmektedir. 2008 küresel krizi öncesi yüksek kredi notları verdikleri bazı şirket veya ülkeler, kriz baş göstermesi ile borçlarını tam ve zamanında ödeme konusunda zorluklar yaşadı. Zamanında uyarı fonksiyonunu yerine getiremediği gibi zorluklar baş göstermesi ile art arda kredi notlarını düşürmesi ise bu kez borçluyu daha zor duruma sokarak krizin derinleşmesine neden olduğu yönünde eleştirilmektedir.

Kimi ülkelere hak etmedikleri halde yüksek kredi notu verdiği kimi ülkelere ise hak ettiği halde kredi notunu yükseltmediği yönünde eleştiriler de bulunmaktadır. Küresel kriz öncesi Yunanistan'ın yüksek borçluluk durumu, dış bir etkinin ortaya çıkması halinde ekonomik dengeleri bozabileceği belli iken üç kredi derecelendirme kuruluşundan da yüksek kalite seviyesinde kredi notuna sahipti. Türkiye ise 2001 krizinden sonra uyguladığı istikrar programları sayesinde ekonomisinin istikrarı, 2002 yılında itibaren siyasi istikrar sağlamış bir ülke olmasına rağmen kayda değer biçimde yatırım yapılabilir seviyenin alt düzeyinde bile kredi notuna ulaşamadı.

Türkiye ile Yunanistan'a verilen notların, iki ülkenin makroekonomik ve politik verileri ekseninde incelendiği bu çalışmada da eleştirilerin dayanak notlarına benzer veriler elde edilmiştir. Kriz başlayıp, problemler baş gösterdiğinde tüm borçları olmasa da bazı borçlarını ödeyemediği manasına gelen SD ve RD düzeyinde not alan Yunanistan, krizin hemen öncesinde düşük risk seviyesi, yüksek kalite not manasına

gelen A seviyelerinde kredi notu bulunması kredi derecelendirme kuruluşlarının başarısızlığın göstergesi olduğu düşünülmektedir.

Küresel kriz öncesi ve sonrası dönemde Türkiye için ise durum, Yunanistan'a göre çok farklı cereyan etmiştir. Kriz öncesi spekülasyon not seviyelerine sahip Türkiye, kriz döneminde problem yaşamadığı gibi makroekonomisini daha da güçlendirdi. Krizin etkilerinin devam ettiği 2008 – 2010 yılları arasında kredi notu yükselen dünyadaki 14 ülkeden biridir. Bir tarafta kriz öncesi yüksek kalite seviyesinde kredi notuna sahip Yunanistan kriz ile darboğaza girip ödemelerini gerçekleştiremeyecek duruma düşerken, diğer tarafta kriz öncesi de sonrası da spekülasyon kalitede nota sahip Türkiye'nin hiçbir borcu temerrüde düşmemiş hatta ekonomisini büyümeye devam ettiği görülmektedir. Bu iki resim arasındaki fark çifte standardın göstergesi niteliğinde sayılabilir.

Kredi notları hesaplanırken nicel ve nitel veriler belirli metodoloji ile kullanılmaktadır. Nicel veriler sayılabilir nitelikte iken nitel veriler sayılamayan, kişinin bakış açısı ile değişme potansiyeli barındırmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları da metodolojide kullandıkları parametrelerin nasıl oluştuğu, ağırlığın ne olduğu gibi bilgileri paylaşmayı sürekli reddetmektedir. Günümüz finans sisteminde bulundukları konum düşünüldüğünde belli kesimlerin kullanışlı aparatı olabilecekleri eleştirileri her daim varlığını koruyacaktır.

Verdikleri hatalı notlar ile yatırımcıları zarara uğratan, hak ettiğinden düşük not alanları da ucuz ve bol sermayeden mahrum eden kredi derecelendirme kuruluşları, oluşturdukları eksik piyasa koşullarında herhangi bir ceza ile karşılaşmadan istekleri doğrultusunda hareketlerine devam ettiği görülmektedir. Eleştirilerden ders çıkarmak gibi bir isteklerinin bulunduğunu söylemekte şu anki durumda güç gözükmemektedir. Fakat uluslararası camia küreselleşmenin son derece hızlı ilerlediği günümüzde, piyasadaki bu aksaklığa alternatif üretme çabasını hızlandırmaktadır.

Türkiye açısından ise tüm olumsuzluklara rağmen henüz yerlerine alternatif bir sistem kurulmadıkça ve dış finansmana ihtiyaç devam ettiği sürece ekonomi biliminin gerekleri doğrultusunda düşük kamu borcu, düşük cari açık, düşük enflasyon, yüksek

ekonomik büyüme, sağlıklı işleyen kurumlar, siyasi istikrar sağlayarak kredi notlarının yükseltilmesi amaçlanmalıdır. Sonucunda kredi derecelendirme kuruluşları yine Türkiye'nin hak ettiğinden daha düşük kredi notu vermiş olsa bile ekonomik ve siyasi istikrarın kazanılması ile halkın refahı yükselecektir. Bu yüzden kredi notunu yükseltecek adımlar sıkı sıkıya takip edilmesi Türkiye'nin menfaatine olacağı düşünülmektedir.

Türkiye gibi dinamik nüfus yapısına sahip gelişmekte olan bir ülkenin dünya ekonomilerinde üst liglere tırmanması için dış finansman kaynağına ihtiyacı devam edecektir. Dış finansman ihtiyacını azaltmaya dönük ihracatın arttırılması, yurt içi tasarrufların yükseltilmesi, yurt içindeki sermayenin dışarıya kaçmasını önleyecek politikaların geliştirilmesi gibi ekonomik önlemler bu kuruluşlara bağımlılığı bir miktarda olsa azaltabilecektir. Yerine alternatif üretilmesi için ise ülke içindeki girişimlerin desteklenmesi, bu alana yönelik eğitim faaliyetlerinin arttırılması, akademik camiada tartışılmasının sağlanması, düzenleme veya denetleme gibi uluslararası camiada çıkabilecek yenilikler yakından takip edilerek katılım gösterilmesi fayda sağlayabilecektir.

KAYNAKÇA

AGUENAOU, Samir ve Jawad Abrache (2013). "Determinants of Greece Sovereign Credit Rating: 1980 - 2009". *International Journal of Business, Accounting and Finance*, 7(1), 78-86.

AKÇAY, Belgin (2012). "Yunanistan Ekonomisinde Devlet Borç Krizi-Cari Açık İlişkisi", *Maliye Dergisi*, 163, 15-35.

AKÇAYIR, Ömer (2013). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmiş ve Bugünü (1992-2012)*, T.C. Süleyman Demirel Üniversitesi.

AKSOYLU, Esra (2016). "Küresel Finansal Kriz Sonrası Kredi Derecelendirme kuruluşlarına Genel Bir Bakış", *Asos Journal - The Journal of Academic Social Science*, 4, 36, 651-659.

ALEXOPOULOS, Thomas A. ve Henry Thompson (2021). "A Macroeconomic Simulation for Greece in the Wake of its Government Debt Crisis", *Economic Change and Restructuring*, 54, 699-716.

AYDOĞAN, Esenay (2004). "1980'den Günümüze Türkiye'de Enflasyon Serüveni" *Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 11(1), 91-110.

BARKOULAS, Dimitrios R. ve Dionysios Chionis (2024). "Macroeconomic Dynamics in the Greek Economy During the Pre- and Post-Euro Adoption Periods", *Journal of Risk and Financial Management*, 17, 1-20.

BARUT, Muhammed Emin (2016). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Kriz İlişkisi: Türkiye Örneği*, T.C. Harran Üniversitesi.

BAYAR, Yılmaz (2015). "Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Yunanistan Borç Krizi", *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 8, 15, 41-57.

BİLGİLİ, Elif Mehtap (2022). *Egemen Kredi Notu Ne Kadar Önemli: Türkiye Örneği*, T.C. Samsun Üniversitesi.

BRADSHAW, Colin (2021). "Credit Rating Agencies: Regulation And Liability", *Lewis & Clark Law Review*, 24(4), 1489-1526.

BUGUR, Volkan (2022). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ile Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Notları Arasındaki İlişkinin Analizi: Türkiye Örneği*, T.C. Adıyaman Üniversitesi.

CAWLEY, Anthony (2023). "Credit Positive or Negative? Credit Rating Agencies' Framing of Brexit's Implications for the Republic of Ireland, the United Kingdom, the EU, And The Northern Ireland Peace Process", *Journal of Contemporary European Studies*, 31(2), 519-535.

CLOGG, Richard (1992). *Modern Yunanistan Tarihi*, (Çev. Dilek Şendil), 2. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları.

Columbia Business School, (2024). *Ratings Reimagined: How Synthetic Credit Ratings Can Compete with Agencies*, <https://business.columbia.edu/research->

brief/research-brief/synthetic-credit-ratings-agencies?utm_source Erişim Tarihi (03.04.2025).

ÇAKMAKCI, Erkan (2017). *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Ekonomisine*, T.C. Çağ Üniversitesi.

ÇİÇEN, Yıldırım Beyazıt (2018). "2000'lerde Türkiye Ekonomisi Performansı: Çıkışlar ve İnişler", *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 6(5), 75-81.

DEMİR, Mesut (2014). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Derecelendirme Süreçleri ve Türkiye*, T.C. Adnan Menderes Üniversitesi.

DEMİR, Özgür (2020). *Uluslararası Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Notu Değerlendirmelerinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri*, T.C. Sakarya Üniversitesi.

Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu-DEİK (2024). *Yunanistan Bilgi Notu*, <https://www.deik.org.tr/uploads/yunanistan-bilgi-notu-ocak-2024.pdf> Erişim Tarihi (01.04.2025).

ECB. *Convergence Criteria*, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.en.html> Erişim Tarihi (15.04.2025)

EĞİLMEZ, Mahfi (2020). "2008 Krizi Üzerine", *İktisat ve Toplum Dergisi*, 120, 92-102.

EĞİLMEZ, Mahfi (2023). *Makro Veriler, Mikro Keyifler*, <https://www.mahfiegilmez.com/2023/07/makro-veriler-mikro-keyifler.html> Erişim Tarihi (09.08.2024).

EĞİLMEZ, Mahfi (2023a). *Ekonomi 101: Enflasyon*, <https://www.mahfiegilmez.com/2023/01/ekonomi-101-enflasyon.html> Erişim Tarihi (03.03.2025).

ELKHOURY, Marwan (2008). "Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries", *United Nations Conference on Trade and Development*, 1-27.

ESMA (2022). "ESMA Strategy 2023-2028", *European Securities and Markets Authority*, 1-32.

ESMA (2024). *CRA Authorisation - List of Registered or Certified CRAs*, <https://www.esma.europa.eu/credit-rating-agencies/cra-authorisation> Erişim Tarihi (06.04.2025).

Euro News (2023). *Mehmet Şimşek'ten İlk Açıklama: Rasyonel Bir Zemine Dönme Dışında Seçenek Kalmamıştır*, <https://tr.euronews.com/2023/06/04/mehmet-simsekten-ilk-aciklama-rasyonel-bir-zemine-donme-disinda-secenek-kalmamistir> Erişim Tarihi (20.04.2025).

European Commission (2015). *Study on the Feasibility of Alternatives to Credit Ratings*, European Union, 1-85.

Fitch Ratings (2021). *Inside the Ratings What Credit Ratings Mean*, <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/inside-ratings-what-credit-ratings-mean-02-09-2021> Erişim Tarihi (11.11.2024).

Fitch Ratings (2022). *The Rating Process*, <https://www.fitchratings.com/research/fund-asset-managers/the-rating-process-15-12-2023> Erişim Tarihi (26.11.2024).

Fitch Ratings (2024a). *Rating Definitions*, <https://www.fitchratings.com/research/fund-asset-managers/rating-definitions-24-04-2023> Erişim Tarihi (11.11.2024).

Fitch Ratings (2024b). *Rating Performance*, <https://www.fitchratings.com/rating-performance> Erişim Tarihi (08.11.2024).

Fitch Ratings (2024c). *Sovereign Rating Criteria*, <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/sovereign-rating-criteria-24-10-2024> Erişim Tarihi (02.12.2024).

Fitch Ratings. *Greece Credit Ratings*, https://www.fitchratings.com/entity/greece-80442212?utm_source Erişim Tarihi (23.03.2025).

Fitch Ratings. *Türkiye Credit Ratings*, <https://www.fitchratings.com/entity/turkiye-80442217> Erişim Tarihi (08.03.2025).

Fitch Ratings. *Company History*, <https://www.fitchratings.com/about-us#company-history> Erişim Tarihi (05.12.2025).

Fitch Ratings. *Explore Criteria*, <https://www.fitchratings.com/criteria> Erişim Tarihi (27.12.2025).

GÜLMEZ, Ahmet ve Hilal Gündoğan (2014). "Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması", *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 4(2), 65-90.

GÜNAL, Mehmet (2019). "Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü ve Krizlerdeki", *Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 9(1), 147-155.

HENEAGE, James (2021). *Kısa Yunanistan tarihi* (Çev. Mukadder Şahin), 1. Baskı, İstanbul: Say Yayınları.

IMF (2020). *Greece - IMF 2000 Article IV Consultation, Conclusions of the Mission*, https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/52/mcs112000?utm_source Erişim Tarihi (16.04.2025).

IOSCO (2015). "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies", *The International Organization of Securities Commissions*, 1-59.

IOSCO (2017). "Objectives and Principles of Securities Regulation", *The International Organization of Securities Commissions*, 1-13.

IOSCO. *About IOSCO*, https://www.iosco.org/v2/about/?subsection=about_iosco Erişim Tarihi (02.04.2025).

İRİ, Ruhan (2018). *İşletmelerin İhracat Performansına Ülke Kredi Notunun Etkisi: Ampirik Bir Araştırma*, T.C. Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi.

- İYİBOZKURT**, Erol (1999). *İktisada Giriş*, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları.
- KAB**, Handan (2015). "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Güvenilirliği ve Türkiye Üzerine Bir Analiz", T.C. Okan Üniversitesi.
- KARAGÖL**, Erdal Tanas (2013). "AK Parti Dönemi Türkiye Ekonomisi", *SETA*, 1-99.
- KARAGÖL**, Erdal Tanas ve Ülkü İstiklal Mihçioğur (2012). "Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar", *SETA*, 1-36.
- KÖSE**, Tuğçe (2022). *Krizler ve Türkiye'de Toplam Yatırımlara Etkisi*, T.C. İstanbul Gelişim Üniversitesi.
- KÜÇÜKÇOLAK**, Ali (2020). *Kredi Derecelendirme Sektörü*, 1. Baskı, İstanbul: Hiper yayın,
https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=nlebk&AN=2626780&lang=tr&site=ehost-live&ebv=EB&ppid=pp_16 Erişim Tarihi (27.05.2024).
- MACHADO**, Pedro L. N. ve Luiz F. D. Paula (2023). "Financialization, Credit Rating Agencies, and "Policy Space": The Brazilian Experience", *Brazilian Journal of Political Economy*, 43(4), 853-873.
- MENNİLLO**, Giulia (2022). *Credit Rating Agencies*, Newcastle: Newcastle Upon Tyne: Agenda Publishing,
<https://research.ebsco.com/linkprocessor/plink?id=cf6c0cc5-e8b2-3541-99d0-e07426be8838>. Erişim Tarihi (08.02.2024).
- Moody's (2025). "Rating Symbols and Definitions", *Moody's Rating*, 1-42,
<https://ratings.moody's.com/api/rmc-documents/53954> Erişim Tarihi (11.02.2025).
- Moody's Rating. *What is a Credit Rating?*, <https://ratings.moody's.io/ratings> Erişim Tarihi (13.02.2025).
- Moody's. *Credit Ratings*, <https://www.moody's.com/web/en/us/solutions/ratings.html> Erişim Tarihi (11.02.2025).
- OECD. *OECD Data Explorer*, <https://data-explorer.oecd.org/?lc=en> Erişim Tarihi (25.03.2025).
- OVALI**, Musa vd. (2019). *Kredi Derecelendirme ve Borsa İlişkisi*, Konya: Eğitim Yayınevi, <https://www.hiperkitap.com/epub/index?pageNumber=1&b=4e514082-a28f-11eb-a474-000c296fffd8> Erişim Tarihi (04.11.2024).
- ÖCAL**, Fatih Mehmet ve Onur Olgun (2023). "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Uygulaması Sonrası Makroekonomik Gelişmelerin İncelenmesi", *Sosyal Bilimlerde Özgün Çalışmalar - 4*, (Ed. Sadettin Paksoy), Ankara: İksad Publishing House, 85-116.
- ÖZKAN**, Ahmet (2023). "İç ve Dış Politik Gelişmeler Işığında Erdoğan Döneminin Güvenlik Algısı", *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, 2(6), 469-488.
- PARASIZ**, İlker (2010). *İktisada Giriş Prensipler ve Politika*, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları

Resmi Gazete. *Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri VIII, No:51)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri VIII, No:77)*, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/09/20180919-8.htm> Erişim Tarihi (11.03.2025)

S&P (2017). *Criteria/Governments/Sovereigns: Sovereign Rating Methodology*, <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/10221157> Erişim Tarihi (20.01.2025).

S&P (2019). "How We Rate Sovereigns", *S&P Global Ratings*, https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/021519_howweratesovereigns.pdf Erişim Tarihi (30.01.2025).

S&P (2024a). *S&P Global Ratings Definitions*, <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/504352> Erişim Tarihi (23.12.2024).

S&P (2024b). "Guide to Credit Rating Essentials", *S&P Global Ratings*, https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/guide_to_credit_rating_essentials_digital.pdf Erişim Tarihi (16.12.2024).

S&P. *Understanding Credit Ratings*, <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/understanding-credit-ratings> Erişim Tarihi (07.01.2025).

S&P. *About S&P Global Ratings*, <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/> Erişim Tarihi (25.12.2024).

S&P. *Our History*, <https://www.spglobal.com/en/our-history#seventh> Erişim Tarihi (05.01.2025).

SEC (2024). "Staff Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations", *U.S. Securities and Exchange Commission Office of Credit Ratings*, <https://www.sec.gov/files/feb-2024-ocr-staff-report.pdf> Erişim Tarihi (08.10.2024).

Sermaye Piyasası Kurulu, *Derecelendirme Kuruluşları*, <https://www.spk.gov.tr/kurumlar/derecelendirme-kuruluslari> Erişim Tarihi (07.02.2025).

Sermaye Piyasası Kurulu, *Tanıtım Rehberi*, <https://spk.gov.tr/kurumlar/derecelendirme-kuruluslari/tanitim-rehberi> Erişim Tarihi (11.03.2025).

SOMUNCU, Seher (2019). "Ülke Kredi Notunun Makroekonomik ve Finansal Belirleyicileri: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması", T.C. İstanbul Üniversitesi.

SUADIYE, Gülhan (2006). "Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri", *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(6), 1-16.

TAŞAR, M. Okan (2010). "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Makro Ekonomik Etkilerin Analizi", *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1(3), 76-97.

T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (2025). *Ekonomik Göstergeler*, https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2025/04/ekonomikgosterge11042025_yeniversiyon-666477001f19b2d7.pdf Erişim Tarihi (14.03.2025).

TCMB (2001). *Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/26640b7b-9641-4c35-99ec-cd10a9d4e51b/program.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-26640b7b-9641-4c35-99ec-cd10a9d4e51b-m3fB7oF> Erişim Tarihi (01.04.2025).

TCMB. *Enflasyon Hesaplayıcı* <https://herkesicin.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ekonomi/hie/icerik/enflasyon+hesaplayici> Erişim Tarihi (14.03.2025).

TEKİN, Aynur ve Ege Tatlıcı (2025). *Kahramanmaraş ve Hatay'da Yeni Hayat: Toz, İnşaat, Mücadele*, <https://www.bbc.com/turkce/articles/cgkj05zpyz4o> Erişim Tarihi (06.04.2025).

TORAMAN, Cengiz ve Muhammed Fatih Yürük (2014). "Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkisi", *Bitlis Eren Üniversitesi SBE Dergisi*, 3(1), 127-154.

Trading Economics. *Türkiye Kredi Derecelendirme*, <https://tr.tradingeconomics.com/turkey/rating> Erişim Tarihi (13.03.2025).

Trading Economics. *Yunanistan Kredi Derecelendirme*, <https://tr.tradingeconomics.com/greece/rating> Erişim Tarihi (23.03.2025).

TSOUKALIS, Panos ve Nikos Stravelakis (2024). "Political Cleavages in Greece 1981-2019: The Brahmin Left and the Effects of the Crisis", *World Inequality Lab*, https://prod.wid.world/www-site/uploads/2024/02/WorldInequalityLab_WP2024_06_Political-cleavages-in-Greece-1981-2019_Final.pdf Erişim Tarihi (13.04.2025).

TÜİK. *İstatistik Veri Portalı* <https://data.tuik.gov.tr/Kategori/GetKategori?p=Enflasyon-ve-Fiyat-106> Erişim Tarihi (14.03.2025).

Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Yatırım Ofisi (2024). *Türkiye'den Haberler*, <https://www.invest.gov.tr/tr/news/news-from-turkey/sayfalar/turkiye-becomes-only-country-to-get-upgrades-from-all-major-credit-rating-agencies-in-2024.aspx> Erişim Tarihi (20.04.2025).

ULUSOY, Ahmet ve Hikmet Yılmaz (2017). "Kredi Notu Eleştirilerini Test Eden Mekanizma: CDS Primleri", *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 13, 13(1), 61-77.

UZUN, Hasan (2019). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Verdiği Notların Türkiye'nin Makroekonomik Verileri İle Etkileşimi*, T.C. Karabük Üniversitesi.

ÜNAY, Sadık vd. (2016). *Yunanistan Krizinin Anatomisi*, 1. Baskı, İstanbul: SETA Yayınları.

World Bank. *Data - Greece*, <https://data.worldbank.org/country/greece> Erişim Tarihi (23.03.2025).

World Bank. *Data - Türkiye*, <https://data.worldbank.org/country/turkiye> Erişim Tarihi (07.03.2025).

YAN, Lina vd. (2023). "Does Credit Rating Provide Incremental Predictive Power on a Firm's Future Financial Distress? Evidence from China", *Emerging Markets Finance and Trade*, 59(12), 3798-3812.

YARDIMCIOĞLU, Mahmut ve Kenan Bora (2013). "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri, İşleyişleri, Küresel Dünyadaki Rol ve İşlevleri", *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(1), 111-118.

YAZICI, Mehmet (2009). "Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi", *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(82), 4-20.

YILDIZ, Ümit (2014). "Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Ülke Kredi Notlarının Makroekonomik Belirleyicileri: Panel Veri Analizi", T.C. Anadolu Üniversitesi.

YÜCEL, Fatih ve Kalyoncu, Hüseyin (2010). "Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği", *Maliye Dergisi*, 159, 53-69.

YÜRÜR, Melike (2020). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının İşleyiş Yapısı ve Seçilmiş Ülke Ekonomileri Üzerindeki Etkileri*, T.C. Marmara Üniversitesi.