

**ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ
EKONOMİK ETKİLERİNİN İNCELENMESİ**

Erman KEDİKLİ

Avrasya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Ömer GÜRKAN

Trabzon 2015

KABUL VE ONAY

Erman KEDİKLİ tarafından hazırlanan “**Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomik Etkilerinin İncelenmesi**” başlıklı bu çalışma, 22.12.2015 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak yüksek lisans tezi olarak oy birliği/oy çokluğu ile kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Mustafa KÖKSAL (Başkan)

Prof. Dr. Ömer GÜRKAN (Danışman)

Prof. Dr. Metin BERBER (Üye)

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

Doç.Dr. M.Asıf YOLDAŞ

Enstitü Müdürü

T.C.
AVRASYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim. (22/12/2015)



Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

Erman KEDİKLİ

İmzası

ÖZET

KEDİKLİ, Erman. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomik Etkilerinin İncelenmesi, Yüksek Lisans Tezi, Trabzon, 2015.

Küreselleşmenin artmasıyla ülkeler arası sermaye hareketleri de önemli derecede hızlanmıştır. Sermaye ihtiyacı olan, sermayesinden para kazanmak isteyen ülkelerin veya şirketlerin yatırım kararı alırken yaşadıkları en büyük sorun asimetrik bilgi eksikliğidir. Mali piyasaların çeşitli olmasıyla yaşanan karmaşıklığın analiz edilmesinin yüksek maliyetli olması ve standart bilgiye ihtiyaç duyulması neticesinde kredi derecelendirme kuruluşlarına ihtiyaç duyulmuştur. 19. yüzyılda ihtiyaç olarak ortaya çıkan kredi derecelendirme ihtiyacı günümüzde şirketleri hatta ülkelerin ekonomik yapılarını değiştirebilecek bir güce sahip olmuşlardır.

Kredi derecelendirme kuruluşları verdikleri kredi derece notlarının bir tavsiye değil sadece borcun kalitesini gösterdiğini vurgulamaktadır. Ancak şirketler ve ülkeler borçlanırken, yatırım yaparken kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu notlara göre karar vermektedirler. Ayrıca sermaye sahibi olan batı ülkelerinde fonların çıkışının sağlanabilmesi için yatırım yapılacak olan ülkenin “yatırım yapılabilir” seviyede olması şartı aranmaktadır. Bu bağlamda derecelendirme kuruluşları, vermiş oldukları notlar ile küresel ekonomiye yön vermede önemli aktörler haline gelmiştir.

Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşları, Türkiye'nin kredi notu geçmişi ve ekonomik verilerinin analizi, kredi derecelendirme kuruluşlarının geçmişi, gelecek yüzyıl içindeki konumu ve dünya ekonomisine muhtemel etkisi detaylı olarak ele alınmaktadır. Ayrıca bu çalışmanın en önemli özelliği yapılandırılmış finans araçları ve menkul kıymetler verilerinden faydalanarak, kredi derecelendirme kuruluşlarının, pazar payları üzerine çalışılan ilk tez olmasıdır.

Anahtar Sözcükler: Uluslararası Sermaye Hareketleri, Ekonomik Kriz, 2008 Ekonomik Krizi, Kredi Derecelendirme, Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Türkiye.

ABSTRACT

KEDİKLİ, Erman. Analysis of Economic Impact of International Credit Rating Agencies, Master's Thesis, Trabzon, 2015.

Thanks to globalization increase, international capital movements has accelerated significantly. Someone who needs capital and gain more money from their own capital have many problem but the best one is shortage of asymmetric information. Investors and other market participants are in need of standard information because self analysis has high cost. In 19th century, credit rating was occurred to fulfil market's need. But nowadays, credit rating process can impress companies, economies even country and global economies.

Credit rating agencies affirm that credit notes not an advice for investment, they just an instrument which measure quality of debt. But companies and countries, lead their borrowing or invest decisions, according to credit notes. Moreover several capital of western development countries can exist provided that destination markets (countries) must have "investment grade" credit note. Accordingly, credit rating agencies has become the most important actors to dominate global economies by declaring credit notes.

At this study, credit rating agencies, analysis of national economic indicators and credit rating history of Turkey, credit rating story, position in future and influence of global economies are investigated particularly. Additionally, the most important feature of this study is, the first thesis to estimate market share of credit rating agencies by using securities and structured debt finance.

Key Words: International Capital Movements, Economical Crisis, Economical Crisis 2008, Credit Rating, International Rating Organizations, Turkey.

ÖNSÖZ

Son yıllarda yaşanan küresel krizlerde derinleştirici, 2008 Krizinde ise kriz ortamının oluşmasında önemli aktörlerinden biri konumundaki kredi derecelendirme kuruluşlarının incelendiği bu çalışmada, özellikle bu kuruluşlar üzerinde durulmuş, Türkiye'nin ekonomik verileri ile kredi notu üzerinde durulmuştur. Bazı yapılandırılmış finans araçları ve menkul kıymetler ışığında geleceğe dair kredi derecelendirme kuruluşlarının pazar payları hakkında incelemelerde bulunulmuştur.

Çalışmanın hazırlanmasında yol gösterici bilgi ve tecrübeleriyle yardımcı olan hocam Sayın Prof. Dr. Ömer GÜRKAN'a, sabır ve desteklerini benden esirgemeyen aileme teşekkürü bir borç bilirim.

Erman KEDİKLİ

TRABZON, Aralık, 2015

İÇİNDEKİLER

ÖZET	ii
ABSTRACT.....	iii
ÖNSÖZ	iv
İÇİNDEKİLER	v
TABLOLAR VE ŞEKİLLER LİSTESİ	ix
KISALTMALAR VE SİMGELER DİZİNİ	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

DERECELENDİRME KAVRAMI TANIMI VE ÖZELLİKLERİ

1.1 DERECELENDİRMENİN TANIMI.....	4
1.2 DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ.....	5
1.2.1 Derecelendirmenin Yatırımcılar Açısından Önemi	6
1.2.2 Derecelendirmenin Finans Kurumları ve Firmalar Açısından Önemi.....	7
1.2.3 Derecelendirmenin Sermaye Piyasaları Açısından Önemi	9
1.2.4 Derecelendirmenin Ülkeler Açısından Önemi.....	10
1.3 DERECELENDİRMENİN ÇEŞİTLERİ	11
1.3.1 Vadesine Göre Derecelendirmeler.....	12
1.3.2 Para Cinsine Dayalı Derecelendirmeler.....	12
1.3.3 Derecelendirmeyi Yapılan Kuruma Göre Derecelendirmeler	13
1.3.3.1 Ülke Derecelendirme	14
1.3.3.2 Kurumsal Derecelendirme	14
1.3.3.3 İhraç ve Proje Derecelendirme	15
1.4 DERECELENDİRMENİN KURULUŞLARININ AMAÇLARI	16
1.5 DERECELENDİRMENİN YARARLARI.....	17
1.6 DERECELENDİRMENİN ZARARLARI	17

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ YAPILARI, ULUSAL VE ULUSLARARASI DÜZENLEMELER

2.1 KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI.....	19
2.1.1 Başlıca Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	22
2.1.1.1 Standard & Poor's Rating Services (S&P).....	23
2.1.1.1.1 Standard & Poor's Uzun Dönem Kredi Derece Notları.....	237
2.1.1.1.2 Standard & Poor's Kısa Dönem Kredi Derece Notları.....	23
2.1.1.2 Moody's Investor Service.....	29
2.1.1.2.1 Moody's Uzun Dönem Kredi Derece Notları.....	23
2.1.1.2.2 Moody's Kısa Dönem Kredi Derece Notları.....	34
2.1.1.3 Fitch Ratings Inc.....	35
2.1.1.2.1 Fitch Ratings Uzun Dönem Kredi Derece Notları.....	38
2.1.1.2.2 Fitch Ratings Kısa Dönem Kredi Derece Notları.....	40
2.2 KARŞILAŞTIRMALI ÜLKE DERECELENDİRME İNDEKSİ.....	40
2.3 KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ NOTLANDIRMA KRİTERLERİ VE DERECELENDİRME SÜRECİ.....	43
2.4 KREDİ DERECELENDİRME RİSK FAKTÖRLERİ.....	48
2.4.1 Ülke Notu Belirleyici Göstergeler.....	51
2.5 KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ GELİRLERİ.....	54
2.5.1 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ücret Politikaları.....	56
2.6 KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA YÖNELİK ÜLKEMİZDE VE ULUSLARARASI ALANDAKİ DÜZENLEMELER.....	58
2.6.1 Türkiye'de Yapılan Düzenlemeler.....	59
2.6.1.1 Sermaye Piyasası Kurulu Düzenlemeleri.....	59
2.6.1.2 Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Düzenlemeleri.....	61
2.6.2 ABD ve Avrupa'da Yapılan Düzenlemeler.....	63

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE SERMAYE PİYASALARI, ALTERNATİF ARAYIŞLAR

3.1 SERMAYE PİYASASININ TANIMI VE ÖZELLİKLERİ.....	68
3.1.1 Sermaye Piyasasının İşlevleri	69
3.1.2 Sermaye Piyasası Araçları	70
3.1.2.1 Hisse Senedi (Pay Senetleri).....	70
3.1.2.2 Tahvil	70
3.1.2.3 Diğer Sermaye Piyasası Araçları	71
3.2 ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİ	73
3.2.1 Uluslararası Dolaylı Yatırımlar	76
3.2.2 Uluslararası Doğrudan Yatırımlar	79
3.3 SERMAYE PİYASASI VE KREDİ DERECELENDİRME.....	83
3.4 KREDİ DERECELENDİRME NOTUNA ALTERNATİF ARAYIŞLAR.....	89

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ DÜNÜ, BUGÜNÜ VE GELECEĞİ

4.1 KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ TARİHİ	92
4.1.1 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Eleştiriler ve Sebep Oldukları Skandallar	96
4.1.1.1 Kurumsal Şirket Alanında Yaşanan Skandallar.....	96
4.1.1.2 Ülke Derecelendirmelerinde Yaşanan Skandallar	99
4.1.2 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının 2008 Krizine Etkisi	100
4.2 REKABET KOŞULLARI VE REKABETİN ARTTIRILMASI	104
4.3 NRSRO BÜNYESİNDEKİ KDK'LAR PAZAR PAYI DEĞİŞİMLERİ	106
4.3.1 Yapılan Derecelendirme Adetlerine Göre Karşılaştırma.....	108
4.3.2 Çalışan Sayısına ve Çalışanların Seviyesine Göre Karşılaştırma	111

4.3.3 Gelirlerine Göre Karşılaştırma.....	113
4.3.4 Menkul Kıymet Alanındaki Değişimler	115
4.3.4.1 CMBS-Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet	115
4.3.4.2 Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (ABS) ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (MBS)	117

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTU VE EKONOMİK GÖSTERGELERİN ANALİZİ

5.1 TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTU GELİŞİMİ.....	121
1994 Krizi	124
2001 Krizi	125
2008 Krizi	128
5.1.1 Temel Ekonomik Veriler Ve Kredi Notu Analizi.....	132
5.1.1.1 Kişi Başına Düşen Milli Gelir (Dolar) ve KÜDİ Notu	132
5.1.1.2 Dış Borçlar	134
5.1.1.3 Büyüme	136
5.1.1.4 Cari İşlemler Dengesi	138
5.1.1.4 Yönetim Etkinliği	139
5.1.2 Türkiye ve Bazı Avrupa Ülkelerinin Derecelendirme Notlarının Karşılaştırılması	140
SONUÇ.....	146
KAYNAKÇA.....	156

TABLolar VE ŞEKİLLER LİSTESİ

Tablo 1: Derecelendirme Çeşitleri	11
Tablo 2: SEC Tarafından NRSRO Olarak Tanımlanan Kredi Derecelendirme Kuruluşları	21
Tablo 3: Standard and Poor's Derecelendirme Kuruluşunun Derecelendirme Skalası ..	26
Tablo 4: Moody's Investor Service Derecelendirme Kuruluşunun Derecelendirme Skalası.....	32
Tablo 5: Fitch Ratings Derecelendirme Kuruluşunun Derecelendirme Skalası	37
Tablo 6: KÜDİ Puanlama Sistemi	41
Tablo 7: Ülkeler İçin Derecelendirme Notları ve Risk Ağırlıkları	50
Tablo 8: 2014 yılı S&P, Moody's ve Fitch Gelirleri ve Önceki Yıllara Göre Değişimi	55
Tablo 9: Türkiye'de Faaliyet Gösteren kredi Derecelendirme Kuruluşları	61
Tablo 10: Basel II Kriterlerine Göre Uygulanacak Risk Ağırlığı.....	63
Tablo 11: Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırımları ve Kredi Notları (2005-2014).....	78
Tablo 12: Türkiye'ye UDY Girişleri ve Türkiye'nin Kredi Notları(2004-2014).....	81
Tablo 13: 2014 Yılı UDY Girişlerinde Bölgesel Paylar	83
Tablo 14: S&P ve Fitch Derecelendirme Kuruluşlarının Rusya Krizi Öncesi ve Sonrasındaki Notları	99
Tablo 15: SEC Tarafından NRSRO Olarak Tanımlanan Kredi Derecelendirme Kuruluşları	107
Tablo 16: NRSRO Bünyesindeki Derecelendirme Şirketlerinin Yaptıkları Derecelendirmeler.....	108
Tablo 17: NRSRO Bünyesindeki KDK'ların Çalışan Analist Sayıları	112
Tablo 18: NRSRO Olarak Tanımlanan KDK'ların Toplam Gelir İçindeki Payı	113
Tablo 19: 2014 yılı S&P, Moody's ve Fitch Gelirleri ve Önceki Yıla Göre Değişimi	113
Tablo 20: CMBS Dünya Pazarı	116
Tablo 21: ABD Varlığa Dayalı Menkul Kıymet(ABS) ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (MBS) Göstergeleri.....	117
Tablo 22: ABD Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (ABS) Göstergeleri	118
Tablo 23: ABD İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (MBS) Göstergeleri.....	118
Tablo 24: Türkiye'nin Kredi Notu Gelişimi	123
Tablo 25: 1994 Krizinde S&P, Moody's ve Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Vermiş Oldukları Kredi Notları	125
Tablo 26: 2001 Krizinde S&P, Moody's ve Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Vermiş Oldukları Kredi Notları	127
Tablo 27: 2001 Krizinde S&P, Moody's ve Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Vermiş Oldukları Kredi Notları	129
Tablo 28: S&P, Moody's ve Fitch'e Ait Ülke Kredi Notu Belirleyici Faktörlerin Oranları	132
Tablo 29: Türkiye'nin Sahip Dış Olduğu Borçlar (1992-2013)	135
Tablo 30: Avrupa Ülkelerinin ve Türkiye'nin Kredi Derece Notları (30.06.2015)	143

Şekil 1: Derecelendirme Yapılan Kurumlara Göre Derecelendirme Grupları	14
Şekil 2: Toplam Kredi Derecelendirme Pazar Payı (2014)	22
Şekil 3: Analistlerin Yaptığı Derecelendirme Süreci	46
Şekil 4: Kurumsal Derecelendirmeler İçin Risk Faktörleri (S&P)	48
Şekil 5: S&P Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri	52
Şekil 6: Moody's Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri.....	52
Şekil 7: Fitch Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri.....	53
Şekil 8: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının 1970 Önce ve Sonrası Ücret Politikaları	57
Şekil 9: Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırımları Değişimi (2005-2014).....	78
Şekil 10: Türkiye'nin Kredi Notu Ve Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişleri (2004-2014)	82
Şekil 11: Derecelendirilen Menkul Kıymetler Yoluyla Sermaye Temini	84
Şekil 12: Yıllara Göre CDO İşlem Hacmi 2004-2014(Milyon Dolar)	88
Şekil 13: CDS İşleyişi.....	90
Şekil 14: Toplam Kredi Derecelendirme Pazar Payı (2014)	105
Şekil 15: Toplam Derecelendirme	109
Şekil 16: Finansal Kurumlar	109
Şekil 17: Sigorta Şirketleri.....	109
Şekil 18: İhraççı şirketler	109
Şekil 19: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	110
Şekil 20: Devlet Tahvilleri.....	109
Şekil 21: Yıllara Göre CDO İşlem Hacmi 2004-2014 (Milyon Dolar)	114
Şekil 22: CMBS Pazar Hacmi Milyar Dolar (2004-2014)	116
Şekil 23: ABD Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (ABS) ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (MBS) Göstergeleri (2006-2014).....	119
Şekil 24: ABD Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (ABS) ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (MBS) Göstergeleri (2006-2014) – S&P, Moody's, Fitch Pazar Payı Değişimi.....	119
Şekil 25: Türkiye'nin Kredi Notu Geçmişi (KÜDİ Değerleri İle).....	122
Şekil 26: Türkiye'nin Kişi Başına Düşen Milli Geliri ve KÜDİ Notu (1992-2014)	133
Şekil 27: Türkiye'nin Kişi Başına Düşen GSYH'sı ve KÜDİ Notu (1992-2014).....	133
Şekil 28: Türkiye'nin Gayri Safi Yurtiçi Hasılası Büyüme Oranı.....	137
Şekil 29:Türkiye'nin Cari İşlemler Dengesi Göstergeleri ve Kredi Notu	138

KISALTMALAR VE SİMGELER DİZİNİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABS	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (Asset-Backed Securities)
BCBS	: Basel Bankacılık Denetim Komitesi (Basel Committee on Banking Supervision)
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank For International Settlements)
CDS	: Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swaps)
CDO	: Teminatlı Borç Senetleri (Collateralized Debt Obligation)
CESR	: Avrupa Menkul Kıymet Piyasası Düzenleyicileri Komitesi (Committee Of European Securities Regulators)
CMBS	: Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (Commercial Mortgage Backed Securities)
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
ESMA	: Avrupa Menkul Kıymetler Ve Piyasalar Otoritesi (European Securities And Markets Authority)
FED	: Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (Federal Reserve Bank)
FSB	: Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board)
GSYH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
IOSCO	: Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (International Organisation of Securities Commissions)
İDMK	: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet

KDK	: Kredi Derecelendirme Kuruluşu
KÜDİ	: Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi
MBS	: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (Mortgage Backed Securities)
MIS	: Moody's Investor Service
NRSRO	: Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Derecelendirme Kuruluşları (National Recognized Statistical Rating Organization)
NYSE	: New York Menkul Kıymetler Borsası (New York Stock Exchange)
OCR	: Kredi Derecelendirme Ofisi (Office of Credit Rating)
RMBS	: Konut İpoteğine Dayalı Menkul Kıymetler (Residential Mortgage Backed Securities)
SEC	: Amerika Birleşik Devletleri Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (U.S. Securities And Exchange Commission)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TDK	: Türk Dil kurumu
USD	: Amerikan Doları
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
WB	: Dünya Bankası (World Bank)
t.y.	: Tarih Yok
vb.	: Ve Benzeri
vd.	: Ve Diğerleri

GİRİŞ

Son yıllarda yaşanan ekonomik gelişmeler uluslararası piyasalar arasındaki iletişimi oldukça arttırmış, ülke ekonomilerinde yaşanan gelişmeler ve değişimler diğer ülke ekonomilerini de etkiler hale gelmiştir. İletişim teknolojilerindeki ilerleme dünya finansal piyasalarının aralarında hızlı ve kesintisiz bir şekilde kolaylıkla işlem yapabilmesine katkı sağlamıştır. Ancak (finansal) piyasaların fazlalığı, karmaşık yapıları hem bilgi eksikliğine hem de güven ortamının tam sağlanamamasına neden olmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları (KDK) analiz sürecinden geçirdikleri ülke ve şirketlerin faiz ödemelerini zamanında yerine getirip getirememe kapasitelerini ve isteklerini inceleyerek derecelendirme notları vermektedirler. Bu sayede KDK'lar yatırımcıların bilgi eksikliği gidermekte ve dünya sermaye hareketliliğine önemli derecede yön vermektedirler. Sermayesi bulunan yatırımcılar kredibilitesi yüksek alanlara yatırım yaparak sermayeleri güvenli, düşük riskli, bir şekilde arttırmak istemektedirler. Keza yüksek kredi notuna sahip ülke ve şirketler düşük maliyetlerde borçlanabilirken; düşük kredi notuna sahip olanlar piyasadan sermaye çekebilmek için daha fazla maliyete katlanmak zorunda kalırlar.

Uluslararası piyasalardan düşük maliyette ve fazla miktarda sermaye çekmek isteyen kuruluşlar, KDK'lardan yüksek derecede not almak durumundadır. Bu seviyeye ulaşabilmek için ise öncelikle finansal ve idari yapılarını iyi seviyede tutmak zorundadır. Piyasaya bilgilerini analiz eden KDK'lar aynı zamanda sermaye sahiplerinin ve ülkelerin karar almalarına yardımcı olmakta ve dahası piyasaların güvenilir bir şekilde işlemesine zemin oluşturmaktadır.

Dünyada çok sayıda küresel ve yerel derecelendirme kuruluşları bulunmasına rağmen Moody's, S&P ve Fitch şirketlerinden oluşan üç büyükler, derecelendirme sektörünün oligopol bir yapıya sahip olmasına neden olmuştur. Kuruldukları günden bugüne uygulamış oldukları büyüme ve genişleme politikalarıyla, rakiplerini ya satın alarak ya da ortaklıklar kurarak, piyasanın üç büyük şirketi haline gelmişlerdir. Diğer

derecelendirme kuruluşları sahip oldukları pazar paylarını yavaş da olsa arttırmaktadır. Ancak bu kuruluşların pazar payları sadece %3-%4 civarında olduğu için piyasada kayda değer bir değişim yaratacak kadar etkili değildir. Bu çalışmada özellikle de bu pazar payının ne kadar süre sonra piyasada etki yaratacak seviyeye geleceği ve uygulanması gereken politikalar üzerinde durulacaktır.

Çok derin geçmişe sahip olmayan KDK'lar yasal evrimlerini tam olarak tamamlayamamışlardır (Akçayır ve Yıldız, 2014:20). Özellikle son yaşanan 2008 Finansal Krizi ve Amerika Birleşik Devleti (ABD) merkezli yüksek kredi notuna sahip şirketlerin batması KDK'lara duyulan güveni önemli derecede sarsmıştır. Bu kuruluşlara yeterli düzeyde yaptırım uygulayabilecek küresel bir organizasyonun ve derecelendirme yapan şirketler arasında tam bir standardizasyonun olmayışı piyasadaki endişeleri arttırmaktadır. KDK'lar verdikleri notların görüş niteliğinde olduğunu savunsa da dünya sermaye hareketliliği bu kuruluşların vermiş oldukları notlar yönünde hareket etmektedir. Son yıllarda da sermaye hareketleri de dünya ticaretine yön verici bir etkiye sahip olmalarından dolayı bu kuruluşlar küresel ölçekte ekonomik güç haline gelmişlerdir.

Avrupa, ABD ve dünyayı değişik ülkelerinde KDK'ların piyasaya hakim yapılarını kırmak, vermiş oldukları notlar sonucunda yüklenmeleri gereken sorumluluklar adına çeşitli düzenlemeler yapılmaktadır. Günümüzde, uygulanan bu politika ve düzenlemelerin amaca ulaşma konusunda etkili olduğu söylenemez. Çalışmada ulusal ve uluslararası olmak üzere derecelendirme sektöründeki oligopol yapılarını kırmak adına ve daha güvenilir, sağlam, piyasa işleyişini sağlayacak sistemler üzerine görüşler aktarılmıştır.

Sermaye hareketliliğine önemli derecede etkiye sahip kredi notları tüm dünyayı olduğu gibi Türkiye'yi de etkilemiştir. Özellikle 1994 Krizi sonrası "yatırım yapılabilir" seviyedeki notların "spekülatif" seviyeye düşürülmesiyle, zaten ülkeyi terk etme eğiliminde olan sermayenin çıkışı önemli derecede artmış ve kriz ortamı derinleşmiştir. Sadece Türkiye'nin değil yoğun şekilde ticari ilişkilerin olduğu ülkelere yapılan not düşüşleri bile ülke sermaye piyasasını ve ekonomisini etkileyen boyutlara ulaşmıştır. Bu gelişmeler gösteriyor ki; küresel piyasaların aktörü olan ekonomiler, doğrudan veya

dolaylı olarak kredi notlarında yaşanan değişimlerinden olumlu veya olumsuz şekilde etkilenmektedir.

Bu tezi diğer çalışmalardan ayıran en büyük özelliği yapılandırılmış finansal araçlar ve bazı menkul kıymetler üzerinden KDK'lar hakkında yüksek lisans düzeyinde analiz yapan ilk çalışma olmasdır.

Çalışmanın birinci bölümünde derecelendirme tanım ve özelliklerinin yanı sıra yarar ve zararları anlatılmış, ikinci bölümde kredi derecelendirme kuruluşlarının tanımı, genel manada KDK'lar ve piyasaya yön verici etkiye sahip başlıca kuruluşlar ayrıntılı olarak incelenmiş, tarihçeleri, nasıl değerlendirme yaptıkları, yapılan değerlendirmelerdeki risk faktörleri, gelirleri, bu kuruluşlara yönelik yapılan ulusal ve uluslararası düzeydeki hukuki ve finansal düzenlemeler hakkında bilgi verilmiştir.

nc bölümde sermaye piyasası tanımı ve özellikleri, sermaye araçları, uluslararası sermaye hareketliliği ve sermaye piyasası kredi derecelendirme işlemleri kapsamında analiz edilmiş, risk primi göstergesi olan Kredi Temerrüt Takasının (Credit Default Swaps-CDS) tanımı ve bunun KDK'ların vermiş olduğu derecelendirme notlarıyla karşılaştırılması yapılmıştır.

Dördüncü bölümde KDK'ların genel tarihsel gelişimi, şu ana kadar vermiş oldukları notların küresel piyasa üzerindeki etkileri, sebep oldukları skandallar ve krizler (Asya, Rusya, Latin Amerika) zellikle de 2008 Küresel Krizi üzerinde nasıl etkilere sahip oldukları, piyasadaki oligopol yapıları ve pazar payları değişimi anlatılmış, gelecek yüzyıldaki muhtemel yapıları ve sektöre hakim firmaların muhtemel piyasa güçleri hakkında bilgi verilmiştir.

Beşinci ve son bölümde ise Türkiye'nin kredi derecelendirme tarihinin başladığı 1992 yılından bu güne kadar, temel ekonomik verilerle kredi notu analizi yapılmış, özellikle de 1994, 2001 ve 2008 yıllarında yaşanan krizler ve bu krizlerin yaşandığı yıllardaki kredi notu analizi üzerinde durulmuştur. Ayrıca 2015 genel seçimleri çerçevesinde KDK'ların yapmış oldukları açıklamalar hakkında bilgi verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1.DERECELENDİRME KAVRAMI TANIMI VE ÖZELLİKLERİ

1.1 DERECELENDİRMENİN TANIMI

Sözcük anlamıyla derece, bir süreç içindeki durumlardan her biri, basamak, aşama, rütbe, merteye anlamına gelmektedir. Derecelendirme ise; bir şeyin veya bir kimsenin sahip olduğu değerlerin kalite düzeyinin ortaya konulması demektir (TDK, 2015).

SEC tarafından yayınlanmış olan “Securities Exchange Act of 1934” yasının 60. maddesinde kredi derecelendirme kavramı; “Bir borçlunun para piyasası aracılığıyla veya spesifik bir araca yönelik kredi değerliliğinin değerlendirilmesi” şeklinde tanımlanmıştır (SEC, 2012:32).

Kredi derecelendirme kuruluşu (KDK) ise söz konusu yasanın 61. Maddesinde; “kredi derecesini belirlemek için niteliksel ve niceliksel veriler kullanılarak, ihraççı şirketlerden, yatırımcılardan veya diğer piyasa katılımcılarından internet, çeşitli yayın vb. kaynaklar ile derecelendirme notu yayınlayan kişi” şeklinde tanımlanmıştır (SEC, 2012:32).

Kredi derecelendirme kavramı; açılacak kredilerin, zamanında ve tam olarak geri ödenmesi konusunda uluslararası sermaye piyasalarına uygun ve objektif bir ölçü sağlamak amacıyla, borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapılması halinde, yatırımcının bundan dolayı yükleneceği riskin belirlenmesidir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:8). Daha kısa bir tanım yapmak gerekirse; kredi derecelendirme borçlunun anapara ve faiz yükümlülüklerini zamanında ve tam olarak yerine getirilip getirilmeyeceğini ölçen bir araçtır (Eren, 2010:113).

Derecelendirme bir kredinin, kuruluşun ya da menkul kıymetin kalitesini belirler. Bir menkul kıymetin alınıp satılması konusunda tavsiye niteliği taşımaz (Haspolat, 2015:7).

Derecelendirme işlemi sadece ülkelere yönelik değil, kurumlara yönelik olarak da yapılabilmektedir. Bu bağlamda dereceleme işleminin farklı alanlarda kullanıldığı görülmektedir. Bunlardan bir kaçısı; menkul kıymetler, ticari şirketler, finansal kurumlar ve bankalar şeklinde sıralanabilir. Dünya geneline bakıldığında çoğunlukla kamu ya da özel sektör borçlanmak için ihraç ettiği menkul kıymetleri derecelendirmesi işlemi yapılmaktadır (Küçükkocaoğlu, 2014:2).

Kendisinden sermaye talebinde bulunulan kuruluşlar veya ülkeler (yatırımcılar) muhtemel zarar risklerini en düşük seviyede olmasını beklemektedirler. Bu bağlamda, verdikleri kredinin temin edilmesinden dolayı üstlenecekleri riskleri hesaplayabilmek için talepte bulunan ülke veya kuruluşun kredi değerliliklerini ölçmeye çalışırlar. Yüksek bir derece, yükümlülüklerin zamanında ödeneceği konusundaki görüşleri güçlendirirken, daha düşük bir derece ise daha büyük bir riski ifade etmesi açısından istenilmeyen bir durum olarak ortaya çıkmaktadır (Akçayır, 2013:7).

1.2 DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ

Yatırımcılar, fon arzında bulunan kuruluşlar veya ülkeler muhatap oldukları ülkeleri; ekonomik, idari, siyasi ve de yapısal olarak tanımak aynı zamanda da yüklenecekleri riskleri bilmek isterler. Ancak günümüzün karışık piyasa yapılarında böyle bir analiz girişimi çok maliyetli ve zaman gerektiren bir süreçtir (Akçayır, 2013:9).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının sadece derecelendirme yapılan zamanı değil aynı zamanda geleceğe yönelik de bilgilendirmelerde bulunması ve geçmişten gelen sermaye piyasalarındaki saygınlıkları sayesinde tercih edilmektedirler.

Derecelendirme hizmetinin artmasıyla kayıt dışı ekonomide ve yolsuzlukta azalma olduğu, derecelendirmenin pazar disiplininin sağlanmasında olumlu katkısı genel kabul görmektedir. Zira derecelendirmenin amacı; sermaye piyasalarını geliştirmek, sermaye ve para piyasalarının verimliliğini ve etkinliğini arttırmak, kurum ve kuruluşları şeffaflaştırmak, yatırımcılar açısından belirsizlikleri azaltmaktır (Akçayır, 2013:10). Dolaylı olarak da olsa derecelendirme ekonomiye ve yatırımcılara böylesine katkılarda bulunmaları sayesinde son derece önemlidir.

Kredi derecelendirme işleminin neden önemli hale geldiğini özetlediğimizde temelde aşağıdaki nedenler sayılabilir (Acar, 2013):

- ❖ Uluslararası sermaye hareketlerindeki hızlanma ve yeni yatırım imkanlarının oluşması,
- ❖ Sermaye akımlarının finansal piyasalarda alım satımına konu olması,
- ❖ Büyüklü küçüklü bankalardan, tahvilleri elinde tutanlara kadar geniş bir kitlenin mali piyasalara ilgisinin artması,
- ❖ Ülkelerle ilgili olarak IMF'in "son ödeyici" (lender of last resort) rolünü oynamasının garanti edilmemesi.

Derecelendirme faaliyeti şirketlerin ve ülkelerin genel anlamda yeterliliklerini, finansal tabloların incelenmesi ve belirli ölçütlerin kullanılması suretiyle sıralamaya tabi tutularak analiz etmeye yardımcı bir işlemdir. Derecelendirme sonucu elde edilen teknik ve mali bilgiler yatırımcılara aktarılmakta, günümüzde hızla artan işler karşısında "zaman" faktörü de dikkate alındığında, bilgiye kısa sürede ve düşük maliyetlerle ulaşmanın önemi artmıştır (Alıcı, 2005:12).

1.2.1 Derecelendirmenin Yatırımcılar Açısından Önemi

Derecelendirme kuruluşları şirketlerin finansal güçlerinin daha net anlaşılmasını sağlamakta ve şirketlerin finansal, yönetsel yapısını ortaya koyarak yatırımcılar için güvenli bir yatırım fırsatı sunmaktadır (Hasbi, 2012:11).

Yatırımcılar genelde, kredi derecelendirmesini kredi riskinin tespit edilmesi aşamasında, yatırım kararları verirken ve portföylerini yönetirken; ihraççıları karşılaştırmak amacıyla kullanırlar. Sermaye piyasasına yeni giren veya yeni yatırım yapmak isteyen yatırımcılar derecelendirme faaliyetleri sayesinde piyasaya girmeden önce şirketler ile ilgili genel ve özel bilgilere sahip olabilmektedir (Şen, 2014:13). Finansal yatırımlarını sağlam ve güvenilir şekilde gerçekleştiren bu yatırımcılar sermaye piyasasının da sağlam temeller üzerine oturmasında katkıda bulunmuş olur.

Kurumsal yatırımcılar, çeşitli yatırım fonları, emeklilik fonları, bankalar ve sigorta şirketleri de dahil olmak üzere, kendi yaptıkları kredi analizlerini desteklemek üzere kredi derecelendirmeyi kullanmaktadırlar (S&P, t.y.:6).

Hedef şirket veya ülke hakkında yeterli düzeyde analiz yapma yeteneği olmayan veya böyle bilgilere ulaşmada yetersiz kalan yatırımcılara derecelendirme kuruluşları; küresel piyasalar ve şirketler hakkında karşılaştırmalı olarak bilgi sunabilmektedir. Yatırımcılar bu sayede daha geniş kapsamlı ve güvenli yatırımlara yönelebilmektedirler.

Alacakları risk ve kar oranlarını karşılaştırma imkanı olan yatırımcılar geleceğe yönelik belirsizliklerini önlemiş olurlar. Bu sayede karlarını maksimum düzeye çıkarabilme imkanı bulurlar. Taraflar arası eşit bilgi sahibi olmamaktan kaynaklanan asimetrik bilgi eksikliği azalır ve piyasanın daha etkin çalışmasına katkıda bulunur (Seval, 2014:8).

Derecelendirme işlemi yatırımcılara şirket hakkında onun kendisine yaptığı değerlendirmeden daha objektif bilgi sağlar. Uygun şekilde yapılmış derecelendirmeler fonlama konusunda yatırımcıların daha rahat ve güvenilir bir şekilde yatırım kararı vermelerine yardımcı olur (Alıcı, 2005:17).

1.2.2 Derecelendirmenin Finans Kurumları ve Firmalar Açısından Önemi

Küreselleşme ile birlikte; başta bankalar olmak üzere finans kurumları, ülke ekonomilerinin en önemli yapıtaşları haline gelmiştir. Günümüzde ülke ekonomilerinin istikrarlı ve sağlıklı bir yapıya kavuşması ancak iyi bir finansal altyapı ile mümkündür. Derecelendirme faaliyetleri, hem iyi bir finansal altyapının kurulması hem de sisteminin sorunsuz işlemesi açısından önemli bir işlevi yerine getirmektedir (Şen, 2014:9).

Bankalar finansal piyasaların en önemli kurumlarıdır. Dolayısıyla bankacılık sektörü de finans sektörünün önemli ve büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Bu karlılığın en büyük kaynağını da kredi derecelendirmesinin kaynak maliyetleri üzerindeki etkisi oluşturmaktadır. Kısaca bankalar derecelendirme sayesinde aşağıdaki imkanlara kavuşabilmektedirler. (Alıcı, 2005:65);

- ❖ Sermaye piyasalarına ulaşabilmeleri ve işlem yapabilme esneklikleri,
- ❖ Bankalar arası işlemlerde kredi maliyetlerinin düşürülmesi,
- ❖ Finansman ihtiyacını kolay karşılayabilmeleri,
- ❖ Uluslararası arenada faaliyette bulunabilmesi,
- ❖ Ulusal ve uluslararası alanda benzer diğer bankalarla kıyaslanabilmesi

Bunların yanı sıra derecelendirmenin finans kurumlarına, firmaların risk derecelerini ölçmek suretiyle, banka portföyündeki risk dağılımını optimum düzeyde tutmak ve sorunlu kredileri en aza indirmek, firmaların risk analizini dönemler itibariyle izlemek ve analiz etmek, firmaları risk derecelerine göre birbiriyle karşılaştırmak, bireysel yorumları ve kararları en aza indirmek, risk/getiri karşılaştırması yaparak fiyatlamaya yardımcı olmak, kredi risk yönetim fonksiyonu için gerekli tarihsel veri setini oluşturmak gibi faydaları vardır (Şen, 2014:9).

Reel sektör firmalarının bankalar ile olan ilişkilerinde de derecelendirme önemli bir unsurdur. Çünkü Basel kriterleri kapsamında, firmaların almış oldukları derecelendirme notlarına göre bankaların ayırmak zorunda olduğu sermaye karşılıkları da farklılık gösterecektir. Firma “AAA/AA” kredi derece notuna sahipse bankanın o firma için ayıracağı sermaye oranı % 20 iken, firmanın notu “ B- ” altında olması durumunda bankanın ayırmak zorunda olacağı sermaye miktarı % 150 seviyesinde olacaktır. Firmaların dışsal derecelendirme notu yoksa risk ağırlığı % 100 kabul edilir ve % 100 oranında karşılık ayrılması gerekmektedir (Geyikçi ve Karğın, 2014:324)

Derecelendirme faaliyetleri hem yatırımcı hem de yatırım çekmek isteyen firmalar açısından önemlidir. Firmalar ve finans kurumları kredi derecelendirmelerini kullanarak karşı tarafın riskini ölçebilirler; söz konusu risk, bir kredi anlaşmasının taraflarından birinin yerine getirmemesi ihtimalini ifade etmektedir (S&P, t.y.:6). Derecelendirme sayesinde firmalar sahip oldukları bilgilerle yatırım yapmakta daha etkin seçimler yapabilmektedirler. Yatırım veya fon ihtiyacı olan firmalar ise derecelendirme faaliyetleri sayesinde daha kolay, daha fazla yatırım ve fon çekme, daha geniş yatırımcı kitlesine ulaşabilme imkanı bulabilmektedirler. Firmalar piyasayı kendi risklilikleri hakkında doğru bilgilendirerek daha ucuz fon bulmaları sayesinde sermaye maliyetleri daha düşük olacak, yatırımların net bugünkü değeri ve dolayısıyla da şirketin değeri artmış olacaktır (Seval, 2014:8).

Firmalar derecelendirme faaliyetleri sayesinde; borçlanma imkanlarını artırır, borçlanma maliyetlerinin düşük seviyede olması sağlanır, yurt içi ve yurt dışındaki çevrelere firmanın mali ve mali olmayan yapısı hakkında bilgi paylaşımı sağlanır ayrıca firma yöneticilerinin stratejik finansal kararlar alması kolaylaşır (Şen, 2014:12).

1.2.3 Derecelendirmenin Sermaye Piyasaları Açısından Önemi

Bir ülkenin sermaye piyasalarının genel olarak; bankacılık sektörü, hisse senetleri ve tahvil piyasaları, yatırım ve emeklilik fonları ile sigorta-leasing-faktöring şirketlerinin toplamından oluştuğu söylenebilir (Teker ve Özer, 2012:2). Yani ülkenin parasal hareketlerinin kalbidir. Böylesine önemli bir piyasanın sağlam ve güvenilir bir zemin üzerine inşa edilmesi çok önemlidir. Çünkü yakın geçmişe bakıldığında yaşanan finansal krizler sermaye piyasasının çok önemli eksikleri olduğunu göstermektedir. Derecelendirme faaliyetlerinin önemi de burada ortaya çıkmaktadır.

Derecelendirme kuruluşları; sermaye piyasalarının etkin, istikrarlı ve güvenilir biçimde çalışmasını, piyasaya sunulan bilgilerin zamanında ve rasyonel bir şekilde analiz edilmesini sağlayan, küçük yatırımcılar ve tasarruf sahipleri başta olmak üzere, piyasa aktörlerinin tümünü koruyan ve kamuyu aydınlatma fonksiyonunun işleyişini kolaylaştıran sermaye piyasasının önemli yardımcıları haline gelmiştir (Eren, 2010:113).

Sermaye piyasasına yeni giren veya yeni yatırım yapmak isteyen yatırımcılar derecelendirme faaliyetleri sayesinde piyasaya girmeden önce şirketler ile ilgili genel ve özel bilgilere sahip olabilmektedir (Şen, 2014:13). Finansal yatırımlarını sağlam ve güvenilir şekilde gerçekleştiren bu yatırımcılar sermaye piyasasının da sağlam temeller üzerine oturmasında katkıda bulunmuş olur.

Yatırımcılarını koruyan bir ülkenin sermaye piyasasına, uluslararası nitelikli yatırımcıların çekilmesi ihtimali görece olarak daha yüksektir. Sermaye piyasasındaki birçok yatırımcı, bu piyasaya girerken çeşitli ülkelerin şirketleriyle ilgili genel ve özel bilgilere tam olarak ulaşamamaktadır. KDK'lar yatırımcıların bu ihtiyaçlarını karşılamak ve onlara karar vermelerinde yardımcı olmak maksadıyla yatırımcıları söz konusu firma, ülke ve menkul kıymetlerin güvenilirlik ve kredibilitesi hakkında bilgilendirmeye çalışmaktadır (Alıcı, 2005:36). Dolayısıyla derecelendirme işlemi menkul kıymetlerin alınıp satılması veya muhafaza edilmesine ilişkin kararların alınmasında risk faktörünün değerlendirilmesi bakımından kolay ve çabuk bir referans olmaktadır (Kab, 2015:12).

1.2.4 Derecelendirmenin Ülkeler Açısından Önemi

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan sermaye kıtlığı ekonomik gelişmeleri de olumsuz yönde etkilemektedir. Sermaye ihtiyaçlarını yabancı kaynaklardan elde etmek zorunda kalmaktadırlar. Düşük not derecesine sahip olan ülkeler uluslararası piyasalara borçlanırken vade yapısı maliyeti daha uygun piyasalardan borçlanamamaktadır. Özellikle de Türkiye dış borçlardan uygun şekilde yararlanma imkanı bulamamış, iç borca başvurmuş bu da ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiştir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:18).

Türkiye gibi uluslararası kabul gören KDK'lar tarafından yatırım yapılabilir seviyede olmayan ülkelere fon girişi engellenmektedir. Bu ülkeler yatırım yapılabilir seviyede derece notuna sahip olduklarında fonlar çözülecek ve ülkeye düşük maliyetli önemli kaynak sağlanmış olacaktır. Yani derecelendirme notları hem borçlanma maliyetlerini hem de yabancı fonların ülkeye girişini etkilemektedir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:14). Derecelendirme kuruluşunun bir onayı ile hükümetler, dünya çapında toplam borçların yüzde 40'ını oluşturan 20 trilyon dolara yakın borç alabilmekte ve bu sayede önemli toplumsal projelerini gerçekleştirebilmektedirler. Ancak bu onayı almanın maliyeti oldukça yüksektir (Maliye Bakanlığı, 2005:7).

Derecelendirme kuruluşları kendi kurallarını koymakta ve uygulamakta olduğundan bu durum zaman zaman güçlerini kötüye kullanmalarına yol açabilmektedir. Bu kuruluşlar büyük etkilere sahip olduklarından ülkelerin ve firmaların geleceğini olumsuz yönde etkileyebilmektedir (Erkan ve Demircioğlu, 2010:121).

Politik istikrarın sağlandığı ve serbest piyasa ekonomisinin olduğu ülkelerde ekonomik büyümenin reel olarak sağlanması, ülkelerin iç ve dış yatırıma elverişli hale getirilmesi ile mümkündür. Dış yatırım ise ülkenin derecelendirme kuruluşlarından alacağı kredi notuna bağlıdır. Kredi notu yüksek ülkeler için derecelendirme borçlanma işleminde maliyet tasarrufu da sağlar. Bu tasarrufun ne kadar olacağı ise verilen derecelere bağlıdır. Kredi notu yüksek olan ülkelerin finansman maliyetlerinde önemli azalma olur ve risk primleri düşer (ATB, 2009). Ayrıca ülkeler elde ettikleri derecelendirme notları ile çeşitli olanaklara kavuşurlar. Derecelendirme notu ile ülkeler, faiz oranlarının kredi notuna göre farklılaştığı, borçlanma araçlarının sayısının arttığı,

makro ve mikro ölçekte dengelerin kurulduğu, işlem hacminin istikrarlı şekilde geliştiği ve en önemlisi yatırımcıların güvendiği bir yapıya kavuşur (Şen, 2014:8).

Derecelendirme faaliyeti ekonomiye güvenilir ve istikrar içinde gelişen mali piyasalar kazandırır. Ekonomisi güven sinyalleri veren ülkeler uluslararası yatırımı teşvik edici notlar aldıklarında bu not, piyasalara ivme kazandıracak hareket sağlar. Dolayısıyla gelişim süreci beklenenden daha kısa zamanda gerçekleşir (Alıcı, 2005:71). Dış kaynak teminini, piyasaların uluslararası piyasalarla bütünleşmesini sağlar. Genel risk düzeyini sınırlandırırken mali işlemlerin etkinliğini artırır ve büyümenin daha etkin finansmanını sağlar (Acar, 2013).

Özetle derecelendirme faaliyetleri ülke ekonomilerinin hemen hemen her sektörünü iyi ya da kötü etkilemektedir. Bu etki en fazla sermaye ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelere yaşanır. Büyüme ve gelişme vizyonundaki ülkeler için derecelendirme önemi büyük bir faaliyettir.

1.3 DERECELENDİRMENİN ÇEŞİTLERİ

Derecelendirmenin vadelerine ve türlerine göre çeşitleri bulunmaktadır. Vadelerine; türlerine, derecelendirmeyi yapan ve derecelendirme yapılan kuruma göre çeşitleri Tablo 1’de özetlenmiştir:

Tablo 1: Derecelendirme Çeşitleri

Vadesine Göre	Para Cinsine Göre	Derecelendirmeyi Yapan Kuruma Göre	Derecelendirme Yapılan Kuruma Göre
Uzun Vadeli	Uluslararası Döviz Cinsinden	İçsel Derecelendirme	Ülke Derecelendirme
	Uluslararası Yerel Para Cinsinden		Kurumsal Derecelendirme
Kısa Vadeli	Ulusal Yerel Para Cinsinden	Dışsal Derecelendirme	İhraç Derecelendirme
			Proje Derecelendirme

Kaynak: Şirvan, 2004:4, Suadiye, 2006:2, Mukatel, 2006:9

1.3.1 Vadesine Göre Derecelendirmeler

Vadesine göre derecelendirme notları ileriye dönük kanaatlerin ve risklerin süresine göre uzun vadeli derece notu, kısa vadeli derece notu olmak üzere ikiye ayrılır. Değerlendirilen menkul kıymet veya ihraççıyla ilgili oluşturulan kanaatin uzun veya kısa dönemli olması, açıklanacak derecelendirme notunun vadesine göre türünü belirler.

Sermaye piyasası araçlarının kategorizasyonunda da kullanılan şekilde, değerlendirmenin bir yıldan kısa olması durumunda kısa vadeli derecelendirilmez (Mukatel, 2006:9). Kısa vadeli derecelendirmeler finansman bonosu piyasalarında kullanılır (Seval, 2014:91). Uzun vadeli derecelendirme, bir yıl veya daha uzun vadeli yükümlülüklerin yerine getirememe olasılığını ve muhtemel ödeyememe durumunda beklenen finansal zararı yansıtmaktadır (Ovalı, 2014:59).

1.3.2 Para Cinsine Dayalı Derecelendirmeler

Uluslararası döviz cinsinden derecelendirme; kurumun döviz cinsi yükümlülüklerini döviz yaratarak ödeyebilme kabiliyeti değerlendirilir. Konvertibilite dahil tüm ülke riskleri göz önüne alınarak yapılır.

Uluslararası yerel para cinsinden derecelendirme; kurumun yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme kabiliyeti uluslararası ölçütlere göre değerlendirilir. Konvertibilite hariç tüm ülke riskleri göz önüne alınarak yapılır (Akbulak, 2012:175). Yabancı para cinsinden riskler için kullanılır (Akçayır ve Yıldız, 2014:5).

Ulusal yerel para cinsinden derecelendirme ise; kurumun yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme kabiliyeti ulusal ölçütlere göre değerlendirilir (Akbulak, 2012:175). Ülke riskleri göz önüne alınmadan yapılır. Sadece yerel para cinsinden olan alacakların risk ağırlığının tespitinde kullanılır (Akçayır ve Yıldız, 2014:5). Bu derecelendirme; finans ve bankacılık sektörleri başta olmak üzere tüm sektörlerde en başarılı araştırma yöntemidir ve sektörde yer alan analistlerin sayısı gün geçtikçe artmaktadır (Geyikçi ve Karğı, 2014:325).

Yabancı ve yerli para ile borçlanmalar arasında önemli farklılıklar gözlenmektedir. Yerli para birimi üzerinden ihraç edilen bonoların anapara ve faizi kur

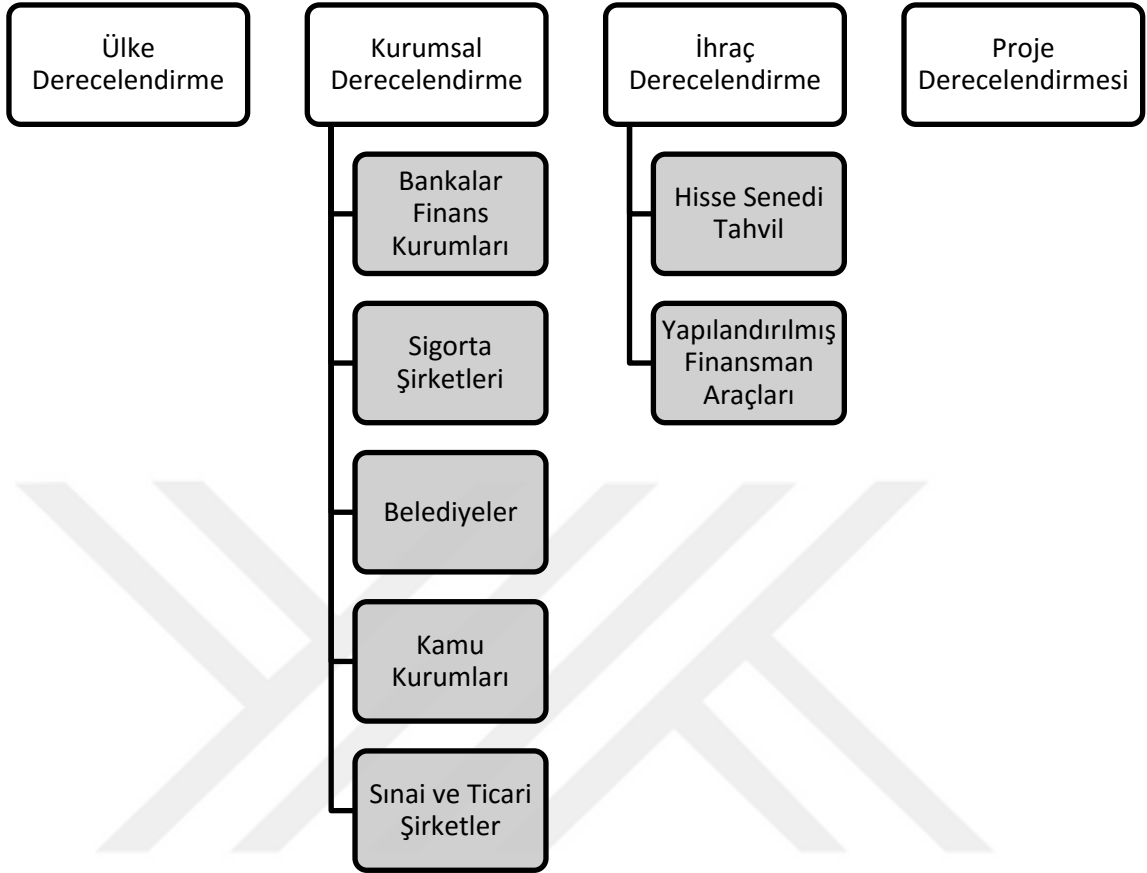
riski içermediği ve gerekirse para basılarak ödenebileceği düşünüldüğünden KDK'lar yerli para cinsinden yapılan borçlanmayı daha iyimser değerlendirmektedirler (Alıcı, 2005:18). Yabancı para birimi söz konusu olduğunda ise kur riski, sosya-ekonomik ve politik etmenler de değerlendirme yapılırken dikkate alındığından, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, daha düşük seviyede derecelendirme notları verilmesi mümkündür.

1.3.3 Derecelendirmeyi Yapılan Kuruma Göre Derecelendirmeler

Dışsal derecelendirme; derecelendirme kuruluşları tarafından, göreceli olarak büyük ölçekli firmaların sermaye piyasalarından borçlanabilmesini sağlamak amacıyla yapılan derecelendirme işlemidir.

İçsel derecelendirme ise; bankaların borç talep edenlere, kendi içsel değerlendirme ölçütleri uyarınca verdikleri kredi notlarıdır. Sistemin sağlıklı çalışabilmesi için verilere kolay ve standart biçimde ulaşılabilmesi ayrıca bu verilerin tarihsel olarak depolanması, işlenebilir hale getirilebilmesidir (Yazıcı, 2009:3).

Şekil 1: Derecelendirme Yapılan Kurumlara Göre Derecelendirme Grupları



Kaynak: Şirvan, 2004:5

1.3.3.1 Ülke Derecelendirme

Ülkelerin derecelendirme notlarını o ülkelerin ekonomik, politik ve sosyal yapısı belirler. Yatırım yapmak isteyenler yatırım kararlarını verirken ve kredi şartlarını belirlerken yatırım yapacakları ülkelerin güvenilirliklerini devamlı takip ederler. Bir ülkenin kredi riskini ölçmek için yapılan analizler ülke ekonomisi, politikasını ve sosyal yapısını kapsamı gerektiğinden önemli derecede uzmanlık gerektirmektedir (Akçayır, 2013:15).

1.3.3.2 Kurumsal Derecelendirme

Sigorta şirketlerinin, bankaların, finans kurumlarının, kamu kurumlarının, sınai ve ticari şirketlerin yapıları incelenerek yapılan derecelendirmedir (Akçayır, 2013:14).

Bu kurum ve kuruluşların; faaliyet ve pazar durumları, ortaklıkları ve üst düzey yönetimleri, piyasada buldukları yılların sayısı, muhasebe standartları, yer değişiklikleri, finansal raporların bağımsız denetimden geçmiş olması, muhasebe politikaları ve mali yapı unsurları analiz edilerek derecelendirme yapılır (Akbulak, 2012:176).

1.3.3.3 İhraç ve Proje Derecelendirme

Kurumların ihraç ettiği tahvil, bono ve senetlerin derecelendirilmesi sayesinde yine bu kurumlar daha fazla fon kaynağına ve daha az faiz yükümlülükleri altına girerek mali yapılarını iyileştirebilmektedirler. Derecelendirme; sadece borçlanma senetlerinin değil, ülkelerin, kurumların, menkul kıymetlerin ve projelerin de güvenilirliğinin ölçülmesini ifade eder. Derecelendirmenin üzerinde durduğu temel kavram “geri ödeyebilme” kavramıdır. Derecelendirme; bir ülkeye, kuruma, menkul kıymete veya projeye yatırım yapıldığı veya borç verildiği takdirde bu yatırımın veya borcun zamanında ve tam olarak anapara ve faiziyle birlikte geri ödenebilmesini de ifade eder (Akçayır, 2013:14).

Bir projenin derecelendirilmesinde aşağıdaki unsurlara dikkat edilmektedir (Alıcı, 2005:51):

- ❖ Kamu / Özel sektör ihtiyaçları,
- ❖ Mevcut teknik, politik işlevsel çevre kısıtları ve projenin hayata geçirilebilme kabiliyeti,
- ❖ Projenin süresi içinde tamamlanabilmesi,
- ❖ Projenin taahhütlü olup olmama durumlarına dikkat edilmektedir.

Projenin taahhütsüz olması durumunda borcu ödemenin tek yolu projenin sağlayacağı nakit akışlardır. Taahhütlü projelerde ise katılımcılar ve kefiller tarafından garanti söz konusudur. Bu tür garantilerde katılımcı ya da kefiller projenin tamamına ayrı ayrı ve bir bölümüne garantör olurlar.

Proje özellikleri neticesinde alınan kredi notu sayesinde projelerin fonlanması ve yeni projelerin daha kolay hayata geçirilmesi sağlanır.

1.4 DERECELENDİRMEİNİN AMAÇLARI

Derecelendirmenin amacı; sermaye piyasalarını geliştirmek ve etkinliklerini arttırmak, para piyasalarında sermaye yeterliliği göstergesi haline gelmek, kurum ve kuruluşların saydamlığını arttırarak yatırımcılar arasındaki bilgi eksikliklerini azaltmak, yönetimin niteliğini ve başarısını ölçmek şeklinde sıralanabilir (Akbulak, 2012:171).

KDK'ların ortaya çıkmasında basit finansal problemler etkili olmuştur. Borç verenler borçluların güvenilirliğini ve kredi verildikten sonra borçluların finansal sağlamlıklarının devam edip etmeyeceğini belirlemek gibi problemlerle karşı karşıya kalmışlardır (Çelik, 2004:6). Derecelendirme kavramının ilk ortaya çıktığı 1800'lü yıllarda yalnızca birkaç şirketin bilgileri analiz edilmekte idi. Amaç bireysel ihtiyaçlar doğrultusunda idi ancak ilerleyen süreçte derecelendirme faaliyetinde bulunan şirketler hem ekonomik güç kazandılar hem de piyasada önemli oranda pazar payı bularak daha geniş kitlelere hitap etmeye başladılar. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının temel amacı gerek uluslararası gerekse ülke içi ekonomik durumu, belirlenen ve uluslararası düzeyde kabul görmüş sembollerle ortaya koymaktır. Para ve sermaye piyasalarında etkinliği sağlamak, kredi değerliliğini ortaya koymak, şeffaf ve tarafsız bilgi üretimi sağlamak ve yönetim performansını ölçmek kredi derecelendirme kuruluşlarının amaçları arasında yer almaktadır (Hasbi, 2012:9).

Derecelendirme işlemi, tüm kredi riskinin değerlendirilmesi sürecinin bir fonksiyonu olarak düşünülmekte ve derecelendirmenin yatırım kararı sürecinin de yalnızca bir parçası olduğu kabul edilmektedir. Yani burada yatırımcıların tercihleri veya piyasa fiyatı gibi diğer etkenler göz önüne alınmamaktadır. Bu nedenle de derecelendirme tüm yatırım kararı sürecinin yalnızca bir parçasını oluşturmaktadır. Karar sürecinde derece tek kistas olarak değil, diğer tüm faktörlerle birlikte dikkate alınmalıdır (Alıcı, 2005:16).

1.5 DERECELENDİRMEİNİN YARARLARI

KDK'lar yaptıkları derecelendirme sayesinde; çeşitli borç enstrümanları kalite farkının aynı zamanda da üstlenilecek yatırım riskinin ortaya konmasını ve yatırımcıların risk eğilimlerine göre menkul kıymet tercihlerini yapabilmelerine imkan sağlamaktadır (Akbulak, 2012:178). Aynı zamanda yatırımcıların yapamayacağı analizleri yaparak yatırımcılara düşük maliyetli bilgi temin edebilme imkanı sağlar (Suadiye, 2006:7).

Kurumların mali yapısını ve kalitesini düzenli olarak incelemesini, mali yapılarının güçlenmesini, devlet garantisi olmadan sisteme güven duyulmasını, kurumsal yatırımcıları çekerek şirketlerin borçlanma imkanlarını genişletmesini ve çeşitlendirmesini, piyasalarda yeterince tanınmayan küçük ve orta ölçekli işletmelerin borçlanma piyasasına girmesine ilaveten faiz oranlarının riske göre farklılaşmasını ve piyasaların istikrar içinde gelişmelerini sağlamaktadır (Akbulak, 2012:179).

Derecelendirme kapsamına dahil olarak fon çekmek isteyen yatırımcı şirketler, mali ve yönetsel yapılarını, yatırım kararlarını, risk faktörlerini kaliteli ve üst düzeyde tutma çabası içinde olacaklardır. Şirketlerin güçlü yapıya ulaşmalarıyla içinde buldukları sektör, akabinde piyasalar ve sonuç olarak ülke yapısı da güçlenerek yüksek kredi notlarına sahip olma imkanlarını arttırmış olacaklardır. Özellikle Türkiye gibi yeterli tasarruf kaynağı bulunmayan ülkeler uluslararası piyasalarda dolaşımda olan Trilyonlarca Dolardan faydalanarak kalkınma ve büyüme hızlarını arttırabilmek için önemli ölçüde fon kaynağına sahip olacaklardır.

1.6 DERECELENDİRMEİNİN ZARARLARI

Finansal veya ekonomik sorun yaşayan herhangi bir ülkenin not indirimi ardından ilgili ülke sorunlarının daha da artması, KDK'ların sistematik açıdan krizi tetikleyen kuruluşlar olmasına yol açmaktadır (Gür ve Öztürk, 2011:74). Nitekim 21 Mayıs 2008 tarihinde Financial Times'da yayınlanan habere göre ABD'de mortgage (ipotek) krizi ile başlayıp tüm dünyayı etkisi altına alan finansal krizin derinleşmesine neden olan baş aktörlerinden birinin yine kredi derecelendirme kuruluşları olduğu görülmüştür (Yazıcı, 2009:7). Bu doğrultuda KDK'ların kredi not değişiklikleri işlevsel olmamakta, erken

uyarı mekanizması olma özelliklerini ise yitirmiş durumdadırlar. (Gür ve Öztürk, 2011:74).

Not indirimlerinin ardından finansal ve ekonomik olarak zor durumda ülkelerin, şirketlerin; finansal, ekonomik ve mali koşulları daha da kötüleşebilmektedir. KDK'ların ülke ekonomileri için vermiş oldukları tavan notları, o ülkede faaliyet gösteren birçok özel kuruluşun borçlanma imkanını kısıtlamaktadır (Gür ve Öztürk, 2011:76). Dolayısıyla KDK'lar finans piyasalarının kırılmasını daha da arttırarak yeni krizlere yol açmakla suçlanmaktadır.

Örneğin, Dominik Cumhuriyeti'nde yaşanan bankacılık skandallarının ardından Moody's ve S&P ülkenin kredi derece notunu aynı yılda iki kez düşürdü ve borçlarını ödeyememe durumunda kalabileceğini açıkladı akabinde hükümet, ülkede devam etmekte olan tüm yapım ve onarım faaliyetlerini durdurmak zorunda kaldı. Aynı şekilde 1998 yılında Malezya'nın kredi notu düşürüldüğünde ülke ekonomisini canlandırmak üzere yapılması planlanan 2 milyar dolarlık tahvil ihracı iptal edilmişti (Maliye Bakanlığı, 2005:10). Bunların yanı sıra genel olarak bu büyük ölçekli KDK'lar Asya, Rusya ve Latin Amerika krizlerinde derinleştirici etkide bulunurken 2008 Finansal Krizinde krize neden olan en önemli aktörler arasında bulunmaktaydılar.

Farklı kuruluşların standart derecelendirme kriterlerine sahip olmayışları, uluslararası piyasada tutarsızlıklara sebep olmakta bu da yatırımcılar açısından verilen notlara karşı güven eksikliğine yol açmaktadır (Akçayır ve Yıldız, 2014:20).

KDK'ların üzerinde küresel anlamda bir güç olmadığı için ortak ya da standart politikaları bulunmamaktadır. Sahip oldukları "kontrol edilemeyen" güçleri sayesinde de suiistimale açık oldukları kuşkusuzdur. Bu kuruluşlar adeta doğal tekel niteliği taşıdıkları için derecelendirme sektörü rekabete açılmamaktadır (Eren, 2010:112).

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ YAPILARI, ULUSAL VE ULUSLARARASI DÜZENLEMELER

2.1 KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Kredi derecelendirme kuruluşları ihraççıların ve bireysel borç ihracında bulunanların kredi riskini analiz etmekte uzmanlaşmış yayın ve bilgi şirketleridir. Çeşitli yatırım ve iş kararlarını alırken kredi riskini göz önünde bulunduran yatırımcıların ve diğer piyasa katılımcılarının kullandığı, derecelendirmeye dair görüşleri oluşturur ve paylaşırlar (S&P, t.y.:6).

KDK'ların ortaya çıkmasında, bireysel ihtiyaçlar doğrultusunda, basit finansal problemler etkili olmuştur. Borç verenler borçluların güvenilirliğini ve kredi verildikten sonra borçluların finansal sağlıklarının devam edip etmeyeceğini belirlemek gibi problemlerle karşı karşıya kalmışlardır (Çelik, 2004:6). Bu problemleri çözmek veya bunlara ait piyasadaki asimetrik bilgi eksikliğini gidermek amacıyla 1800'lü yıllardan başlayarak günümüze kadar çeşitli ürünler ortaya çıkmıştır. Gelişen piyasalar ve küreselleşmenin muazzam seviyelere ulaşmasıyla, yatırımcılar, ihraççı kuruluşlar ve hatta ülkeler açısından, piyasadaki bilgi eksikliğini gidermeye yardımcı olan, kredi derece notunun ve dolayısıyla da kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi artmıştır.

Kredi derecelendirme kuruluşları yurtdışı piyasalardan borç almak isteyen ülkelerin ya da kuruluşların anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirip getiremeyeceklerini araştırır. Bunu yaparken, borçlunun borç ödeme gücüne sahip olup olmadığını aynı zamanda da ödemeye istekli olup olmadığını da tespit eder (Erdoğan ve Ener, 2000:32). Piyasa bilgilerini analiz eden KDK'lar, sermaye sahiplerinin ve ülkelerin karar almasına yardımcı olur, piyasaların güvenilir şekilde işlemlerini sağlarlar (Hasbi, 2012:27). Kredi derecelendirme notuna sahip olan kurumlar ve menkul kıymet ihraç edenler, daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşmanın yanı sıra küresel anlamda

finansal itibara ve daha düşük maliyetli borç bulma (sermaye çekme) imkanına sahip olurlar.

Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (U.S. Securities and Exchange Commission-SEC), 1975 yılında “Ulusal Kabul Görmüş İstatistikî Derecelendirme Kuruluşları (National Recognized Statistical Rating Organization-NSRO)” bünyesinde kendi derecelendirme kuruluşlarını tek çatı altında toplamıştır. Amaçları KDK faaliyetlerini ve piyasa giriş çıkışlarını standarda bağlamaktı (Ayaz, 2013).

Dünyada birçok derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen, küresel kabul gören derecelendirme kuruluşları ABD’de SEC¹’in NSRO² tanımladığı aşağıdaki şirketlerdir: A.M. Best Company, Inc. (“A.M. Best”), DBRS, Inc. (“DBRS”) Egan-Jones Ratings Co. (“EJR”),Fitch, Inc. (“Fitch”), Japan Credit Rating Agency, Ltd. (“JCR”) , Kroll Bond Rating Agency, Inc. (“KBRA”), HR Ratings de México, S.A. de C.V. (“HR Ratings”), Moody's Investors Service, Inc. (“Moody’s”), Morningstar Credit Ratings, LLC (“Morningstar”), Standard & Poor's Ratings Services (“S&P”). Bu derecelendirme kuruluşları içinde de en çok itibar gören ve pazarın hakimiyetini elinde bulunduranlar; Moody's Investors Service, Standard & Poor's Ratings Services ve Fitch, Inc. şirketleridir (SEC, 2013:7).

1 SEC: Securities Exchange Commission (ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu).

2 NSRO: Nationally Recognized Statistical Rating Organisations (Ulusal Kabul Görmüş İstatistikî Derecelendirme Kuruluşları).

Tablo 2: SEC Tarafından NRSRO Olarak Tanımlanan Kredi Derecelendirme Kuruluşları

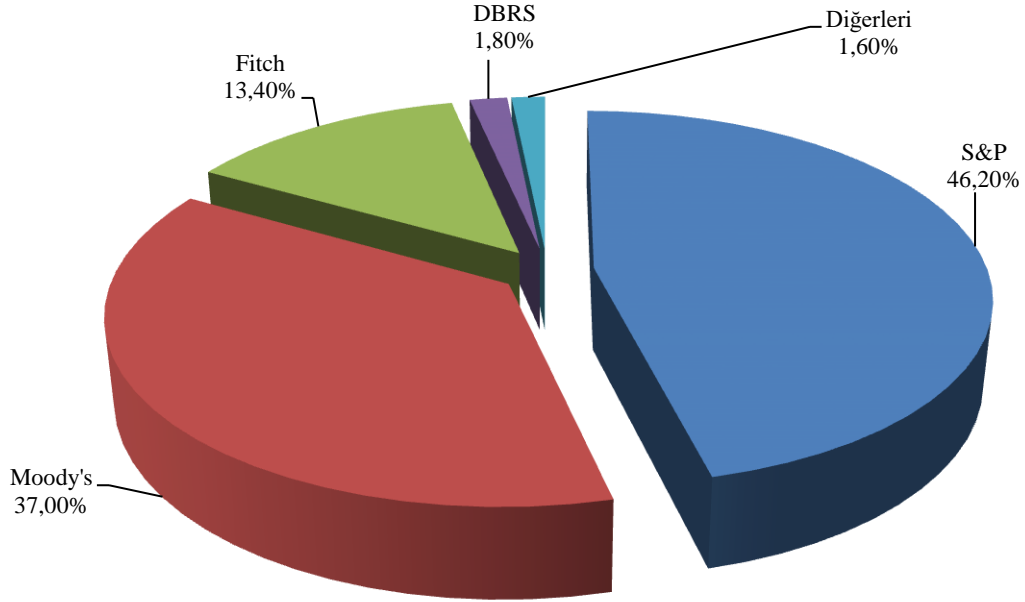
Derecelendirme Kuruluşları	NRSRO Dahil Olduğu Tarih	Merkez Ofis
A.M. Best Company, Inc. (A.M. Best)	24 Eylül 2007	ABD
Dominion Bond Rating Service, Inc. (DBRS)	24 Eylül 2007	ABD
Egan-Jones Rating Company (EJR)	21 Aralık 2007	ABD
Fitch Ratings, Inc. (Fitch)	24 Eylül 2007	ABD
HR Rating de Mexico, S.A. de C.V. (HR Ratings)	5 Kasım 2012	Meksika
Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)	24 Eylül 2007	Japonya
Kroll Bond Rating Agency, Inc. (KBRA)	11 Şubat 2008	ABD
Moody's Investor Service, Inc.(Moody's)	24 Eylül 2007	ABD
Morningstar Credit Ratings, LLC (Morningstar)	23 Haziran 2008	ABD
Standard And Poor's Rating Services (S&P)	24 Eylül 2007	ABD

Kaynak: SEC,2014

Pazar payları, tecrübeleri ve piyasaya yön verme kabiliyetleri olan KDK'lar, SEC'in kriterlerini yerine getirerek NRSRO olarak tanımlanmıştır. Bu çalışmada da söz konusu KDK'lar analiz edilerek tüm kuruluşlar ve özellikle de piyasanın üç büyük derecelendirme kuruluşu olan S&P, Moody's ve Fitch adına tahmin ve yorumlamalarda bulunulmuştur. Çünkü piyasanın neredeyse tamamını oluşturan bu kuruluşlar piyasayı önemli ölçüde yönlendirici yapıya ve güce sahip konumdadırlar. NRSRO olarak

tanımlanan KDK'ların kredi derecelendirme piyasasındaki pazar payları Şekil 2'de gösterildiği gibidir.

Şekil 2: Toplam Kredi Derecelendirme Pazar Payı (2014)



Kaynak: SEC

2.1.1 Başlıca Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Derecelendirmenin tarihi 1830'lu yıllara kadar uzanmaktadır. Derecelendirme kuruluşları özel sektör, kamu sektörü ve bunlara ait menkul kıymetlerin risklerini ölçmekte ve ilgililer için belirli dönemler itibariyle sonuçları yayınlamaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının çoğu yeni kurulmuş olmalarından dolayı sadece ulusal düzeyde şirketlere ait menkul kıymetleri derecelendirmektedirler. Moody's ve Standard and Poor's firmaları derecelendirdikleri menkul kıymet sayısı ve çeşidi, ülke riski notu verdikleri ülke sayısı, kullandıkları göstergelerin çokluğu, sonuçları periyodik olarak yayınlama, pazardaki güçleri ve önemleri açısından hem ABD'de hem de dünyadaki en önemli iki derecelendirme firmalarıdır (ATB, 2009).

1909 yılında Moody's, yayınlamış olduğu kılavuz (rehber, el kitabı) ile derecelendirme sektörüne giriş yapmıştır. Akabinde 1914 yılında Fitch, 1941 yılında ise S&P derecelendirme faaliyetlerinde bulunmaya başlamıştır. Sermaye piyasasının

gelişmesi ve küresel boyutlarda işlem görmeye başlamasıyla birlikte derecelendirme faaliyetlerine olan talep artmıştır. Artan talebi karşılama adına ve kurumsal büyüme yoluyla bu üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu, rakiplerini ya satın alarak ya da ortaklıklar kurarak, piyasanın büyük bir kısmınının (% 96) sahibi olmuşlardır.

Her ne kadar mevcut durumda dünya genelinde birçok KDK faaliyette bulunsa da, derecelendirme piyasasında oldukça baskın olan ve dünya piyasasının yaklaşık %95'ine, ABD derecelendirme piyasalarının ise %97'sine hâkim olan üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu vardır. Bunlar; Moody's Investors Service, Standard & Poor's Ratings Services ve Fitch Ratings şirketleridir (Akçayır ve Yıldız, 2014:7).

2.1.1.1 Standard & Poor's Rating Services (S&P)

ABD'nin en büyük iki derecelendirme kuruluşundan biri olan S&P finansal kurumların piyasadaki değerlerini belirlemeye yardımcı olan onlara bağımsız görüş, analiz ve bilgi sağlayan bir derecelendirme kuruluşudur (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:11).

S&P derecelendirmeyi; borçlunun belirli bir finansal yükümlülükten ya da finansal programdan kaynaklanan kredibilitesine ilişkin fikir olarak tanımlamaktadır (Kargı, 2014:357).

S&P'nin kurulduğu tarihten günümüze kadar geçen süreçteki gelişimi aşağıdaki gibidir (S&P, t.y.):

S&P **1916** yılından beri kredi derecelendirmeleri yayınlamakta ve dünya çapında yatırımcılar ve piyasa katılımcıları için bağımsız kredi riski analizleri sunmaktadır.

Bu şirketin tarihi **1860**'lı yıllara kadar dayanmaktadır. Henry Varnum Poor' un "ABD'nin Demir Yolları ve Kanalları Tarihi" (History of the Railroads and Canals of the United States) adlı kılavuzu yayınlamasıyla S&P tarihi başlamış oldu.

1868 yılında H. Varnum Poor ve oğlu H. William Poor ile "HV and HW Poor Co." şirketini kurdular ve " ABD Demiryolları Kılavuzu" (Manuel of the Railroads of the United States) yayınladı. Birkaç ay içinde ilk baskının 2500 adedinin hepsi satıldı.

Yatırımcılara demir yolları hakkında bilgi sunan bu kılavuzun her kopyası 442 sayfa idi ve 5 ABD Dolarından³ satışa sunulmuştu.

1906 yılında S&P, ABD hisse senetleri hakkında sistemli bilgi toplamak amacıyla “Standart İstatistik Bürosu”(Standard Statistics Bureau) adı altında kurulmuştur.

1914 yılında gelişmesini hızlı şekilde devam ettiren Standart Statistics, Standard Statistics Inc. haline geldi ve yetmişten fazla personel istihdam eden bir şirket oldu.

1919 yılında Roy W. Porter “Moody’s Manuel Co.” ile “Poor’s Railroad Manuel Co.” birleştirilerek ismini değiştirdi ve “Poor Publishing Co.” adını aldı.

1922-1923 yıllarında “Poor Publishing” ve “Standard Statistics” sırasıyla şirket ve belediye tahvillerini derecelendirmeye başlamışlardır.

1941 yılında “Standard Statistics” ve “Poor’s Publishing” birleşerek “Standard and Poor’s Corp.” şirketi kuruldu.

1957 yılında S & P, derecelendirme haricinde en önemli ve tanınan ürünü olan **S & P 500 Borsa Endeksi**’ni piyasaya sunmuştur.

1966 yılında bu şirket “McGraw-Hill Companies” tarafından satın alınmıştır. Ancak söz konusu kuruluşun bir ortağı olarak hizmet vermeye devam etmiştir.

1984 yılında Avrupa’daki ilk ofisini Londra’da açan şirket devam eden yirmi yıl içinde yirmiden fazla ülkede ofis açmaya devam etti.

2001 yılında Kanada Tahvil Derecelendirme Şirketi (Canadian Bond Rating Services-CBRS) ile S&P birleşmiştir. S&P ile birleştikten sonra CBRS şirketinin derecelendirme notları küresel anlamda daha fazla kabul görmeye başlamıştır. Böylece, daha önce CBRS tarafından derecelendirilen Kanada menşeli kurum ve kuruluşların derecelendirme notları S&P ile küresel yatırımcılara daha fazla güven vermiştir (Alicı, 2005:81).

Derecelendirme sektöründe önemli bir yeri bulunan S&P finansal piyasalarda bulunan kıymetlerin derecelendirmesini ilk kez yapan şirkettir. Bunlar aşağıdaki gibidir (Mukatel, 2006:53):

³ Bundan sonraki bölümlerde kullanılacak olan “Dolar” kelimesi ABD Dolarını ifade etmektedir.

- ❖ Menkul kıymetleştirme işlemleri
- ❖ Bono garantili finansal işlemler
- ❖ Kredi mektubu
- ❖ ABD dışındaki sigorta şirketleri
- ❖ Banka sahibi holding şirketleri
- ❖ Finansal kefalet veren şirketler.

2014 yılı geliri 2,455 Milyar Dolar ve bir önceki yıla göre %8 artış gösteren S&P Rating Services, kredi riski araştırması ve ölçütlerini sağlayan dünyanın en önemli şirketlerinden birisidir. Bu kredi derecelendirme kuruluşu, hükümet, kurumsal ve finansal sektör, yapılandırılmış finans araçları ve menkul kıymetler dahil 1,2 Milyonun üzerinde derecelendirmeyi ve 129 ülkeyi kapsamaktadır. Sadece 2014 yılında S&P; 4,3 Trilyon Dolar değerinde yeni borç derecelendirmiştir. Dünya genelinde 26 ülkede yaklaşık 1400 analiste sahiptir (S&P,2015). Tüm bu analistler dünyanın önde gelen ekonomistleri, geleceği tahmin metotları kullanan deneyimli analitik çalışma grupları ve istatistikçilerden oluşmaktadır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:12).

Tablo 3: Standard and Poor's Derecelendirme Kuruluşunun Derecelendirme Skalası

STANDARD AND POOR'S		
YATIRIM YAPILABİLİR SEVİYE		
Notlar	Uzun Dönem Notlar	Kısa Dönem Notlar
AAA	Yüksek kalite notu, çok düşük risk notu	A-1+
AA+		
AA		
AA-		
A+	Orta ve üst sınıf kredi notu, düşük risk notu	A-1
A		
A-		
BBB+	Bazı spekülâtif risk içeren kredi notu, orta sınıf risk notu	A-2
BBB		
BBB-		
SPEKÜLATİF SEVİYE		
Notlar	Uzun Dönem Notlar	Kısa Dönem Notlar
BB+	Önemli kredi riski içerir, gelecek belirsizdir.	B
BB		
BB-		
B+	Yüksek oranda kredi riski içerir, gelecek belirsizdir.	B
B		
B-		
CCC+	Çok yüksek seviyede kredi riski içerir.	C
CCC		
CCC-		
CC	Son derece yüksek seviyede kredi riski içerir. Anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getirme olasılığı çok düşüktür.	C
C	Maksimum kredi riski, Anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getiremez.	
D	İflas	-

Kaynak: www.standardandpoors.com , http://tr.wikipedia.org/wiki/Standard_%26_Poor%27s
<http://eski.ankaratb.tobb.org.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e>.

2.1.1.1.1 S&P Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Uzun Dönem Kredi

Derece Notları

S&P'nin uzun dönem kredi notları aşağıdaki gibidir (ATB, 2009):

AAA : Standard & Poor's tarafından verilen en yüksek not grubudur. Bu gruptaki ülkelerin anapara ve faiz ödeme kapasiteleri ileri derecede yüksektir. Bu, ülkelerin anapara ve faiz ödemelerinin ekonomik şartlar değişse dahi yerine getireceği anlamına gelir. Güçlü bir yapıyı ifade eder.

AA : Bu not çok güçlü anapara ve faiz ödemelerini göstermektedir. En üst düzeydeki gruptan çok küçük derecede azdır. Bu notu alan ülkelerin, anapara ve faizleri ödenme yeteneği de son derece güçlüdür.

A : Bu gruptaki ülkelerin de anapara ve faizlerin ödenme yeteneği güçlüdür. Ancak meydana gelebilecek herhangi bir ekonomik değişikliğe karşı daha duyarlıdır. Yani anapara ve faiz ödemelerini yerine getirmede, ekonomik ve politik etmenlerden dolayı belli bir riski içermektedir.

BBB : Bu gruptaki ülkeler anapara ve faiz ödeme gücü açısından yeterli bir kapasiteye sahiptir. Ancak, ülkedeki ekonomik şartlarda meydana gelebilecek negatif değişimlerden dolayı ödeme gücünün zayıflayabileceği ihtimali yüksektir. Ülkeler notu; ekonomik değişimlere karşı önceki nota göre daha duyarlıdır. Bu kategorideki ülkelerin borç ödememe ihtimali belirleyici bir etken olarak düşünülmelidir.

BB : Bu gruptaki ülkeler en düşük "spekülatif" yapıya ve borç ödeme kapasitesine sahip ülkelerdir. Yükümlülüklerin zamanında yerine getirilebilmesi ancak ülkedeki ekonomik koşulların iyi seviyede seyir etmesi halinde mümkündür. Türkiye'nin S&P kredi notu bu kategoride bulunmaktadır.

B : Bu gruptaki ülkelerin borç ödeme kapasitesi zayıftır ve borcun geri ödenmeme riski oldukça fazladır. Bu gruptaki ülkelerin borçlarını uzun vadede bile ödeyememe riski vardır.

CCC : Bu not, borç ödeme kapasitesinin zayıf olduğu ülkeler için verilir. Borcun geri ödenememe risk fazladır.

CC : Bu gruptaki ülkelerin spekülâtif özelliği çok yüksektir. Ekonomik koşullarda meydana gelebilecek farklılıklar karşısında büyük istikrarsızlıklara ve risklere sahiptirler. Anapara ve faiz yükümlülüklerin çok problemlerle karşılaşma ihtimalleri yüksektir.

C : Bu not genellikle anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getir(e)meyen ülkeler için kullanılır. Verilen borcun ülke tarafından geri ödenmeyeceğini ifade eder.

D : Verilebilecek en kötü kredi derece notudur. Geri ödemenin imkansız olduğu, borç ödeme kapasitesine sahip olmayan, iflas durumundaki ülkeler için kullanılır.

+, - , : Standard & Poor's derecelendirme sisteminde "AA" ile "CCC" arasında "+" veya "-" işareti koyarak derecelendirmeye farklı anlamlar yüklemektedir. Örneğin, "A"nın sağına (+) konması ("A+") o ülke notunun "AA"dan aşağıda olmakla beraber "A"nın da biraz üzerinde olduğunu ifade eder. (-) konması ise kredi notunun "BBB"den daha iyi ancak "A"dan da biraz aşağıda olduğunu ifade etmektedir.

Standard & Poor's tarafından verilen kredi notları itibariyle; AAA ve AA yüksek dereceyi, A ve BBB orta dereceyi, BB ve B spekülâtif dereceyi, CCC, CC, C ve D ise borçların ödenmeme riskinin çok yüksek olduğu durumları ifade etmektedir.

2.1.1.1.2 S&P Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Kısa Dönem Kredi

Derece Notları

S&P'nin uzun dönem kredi notları aşağıdaki gibidir (S&P, 2010):

A: Kısa vadede en yüksek yatırım yapılabilir seviyeyi ifade etmektedir

A-1: En yüksek güven düzeyini ifade eder.

A-2: A-1'in bir kademe altı ve güçlü ekonomik yapıyı ifade eder.

A-3: Borç ödeme yükümlülüklerinin ekonomik olumsuzluklar karşısında az da olsa bozulma olasılığını ifade eder.

B: Borç ödeme kapasitesine sahip olmasının yanı sıra oluşabilecek herhangi bir olumsuzluktan etkilenebileceğini göstermektedir.

C: Spekülatif nitelikte olan bir nottur. Ödeme kapasitesinin düşük olduğunu göstermektedir.

D: Borç ödeme kapasitesinin oldukça düşük olduğunu ve yüksek riski ifade etmektedir.

2.1.1.2 Moody's Investor Service

Dünyanın en eski derecelendirme kuruluşlarından olan Moody's; kredi notları araştırmalar ve risk analizlerinin önemli sağlayıcılarından birisidir. Dünya çapındaki etkinliği sayesinde tercih edilen bir kuruluştur (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:11).

Moody's derecelendirmeyi; menkul kıymet ihraç eden firmaların ihraç ettikleri menkul kıymetin itfa süresince anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirebilme kabiliyetleri hakkında verilen bir yargı olarak tanımlamaktadır (Kargı, 2014:357).

Moody's derecelendirme kuruluşu **1900** yılında demiryollarının analizini yapan John Moody tarafından kurulmuştur. Bu yıllarda Moody, finansal kurumların, resmi dairelerin, imalat, madencilik, altyapı ve gıda şirketlerinin tahvillerinin istatistiklerini içeren bir kılavuz yayınladı ve iki ay içinde satıldı. **1903** yılında kılavuz çok büyük rağbet görmüş, Amerika Birleşik Devletleri'nin bir kısmından diğer kısmına hemen hemen her yeri dolaşarak büyük bir patlama yapmıştır. **1907** yılında borsa çökünce Moody's hayatta kalmak için kılavuzunu satmak zorunda kalmıştır. **1909** yılında John Moody yeni bir fikirle, ABD demir yollarının hisse senedi ve tahvil analizi işine girerek, menkul kıymet sektöründe bir ilki gerçekleştirmiş oldu. Şirketlerin borçlarına "A", "B" ve "C" gibi dereceler vermesiyle ilk derecelendirme faaliyeti de başlamış oldu (Kargı, 2014:356).

1913 yılında Moody's tabanını(faaliyet alanını) daha da genişleterek sanayi şirketlerinin ve araçlarının da analizini yapmaya başladı (Moody's, t.y.).

1914 yılında Moody's Investor Services (Moody's Yatırım Servisi) kuruldu ve aynı yıl diğer ABD kentleri ve belediyelerini de değerlendirmeye başladı. **1924** yılına gelindiğinde Moody's ABD tahvil piyasasının yaklaşık %100'ünü derecelendirmekte idi (Moody's, t.y.).

1970'li yıllarda Moody's ticari kağıt pazarındaki ve banka mevzuatlarındaki derecelendirme faaliyetlerini daha da genişleterek özel kesim tahvilleri de derecelendirmeye başlamıştır. Ayrıca Moody's şirketinin de dahil olduğu büyük derecelendirme kuruluşları, ihraççıların yanı sıra yatırımcıları da kredi derecelendirme sistemine dahil etmeye başladı (Moody's, t.y.).

Moody's şirketi iki farklı alanda uzmanlaşmış bölümüyle hizmet vermektedir. Bunlar, "Moody's Analytics" ve "Moody's Investor Service (MIS)" dir. MIS, Moody's şirketine bağlı ve bu şirketin geleneksel çizgisini koruyan ve şirketin geçmişten gelen ismini koruyan koludur. MIS çeşitli pazarlardaki hisse senetleri, kamu ve ticari tahvil piyasalarında faaliyet göstermektedir. Hükümet, belediye, şirket tahvilleri gibi yönetilen yatırımların yanı sıra para piyasası fonları, sabit getirili fonlar, yatırım fonları, bankalar ve banka dışı finansman şirketleri dahil finansal kuruluşlar ve yapılandırılmış finansal varlıklarını da kapsamaktadır (Wikipedia, t.y.).

Moody's Analytics **1995** yılında "Moody Risk Yönetim Merkezi" adı altında kredi riski değerlendirme yazılımı ve hizmetleri dahil olmak üzere kantitatif analiz yapan bir birim olarak faaliyet göstermeye başladı. **2000**'li yıllarda satın alma yoluyla büyüdü ve müşteri tabanını da genişletti. Aynı zamanda yeni şirketleri bünyesine katarak yeteneklerini de geliştirmiş oldu. Moody's Analytics'in devraldığı ve ortak olduğu şirketler (Wikipedia, t.y.):

- ❖ Software Products Group of Crowe, Chizek & Co. (2000)
- ❖ RiskMetrics (2000)
- ❖ KMV (Kealhofer, McQuown and Vasicek) (2002)
- ❖ Economy.com (2005)
- ❖ Wall Street Analytics (2006)
- ❖ Fermat International (2008)
- ❖ Enb Consulting Ltd. (2008)

- ❖ Canadian Securities Institute Global Education Inc. (2010)
- ❖ Copal Partners (2011)
- ❖ Barrie & Hibbert Limited (2011)
- ❖ Amba Investment Services (2013)

CEO ve Başkanlık görevini Raymond W. McDaniel'in yaptığı Moody's, 2014 yılı itibariyle 130 ülke, 11000 şirket tahvili, 21000 kamu tahvili ve 72000 yapılandırılmış finansman ürününden daha fazlasını kapsayan derecelendirme referansına sahiptir. Moody's 2014 yılında 3.334 Milyar Dolar gelir ve %12 gelir artışı bildirdi. Dünya çapında yaklaşık 9,500 kişi istihdam etmekte ve ortaklıklarıyla beraber 33 farklı ülkede varlığını sürdürmektedir (Moody's, 2015). Takip edilen piyasaların büyüklüğü ise yaklaşık 35 Trilyon Dolar civarındadır (Mukatel, 2006:42).

Moody's şirketinin toplam gelirinin %68'ini 2,265 Milyar Dolarla "Moody's Investor Service", %32'sini ise 1,068 Milyar Dolarla "Moody's Analytics" oluşturmaktadır. Ayrıca Moody's gelirlerinin %54'lük bir kısmını ABD'den, geri kalan %46'lık kısmını ise uluslararası piyasalardan elde etmektedir (Moody's, 2015).

Moody's kamu kuruluşlarına, özel kuruluşlara, yerel yönetimlere ait menkul kıymetleri derecelendirirken ülkeler için vermiş olduğu notları burada da kullanır. "Aaa" ve "Aa" notları yüksek dereceyi, "A" ve "Baa" notları orta dereceyi, "Ba" ve "B" notları spekülasyon dereceyi, "Caa", "Ca" ve "C" notları da borçların ödeme riskinin çok yüksek olduğu dereceyi ifade eder. Moody's ülkelere kredi notu verirken Aa'dan B'ye kadar olan her derecelendirme grubunda 1, 2, 3 gibi sayısal semboller kullanılmaktadır. 1 sembolü; derecelendirme grubundaki en iyi, 2 sembolü; derecelendirme grubundaki orta, 3 sembolü; not grubundaki borç ödeme kapasitesi en zayıf ülkeler ifade etmektedir (Akçayır, 2013:31).

Tablo 4: Moody's Investor Service Derecelendirme Kuruluşunun Derecelendirme Skalası

MOODY'S INVESTOR SERVICE		
YATIRIM YAPILABİLİR SEVİYE		
Notlar	Uzun Dönem Notlar	Kısa Dönem Notlar
Aaa	En kaliteli ve en yüksek kredi notu, en düşük risk notu	Prime-1 (Kısa vadeli borçlarda verilebilecek en yüksek not seviyesi)
Aa1	Yüksek kalite notu, çok düşük risk notu	
Aa2		
Aa3		
A1	Orta ve üst sınıf kredi notu, düşük risk notu	Prime-1/Prime-2 (Oldukça yüksek seviye)
A2		
A3		
Baa1	Bazı spekülasyon risk içeren kredi notu, orta sınıf risk notu	Prime-2 (Yüksek seviye)
Baa2		Prime-2/Prime-3 (Yüksek/Normal seviye)
Baa3		Prime-3 (Kabul edilebilir Seviye)
SPEKÜLATİF SEVİYE		
Notlar	Uzun Dönem Notlar	Kısa Dönem Notlar
Ba1	Önemli kredi riski içerir, gelecek belirsizdir.	Not Prime (Kısa dönem yükümlülüklerini yerine getiremez seviye)
Ba2		
Ba3		
B1	Yüksek oranda kredi riski içerir, gelecek belirsizdir.	
B2		
B3		
Caa1	Çok yüksek seviyede kredi riski içerir.	
Caa2		
Caa3		
Ca	Son derece yüksek seviyede kredi riski içerir. Anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getirme olasılığı çok düşüktür.	
C	Maksimum kredi riski, Anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getiremez.	

Kaynak: www.moody's.com, http://en.wikipedia.org/wiki/Moody%27s_Investors_Service, <http://eski.ankaratb.tobb.org.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e>.

2.1.1.2.1 Moody's Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Uzun Dönem Kredi

Derece Notları

Moody's kuruluşunun uzun dönem kredi notları aşağıdaki gibidir (ATB, 2009):

Aaa: En güvenilir ülke grubunu ifade eder. Yabancı yatırımcılar açısından bu ülkeler; en düşük risk düzeyini ve en üst düzey yatırım yapılabilir seviyeyi ifade eder. Bu gruptaki ülkelerin, anapara ve faiz ödemelerinde çok güçlü bir yapıya sahip olduğunu gösterir. Ekonomide negatif yönlü bir değişim olsa dahi ülkenin anapara faiz ve yükümlülüklerini yerine getirmede sıkıntı yaşamayacağı anlamına gelir. Verilebilecek en yüksek kredi notudur.

Aa: Bu not; ülkelerin çok güçlü anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesine sahip olduklarını gösterir. "Aaa" not grubunda yer alan ülkelerle birlikte güvenilir olarak değerlendirilir. Ancak bu gruptaki ülkeler; ekonomik dalgalanmalara karşı "Aaa" grubundaki ülkelere göre daha düşük dirençli olduğu için ve uzun vadeli risk içermesinden dolayı "Aaa" derece grubunda yer alan ülkelere göre daha düşük seviyede olarak derecelendirilir.

A: Bu grupta yer alan ülkeler yatırımcılar açısından güvenilirdir. Bu grup en üst düzey not grubunun en düşük notlarıdır. Anapara ve faiz ve yükümlülüklerini yerine getirmede yeterli düzeyde güvenilir bir yapıya sahip olduğu kabul edilir. Ancak bu güveli ortamın da bozulma ihtimali bulunmaktadır. Yani ekonomik dalgalanmalara karşı temkinli olunması gereklidir.

Baa: Bu grupta yer alan ülkelerin anapara, faiz ve yükümlülüklerindeki güvenilirliği ne son derece zayıf, ne de son derece güçlüdür. Ancak anapara, faiz ve yükümlülüklerini yerine getirme konusunda uygun bir kapasiteye sahiptirler. Ekonomik dalgalanmalar sonucu güvenilirliği sağlayan unsurların uzun dönemde azalması veya ortadan kalkması ihtimali vardır. Bu ülkeler yatırımcılar açısından spekülasyon yapıya sahiptirler. Türkiye'nin Moody's kredi notu bu kategoride bulunmaktadır.

Ba: Bu gruptaki ülkeler spekülâtif yapıya sahiptirler ve gelecek dönemler hakkında önceden bir tahmin yapmak çok zordur. Anapara, faiz ve yükümlülüklerini yerine getirmedeki güvenilirlik orta düzeyde olup pozitif yönlü bir yapıya sahiptir. Bu güvenilirlik gelecekte hem iyi hem de kötü koşullarda korunması çok zordur dolayısıyla da gelecek belirsizdir.

B: Bu gruptaki ülkelerde yatırım imkanı çok azdır. Bu ülkelerde borç ödeme kapasitesi zayıf bir yapıya sahiptir. Anapara, faiz ve yükümlülüklerinin yerine getirilme imkanı uzun dönemde çok düşüktür. Gelecek dönemlere ait risk çok fazladır.

Caa: Bu gruptaki ülkelerin anapara, faiz ve yükümlülüklerini yerine getirme yeteneği son derece düşüktür. Yükümlülüklerini yerine getirmeme riski çok yüksektir. Mevcut durumda risk çok fazladır.

Ca: Bu gruptaki ülkelerin özelliği spekülâtif karakterli olmalarıdır. Bunlar genellikle anapara, faiz ve yükümlülüklerini yerine getiremezler.

C: Bu gruptakiler ise en düşük borç ödeme kapasitesine sahip ülkelerdir. Bu ülkelerde yatırım yapılabilme özelliğinin olduğu kabul edilemez. En yüksek riski ifade ederler.

1, 2, 3: Moody's ülkelere kredi notu verirken "Aa" notundan "B" notuna kadarki derecelendirme gruplarında; 1, 2, 3 rakamları kullanılmaktadır. 1 rakamı; derecelendirme grubundaki en iyi, 2 rakamı; derecelendireme grubundaki orta, 3 rakamı; not grubundaki borç ödeme kapasitesi en zayıf ülkeler ifade etmektedir (ATB, 2009).

2.1.1.2.2 Moody's Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Kısa Dönem Kredi

Derece Notları

Kısa vadeli derecelendirme notları yatırımcılara bir yıldan kısa bir süre yapacakları ülke ve ülke ticari senetleri hakkında bilgi sunmaktadır. Bu derecelendirmeler (Moody's, 2009:10):

P1: Oldukça güçlü bir güven düzeyini ve en düşük riski belirtmektedir. Bu düzeydeki ülkeler, dış pazarda önemli derecede güçlü finansal yapıya ve yere sahiptir.

P2: Düşük de olsa ülke ve kısa vadeli yatırım riski bulunmaktadır. Bu puandaki ihraççı şirketler borç yükümlülüklerini zamanında yerine getirme konusunda oldukça yüksek bir kabiliyete sahiptirler.

P3: Borçların geri ödenmesi mümkündür. Ancak ülkede yaşanması muhtemel herhangi bir kırılganlıktan, çabuk etkilenen ülke ve söz konusu ülkenin ihraççıları için kullanılır.

Not Prime: Spekülatif seviyede olan, P1, P2, P3 seviyesine ulaşamayan ülkeler için kullanılmaktadır.

2.1.1.3 Fitch Ratings Inc.

24 Aralık **1913** yılında John Knowles Fitch tarafından kurulan bu şirket ABD’de genel kabul görmüş ilk Avrupa kökenli derecelendirme kuruluşudur. S&P ve Moody’s den sonra derecelendirme piyasasının üçüncü büyük aktörüdür. Asıl merkezi Londra ve New York’tur. En büyük şubeleri ise Tokyo, Paris ve Barselona’da bulunmaktadır. Fitch Grubunun %20’si Paris merkezli Fimalac SA, %80’i ise Hearst Corporation şirketlerine aittir ve ortaklaşa çalışmaktadırlar (Wikipedia, t.y.).

Fitch derecelendirmeyi; en genel tanımıyla, bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceği hakkında verilen bağımsız bir görüş olarak tanımlamaktadır (Kargı, 2014: 357)

1913 yılında “Fitch Publishing Company” olarak kurulan şirket New York’un finans merkezinde bulunmakta idi ve finansal istatistikleri yayınlıyordu. **1914** yılında ilk derecelendirme skalasını (AAA-D arası) tanıtmış ve bunu geliştirmiştir (Fitchratings, t.y.).

1975 yılında S&P ve Moody’s ardından NRSRO bünyesine dahil olmasıyla ABD’de ulusal firma olarak tanınan derecelendirme kuruluşlarından biri olmuştur (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:12).

1989 yılında sermaye yapısını düzenledi ve yönetim ekibini yeniden şekillendirdi. İlk uzmanlık alanı olan banka derecelendirmesinin yanı sıra diğer sektörlerin de derecelendirmesine başlamıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:12).

1997 yılında IBCA ile birleşti.

2000 yılının Nisan ayında 1932’te kurulan Duff and Phelps ile, aynı yılın Aralık ayında ise Thomson Financial Bankwatch birleşerek, bu şirketleri bünyesine kazandırdı.

2002 yılında Fitch IBCA ismini Fitch Ratings olarak değiştirdi.

2008 yılında “Fitch Solutions” kuruldu.

2013 yılında “7city” şirketini bünyesine kattı ve aynı yıl “Fitch Learning” departmanı oluşturuldu.

2014 yılında “Business Monitor International (BMI)” şirketini bünyesine katmıştır.

Fimalac bünyesindeki Fitch Grubu, 30’dan fazla ülkede faaliyet gösteren ve 150’den fazla ülkede derecelendirme pazarına sahip 2014 yılında önceki yıla göre %12 seviyesinde bir artışla 1,118 Milyar Dolar gelire sahip bir kredi derecelendirme şirketidir. Fitch **2015** yılına girildiğinde bünyesindeki bağımsız dört departmanı ile hizmet vermektedir. Bu bölümler (Fitch, t.y.):

Fitch Ratings: Kredi derecelendirme ve araştırmasını yapar.

Fitch Solutions: Kredi piyasalarının verilerini, analitik araçlar ve risk ölçüm hizmetlerini sunar.

Fitch Learning: New York, Singapur, Dubai ve Hong Kong’ta bulunan merkezleriyle seçkin bir eğitim ve geliştirme merkezidir.

BMI Research: New York, Singapur Ve Güney Amerika’da bulunan ofisleriyle ülke risklerini ve endüstri analizlerini yapan bağımsız bir bölümdür.

Fitch NRSRO bünyesindeki üç büyüklerin en küçüğüdür. S&P ve Moody’s şirketlerinden daha sınırlı bir pazara sahiptir. Ancak satın almalar ve pazardaki yerini

sık sık güncellemesiyle diğer iki firma arasında oyunbozan “tie breaker” rolünü üstlenmektedir (Wikipedia, t.y.).

Tablo 5: Fitch Ratings Derecelendirme Kuruluşunun Derecelendirme Skalası

FITCH RATINGS		
YATIRIM YAPILABİLİR SEVİYE		
Notlar	Uzun Dönem Notlar	Kısa Dönem Notlar
AAA	Yüksek kalite notu, çok düşük risk notu	F1+
AA+		
AA		
AA-		
A+	Orta ve üst sınıf kredi notu, düşük risk notu	F1 veya F2
A		F1
A-		F2 veya F1
BBB+	Bazı spekülâtif risk içeren kredi notu, orta sınıf risk notu	F2
BBB		F3 veya F2
BBB-		F3
SPEKÜLATİF SEVİYE		
Notlar	Uzun Dönem Notlar	Kısa Dönem Notlar
BB+	Önemli kredi riski içerir, gelecek belirsizdir.	B
BB		
BB-		
B+	Yüksek oranda kredi riski içerir, gelecek belirsizdir.	C
B		
B-		
CCC	Önemli derecede kredi riski içerir.	C
CC	Çok yüksek seviyede kredi riski içerir. Anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getirme olasılığı çok düşüktür.	
C	Oldukça yüksek seviyede kredi riski içerir. Anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getiremez.	
RD/D	İflas	RD/D

Kaynak: Fitcratings, 2014

2.1.1.3.1 Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Uzun Dönem Kredi

Derece Notları

Fitch'in uzun dönem kredi notları aşağıdaki gibidir (ATB, 2009):

AAA : Fitch tarafından verilen en yüksek not grubudur. Bu gruptaki ülkelerin anapara ve faiz ödeme kapasiteleri ileri derecede yüksektir. Bu, ülkelerin anapara ve faiz ödemelerinin ekonomik şartlar değişse dahi yerine getireceği anlamına gelir. Güçlü bir yapıyı ifade eder.

AA : Bu not çok güçlü anapara ve faiz ödemelerini göstermektedir. En üst düzeydeki gruptan çok küçük derecede azdır. Bu notu alan ülkelerin, anapara ve faizleri ödenme yeteneği de son derece güçlüdür.

A : Bu gruptaki ülkelerin de anapara ve faizlerin ödenme yeteneği güçlüdür. Ancak meydana gelebilecek herhangi bir ekonomik değişikliğe karşı daha duyarlıdır. Yani anapara ve faiz ödemelerini yerine getirmede, ekonomik ve politik etmenlerden dolayı belli bir riski içermektedir.

BBB: Bu gruptaki ülkeler anapara ve faiz ödeme gücü açısından yeterli bir kapasiteye sahiptir. Ancak, ülkedeki ekonomik şartlarda meydana gelebilecek negatif değişimlerden dolayı ödeme gücünün zayıflayabileceği ihtimali yüksektir. Ülkeler notu; ekonomik değişimlere karşı önceki nota göre daha duyarlıdır. Bu kategorideki ülkelerin borç ödememe ihtimali belirleyici bir etken olarak düşünülmelidir. Türkiye'nin Fitch kredi notu bu kategoride bulunmaktadır.

BB: Bu gruptaki ülkeler en düşük "spekülatif" yapıya ve borç ödeme kapasitesine sahip ülkelerdir. Yükümlülüklerin zamanında yerine getirilebilmesi ancak ülkedeki ekonomik koşulların iyi seviyede seyir etmesi halinde mümkündür.

B : Bu gruptaki ülkelerin borç ödeme kapasitesi zayıftır ve borcun geri ödenmeme riski oldukça fazladır. Bu gruptaki ülkelerin borçlarını uzun vadede bile ödeyememe riski vardır.

CCC : Bu not, borç ödeme kapasitesinin zayıf olduğu ülkeler için verilir. Borcun geri ödenememe risk fazladır.

CC : Bu gruptaki ülkelerin spekülâtif özelliği çok yüksektir. Ekonomik koşullarda meydana gelebilecek farklılıklar karşısında büyük istikrarsızlıklara ve risklere sahiptirler. Anapara ve faiz yükümlülüklerin çok problemlerle karşılaşma ihtimalleri yüksektir.

C : Bu not genellikle anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getir(e)meyen ülkeler için kullanılır. Verilen borcun ülke tarafından geri ödenmeyeceğini ifade eder.

RD: Birkaç taahhüt hariç geri ödemelerin imkansız olduğunu ve borç ödeme kapasitesine sahip olmadığını ifade eder (Fitchratings, 2014:16).

D : Verilebilecek en kötü kredi derece notudur. Geri ödemenin imkansız olduğu, borç ödeme kapasitesine sahip olmayan, iflas durumundaki ülkeler için kullanılır (ATB, 2009).

+, - , : Bu derecelendirme sisteminde "AA" ile "CCC" arasında "+" veya "-" işareti koyarak derecelendirmeye farklı anlamlar yüklemektedir. Örneğin, "A"nın sağına (+) konması ("A+") o ülke notunun "AA"dan aşağıda olmakla beraber "A"nın da biraz üzerinde olduğunu ifade eder. (-) konması ise kredi notunun "BBB"den daha iyi ancak "A"dan da biraz aşağıda olduğunu ifade etmektedir (ATB, 2009). Fitch Ratings bu işaretleri kullanarak derecelendirmenin görünümü ve muhtemel değişimi hakkında bilgi vermektedir. Ancak (+),(-) ifadeleri B'nin altındaki notlarındaki ve AAA notundaki derecelere ilave edilmez (Fitchratings, 2014:16).

2.1.1.3.2 Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Kısa Dönem Kredi Derece Notları

Bir yıldan daha kısa vadeli dereceleri ifade eden Fitch sembolleri (Fitchratings, 2014:18):

F1: Kısa dönemdeki en yüksek kredi kalitesini ifade etmektedir. Taahhütleri yerine getirmede, güçlü mali yapıya sahip olan ülkeler için kullanılır.

F2: Kısa dönemdeki iyi kredi kalitesini gösterir.

F3: Ülkenin kısa vadede mali yükümlülüklerini yerine getirebilmesinin yanı sıra, orta derecede kredi kalitesini gösterir.

B: Kısa dönemde spekülasyon bir yapıyı ifade eder. Ülkede yaşanabilecek muhtemel mali aksaklıklar borç ödeme kapasitesini etkileyebilmektedir.

C: Yüksek risk unsurunu ifade etmektedir ancak ülke sürdürülebilir borç ödeme kapasitesine sahiptir.

RD: Bir veya birkaç taahhüdü yerine getiremez buna rağmen diğer yükümlülüklerini yerine getirebilir.

D: En yüksek risk ve en düşük kredi kalitesini göstermektedir.

Bu sembollere ek, düzenleyici olarak (+) ve (-) işaretleri ile ülkenin gelecek dönemde nasıl bir seyir izleyeceği belirtilmektedir.

2.2 KARŞILAŞTIRMALI ÜLKE DERECELENDİRME İNDEKSİ

Kredi derecelendirme notlarını sayısal puanlama sistemine geçirmek suretiyle ülkeler arasında karşılaştırma yapabilmek amacıyla, Dadush-Dasgupta ve Gaillard tarafından puanlama indeksi oluşturulmuştur. Bu indeks “Basu vd. (2012)” tarafından “Comperative Rating Index For Sovereigns (CRIS)” Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi adı altında geliştirilmiştir. Bu indekste Moody’s kuruluşunun derecelendirme skalasındaki not tanımları temel alınarak derecelendirme görünümleri

de dahil olmak üzere 1'den 60'a kadar devam eden bir puanlama sistemi geliştirilmiştir (Akçayır ve Yıldız,2014:8-9).

Derecelendirme sektörü bütün olarak ele alındığında sadece Moody's ya da tek bir derecelendirme kuruluşunun KÜDİ değeri yerine bu piyasanın üç büyük kuruluşunun (S&P, Moody's, Fitch) derecelendirme notları üzerinden değerlendirme yapmak daha sağlıklı ve güvenilir olacaktır.

Tablo 6: KÜDİ Puanlama Sistemi

S&P	Moody's	Fitch	Not Görünümü	Risk Ağırlığı	KÜDİ Puanı			
AAA	Aaa	AAA	Pozitif (+)	% 0	--	YATIRIM YAPILABİLİR SEVİYE		
			Durağan(0)		60			
			Negatif(-)		59			
AA+	Aa1	AA+	Pozitif (+)		58			
			Durağan(0)		57			
			Negatif(-)		56			
AA	Aa2	AA	Pozitif (+)		55			
			Durağan(0)		54			
			Negatif(-)		53			
AA-	Aa3	AA-	Pozitif (+)		52			
			Durağan(0)		51			
			Negatif(-)		50			
A+	A1	A+	Pozitif (+)	% 20	49	YATIRIM YAPILABİLİR SEVİYE		
			Durağan(0)		48			
			Negatif(-)		47			
A	A2	A	Pozitif (+)		46			
			Durağan(0)		45			
			Negatif(-)		44			
A-	A3	A-	Pozitif (+)		43			
			Durağan(0)		42			
			Negatif(-)		41			
BBB+	Baa1	BBB+	Pozitif (+)		% 50		40	YATIRIM YAPILABİLİR SEVİYE
			Durağan(0)				39	
			Negatif(-)				38	
BBB	Baa2	BBB	Pozitif (+)	37				
			Durağan(0)	36				
			Negatif(-)	35				
BBB-	Baa3	BBB-	Pozitif (+)	34				
			Durağan(0)	33				
			Negatif(-)	32				
BB+	Ba1	BB+	Pozitif (+)	% 100		31	SPEKÜLATİF SEVİYE	
			Durağan(0)			30		
			Negatif(-)			29		
BB	Ba2	BB	Pozitif (+)		28			
			Durağan(0)		27			
			Negatif(-)		26			
BB-	Ba3	BB-	Pozitif (+)		25			
			Durağan(0)		24			

			Negatif(-)		23	
B+	B1	B+	Pozitif (+)		22	
			Durağan(0)		21	
			Negatif(-)		20	
B	B2	B	Pozitif (+)		19	
			Durağan(0)		18	
			Negatif(-)		17	
B-	B3	B-	Pozitif (+)		16	
			Durağan(0)		15	
			Negatif(-)	14		
CCC+	Caa1	CCC+	Pozitif (+)	13		
			Durağan(0)	12		
			Negatif(-)	11		
CCC	Caa2	CCC	Pozitif (+)	10		
			Durağan(0)	9		
			Negatif(-)	8		
CCC-	Caa3	CCC-	Pozitif (+)	7		
			Durağan(0)	6		
			Negatif(-)	5		
CC	Ca	CC	Pozitif (+)	4		
			Durağan(0)	3		
			Negatif(-)	2		
C	C	C	--	% 150	1	

Kaynak: Akçayır ve Yıldız, 2014:11, TCMB, 2010

Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde kredi notlarının değişiminin daha açık bir şekilde ifade edilmesi için bu sayısal ifadeler üzerinden değerlendirme yapılacaktır.

2.3 KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ NOTLANDIRMA KRİTERLERİ VE DERECELENDİRME SÜRECİ

Derecelendirme borçlunun anapara ve faiz yükümlülüklerini ödememe riskinin göstergesi olarak tasarlanan analitik aynı zamanda da subjektif bir süreçtir. Derecelendirme tek bir kuruluş veya grup için yapılmasının yanı sıra ülkeler için de yapılabilir.

KDK'lar kredi notu belirlerken niteliksel⁴ ve niceliksel⁵ veriler kullanmaktadırlar. Ülke ekonomisinin esnekliği, büyüme potansiyeli, ekonomik istikrar, borç oranları ve ödeyebilme kapasitesi gibi ekonomik verilerin yanında ülkenin siyasi istikrarı, ülke liderlerinin durumu, dış politika gelişmeleri, siyasi gündemdeki riskler, merkez bankasının bağımsızlık derecesi vb. gibi siyasi görünümünden elde edilen bilgiler sonucu gerçekleştirilir (Karagöl ve Mihçioğru, 2012:11). Analiz edilen risk faktörleri, kısmen ihraççı tipine de bağlıdır. Örneğin kurumsal bir ihraççının kredi analizi tipik olarak birçok finansal ve finans dışı faktörü içerir, bunların arasında temel performans göstergeleri ekonomik etkiler, denetimin ve jeopolitik durumun yarattığı etkiler, yönetimin ve kurumsal idarenin özellikleri ve rakiplerin arasındaki yeri vardır. Bir devleti veya bir milli hükümeti derecelendirirken ise analizler siyasi risk, mali istikrar ve genel borç yükümlülükleri üzerinde yoğunlaşabilir (S&P, 2011:11).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme yaparken ağırlıklı olarak finansal göstergelerden yola çıkılarak yapılan bir görüş olmasına rağmen, subjektif ve objektif unsurları arasında net sınırlar bulunmamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları ulusal ve uluslararası olmak üzere iki skalada not vermektedir. Ulusal skala derecelendirilen firmanın bulunduğu ülke içindeki konumunu gösterirken, uluslararası skala bulunduğu bölge içindeki konumunu göstermektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları, derecelendirdikleri şirketler ile ilgili bilgileri yaptıkları sözleşmenin gizliliği

4 İşletmenin veya ülkenin finansal/mali yapısından çok bu yapıyı dolaylı veya doğrudan etkileyebilecek her türlü sosya-ekonomik gelişme, endüstriyel ve faaliyet ortamı, yönetilme kabiliyeti, pazar payı ve rekabet gücü gibi dış etmenlere odaklanır. (i) Endüstriyel Risk,(ii) Faaliyet Ortamı, (iii) Pazar Durumu,(iv)Üst yönetim (v)Muhasebe Standartları (Eşsiz, 2010:115).

5 İşletmenin faaliyet, şirket satın alma ve tasfiye stratejileri ile finansal kaldıraç hedefleri (İşletmenin kaynaklarını nasıl temin etmeyi amaçladığı) ve finansal amaçlara odaklanır. İncelemelerde önemli olan karlılığın yanı sıra şirketin nakit yaratma kabiliyetidir.(i) Gelir ve Nakit Akışı, (ii)Sermaye Yapısı, (iii) Finansal esneklik (Eşsiz, 2010:121).

nedeniyle üçüncü kişilere aktarmamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının, derecelendirme yaptıkları şirketlerle ilgili paylaştıkları bilgiler ilgili şirketlerin halka açık bilgileri ile sınırlıdır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:17).

KDK'lar kredi derecelerini hem uzun vadeli (bir yıl ve üzeri) hem de kısa vadeli (bir yıldan az) olarak yayımlamaktadırlar. Bu kuruluşların her birinin kendi derecelendirme sistemleri bulunmakla birlikte, tahvillerin risk kategorilerini ifade etmek için benzer bazı semboller kullanılmaktadır. Bu sembollerin anlamları karşılaştırıldığında ise birbirinden çok farklı olmadığı görülmektedir. Genel olarak, uzun vadeli dereceler A, B, C ve D ile başlamaktadır. A ile başlayan dereceler, derecelendirilen şirketin ödeme gücünün çok iyi düzeyde olduğunu göstermektedir. B düzeyi şu an tanımlanan bir risk olmamasına karşın, gelecekte bir sorunla karşılaşılabileceği anlamı taşımaktadır. C düzeyi, belirli bir ödeme dengesi bozukluğu olduğunu belirtmekte, D ise tamamen istikrarsız, riskli, hakkında uzun vadede bir şey söylenemeyecek piyasa, kurum veya kuruluşlar için kullanılmaktadır (Suadiye, 2006:6).

Derecelendirme notlarının yanı sıra bu notların muhtemel değişme yönlerini ve incelemeye alındığını ifade eden göstergelerde de vardır. Bunlar notların yanına ilave edilen “Görünüm” ve söz konusu kuruluş veya ülkenin takibe alındığını ifade eden “İzleme” göstergeleridir.

Görünüm: 1-2 yıl içerisinde notların olası değişme yönünü belirtir. Notların yanına yazılan ifadeler, notların bu yönlerde mutlaka değiştirileceği anlamına gelmez (Çakır, 2008:7). Bu ifadeler; “Pozitif”, “Negatif” ve “Stabil/Durağan” şeklindedir.

İzleme: Şirketlerin en az beş yıl olmak kaydıyla geçmişe dönük süreçte gerçekleştirmiş olduğu faaliyetler ve bu süreye tekabül eden finansal veya finans dışı veriler, borçlarının anapara ve faiz yükümlülüklerini geri ödeme olasılıklarını belirler (Akbulak, 2012:181). Kamuya açıklanan, kredi notları not izleme kapsamına alındığında, büyük ihtimalle bir not değişikliği olabileceğini ve bu değişikliğin hangi yönde olabileceğini belirtir. Bunlar potansiyel artırım, düşüşü ve sürdürülebilirliği tanımlayan ifadelerdir (Çakır, 2008:7). İzleme kapsamına alınan notlar; “olumlu”, “olumsuz”, “durağan” “gelişen” şeklinde tanımlamalar yaparak değişikliklerin hangi yönde olacağı belirtilir. Not izleme süreci en

fazla bir ay ile sınırlandırılır, sürüncemede bırakılmaz. Şartlar uygunsa bir ayın dolması dahi beklenmez ve izlenme süreci derhal netleştirilir (Akbulak, 2012:181).

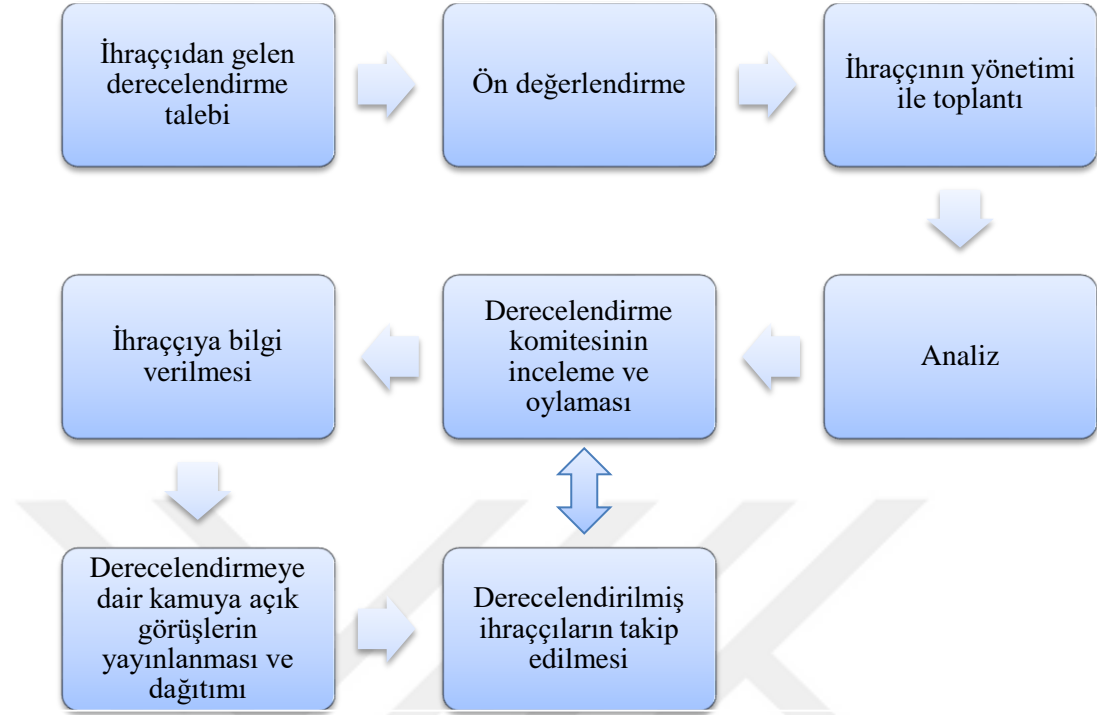
Kurumların derece notları bulunduğu ülkenin derece notunu, tahvil, bono ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin dahil olduğu borçlanma araçlarının ise, ihraççı şirketin derece notunu geçmemektedir (Eşsiz, 2010:15).

Kredi derecelendirme kuruluşları kredi riskine ilişkin görüşlerini oluştururken istatistiksel/matematiksel modeller, analistler veya iki unsurun kombinasyonu olan metodolojiler kullanmaktadırlar (Seval, 2014:19);

Modellendirme ile yapılan derecelendirme: Kantitatif verilere dayanarak, bunların matematiksel modellere dönüştürülmesinden ortaya çıkan notlardır (Seval, 2014:19). Örnek olarak; bir finans kuruluşunun kredibilitesini ölçmek için bu yöntem kullanıldığında, söz konusu kuruluşun varlıklarının kalitesini, mali kaynaklarını ve karlılığını öncelikli olarak yine bu kuruluşun kamuya açık mali açıklamalarından ve geçerli kurallarına göre yayınladığı belgelerden elde edilen verileri temel alarak inceler (S&P, 2011:7).

Analistler tarafından yapılan derecelendirme: Derecelendirme işlemi talep eden Bir şirketin mali durumunu değerlendirmek için KDK kredi komitesine teklif raporu hazırlamak üzere bir baş analist görevlendirir. Baş analist öncelikle kamuya açıklanan mali bilgilerden faydalanırken şirketin özel bilgilerine de ulaşır. Yapılan analiz sonrası komite, “AAA” ile “C” veya “D” arasındaki bir kredi derecelendirme notu için gizli oylama yapar. Kredi notu kamuya bildirilmeden önce şirket nota itiraz edebilir. KDK notu kamuya açıklar. Çıkarılan her tahvil için şirketlerden ücret tahsil eder (Yardımcıoğlu ve Bora, 2013:115). Analistler tarafından yapılan derecelendirme modeli süreci Şekil 3’te gösterildiği gibidir:

Şekil 3: Analistlerin Yaptığı Derecelendirme Süreci



Kaynak:http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/kredi_derecelendirmelerini_tanima_rehberi.pdf

İhraççıdan Gelen Derecelendirme Talebi: Menkul kıymet ihraç ederek fon çekmek isteyen şirket, derecelendirme sürecini başlatması için herhangi bir kredi derecelendirme kuruluşuna doğrudan veya aracı kuruluşlar vasıtasıyla başvurur. Böylece derecelendirme süreci başlamış olur (Şen, 2014:41).

Ön Değerlendirme: İhraççıdan gelen talep sonrası ön değerlendirme yapılır ve derecelendirme hizmetinin sunulup sunulmaması konusunda fikir birliğine varılır.

İhraççının Yönetimiyle Toplantı: İlk temasın kurulması ve derecelendirme hizmetinin sunulmasına karar verildikten sonra, genellikle derecelendirme talebinde bulunan firmanın merkezinde ilk toplantı gerçekleştirilir. Toplantı sonrası derecelendirmeyi yapacak olan ekip, ilk başta sağlanan belgelerin dışında eksik gördükleri diğer verileri de şirketten talep eder (Şen, 2014:41).

Analiz: Söz konusu şirket için atanan ekipteki analistler genellikle yayınlanmış raporlardan, ihraççı şirketin yönetim kadrosuyla yaptıkları mülakat ve tartışmalardan

bilgi edinirler (S&P, 2011:8). İşletmenin bilgilerinin yanında sektör bölge ve ülke durumu da göz önünde bulundurularak değerlendirme yapılır.

Derecelendirme Komitesinin İnceleme ve Oylaması: İhraççı şirketle yapılan toplantıları ve elde edilen niteliksel ve niceliksel veriler uzaman analistler tarafından analiz edilir ve yorumlanır. Bu analizler sonucu belirlenen kredi derecelendirme notu, ihraççı şirketi analiz etmek için atanan, komiteye oylama için sunulur. Sonuç olarak hangi derecede bir notun verileceği kararlaştırılır (Hasbi, 2012:24).

İhraççıya Bilgi Verilmesi: Derecelendirme notu belirlendikten sonra kredi notu ihraççıya nedenleriyle birlikte açıklanır. İhraççılar bu aşamada nota itiraz edip yeniden değerlendirme talebinde bulunabilirler.

İtiraz sonrası KDK'lar farklı yollar izlemektedir. Örneğin; S&P derecelendirme notu sonrası şirkete belirli bir zaman tanımaktadır. Bu zaman zarfında ihraççı şirket S&P'ye ek bilgi ve rapor sunar. Bu raporlar tatmin edici düzeyde kabul edilirse söz konusu derecelendirme kuruluşu tekrar değerlendirmede bulunur (Hasbi, 2012:24).

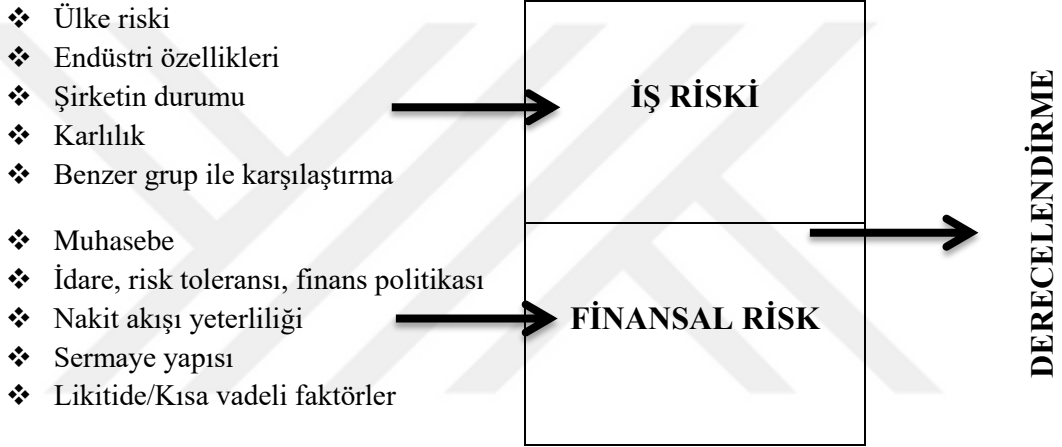
Derecelendirmeye Dair Kamuya Açık Görüşlerin Yayınlanması ve Dağıtımı: İhraççı şirketin, yapılan analizler akabinde elde edilen niteliksel ve niceliksel veriler sonucu, oluşturulan kredi derece notu bir rapor halinde ücretsiz olarak kamuoyuna sunulmaktadır.

Derecelendirilmiş İhraççının Takip Edilmesi: Derecelendirme işleminin sonunda da ihraççı şirkete karşı olan sorumluluk gereği KDK'ların uzman analistleri, şirketi izlemeye devam eder. Bu aşamada KDK'lar ilgili şirketten yıllık raporlar ve çeşitli belgeler temin ederek, şirketin attığı her adım periyodik olarak izlenmeye alınır (Hasbi, 2012:24). İhraççı şirketin performansında yaşanan olumlu veya olumsuz etmenler ortaya çıkması halinde uzman kadro (Derecelendirme Komitesi) tekrar toplanarak değerlendirme yapar. Eğer negatif veya pozitif bir değişim onaylanırsa (öngörülürse); Şekil 3'te görüldüğü üzere "Derecelendirme komitesinin inceleme ve oylaması" aşamasından derecelendirme süreci, ilk yapılan derecelendirme süreci ile aynı şekilde, işlemeye devam eder.

2.4 KREDİ DERECELENDİRME RİSK FAKTÖRLERİ

İhraççının ödemeyi vadesinde yapmasını etkileyebilecek finansal ve işe dair unsurları geniş kapsamda incelenir. Analiz edilen risk faktörleri ihraççının tipine göre değişiklik göstermektedir. Bir şirketin kredi analizi birçok finansal ve finans dışı faktörü içermektedir. Bunların arasında temel performans göstergeleri (Key Performance Indicators), ekonomik etkiler, denetim ve jeopolitik durumun yarattığı etkiler, yönetimin ve kurumsal idarenin özelliklerinin yanı sıra rakiplerin arasındaki yeri de vardır (S&P, 2011:11).

Şekil 4: Kurumsal Derecelendirmeler İçin Risk Faktörleri (S&P)



Kaynak: S&P, 2011

Kredi derecelendirme kuruluşları tahvil, finansman bonosu vb. borç araçları gibi menkul kıymetleri derecelendirirken iki önemli noktayı dikkate alırlar (Alıcı, 2005:9):

Objektif Unsur: Borçlu, borçlarını ödeme gücüne sahip midir? Borçlunun ekonomik mali durumu, varlıklarının seviyesi, borçlarını tam olarak karşılamaya yeterli midir?

Subjektif Unsur: Borçlu, borçlarını ödemeye istekli midir? İlk şartı sağlayan borçlu taahhütlerini zamanında yerine getirmeye niyetli midir?

KDK'lar bu soruların cevabını aramakta ve bunun için geniş içerikli politik, ekonomik ve risk analizleri yaparak değerlendirmelerde bulunurlar.

Kurumsal derecelendirmelerin ve menkul kıymetlerin yanında risk derecelendirmesi ülkelerin kredi derecelerinin hesaplanmasında da kullanılmaktadır. Bir devleti veya milli hükümeti derecelendirirken ise analizler; siyasi risk mali istikrar

ve genel borç yükümlülükleri üzerine yoğunlaşabilmektedir (S&P, 2011:11). Derecelendirme yaparken kullanılan göstergelere genel bir bakış yapılmak gerekirse dört genel başlık altında analiz yapmak mümkündür (Akbulak, 2012:175);

Siyasi göstergeler: İktidar partisinin programı ve iktidarda kalabilme süresi, siyasi partiler yasası ve durumu, halkın beklentileri ve gerçekleşme durumu, ideolojik gurupların durumu, kanun düzeni ve geleceği, bürokrasi, dış ilişkiler.

Sosyal göstergeler: Nüfus artışı, dağılımı, yoğunluğu, homojenliği, kişi başına düşen milli gelir, servet dağılımı, işsizlik oranı, SGK sistemleri.

Ekonomik göstergeler: İç ve dış toplam borç yükleri, ödemeler dengesi, döviz rezervi, ekonomi yönetimi (Para ve Maliye Politikaları), ekonominin geleceği (Enerji ve Maden Kaynakları, İhracatın Geleceği)

Mali Göstergeler: Mali Esneklik, uzun vadeli mali görünüm, kamu borç dinamikleri, Bütçe dengesi(Genel Devlet Açığı) (Şimşek, t.y.).

Tablo 7: Ülkeler İçin Derecelendirme Notları ve Risk Ağırlıkları

Moody's	S&P	Fitch	Risk Ağırlığı				
Aaa	AAA	AAA	% 0	Yatırım Yapılabilir Seviye			
Aa1	AA+	AA+					
Aa2	AA	AA					
Aa3	AA-	AA-					
A1	A+	A+	% 20		Yatırım Yapılabilir Seviye		
A2	A	A					
A3	A-	A-					
Baa1	BBB+	BBB+	% 50			Yatırım Yapılabilir Seviye	
Baa2	BBB	BBB					
Baa3	BBB-	BBB-					
Ba1	BB+	BB+	% 100				Spekülatif Seviye
Ba2	BB	BB					
Ba3	BB-	BB-					
B1	B+	B+					
B2	B	B					
B3	B-	B-					
Caa1	CCC+	CCC	% 150	Spekülatif Seviye			
Caa2	CCC	CC					
Caa3	CCC-	C					
Ca	CC						
	C						
D	D	DDD	% 150		İFLAS		
		DD					
		D					

Kaynak: TCMB, 2010

Derecelendirme kuruluşları sadece şirketleri veya devletleri değil çıkarılan ihraç ürünlerini de derecelendirmektedir. Bunu da ihraççıdan ve diğer kaynaklardan alınan bilgiler ile başka kaynaklardan temin edilen bilgiler de kullanılmaktadır. Borç ihraçlarının analizinde analistler; borç tahvilinin şartları ve koşulları ile eğer önem arz ediyorsa kanuni yapısı, ihraççının diğer borç ihraçlarına bakıldığında, çıkarılan ihracın göreceli kıdemi ve temerrüt halinde geri ödeme önceliği, kredi mektupları, garantiler, sigortala ve teminatlar gibi harici destek ve kredi ve kredi pekiştirmelerinin mevcudiyeti unsurlarını değerlendirmektedirler (S&P, 2011:11).

Ayrıca menkul kıymet derecelendirmesinde, şirketlerin karlılık gücü, aktif yapısı, menkul kıymet gelirleri ve bu gelirlerin sürekliliği ile yönetim ve firma beklentileri de dikkate alınabilmektedir (Akbulak, 2012:173).

TCMB (2010) ise derecelendirme kuruluşlarının risk unsurlarını şöyle sıralamıştır:

Ülke Riski: Ülkelerin dış borçlarını geri ödeyebilme kapasitesini ve istekliliğini belirleyen geniş ekonomik ve politik unsurlar bütünüdür. Ekonomik risk kapsamında borç yükü, döviz rezervi, ödemeler dengesinin esnekliği, ekonomi yönetiminin uyguladığı para ve maliye politikaları ve bu politikaların; ücretler, fiyatlar, istihdam ve üretim üzerindeki etkileri, hükümetlerin orta ve uzun vadeli planları, ihracat gelirlerinin seyri gibi temel göstergeler incelenmektedir.

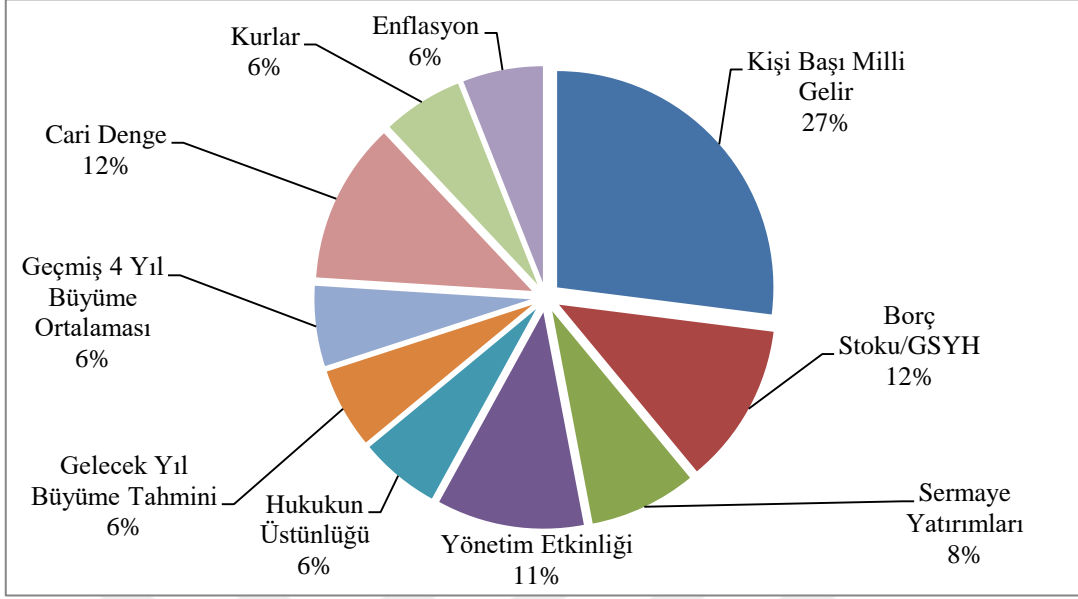
Endüstri Riski: Derecelendirilen şirketin faaliyette bulunduğu sektörün ayrıntılı analizinin yapılması amacıyla gerçekleştirilen unsurlardır.

Firma Riski: Şirket veya kuruluşun yönetim kalitesi ve stratejileri, pazar payı, büyüme eğilimi, maliyet yapısı gibi temel göstergeler analiz edilerek belirlenen risktir.

2.4.1 Ülke Notu Belirleyici Göstergeler

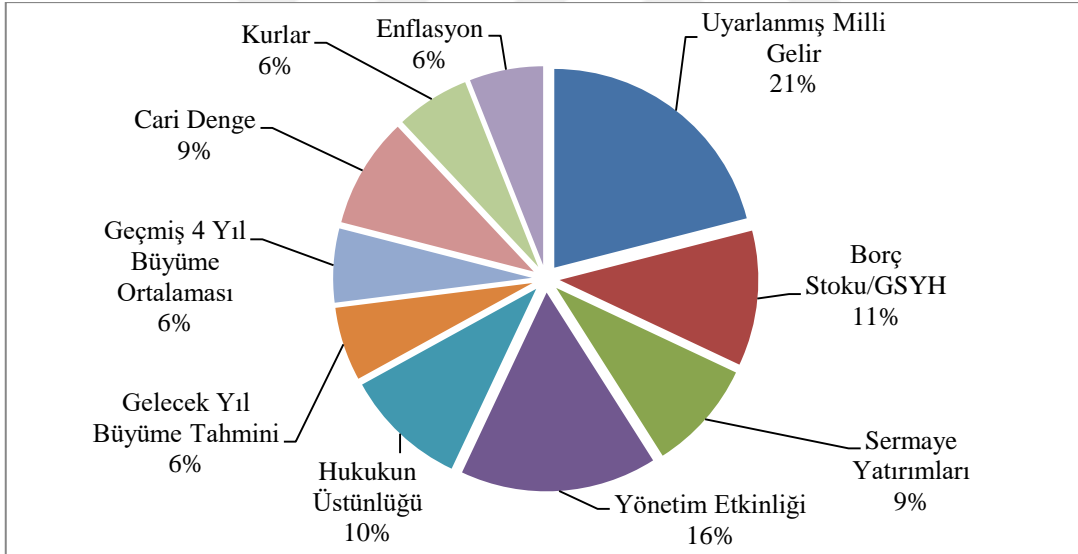
Haspolat (2015) çalışmasında kullandığı modellerle, 2012 yılına ait veriler ışığında ülke kredi notlarını tahmin ederek bazı ülkelerin karşılaştırmasını yapmıştır. Gerçek kredi derece notları ile tahmini değerlerin analizi sonucu S&P, Moody's ve Fitch derecelendirme kuruluşlarının, ülkelerin kredi notunu belirlerken ekonomik ve diğer göstergelerin ne derecede etkili olduğunu ortaya koymuştur;

Şekil 5: S&P Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri



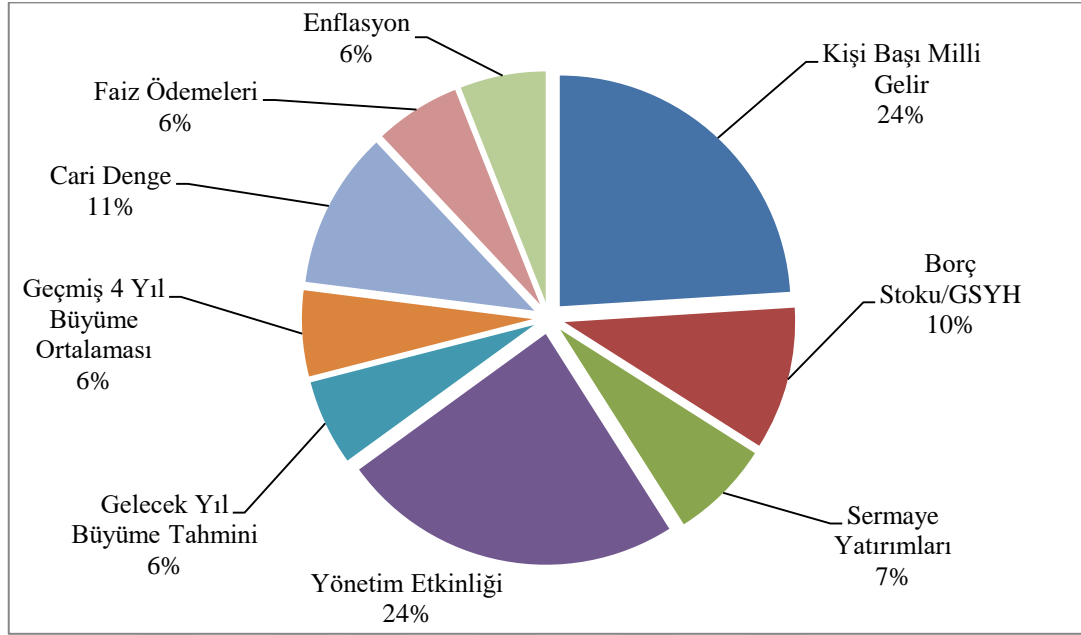
Kaynak: Haspolat, 2015

Şekil 6: Moody's Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri



Kaynak: Haspolat, 2015

Şekil 7: Fitch Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri



Kaynak: Haspolat, 2015

S&P, Moody's ve Fitch ülke kredi notu verirken ağırlıklı olarak borç yükünü, kişi başına düşen milli geliri, cari işlemler dengesini ve yönetim göstergesini dikkate aldıkları belirlenmiştir (Haspolat, 2015:116).

Türkiye'nin kredi notu Moody's ve Fitch tarafından verilen notlara göre "yatırım yapılabilir" seviyede iken S&P'nin vermiş olduğu nota göre hala "spekülatif seviye" dedir. Avrupa ile karşılaştırıldığında "yatırım yapılabilir" seviyesindeki ülkelere daha iyi ekonomik şartlara ve yapıya sahip olmasına rağmen, Türkiye'nin notu yine bu ülkelere oranlara daha düşük seviyede tutulmaktadır. Bu konu hakkında yapılan çalışmaların çoğu ekonomik veriler üzerinden hareket ederek karşılaştırma yapmış ve Türkiye'ye bu konuda haksızlık edildiği vurgulanmıştır. Kısmen de olsa haksızlık edildiği kabul edilebilir ancak Türkiye'nin jeopolitik konumu gereği, çevresinde yaşanan ve yaşanması muhtemel olaylar, siyasi ve ekonomik etmenlerin de kredi notunu etkilediği bir gerçektir. Türkiye'nin ihracatının en büyük pazar sahibi olan Avrupa'da yaşanan krizler, Rusya'nın çevre ülkelere karşı tutumu (Ukrayna ve Gürcistan'la yaşanan savaş ortamları), İran'ın nükleer müzakereleri, Suriye'nin içinde bulunduğu durum vb. ülke siyasi ve ekonomi göstergelerini etkilemektedir.

S&P, Türkiye'nin daha gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldığında genelde "daha fazla siyasi, ekonomik ve operasyonel risk" taşıdığını öne sürmektedir. Bu durum "Ülkeye has" riskler olarak sınıflandırılmış ve şu şekilde açıklanmıştır;

Türk Lirasının dalgalanmasına bağlı olan döviz kuru riski bir şirketin yabancı para birimi cinsinden borçlarını ödemesini etkileyebilir. Yerel kanunlar ve düzenlemeler hakkında daha fazla belirsizlikler olabilir. Bankalarla güçlü ilişkiler kurulmasına bel bağlanabilir ve sıkça da gelişmiş piyasalara oranla daha zayıf likidite profilleri söz konusudur (Kargı, 2014:358).

Türkiye'nin öncelikle cari açık ve borç stoku sorununu, dönem itibariyle içinde bulunduğumuz ortamı, ideal seviyelere yükselttiği sürece ve komşu ülkelerin de, özellikle Türkiye ekonomisini doğrudan etkileyen, daha iyi seviyelere çıkmasıyla not artışının yaşanması kaçınılmaz olacaktır.

2.5 KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ GELİRLERİ

Kredi derecelendirme sektöründe büyük ağırlığa sahip olan KDK'lar (S&P, Moody's) önceden hizmetlerini ücretsiz olarak gerçekleştirmekte ve gelirlerini notların ve yayınların satışlarından sağlamaktaydılar. Yapmış oldukları hizmetlerin çeşitleri arttıkça kredi değerliliğini tespit etme hizmetlerinin karşılığında ücret almaya başladılar (Gür ve Öztürk, 2011:80).

S&P ücretlendirme sistemi, Moody's şirketinden farklı olarak belli rakamlar arasında sınırlandırılmamakta, derecelendirme ücreti yapılan çalışmanın süresine, gösterilen çabaya ve yapılan harcamalara göre belirlenmektedir (Suadiye, 2006:5).

Bazı derecelendirme kuruluşları sadece gerçekleştirdikleri araştırmalar için aylık belli miktarda sabit ücret ödemekte iken bazıları aynı zamanda derecelendirmesini yaptıkları şirketlerden de ücret talep etmektedirler. KDK'lar gelirlerini (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:15);

- ❖ Derecelendirmesini yaptıkları şirketlerden,
- ❖ Abonelerden, (Yayınlanan kredi derecelendirmelerini ve ilgili kredi raporlarını alan aboneler.)

- ❖ Gerçekleştirilen tahvil ihraçlarından elde edilen komisyonlardan,
- ❖ Yayınlanmış oldukları süreli yayın ya da kitaplardan elde ettikleri ücretler ile karşılamaktadırlar.

Bu kuruluşların gelirlerinin en önemli payını tahvil ihracından elde ettikleri komisyonlar oluşturmaktadır.

2013 mali yılı sonunda NRSRO bünyesindeki derecelendirme kuruluşlarının gelirleri yaklaşık olarak 5,4 Milyar Dolar seviyesindedir. Bu da 2012 yılına göre KDK gelirlerinde yaklaşık %7,5 bir artışı göstermektedir. 2012 yılına göre S&P, Moody's ve Fitch gelirlerindeki artış sırasıyla; %12, %9,2, %9,9 olarak gerçekleşmiştir. 2014 yılına gelindiğinde, S&P ve az da olsa Moody's gelirlerinin büyüme hızı giderek azalan bir şekilde arttığı Fitch'in ise istikrarlı bir şekilde artan gelir büyüme oranına sahip olduğu görülmektedir. 2014 yılı S&P, Moody's ve Fitch Gelirleri ise Tablo 8'de gösterildiği gibidir:

Tablo 8: 2014 yılı S&P, Moody's ve Fitch Gelirleri ve Önceki Yıllara Göre Değişimi

	2014 Yılı Gelirler (Milyar \$)	2013-2014 Yıllarına Göre Değişim(%)	2012-2013 Yıllarına Göre Değişim(%)
S&P	2,45 Milyar Dolar	% 8	% 12
Moody's	2,265 Milyar Dolar	% 9	% 9,2
Fitch	1,184 Milyar Dolar	% 12	% 9,9

Kaynak:S&P(<http://investor.mhfi.com/phoenix.zhtml?c=96562&p=irol-reportsannual>),
Moody's (<http://ir.moody.com/CorporateProfile.aspx?iid=108462>), Fitch
(<http://www.fimalac.com/annual-reports-b5397cc5c4d4f9999586462260ce2f42.html>)

2.5.1 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ücret Politikaları

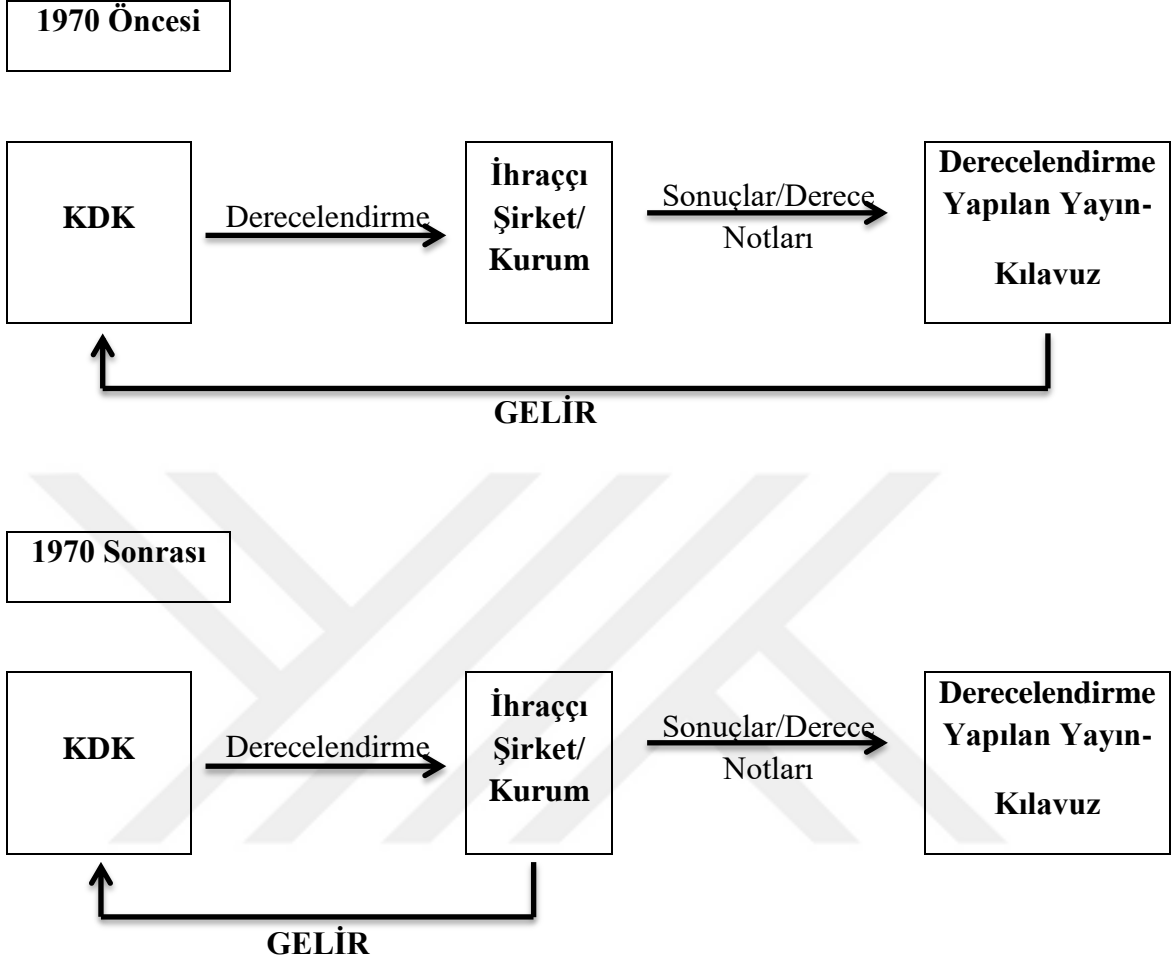
S&P 2011 yılında yayınladığı kılavuzda, KDK'ların hizmetleri karşılığında aldığı ödemeleri iki şekilde açıklamıştır (S&P, 2011:9):

İhraççı ödemeli model: Bu modelde derecelendirme kuruluşları derecelendirmeye dair bir görüş temin ettikleri için ihraççılardan ücret alırlar. Yapılan derecelendirmeler ise kamuya ücretsiz olarak yayınlanabilir.

Abone modeli: ücret karşılığı yatırımcılara ve diğer piyasa katılımcılarına yapılan derecelendirmelere erişim olanağı sunar. Ancak aboneler genellikle büyük ölçekli ve kurumsal yatırımcılardan oluştuğunda bireysel ve küçük çaplı yatırımcılar dışlanmaktadır.

1970 yılına kadar KDK'lar menkul kıymet ihraç eden şirketlerden ücret talep etmemekte, gerçekleştirdikleri derecelendirme faaliyetlerinin finansal kaynağını yayıncılıktan kazandıkları gelirlerle karşılamaktaydılar. 1970 sonrası ise ihraççı şirketlerden ücret talep etmeye başlamışlardır. Menkul kıymet ihraç eden şirketlerden ücret talep edilmeye başlanmasının en büyük nedenleri, KDK'ların yayınlarının kolayca basılarak kopya edilmesi sonucu yoğun harcamaları karşılayacak bir gelir akımının engellenmesi, zaman içerisinde derecelendirme işlemine olan talebin ve rekabetin hızla artmasıdır (Çelik, 2004:15).

Şekil 8: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının 1970 Önce ve Sonrası Ücret Politikaları



Ücretlerini derecelendirme yaptıkları şirketlerden (ihraççı şirket) alan KDK'lar çıkar çatışmasının (Conflict Interest) yaşanma ihtimali ve “ne kadar çok ücret, o kadar çok not” gibi bir söylemin iddia edilmesine sebep oluşturmuştur (Akçayır, 2013:103).

KDK'lar ihraççı şirketlerden kazandığı gelirlerin yanında son yıllarda başka kaynaklardan da gelir elde etmeye başlamıştır. Yapılandırılmış finansal bir ürünü oluşturan herhangi bir kurum, menkul kıymetlerine not verecek derecelendirme kuruluşuna giderek, en iyi notu alabilmek için ürünü nasıl yapılandırması gerektiği konusunda tavsiye almak için ücret öder. Bu hizmetin adına ise “**danışmanlık**” veya “**modelleme**” olarak ifade edilmektedir (Şen, 2014:47).

Derecelendirme ücretleri derecelendirilen menkul kıymetlerin tutarına ve derecelendirmeden sağlanacak faydalara göre oldukça düşük sayılabilecek düzeydedir. Dünyanın en büyük iki derecelendirme kuruluşundan Moody's ve Standard and Poor's'un derecelendirme ücretleri yeni ihraç edilen tahviller de ihraç edilen tahvil tutarının on binde ikisidir. Moody's ve S&P ücretlerin tespitinde ayrıca taban ve tavan ücretleri de belirlemişlerdir. Bu tutar Moody's de her bir derecelendirme için en az 6.000 dolar en fazla ise 35.000 dolardır. Fitch'in ücreti ise, ihraç tutarının %1'inin yüzde biridir. Minimum ücret 5.000 dolar maksimum ise 20.000 dolardır. Bu şirket ayrıca ihraççı şirketlerden yıllık 500 dolar tutarında bir bakım ve yeniden gözden geçirme ücreti tahsil etmektedir (Halıcı, 2005:99).

2.6 KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA YÖNELİK ÜLKEMİZDE VE ULUSLARARASI ALANDAKİ DÜZENLEMELER

Dünyadaki küreselleşme süreci ile birlikte finans sektörünün karmaşıklığı ve kredi borçlularının çeşitliliğinin artmasıyla, derecelendirme kuruluşlarının önemi de artmıştır. Dünyanın birçok ülkesinde sermaye piyasalarının gelişmesine ve güçlenmesine önemli katkıları olan bu kuruluşlar kontrol edilemez bir güce sahip olmuşlardır. Bu güçlerinin ise suistimale açık olduğu bilinmektedir (Eren, 2010:112). Ayrıca KDK'ların kendilerine ait tahvillerin bulunduğu ülkelere yüksek not vermiştir. Yani KDK'lar genel amaçlarının dışında kendi yatırımlarını düşünerek hareket etmiştir. Bunun ortaya çıkması ile KDK'ların güvenilir olmadıkları söylenebilir (Tutar vd., 2011:21).

Özellikle 2008 krizinden sonra Küresel Ekonomiye zararı Trilyonlarca Doları bulan krizlerin derinleşmesinde KDK'ların katkısı, kurumların güvenilirliği ve denetimi üzerine ABD ve AB'de yoğun tartışmalar yaşanmaya başlamıştır (Yazıcı, 2009:9).

KDK değerlendirme sonucu verdikleri notların gerçeği yansıttığı konusunda bilgi kullanıcılarına bir garanti vermemekte, sadece kendi edinmiş olduğu kanaati açıklamaktadır. Bu kuruluşların vermiş oldukları notlar görüş niteliğinde olduğu için hukuki yaptırımlar istenilen düzeyde uygulanamamaktadır (Eren, 2010:140).

2008 krizi ve sonrası dönemde bu şirketlere yönelik düzenlemeler hız kazanmıştır. Bu kuruluşlarının denetlenmesini sağlamak amacıyla başta ABD ve Avrupa olmak üzere dünyanın diğer ülkelerinde de konuya yönelik çalışmalar artış göstermiştir. Bu çalışmalar sonucu yayınlanan raporlarda özellikle şu konulara değinilmiştir (Yazıcı, 2009:9):

- ❖ Doğrulukta uzlaşmaları; derecelendirmenin faiz uyumsuzluklarına etkisi,
- ❖ Derecelendirme ve metodolojide kalite eksikliği,
- ❖ Derecelendirme kuruluşlarının şeffaf olmamaları.

Ancak KDK'ların hem ülkelerin hem de şirketlerin risklerin analiz etme ve kredi değerliliği ölçme konusundaki rolü giderek artmaktadır. Özellikle Basel II⁶ uzlaşısı gibi, uluslararası düzenlemeler, KDK'ların varlıklarını adeta zorunlu kılmıştır. Örneğin fona ihtiyaç duyan bir şirket Basel II çerçevesinde derecelendirme yaptırmak zorundadır (Akçayır ve Yıldız, 2014:6).

2.6.1 Türkiye'de Yapılan Düzenlemeler

Ülkemizde derecelendirme faaliyetlerinin köklü bir geçmişi olmadığından düzenleme, ilke ve kurallar da oldukça yenidir. Bu konuyla ilgili kurallar ve ilkeler ülkemizde Sermaye Piyasa Kurulu (SPK) ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından düzenlenmiştir;

2.6.1.1 Sermaye Piyasası Kurulu Düzenlemeleri

İlk düzenleme 4.12.2003 tarihli 25306 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri VIII, No:40 Sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esas Tebliği" ile yapılmıştır (Yazıcı, 2009:13).

Ancak 12.07.2007 tarihli 26850 sayılı Resmi Gazetede Seri VIII, No:51 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına

⁶ Basel; bankaların sermaye yeterliliğinden emin olmak isteyen ve bu doğrultuda bankaların finansal yapılarının doğru olmasını sağlayan bir mekanizmadır. Basel' e göre kredi verilirken fon ihtiyacı olan tarafın kredi derecesi dikkate alınacak, bankalar buna göre karşılık ayıracaktır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:26).

İlişkin Esas Tebliği” yayımlanarak önceki düzenleme yürürlükten kaldırılmıştır. Bu tebliğ halen yürürlüktedir (SPK, t.y.).

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu⁷,nun 16. maddesinde bağımsız denetleme kuruluşlarının, denetledikleri mali tablo ve raporlara ilişkin açık bir düzenlemeye yer verilmiştir.

Seri VIII, No:51 Sayılı Tebliğ’in 27. maddesinde⁸ belirtilen ilke, esas ve usullere uygun olarak yapılmamasından dolayı, müşteriler ve üçüncü şahısların uğrayabilecekleri zararlardan, genel hükümler saklı kalmak kaydıyla, derecelendirme kuruluşu ile birlikte ilgili derecelendirme uzmanları ve derecelendirme komitesi üyelerinin müteselsilen sorumlu olacakları açık bir şekilde hüküm altına alınmıştır (Eren, 2010:118).

Türkiye’de derecelendirme kuruluşları, SPK tarafından yetkilendirilen ve Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması kurulca kabul edilen KDK olmak üzere iki farklı biçimde faaliyette bulunmaktadır. Bu kuruluşlar Tablo 9’da gösterildiği gibidir.

7 Söz konusu Kanun 30.07.1981 tarihli ve 17416 Sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

8 “(1) Derecelendirme faaliyetinin bu Tebliğde belirtilen ilke, esas ve usullere uygun olarak yapılmamasından dolayı, müşteriler ve üçüncü şahısların uğrayabilecekleri zararlardan, genel hükümler saklı kalmak kaydıyla, derecelendirme kuruluşu ile birlikte ilgili derecelendirme uzmanları ve derecelendirme komitesi üyeleri müteselsilen sorumludur.

(2) Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları, gerçekleştirecekleri derecelendirme faaliyetlerinden doğabilecek zararları karşılamak amacıyla mesleki sorumluluk sigortası yaptırırlar.

(3) Derecelendirme kuruluşunun ortakları, yöneticileri, derecelendirme komitesi üyeleri, kontrolör ile derecelendirme uzmanları ve diğer çalışanlarının cezai sorumlulukları saklıdır.”

Tablo 9: Türkiye’de Faaliyet Gösteren kredi Derecelendirme Kuruluşları

Türkiye’de kurulan ve SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları:	Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilen derecelendirme kuruluşları:
<ol style="list-style-type: none">1. Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.2. JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.3. TCR Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.4. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.5. Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.6. TURKRATING İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	<ol style="list-style-type: none">1. Standards and Poor’s Corp.2. Moody’s Investor Service Inc.3. Fitch Ratings Ltd.

Kaynak: SPK

Türkiye’de kurulan derecelendirme kuruluşlarının; derecelendirme notunu vermeleri, izlemeleri ve güncellemelerine ilişkin bilgileri(Seval, 2014:17);

a) Sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören işletmelerle ilgili olması durumunda, en seri haberleşme vasıtasıyla, en güç bu bilgilerin oluştuğu günü izleyen iş günü saat 09:00’a kadar kamuya duyurulmak üzere ilgili borsaya ve kurula,

b) Sermaye piyasası araçları bir borsada işlem görmeyen işletmelerle ilgili olması durumunda, en seri haberleşme vasıtasıyla, bu bilgilerin oluştuğu günü izleyen iş günü kurula göndermeleri zorunludur.

Derecelendirme çalışmasına son verilmesi halinde ise bu konuda yapılacak açıklamalarda aynı esaslara uyulur (Seval, 2014:17).

2.6.1.2 Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Düzenlemeleri

Bankalara yapılan derecelendirmeler, aracılık faaliyetleri dışında, sermaye piyasası mevzuatı kapsamında değil, bankacılık mevzuatı kapsamında yapılmaktadır. BDDK’nın yaptığı söz konusu düzenleme; 1.11.2006 tarihli ve 26333 sayılı Resmî Gazetede yayımlanan “Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesi ve

Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkındaki Yönetmelik” tir. Bankaların derecelendirmesini yapacak derecelendirme kuruluşları 5411 Sayılı Kanun çerçevesinde kurulmakta ve faaliyet göstermektedir. Bankacılık alanında derecelendirme yapacak kuruluşların lisanslı olması gerekir (Eren, 2010:116).

BDDK’nın kredi derecelendirme kuruluşlarına ve faaliyetlerine yönelik çıkardığı yönetmelik⁹, oldukça ağır ve zorlayıcı koşulları şart koşmaktadır. Uluslararası KDK’lar da BDDK tarafından yetki almadıkça bankalar ile ilgili derecelendirme faaliyetinde bulunamamaktadırlar (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:25). 2015 yılı itibariyle BDDK tarafından ülkemizde yetkilendirilen sadece bir derecelendirme kuruluşu vardır. Bu kuruluş da 25 Nisan 2013 tarihinde yetkilendirilen “JCR Avrasya Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.” dir (BDDK, 2015).

Uluslararası Ödemeler Bankası’nın (Bank of International Settlements, BIS)¹⁰ Basel Bankacılık Denetim Komitesi (Basel Committee On Banking Supervision, BCBS) tarafından Basel II olarak bilinen bankacılık sektörüne yönelik düzenlemesi Haziran 2004’te yayınlanmıştır. Ülkemizde bu düzenlemeye uyum çalışmaları ise ancak 1 Temmuz 2012 tarihinde tamamlanarak yürürlüğe girmiştir (Akçayır, 2013:64).

Basel kapsamında bankalardan fon temin edecek işletmelerden, bankaların kredi risklerinin hesaplanmasında önerilen standart yaklaşım çerçevesinde, kullanılacak krediler için bağımsız KDK’lardan derece alma zorunluluğu bulunmaktadır (Akçayır, 2013:64).

9 Kredi derecelendirme şirketleri; Türkiye’de anonim şirket olarak kurulacak ve hisselerinin tamamı nama yazılı olacaktır. Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme faaliyetini gerçekleştirebilecek ölçüde yönetim yapısına, yeterli sayı ve nitelikte derecelendirme uzmanına, BDDK tarafından talep edilecek bilgi ve belgeleri istenen formatta oluşturabilecek ve derecelendirme uzmanlarının derecelendirme faaliyetlerini gerçekleştirmesine de yardımcı olabilecek yeterli düzeyde ve esneklikte bilgi sistemleri altyapısına, iletişim kanallarına, belge ve kayıt düzenine sahip olması gerekmektedir(Karagöl ve Mihçioğur, 2012:25).

10 BIS, 17 Mayıs 1930’da kurulmuş, dünyanın en eski finansal organizasyonudur. Kurulma sebebi I. Dünya Savaşı’ndan sonra Versay Antlaşması gereğince Almanya’nın yapması gereken tazminat ödemelerinin organizasyonu olmuştur.

Tablo 10: Basel II Kriterlerine Göre Uygulanacak Risk Ağırlığı

Kredi Notu	Hükümetlerin ve Merkez Bankalarının Kredi Risk Ağırlığı (%)	Bankaların Kredi Risk Ağırlığı (%)
AAA ile AA- Arası	0	20
A+ ile A- Arası	20	50
BBB+ ile BBB Arası	50	50
BB+ ile B Arası	100	100
B- Altı	150	150
Derecelendirilmemiş	100	50

Kaynak: Hasbi, 2012:141, Bostancı, 2012:92

Basel II kriterlerinin Türkiye ekonomisine ve bankacılık sistemine en büyük etkisi, Türkiye'nin uluslararası normlar çerçevesinde gelişimini sağlamasıdır. Böylece Türkiye'nin krizlere karşı dayanıklılığı artacak, sermaye hareketleri daha güvenilir bir yapıya sahip olacak ve Türkiye, uluslararası piyasalarda güvenilir bir düzeye ulaşmış olacaktır (Hasbi, 2012: 142).

BDDK yönetmeliğinde ve SPK tebliğinde derecelendirme kuruluşlarının, gerçekleştirdikleri derecelendirme faaliyetlerinden doğabilecek zararları karşılamak amacıyla mesleki sorumluluk sigortası yaptırmak zorundadırlar. Ancak mevcut sigorta şirketlerimizde henüz bu konuya özel oluşturulmuş bir ürün bulunmamaktadır. Derecelendirme faaliyetlerinden doğabilecek zararlar nedeniyle oluşması muhtemel riskin büyüklüğünün nasıl öngörüleceği ve buna bağlı sigorta priminin nasıl hesaplanacağı konuları henüz sonuca ulaştırılmamıştır (Yazıcı, 2009:13).

2.6.2 ABD ve Avrupa'da Yapılan Düzenlemeler

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde derecelendirme faaliyetleri de iyi işlemektedir. Özellikle de ABD'de bu sektör çok geliştiğinden derecelendirmeye ilişkin düzenlemelerde Anglo-Amerikan hukuku dikkate alınmaktadır (Eren, 2010:123).

ABD'de derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları analizler, herhangi bir hata yapılması durumunda sorumluluk kabul edilmediği için kalitesi düşük seviyede olmuştur. Menkul kıymetleştirme yapılandırmalarına yoğun ve kritik bir şekilde katılmalarına rağmen, derecelendirme kuruluşları sadece düşünce ifade ettiklerini savunmaktadır. Ayrıca derecelendirme kuruluşları, derecelendirme sözleşmelerinde ve raporlarında sorumluluk almayı ısrarla reddetmekte ve sadece fikir sunduklarını ve

kimsenin yatırım kararı alırken verilen notlara güvenmemesi gerektiğini belirtmektedirler (Eren, 2010:123).

ABD ve AB tarafından şu ana kadar yürürlüğe konulan ve üzerinde çalışılan konular aşağıdaki başlıklar halinde sıralanabilir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:10);

- ❖ Metodolojilerin şeffaflığı ve denetimi,
- ❖ Çıkar çatışmasının önlenmesi,
- ❖ Şeffaflık ve hesap verilebilirliğin artırılması,
- ❖ Rekabetin artırılması.

ABD’de bankaların kredi hesaplarına alabilecekleri menkul kıymetlerle ilgili yasal düzenlemelere yer verilmesi 1936 yılında olmuştur. Düzenlenen bankacılık yasasına göre bankaların spekülatif ya da düşük notlu varlıklara yatırım yapması yasaklanmıştır. Ancak bu yasal düzenleme bankaların portföy yapılarını etkilemesi nedeniyle eleştiriye uğramış ve yürürlükten kaldırılmıştır. Bu yasa derecelendirme alanında, konun koyucu tarafından, ilk kez ele alındığından önemi büyüktür (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:10).

Derecelendirme kuruluşlarının etkinliklerine ilişkin yasal düzenlemeler ABD’de SEC tarafından düzenlenmiştir. SEC derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerini ve piyasaya giriş çıkışlarını düzenlemek amacıyla, 1975 yılından itibaren “Piyasalar Tarafından Güvenilirliği Kabul Edilmiş Olan Derecelendirme Kuruluşları (NRSRO)” ismini vermiştir. 2008 yılından itibaren bu statüde 10 derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır (TCMB, 2010:3).

Amerikan senatosu, SEC’in NRSRO’lar üzerindeki denetimi ile ilgili çalışmalar yapmış ve bu çalışmaların sonucunda 2006 yılında “Kredi Derecelendirme Reform Kanunu” nu çıkartarak, derecelendirme kuruluşlarının NRSRO’lara kayıt olmadan önce belli ölçütleri yerine getirmesini mecburi kılmıştır (Eren, 2010:123). Ayrıca 2008 yılında “CRA Reform Act” e ilave olarak yapılan iki değişiklik önerisi ile derecelendirme sektöründe çıkar çatışmalarını önlemek, sektör içinde rekabeti geliştirmek ve kredi derecelendirme kuruluşlarının karşılaştırılabilirliklerini sağlamak üzere şeffaflığın sağlanması talep edilmiştir (Şen, 2014:18).

ABD’de kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik yapılan son düzenleme ise Hazine Bakanlığı tarafından 2010 yılında gerçekleştirilmiş ve “Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” adlı kanun çıkarılmıştır. Bu kanun ile kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili çıkar çatışması, şeffaflık, kamuoyunu bilgilendirme ve SEC’in denetim ve gözetim yetkilerinin artırılması konularında düzenlemeler yapılmıştır (Şen, 2014:18).

Avrupa Komisyonu 6 Haziran 2001 tarihinde aldığı bir kararla Avrupa Menkul Kıymet Piyasa Düzenleyicileri Komitesi (Committee Of European Securities Regulators, CESR) kurulmuştur. 2004 yılında komite bir değerlendirme çalışması yaparak KDK’ların AB sınırları içerisindeki çalışmalarına yönelik düzenleme ve denetleme esasları belirlemiştir (Gür ve Öztürk, 2011:80).

CESR yönetimi, Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Teşkilatı¹¹ (International Organisation of Securities Commissions, IOSCO) ile uyumlu olarak 2008 yılına kadar düzenleme ve denetleme esaslarına ilişkin htcmgbg bir değişiklik yapmamıştır. Ancak Avrupa Komisyonu 12 Kasım 2008 tarihli Brüksel’de yapılan “Kredi Derecelendirme Kuruluşları” konulu basın toplantısında piyasa güveninin yeniden teşkil edilmesi ve gelecekte yapılacak derecelendirme faaliyetlerinde yüksek standartlar sağlanması amacıyla bazı düzenlemeler yapıldığı açıklanmıştır (Gür ve Öztürk, 2011:81).

AB’de yürürlüğe giren son düzenleme 2009 yılında Avrupa Komisyonu’nun öneri olarak sunduğu 7 Aralık 2010 tarihinde yürürlüğe giren düzenlemedir. Bu düzenlemeyle; derecelendirme faaliyetlerinin kalite ve standartlarının yükseltilmesi, kredi derecelendirme sürecindeki şeffaflığın artırılması ve çıkar çatışmalarının azaltılması için kurallar belirlenmiştir (Gür ve Öztürk, 2011:82).

Son küresel krizin ardından küresel finansal sektöre yönelik düzenlemeler Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board, FSB) çatısı altında

11 IOSCO, SEC benzer düzenleyici otoritelerin uluslararası çatı örgütü olup kredi derecelendirme sektörüne yönelik düzenleme ve denetleme faaliyetlerine yol gösterici bir kuruluş olma özelliği taşımaktadır. Kuruluşun herhangi bir yaptırım gücü bulunmamaktadır.

gerçekleştirilmektedir. 10 Ağustos 2010 tarihli dokümanda kredi notunun kısıtlanmasına dair beş ana başlık altında görüş bildirilmiştir. Bu başlık ortak noktası; bankaların, piyasa aktörlerinin ve kurumsal yatırımcıların varlık portföylerini kredi riskini kendilerinin değerlendirme yapmasının özendirilmesidir. Kredi notlarına aşırı bağımlılığın azaltılması için KDK'lara uygulanmaya çalışılan hukuki yaptırımların yanı sıra otoriteler alternatif arayışlarda da bulunmaktadır. Basel III kapsamında kararlaştırılan likidite ve sermaye düzenlemeleri yoğun olarak kredi notlarını gösterge olarak kullanmaktadır. FSB çatısı altında ilerleyen ve nihai olarak kredi notlarına bağımlılığın azaltılması halinde söz konusu düzenlemeler kredi notlarının bir fonksiyonu olmaktan büyük ölçüde arındırılacaktır (Gür ve Öztürk, 2011:87).

30 Temmuz 2013'te IOSCO uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarını denetleyici bir okulun kurulmasını öneren "Supervisory Colleges for Credit Rating Agencies" başlıklı bir rapor yayınladı. Bu raporda, faaliyetlerine devam eden uluslararası KDK'lar için denetleyici, rehberlik hizmeti veren bir tür enstitünün (Okul, Kolej) kurulmasını önerilmesinin akabinde, Kredi Derecelendirme Ofisi (Office of Credit Rating, OCR) 5-6 Kasım 2013 tarihinde yapılan açılış buluşmasında S&P, Moody's, Fitch için bu enstitülerin faaliyete geçtiğini açıkladı. S&P ve Moody's için bu hizmeti OCR sunarken, Fitch için ESMA sunmaktadır. Bu enstitülerin amacı uluslararası derecelendirme kuruluşları arasındaki iletişimi ve uyumu gerçekleştirmektir (SEC, 2013:2). Ayrıca ESMA ve/veya Avrupa Komisyonu KDK'ların yerine getirmesi gereken derecelendirme sektörünün yapısına ve derecelendirmelerin kullanılmasına yönelik bir raporu 2015 yılı sonunda yayınlaması bekleniyor (Moody's, 2014:17)

Avrupa'da faaliyet gösteren S&P, Moody's, Fitch ve diğer kredi derecelendirme kuruluşları, AB kuralları gereği, ülkelerin kredi notu ve gözden geçirme tarihlerini önceden açıklamak zorundadırlar. KDK'lar not açıklama tarihlerini sadece olağanüstü hallerde değiştirme hakkına sahiptir. Aynı kurallar gereği söz konusu KDK'lar kredi notu ve gözden geçirme sonuçlarını Cuma günleri piyasaların açılmasından bir saat önce veya piyasalar kapandıktan sonra açıklamak durumundadır (İkonmenkul, 2014).

IOSCO tarafından çerçevesi çizilen birçok düzenleme ABD ve AB ülkeleri başta olmak üzere çoğu ülkede hayat geçirilmiştir. Söz konusu düzenlemeler ile KDK'lara yönelik çıkar çatışmalarının azaltılması ve kredi derecelendirme sektöründe rekabetin artırılması hedeflenmekte, derecelendirme faaliyetlerinin alt metodolojilerinin daha açık şekilde kamuoyu ile paylaşılması amaçlanmaktadır (Akçayır, 2013:106).



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE SERMAYE PİYASALARI, ALTERNATİF ARAYIŞLAR

3.1 SERMAYE PİYASASININ TANIMI VE ÖZELLİKLERİ

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fonların aracı kuruluşlar vasıtasıyla arz ve taleplerinin karşılaştığı piyasadır (Civan, 2010:10). Bu piyasalar fon fazlası olanlarla, fon ihtiyacı olanların aracılara sayesinde bulunduğu ortamlar olarak da tanımlanmaktadır (Ayan vd., 2009:5).

Bir ülkenin sermaye piyasalarının genel olarak, bankacılık sektörü, hisse senetleri ve tahvil piyasaları, yatırım ve emeklilik fonları ile sigorta-leasing-faktöring şirketlerinin toplamından oluştuğu söylenebilir (Tekere ve Özer, 2012:2). Firmalar bu piyasalardan özellikle duran varlıkların finansmanı için yararlanır. Sermaye piyasasının iki önemli aracı tahvil ve hisse senedir. Tahvilde borç ilişkisi hisse senesinde ise ortaklık ilişkisi söz konusudur (Dağlı, 2012:3).

Sermaye piyasası beş temel unsurdan meydana gelmektedir. Bunlar (Civan, 2010:10):

- ❖ Fon arz edenler (Menkul kıymet ihraç edip karşılığında fon talep eden şirket ve kamu kesimi),
- ❖ Fon talep edenler (Menkul kıymetleri satın alarak fonlarını değerlendiren bireysel ve kurumsal yatırımcılar),
- ❖ Fon arz ve talebinin karşılaştığı borsalar (fon arz talebinin karşılaşmasına yardımcı olan ve bilgi sunan kuruluşlar),
- ❖ Fon arz ve talebini sağlayan menkul kıymetler,
- ❖ Aracılık faaliyetinde bulunan finansal kuruluşlar şeklindedir.

Genel bir bakış açısıyla sermaye piyasası, tasarrufların yatırımlara yöneltme faaliyetleri ile bu faaliyetleri yürüten kurumları içeren piyasadır. Ayrıca genel olarak sermaye piyasaları birincil ve ikincil piyasalar olarak ayrılabilir (Ünsal, 2014:7):

Birincil Piyasalar: Menkul kıymet arz eden şirketler ile alıcı durumundaki tasarruf sahiplerinin doğrudan karşılaştığı piyasalardır. Şirketler ile tasarruf sahiplerinin aracı olarak bankaları ya da aracı kurumları kullanmaları, yapılan işlemlerin birincil piyasadan sayılmasına engel olmaz.

İkincil Piyasalar: Ekonomik birimlerin hızla ve etkin bir şekilde işlem yapabilecekleri merkezileştirilmiş, menkul kıymetlerin ilk ihraç sonrası işlem gördükleri piyasalara denir.

3.1.1 Sermaye Piyasasının İşlevleri

Sermaye piyasaları anonim şirketlerin doğuşu ve yaygınlaşmasıyla gerçekleşmiştir. Anonim şirketlerin çıkardıkları hisse senetleri satmasıyla piyasa hacmi genişlemiş ve borsalar da hisselerin değişimini gerçekleştirerek ekonomik büyümeyi teşvik etmişlerdir (Ünsal, 2014:25).

Sermaye piyasası yapısı gereği ekonominin ve piyasaların önemli işlevlerini yerine getirmektedir. Bu işlevler (Civan, 2010:16):

1. Sermaye piyasası aracılığıyla yeni yatırımlara kaynak sağlanmakta, kaynakların üretken ve verimli alanlara yönlendirilmesi gerçekleşmektedir.
2. Sermaye piyasası menkul kıymet ihraç eden kurumlarla ilgili bilgi vermesi sayesinde bireyler tasarruflarını spekülatif alanlar yerine bu yatırımlara kaydırabilmektedir.
3. Gelişmiş sermaye piyasası bankaların fon piyasalarındaki tekelliğini önleyerek yatırım kararları üzerinde olumlu sonuçlar yaratabilmektedir.
4. Sermaye piyasası, küçük tasarruf sahiplerini de kapsamı sayesinde, gelir dağılımını düzenleyici fonksiyona sahiptir.
5. Sermaye piyasası, sermayeye hareketlilik kazandırma ve sanayide yapısal değişikliği kolaylaştırma fonksiyonuna sahiptir.
6. Şirketler uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını sermaye piyasasından karşılayabilmektedir.
7. Sermaye piyasası, işletme sermayesi fona ihtiyacı olan kuruluşların en ucuza fon sağladıkları piyasadır.

3.1.2 Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri dahil olmak üzere SPK tarafından bu kapsamda olduğu belirlenen araçlardan oluşmaktadır (SPK, t.y.:1). Hisse senedi ve tahvil bu piyasanın en temel araçlarıdır. Sermaye piyasalarında işlem gören yatırım araçlarının ortak özelliği ikincil piyasalara sahip menkul kıymetlerden oluşmalarıdır. Yani satın alınan bir menkul kıymet istendiğinde üzerinde birikmiş getirisiyle birlikte paraya dönüştürülebilir (Dağlı, 2012:5).

Sermaye piyasası araçlarının giderek çeşitlenmesiyle birlikte derecelendirme işleminden sıklıkla faydalanılmaya başlanmıştır (Akçayır ve Yıldız, 2014:4). Çünkü menkul kıymet ihraç eden ve/veya menkul kıymet ihracına aracılık eden kuruluşlar, derecelendirmeyi menkul kıymetlerin pazarlanmasında bir araç olarak kullanmaktadır (Suadiye, 2006:3).

3.1.2.1 Hisse Senedi (Pay Senetleri)

Hisse senedini elinde bulunduran veya adı yazılı kişinin, üzerinde yazılı tutar kadar şirkete sahiplik hakkının bulunduğu ifade eder (Civan, 2010:78). Yani şirketlerin iktisadi varlıkları üzerindeki mülkiyet hakkını temsil eden bir menkul kıymettir (Dağlı, 2012:5).

Hisse senetleri sadece anonim şirketler tarafından ihraç edilir (Dağlı, 2012:5). Hisse senetleri sahiplerine; kar payı hakkı, rüçhan hakkı¹², tasfiyeden pay alma hakkı, şirket yönetimine katılma hakkı, oy hakkı ve bilgi alma hakkı tanımaktadır (Ünsal, 2014:9)

3.1.2.2 Tahvil

Devletin ya da özel sektör şirketlerinin borçlanarak, orta ve uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak için ihraç ettikleri borç senetleridir. Aynı zamanda yatırımcısına sabit getiri sağlayan uzun vadeli bir menkul kıymet türüdür (Civan, 2010:103). Tahvil, Türk Ticaret Kanunu'nun 420. maddesinde "Anonim şirketlerin

12 Sermaye şirketlerinde esas sermayenin dış kaynaklardan arttırılması sonucu ortaya çıkan yeni payları öncelikle alma hakkını, payları ile orantılı olarak pay sahiplerine sağlar (Adıgüzel, 2014:2).

ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları senetlere tahvil denir” şeklinde tanımlanmıştır.

Tahvil sahibi şirketin yönetimine katılmaz; sadece belirlenen itfa planına göre faiz ve anaparasını şirketten tahsil eder (Dağlı, 2012:16). Tahvil hisse senedine göre daha düşük riskli ve sabit getirili iken; hisse senedi daha yüksek riskli ve değişken getirili bir yapıya sahiptir.

Şirketler, devlet, belediye ve tüzel kişiliğe sahip kamu kuruluşları tahvil ihracında bulunabilmektedir(Civan, 2010:103).

3.1.2.3 Diğer Sermaye Piyasası Araçları

Gelir Ortaklığı Senetleri: Köprü, baraj, elektrik santrali vb. kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanlarının gelirlerine gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılan senetlerdir. Bu senetler yatırımın mülkiyetine değil gelirine ortak eden menkul kıymettir (Civan, 2010:117).

Banka Bonoları : Kalkınma ve yatırım bankalarının SPK’dan izin almak kaydıyla borçlu sıfatıyla düzenleyip ihraç edebilecekleri emre muharrer yazılı veya hamiline ait kıymetli evraklara denir (Dağlı, 2012:26).

Banka Garantili Bonolar: Kalkınma veya yatırım bankalarından kredi kullanmış şirketlerin, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatıyla düzenleyip, alacaklı bankaya verdikleri emre muharrer senetlerden, bu krediyi kullandırmış bankaca kendi garantisi altında SPK tarafından kayda alınmasıyla ihraç edilen kıymetli evraklara denir (Dağlı, 2012:26).

Finansman Bonoları: Şirketlerin kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamak için ihraç ettikleri kısa vadeli menkul kıymetlere denir (Civan, 2010:119).

Hazine Bonoları: Prensip olarak finansman bonolarından farkları yoktur. Devlet bütçe açıklarını kapatmak, kısa vadeli kredi ihtiyaçlarını karşılamak veya kamu yatırım finansmanı sağlamak için bu araçlar kullanılabilir (Ünsal, 2014:17).

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler: Bir işletmenin duran varlıklarının, senetli ve senetsiz alacaklarının, kredilerinin ve sözleşmelerinin teminat oluşturmasıyla, genel

finans ortaklıkları, bankalar veya finansal kiralama şirketleri tarafından halka arz edilmek üzere çıkarılan iskontoya tabi borçlanma senedir (Ayan vd., 2009:14). Yani varlık finansman fonları tarafından portföyündeki varlıklar karşılığında ihraç edilir. Bu sermaye piyasası aracı üç alanda gelişmiştir; dayanıklı tüketim malları, konut ve finansal kiralama alacakları (Ünsal, 2014:19).

Varlık Teminatlı Menkul Kıymet: Kredi kuruluşlarının proje kredileri dahil ipotekli kredileri haricinde alacaklarını teminat göstererek ihraç ettikleri ve ihtiyaç duydukları anda finansman sağlamayı hedefledikleri menkul kıymet türüne denir (Civan, 2010:123).

Kısacası bu menkul kıymetler, ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan, alacaklar ve duran varlıkların teminatı altında ihraç edilen borçlanma senetlerine verilen addır (Ünsal, 2014:19).

Gayrimenkul Sertifikaları: İhraççıların bedellerini inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanmak amacıyla ihraç ettikleri, hamiline yazılı menkul kıymettir (Ayan vd., 2009:16).

Varantlar: Bu menkul kıymeti elinde bulunduran kişiye dayanak varlığı ya da göstergeyi önceden belirlenen bir fiyattan, belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren menkul kıymet niteliğinde bir sermaye piyasası aracıdır (Civan, 2010:122).

İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler: İhraççının genel zorunluluğu niteliğinde olan ve teminat varlıklar karşılık gösterilmesi karşılığı ihraç edilen borçlanma senetlerine denir (Civan, 2010:122).

İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet: İhraççının oluşturduğu konut finansman fonunun veya ipotek finansmanı kuruluşunun devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen menkul kıymetlere denir (SPK, t.y.:7).

Yabancı Sermaye Araçları: Çıkarıldıkları ülke borsalarında alım satıma konu olan ve SPK tarafından özellikleri belirlenmiş ve doğmuş ya da doğacak hak ve alacakları temsil eden kağıtlardır (Civan, 2010:123).

3.2 ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİ

Sermaye hareketleri kavramı, bir ülkeden diğer ülkeye veya ülke içinde yerleşik olmayan kişilere yapılan parasal değer taşıyan varlıkların transferini kapsamaktadır (Tur, 2000:107).

Her an kullanıma hazır olan ve belli bir gelir karşılığında başkalarının kullanımına devredilebilir olan mali fonlara; ödünç verilebilir fonlar, mali kaynak, sermaye fonu ya da finansman kaynağı adı verilmektedir. Bu fonların bir ülkenin milli sınırlarının dışına çıkması ya da bir başka ülkenin sınırları içine girmesi mali sermaye akımları olarak kabul edilmektedir (Karagül ve Masca, t.y.:2)

Günümüzde çok uluslu şirketler tarafından yapılan yabancı sermaye yatırımlarının kökeni 16. yüzyıla kadar uzanmaktadır. Bu dönemde sermaye hareketleri daha çok doğal kaynakların ve nüfusun yoğun olduğu bölgelerden daha az yoğun bölgelere akması şeklinde gerçekleşmiştir (Paslı, 2011:28).

18. yüzyılın ikinci yarısından itibaren sanayi devrimini gerçekleştiren ülkelerin uluslararası ekonomik faaliyetlerde bulunması ve az gelişmiş ülkelerin dış kaynaklara yönelmesi, sermayenin küresel ölçekte hareketlenme sürecini başlatmıştır. 19. yüzyılın sonlarında bütünleşmiş ve dışa açılmış ulusal ekonomiler oluşmuş; ülkeler arasındaki üretim, ticaret ve sermaye hareketleri, kısıtlanmaksızın sürmüştür. 20. yüzyılda yaşanan savaşlar ve ekonomik sıkıntılar ise içe dönük politikaların oluşumuna neden olmuştur. Böylelikle dış üretim ve sermaye hareketleri, dünya ekonomisinin içe kapanışından olumsuz etkilenmiştir. II. Dünya Savaşı sonrası oluşan Soğuk Savaş ortamında ise sermaye hareketleri önce dış yardımlar ve bağışlar, sonrasında krediler şeklinde resmi kurumlar tarafından yönlendirilmiştir (Caravcı, t.y.:3).

1980'li yıllarda meydana gelen bazı gelişmeler, ülkeler arası sermaye akımlarının artmasının yanı sıra maliyetleri azaltmış ve sermaye hareketlerinin etkinliğinin belirlenmesine yardımcı olmuştur. Yeni finansal ürün ve çeşitliliğindeki gelişmeler, fonların denizaşırı ülkelere veya sanayileşmiş ülkelerin piyasalarında tutulmasını daha cazip kılmıştır çünkü büyük sanayileşmiş ülkelerin finansal yapıları gelişmekte olan ülkelere göre daha risk taşımaktaydı (Tur, 2000:107).

Sermaye hareketlerindeki artış, uluslararası ticaret ve yatırım aktivitesiyle ilişkilendirildiğinde, geçmişten farklı bir hale gelmiştir. İçinde bulunduğumuz dönemde bu artış yalnızca kısa dönemli hareketlerden spekülâtif kazanç elde etmek için bir teşvik unsuru görünümündedir (Yıldırım, 2010:10).

Gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı en büyük sorun kıt sermaye faktörü ve tasarruf-yatırım darboğazıdır. Nurkse'a göre gelişmekte olan ülkeler kısırlı bir döngü (Fakirliğin kısırlı döngüsü) içerisindedir. Teoride ise bu döngüyü kırmamanın en kolay yolu dış borçlanmadır (Pashı, 2011:19). Küreselleşen finansal piyasalarda uluslararası sermaye hareketlerinin yönü ve boyutu, artık ülke piyasalarını, özellikle de gelişmekte olan ülke piyasalarını, yakından ilgilendirmektedir. Çünkü uluslararası sermaye, bu piyasalar için çok önemli bir fon kaynağı olmaya başlamış, bunun sonucu olarak; KDK'ların raporları uluslararası sermaye hareketlerinin yönünü ve boyutunu belirlemede önem kazanmıştır (Suadiye, 2006:1).

Finansal bütünleşme ve liberalleşme sürecinde sermaye akımlarının büyük artış gösterdiği 1990'lı yıllarda sermaye akımları çok uluslu kuruluşların sağladığı resmi fonlar yerine özel sermaye hareketlerine dönüşmesi, KDK'ların küresel ve yerel finans piyasalardaki önemini arttırmıştır (Gür ve Öztürk, 2011:71). Ancak sermaye hareketlerinin tahmin edilemeyecek düzeyde artması, küresel piyasaların yanı sıra bölgesel ve ulusal ekonomiler için de belirleyici ve tehdit edici bir etken olmuştur. Çünkü son on beş yılda yaşanan küresel ekonomik krizler, bütün iktisadi aktörler için korkulu rüya haline gelmiştir. Özellikle Güney Amerika'da yaşanan Arjantin, Brezilya ve Meksika Krizleri, 1999 ve 2001'de Türkiye'deki ekonomik krizler ile Asya ve Rusya krizleri ilk akla gelen ekonomik sorunlardandır. Bu ekonomik krizlerin tetikleyicisi hep uluslararası sermaye hareketleri olmuştur (Karagül ve Masca, t.y.:2).

Sermayenin uluslararası hareketliliğinde etkili olan faktörler; ekonomik, siyasi ve kurumsal kökenli olarak üç ana grupta toplanabilir (Caravcı, 2000:5):

Ekonomik faktörler: Ev sahibi ülkelerin ekonomik büyüme potansiyeli, taşıdığı ekonomik riskler, cari işlemler açıkları, düşük üretim maliyetleri, hisse senedi piyasalarının getiri oranları, dünya faiz oranları, sermaye sahibi ülkelerin getiri oranları,

lkeler arasındaki faiz farklılıkları, döviz kuru değişimleri, çok uluslu Şirketleri pazar stratejileri, risklerin azaltılmasına yönelik portföy çeşitlendirmesi güdüsü vb.

Siyasi faktörler: Ev sahibi ülkelerin siyasi istikrarı ve politik riskleri, ülkeler arasındaki tarihsel ve kültürel bağlar, siyasi ve askeri anlaşmalar vb.

Kurumsal faktörler: Hukuksal mevzuatlar, bürokratik düzenlemeler, sermaye ve para piyasalarının yapısı vb.

Sermaye hareketleri risklerin giderildiği veya en aza indirildiği sürece, daha karlı ve daha sağlam temeller üzerine oturtulmuş piyasalara doğru akım halindedir. Günümüzde sermaye piyasalarının çokluğu ve karmaşık yapısı bilgi eksikliğine neden olmaktadır. Bu risklerin seviyesini tanımlayan ya da belirleyen derecelendirme notları ve risk primleri gibi çeşitli unsurlar geliştirilmiştir. Uluslararası piyasaları kapsayan, KDK'ların vermiş oldukları derecelendirme notları, belirlenen kredi risk primleri (CDS Spread) yatırımcıların bilgi eksikliğini gidererek, sermayenin daha güvenli ve kazanılı piyasalara akmasına rehberlik edebilmektedir. Ayrıca bu göstergeler ülkelerin borçlanma maliyetlerini, faiz oranlarını ve çeşitli ekonomik verileri etkileyebilmektedir.

1990'lı yıllardan itibaren sermaye akımları küresel ölçekte hızla artmaya başlamıştır. Türkiye ise bu dönemde yaşadığı ekonomik istikrarsızlıklar, politik nedenlerle artan kamu açıkları, yüksek enflasyonun getirdiği belirsizlik ortamı gibi nedenler yüzünden bu akımdan yeterince faydalanamamıştır. İç piyasadaki faiz oranı yksekliliğinin yanında KDK'lar tarafından verilen "spekülatif seviye" notlar sebebiyle Türkiye, kamu açıklarını kapatmak ve yatırım yapmak için finansman kaynağı bulmakta zorluk çekmiş bunun sonucunda da yüksek faizle borçlanmak zorunda kalmıştır (Haspolat, 2015:121).

KDK'ların değerlendirmeleri yalnızca devletler arasında gerçekleştirilen dış borçlanma piyasasında değil, gelişmiş ülkelerdeki banka ve fon sahiplerinin de gelişmekte olan ülkelerin fon arz etmelerini sağlayacak bir dayanak noktası olmuştur. KDK'ların vermiş oldukları notlar, fon hareketlerinin yönlenmesi açısından piyasaya bilgi sağlamasının yanı sıra doğrudan yabancı sermayenin de ülke hakkındaki değerlendirmelerini etkilemektedir (alışkan, 2002:63).

KDK'lar, yabancı piyasalardan fon çekmek ya da yabancı piyasalarda yatırım yapmak isteyen sermaye sahiplerinin anapara ve faiz ödemelerindeki riski araştırır ve sermayenin yönünü belirleyici nitelik gösterir (Hasbi, 2012:6).

Ülke derecelendirme sürecinde KDK'lar için sermaye hareketliliği de, ekonomiye ve sermaye piyasasına muhtemel etkileri sebebiyle, risk unsurlarından biri olabilmektedir.

3.2.1 Uluslararası Dolaylı Yatırımlar

Dolaylı yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımı olarak da adlandırılır. Portföy yatırımı olarak gelen yabancı sermayenin diğer adı da sıcak paradır. Bu tip sermaye hareketleri kısa vadeli (Yazıcıoğlu, 2004:1). Yabancı portföy yatırımları, yabancı sermaye sahiplerinin yatırımlarına ilgili ülkenin borsasına hisse senedi olarak girmesi ya da devletin veya özel sektörün ihraç ettiği tahvil ya da bonoları satın alması şeklinde gerçekleşen yatırım türüne denir (Durmaz, 2012:8). Uluslararası portföy yatırımları bir başka ifadeyle sabit yatırım dışında kalan ve sıcak para olarak tanımlanan sermaye piyasası araçlarına yapılan küreselleşme sürecinin etkisiyle 1980'li yılların başından itibaren uygulanan Dünya Bankası ve IMF politikaları ile desteklenmiştir. Son yıllarda yaşanan krizlerin oluşumunda kısa vadeli sermaye akımlarının etkisi oldukça önemlidir. Finansal serbestliğin olduğu ulusal ekonomilerde yabancı para cinsinden kısa vadeli borçların artması piyasadaki yatırımcı güveninin azalmasına sebep olmaktadır. Portföy yatırımcıları, yabancı doğrudan yatırımların tersine, mali sermaye karşılığı, sermayelerin kendi ülkelerine dönüşü ve piyasalara kolay girişle çok daha fazla ilgiliyken, piyasanın büyümesi ve alt yapıyı görmezden gelebilmektedirler (Yıldırım, 2010:16)

Bu tür portföy yatırımları, çeşitli ülkelerde geçerli olan faiz oranı farklılıklarına ve döviz kurlarına karşı duyarlıdır. En önemli belirleyeni de makroekonomik göstergelerin yansıttığı risk unsuru oluşturmaktadır (Yıldırım, 2010:15). Bu tip yatırımlar bir kriz anında çok çabuk ülkeyi terk eder ve çıkan sermayenin büyüklüğüne bağlı olarak krizin boyutunu derinleştirir (Yazıcıoğlu, 2004:1).

Dolaylı yabancı sermaye yatırımları, ülkelerin borçlanma yoluna gitmeden ihtiyaç duyduğu fonları sağlamasına imkan tanımaktadır. Bu fonlar ucuz finansman

kaynağı olup ödemeler dengesine olumlu katkı sağlamaktadır. Ayrıca dolaylı sermayenin piyasalara akışı yatırımcıların menkul kıymet satın almasını olumlu yönde etkileyecek ve menkul kıymet getirilerini yükseltecektir. Bu aşamaya kadar olumlu görünen dolaylı yabancı sermaye yatırımları ülkelerde yaşanabilecek istikrarsızlıklar yatırımcıların sahip olduğu menkul kıymetleri hızla satmasına ve elde ettikleri getiriye ülkelere transfer etmesine neden olmaktadır (Paslı, 2011:53).

Ani sermaye çıkışları yaşanması halinde dolaylı yatırımlar ulusal ve küresel krizlere neden olabilmektedirler (Durmaz, 2012: 8). Bunun örnekleri yakın geçmişte yaşanmıştır: 1990'lı yıllarda yaşanan Asya, Latin Amerika ve Rusya krizlerinde olduğu üzere ülkede bulunan yabancı sermayelerin krizin hemen ardından, KDK'ların derece notlarını düşürmesinin de verdiği etkiyle, hızla bu ülkeleri terk etmeleri, söz konusu ülkeleri zor durumda bırakmış, krizin daha da derinleşmesine neden olmuştur.

ABD, 15 Trilyon Doları aşan yatırım fonu büyüklüğüyle dünya sıralamasında ilk sırada yer almaktadır. Bu tutar dünya genelindeki toplam yatırım fonu büyüklüğünün yarısını oluşturmaktadır. Türkiye'de yatırım fonlarının büyüklüğü ise 15 Milyar Dolar seviyesindedir. Yatırım fonları arasındaki hisse senedinin en ağırlıkta olduğu ülke %82'lik oranla Japonya'dır. ABD'de ise bu oran %50 civarındadır. Dünya genelindeki fonlarda hisse senedinin oranı %44 seviyesindedir. Ancak Türkiye'de yalnızca %4 seviyesindedir (Fıkrkoca vd., 2015:17).

2014 yılında yurtiçi gerçekleşen yatırım portföyleri arasında en yüksek kaleme sahip olan kalem %41,1 ile TL mevduat, %22,7 ile DİBS ve %21,3 ile döviz mevduatı şeklinde gerçekleşmiştir. Yurtdışı yerleşiklerin portföy tercihlerini ise ağırlıklı olarak %39,9 oranında hisse senetleri, %33,1 oranında DİBS ve %13,1 oranında ise döviz mevduatı oluşturmuştur (SPK, 2015:13).

2014 yılı itibarıyla Devlet İç Borçlanma Senetlerinde (DİBS) yurtdışı yerleşikler, Ocak-Aralık döneminde 370 Milyon Dolar tutarında net alım gerçekleştirmiştir. Yurt dışında gerçekleştirilen tahvil alım yoluyla bankalar 10,2 Milyar Dolar diğer sektörlerde de 3,2 Milyar Dolar net borçlanma gerçekleştirilmiştir (SPK, 2015:12).

Tablo 11: Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları ve Kredi Notları (2005-2014)

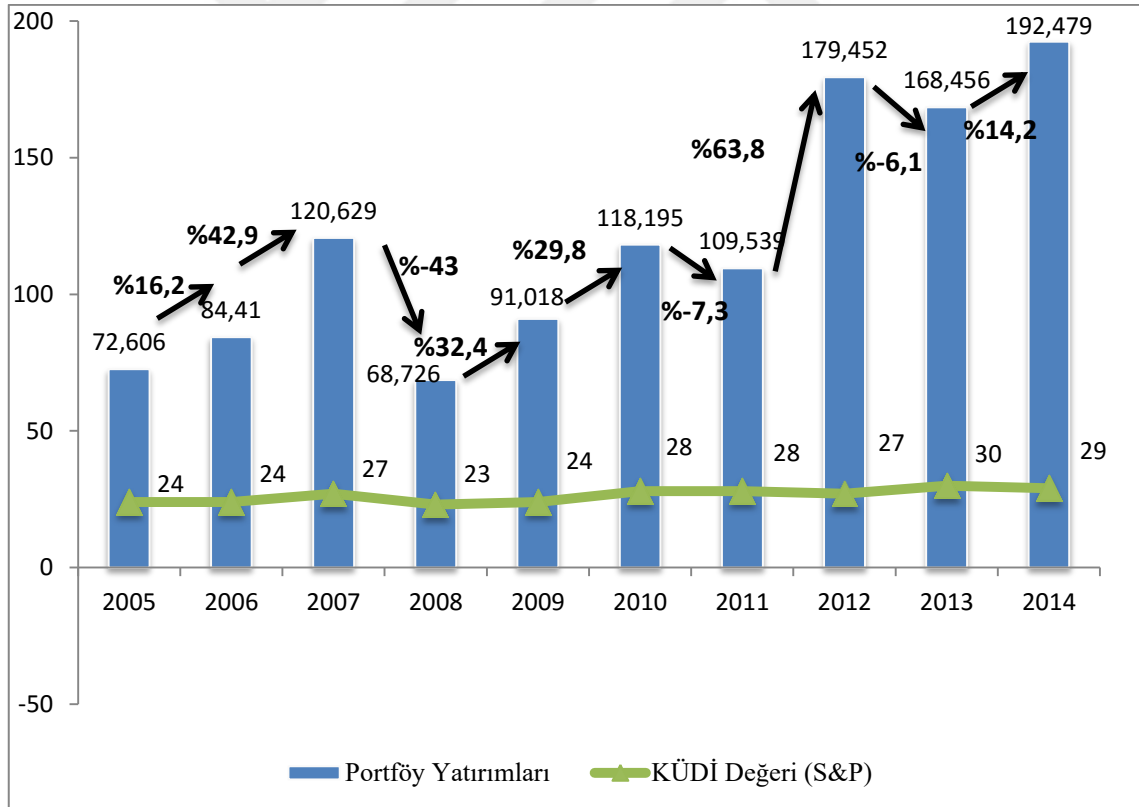
Yıl	Portföy Yatırımları (Yükümlülükler)*	Değişim (%)	S&P	Moody’s	Fitch	KÜDİ Değeri**
2005	72,606	--	BB- (0)	Ba3 (0)	BB- (+)	24
2006	84,410	16,25	BB- (0)	Ba3 (0)	BB- (0)	24
2007	120,629	42,90	BB (0)	Ba3 (0)	BB- (0)	27
2008	68,726	-43,02	BB- (-)	Ba3 (0)	BB- (0)	23
2009	91,018	32,43	BB- (0)	Ba3 (+)	BB+ (0)	24
2010	118,195	29,85	BB (+)	Ba2 (+)	BB+ (+)	28
2011	109,539	-7,32	BB (+)	Ba2 (+)	BB+ (0)	28
2012	179,452	63,82	BB (0)	Ba1 (+)	BBB-(0)	27
2013	168,456	-6,12	BB+ (0)	Baa3 (0)	BBB- (0)	30
2014	192,479	14,26	BB+ (-)	Baa3 (-)	BBB- (0)	29

*Milyon Dolar

** S&P Notlarına göre KÜDİ değerleri

Kaynak: Akçayır ve Yıldız, TCMB, S&P, Moody’s, Fitch

Şekil 9: Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları Değişimi (2005-2014)



Kaynak: SPK, TCMB, S&P

Şekil 9 verileri ışığında 2011 yılına kadar portföy yatırımları S&P’nin vermiş olduğu kredi notları ile paralel bir seyir izlemektedir. 2011 yılında yaşanan Avrupa borç

krizinin de etkisiyle Türkiye'nin kredi notu aynı seviyede kalsa da portföy yatırımları %7,3 azalma yaşamıştır. 2012 yılında S&P'nin Türkiye için tayin etmiş olduğu kredi notu, KÜDİ değeriyle, 28'den 27'ye düşmesine rağmen %63,8'lik artış göstererek 179,452 Milyon Dolar seviyesine ulaşmıştır. Bu seviyedeki bir artışın en büyük sebebi ise, yıllardır “spekülatif seviye” de nota sahip Türkiye'nin kredi notu Fitch tarafından “yatırım yapılabilir seviye” olan “BBB- (0)” olarak tanımlamasıdır. Önemli bir eşik noktasını geçen Türkiye'nin yatırım çekmesi daha da kolaylaşmıştır. Ancak KDK piyasasında çok önemli bir itibara sahip S&P'nin verdiği “spekülatif seviye” not yüzünden birçok fonun Türkiye'ye gelmesi hala kısıtlanmakta ve yatırımcıların karar verirken Türkiye yerine alternatif ülkelere yönelmelerine sebep olmaktadır.

3.2.2 Uluslararası Doğrudan Yatırımlar

Bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini artırmak yoluyla ülkede bulunan firmalar tarafından diğer ülkelerde bulunan şirketlere yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır (Ayaydın, 2008:4).

Yabancı finansmana veya daha genel anlamda kaynağa ihtiyaç duyan ekonomiler adına kredi derecelendirme notu yalnızca finansal piyasalar için değil diğer ekonomik veriler ve piyasalar için de önemli bir etkiye sahiptir. Ancak finansal piyasaların öne çıkmasının nedeni, finans piyasalarının hareketliliğinin yüksek olmasından dolayı, bir ülkeye giriş ve çıkışının diğer etmenlerden hızlı ve ani şekilde etkilenebilir yapıya sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Daha uzun dönemli ve hareketliliği yüksek olmayan Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları da kredi notundan etkilenir (Kargı, 2014:355).

Verilen kredi notları ülke ekonomisini doğrudan veya dolaylı olarak etkilemektedir. “yatırım yapılabilir” seviyedeki ülke kredi notu ülkelerin yatırımlarını finanse etmek daha ucuz ve daha uzun vadeli finansman olanakları sağlarken uluslararası alanda ülkenin saygınlığını artırarak Uluslararası Doğrudan Yatırımları (UDY) da olumlu etkilemektedir (Haspolat, 2015:134).

Uluslararası doğrudan yatırımları diğer sermaye türlerinden ayıran en önemli özellik tersine çevrilmesinin diğerleri gibi kolayca gerçekleşmeyecek olmasıdır. Yabancı doğrudan yatırımın ardında birçok etken vardır. En kayda değer, yüksek maliyetli şirketlerin üretim faaliyetlerini ve emeği daha ucuz buna ek olarak yasal engellerin daha az olduğu gelişmekte olan ülkelere kaydırmayı amaçlamaktadır. Bu yolla yabancı şirketler mal ve hizmetleri için de piyasa genişletme yolları bulmaktadır (Yıldırım, 2010:15).

1971’de sabit döviz kurlarına dayanan Bretton Woods¹³ sistemi çökmeden hemen önce dünyadaki tüm döviz işlemlerinin %90’ından fazlası ticaretin finansmanı ve gelecekteki yatırımlarla ilgili iken, geri kalan kısım finansal amaçlıydı ancak günümüzde rakamlar tersine dönmüş durumdadır (Ünsal, 2014:36).

Gelişmekte olan ülkelerin küresel UDY akışındaki payı %56 ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Son dört senedir kaydedilen yükselme neticesinde bu ülkeler 2014 yılında gelişmiş ülkelere 189 Milyar Dolar daha fazla UDY çekerek 700 Milyar Dolar seviyesine ulaşmıştır. Öte yandan gelişmiş ülkelere yönelik UDY girişleri ise %14 düşüş göstermiştir (YASED, 2015:6).

2014 yılı sonu itibariyle Türkiye’ye UDY girişleri bir önceki yıla göre %2 oranında düşerek 12,1 Milyar Dolar olmuştur. Toplam girişlerde ise yabancıların gayrimenkul alımları %36 ile önemli bir pay olmuştur (YASED, 2015:1).

13 1944 yılında Bretton Woods Antlaşmasıyla ortaya konan parasal sistemdir. Bu anlaşmayla ABD Dolarının altınla konvertibilitesi sağlanmış, diğer para birimleri ise Dolara endekslenmiştir. 1973 yılında resmen ortadan kalkmıştır.

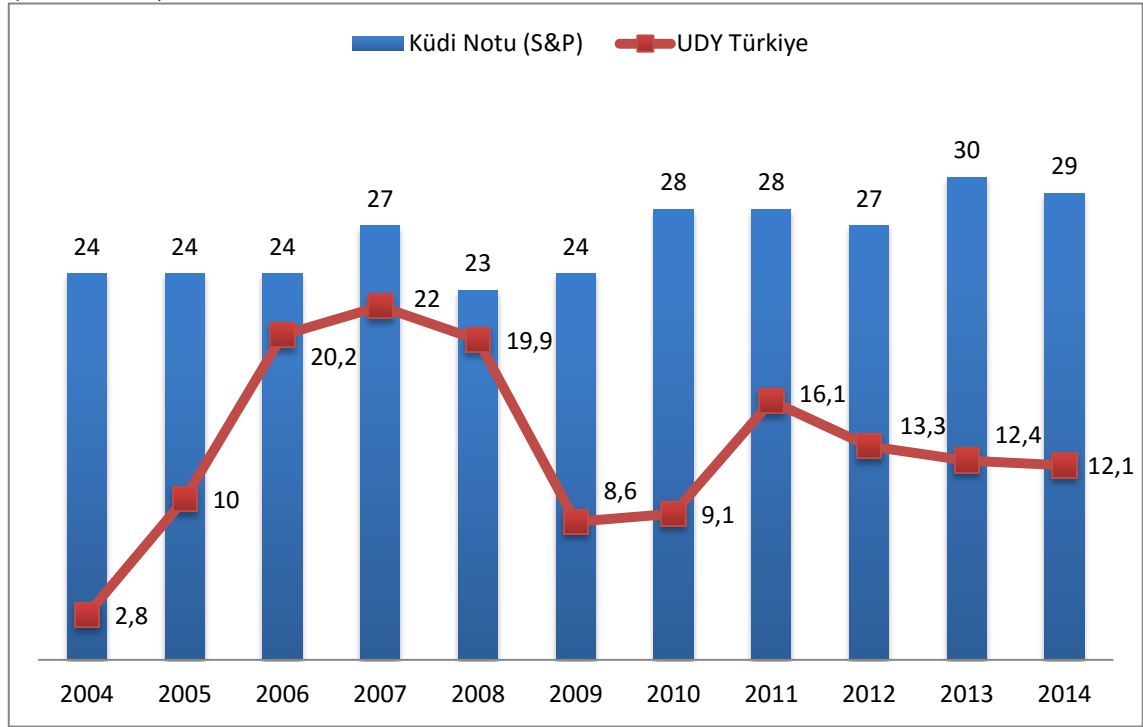
Tablo 12: Türkiye’ye UDY Girişleri ve Türkiye’nin Kredi Notları(2004-2014)

Yıllar	Dünya*	Türkiye **	S&P	Moody’s	Fitch	KÜDİ***
2004	1,494 (Ortalama)	2,8	BB- (0)	B1 (0)	B+ (+)	24
2005		10,0	BB- (0)	Ba3 (0)	BB- (+)	24
2006		20,2	BB- (0)	Ba3 (0)	BB- (0)	24
2007	1,911	22,0	BB (0)	Ba3 (0)	BB- (0)	27
2008	1,706	19,9	BB- (-)	Ba3 (0)	BB- (0)	23
2009	1,171	8,6	BB- (0)	Ba3 (+)	BB+ (0)	24
2010	1,346	9,1	BB (+)	Ba2 (+)	BB+ (+)	28
2011	1,612	16,1	BB (+)	Ba2 (+)	BB+ (0)	28
2012	1,324	13,3	BB (0)	Ba1 (+)	BBB-(0)	27
2013	1,363	12,4	BB+ (0)	Baa3 (0)	BBB- (0)	30
2014	1,260	12,1	BB+ (-)	Baa3(-)	BBB- (0)	29
* Trilyon Dolar ** Milyar Dolar *** S&P Notlarına göre KÜDİ değerleri						

Kaynak: Akçayır ve Yıldız, YASED, S&P, Moody’s, Fitch

Tablo 12 verileri incelendiğinde 2012 yılında Fitch ve 2013 yılında Moody’s Türkiye’ye “yatırım yapılabilir” seviyede bir derecelendirme notu vermesine rağmen UDY beklentilerin aksine azalma eğilimine girmiştir. Yatırım yapılabilir seviyeye çıkılmasıyla birlikte ülkeye ciddi miktarda sermaye akışı bekleniyordu ancak artması beklenen sermaye girişleri azalma eğilimindedir.

Şekil 10: Türkiye'nin Kredi Notu Ve Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişleri (2004-2014)



Kaynak: Akçayır ve Yıldız, S&P, YASED

Grafik verileri incelendiğinde Türkiye'ye verilen kredi notları ile UDY'ler arasında özellikle 2008 Krizinden sonra doğrusal bir ilişki olmadığı görülmektedir. Bu veriler aynı zamanda UDY'lerin kredi derece notundan çok da fazla (doğrudan) etkilenmediğinin de bir göstergesidir. Çünkü Türkiye spekülasyon seviyedeyken bile son 10 yılda toplam 146,5 Milyar Dolar yatırım çekmeyi başarmıştır. Çünkü yatırımcılar sadece KDK'ların notuna değil Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swaps, CDS) gibi diğer risk göstergelerini de dikkate alarak yatırımlarda bulunmaktadır.

2013 yılı sonrası iki derecelendirme şirketinden (Moody's "Baa3(-)" ve Fitch "BBB-(0)") de "yatırım yapılabilir" seviyede kredi notu alan Türkiye'nin daha fazla yatırım çekmesi bekleniyordu. Ancak sadece Türkiye verilerine bakarak yorum yapmak sağlıklı bir sonuca ulaşmada yeterli olmayacaktır. Çünkü dünya çapında UDY'ler, özellikle 2008 Krizi sonrası, önemli azalış eğilimine girmiş ve hala kriz öncesi seviyenin altında seyir etmektedir. 2008 Krizinin yanı sıra Avrupa borç krizi de UDY'leri önemli ölçüde etkilemiştir. Küresel UDY'lere oranla Türkiye'ye girişler daha küçük seviyede azalmıştır. Bu olumlu bir veri olarak yorumlansa da iki farklı KDK tarafından verilen "yatırım yapılabilir" notuna sahip bir ülke için hala düşük bir seviyedir.

2014 yılında Türkiye'ye en fazla UDY girişini sağlayan ülkeler Hollanda, İngiltere, Rusya, Azerbaycan ve Almanya olmuştur. UDY girişlerine bölgesel olarak bakıldığında; Avrupa ülkeleri %76, Asya ülkeleri %20 ve Amerika'nın %4 payla bu girişlerin kaynağıdır (YASED, 2015:4).

Tablo 13: 2014 Yılı UDY Girişlerinde Bölgesel Paylar

Bölgeler	Pay (%)
Amerika	4
Asya	20
Avrupa	76

Kaynak: YASED

KDK'ların verdiği notlar paralelinde Türkiye'ye giriş yapan UDY'lerin hareket etmesinin en önemli payı da Amerika kıtası ülkelerinin ülkeye yapılan girişlerdeki çok düşük seviyede kalmasıdır. Söz konusu ülkelerin en büyük kaynağını oluşturacak seviyedeki ABD devleti tarafından yatırımcıların daha fazla Türkiye'ye çekilebilmesi için çalışmalar başlatmak gerekir.

3.3 SERMAYE PİYASASI VE KREDİ DERECELENDİRME

Kıt sermayenin çok sayıda ülke tarafından paylaşılmak istenmesi, yabancı sermayenin ülke ekonomisine ve kalkınmasına yaptığı katkıların gün geçtikçe anlaşılmaya başlanmasıyla ülkeler yabancı sermayeden aldıkları payları artırabilmek için her geçen gün daha cazip koşullar hazırlamaya çalışmaktadır (Ayaydın, 2008:26).

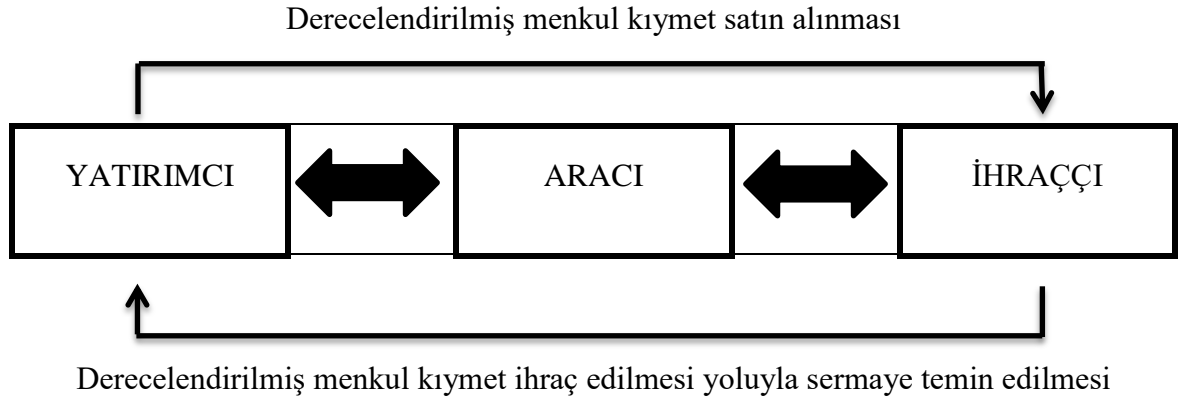
Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund, IMF), Dünya Bankası (World Bank, WB) ve Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) gibi uluslararası kuruluşların kurulması ve uyguladıkları politikalar finansın küreselleşmesinde etkili olmuştur. Finansal küreselleşmenin göstergesi olan finansal varlıklardaki akımlar zamanla tüm ülkeleri kapsayan bir seviyeye ulaşmıştır (Ünsal, 2014:37).

Sermaye piyasasının en önemli özelliklerinden biri olan kamunun aydınlatılması ilkesinin başlıca araçlarından biri durumundaki derecelendirme, sermaye piyasasında güven unsurunun yerleşmesi adına etkili bir rol üstlenmektedir (Varlık, 1989:20). Tahvil ve sermaye piyasaları yaklaşık üç yüzyıldan fazla süredir sürdürdükleri

faaliyetlerini, iki yüzyıldır küresel ölçekte gerçekleştirmektedirler¹⁴. Buna rağmen KDK'lar tahvil piyasalarında faaliyet gösteren şirketleri sadece 20. yüzyılın başlarından itibaren, John Moody'nin 1909 yılında tahvil derecelendirme yetkisi almasıyla, ciddi anlamda derecelendirmeye başlamıştır (Geyikçi ve Karğın, 2014:324). İlerleyen yıllarda piyasanın önemli eksiklerini gideren KDK'lar borçlanma araçlarının riskliliği hakkında üçüncü şahıs olarak görüş bildirerek, asimetrik bilginin önlenmesi, piyasa etkinliğini ve şeffaflığının artırılması gibi fonksiyonları yerine getirirler (Mukatel, 2006:87).

Şirketler, nakit gereksinimi duyduklarında banka kredisi çekmek, şirket pay senetleri ve tahvil satmak gibi alternatif araçları kullanabilmektedirler. Şirketler genellikle düşük maliyetli olması nedeniyle tahvil basmayı tercih etmektedirler. Potansiyel tahvil satıcıları finansman düzenlemesi ve bir kredi kuruluşuyla çalışmak için genelde bir yatırım bankasıyla iletişime geçerler. KDK tahvil alıcıları için bu yatırımların güvenilirliğini denetler (Yardımcıoğlu ve Bora, 2013:115) KDK'lar yaptıkları değerlendirme sonrası belli bir derece notu belirleyerek piyasayı değerlendirir.

Şekil 11: Derecelendirilen Menkul Kıymetler Yoluyla Sermaye Temini



Kaynak: S&P, 2011:5

14 1602 yılında ilk hisse senedi ihracı gerçekleştirilmiştir. Hollanda Doğu Hindistan Ticaret Şirketi tarafından çıkarılan senetler Amsterdam Emtia Borsasının yan odalarında işlem görmüştür. Yatırımcılar ilk defa faiz geliri yerine kar payı ile tanışmıştır (Ünsal, 2014:24).

1900'lü yıllara gelindiğinde, derecelendirmenin yeni yeni piyasada yer ettiği yıllarda, Hollandalılar yaklaşık 300, İngilizler 200 ve Amerikalılar da 100 yıldır, derecelendirmenin avantajlarından faydalanmadan tahvil alım satımı gerçekleştiriliyorlardı (Geyikçi ve Karğın, 2014:325).

Ayrıca finans sistemindeki hızlı büyüme ve farklılaşma, piyasaya tam ve doğru bilgi akımının sağlanmasına yardımcı kuruluşlardan olan KDK'ların ön plana çıkmasına neden olmuştur. Menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda işlem görmesi bakımından derecelendirme önemli bir göstergedir. Kredi derecelendirmesi sayesinde bilgilerin geniş bir yatırımcı kitlesine yayılması ve akabinde finansman kaynaklarının artması sağlanmaktadır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:24).

Derecelendirme kuruluşları önemli bir unsur olarak görülmemelerine rağmen, kendilerine artan talepleri göstermektedir ki, modern finansal piyasalardaki etkileri göz ardı edilemez (Suadiye, 2006:7). Çünkü kredi notu; ülkelere yerel yönetimlere, yapılandırılmış finansman araçlarına ve holdinglere, rüçhanlı hisseler, banka kredilerine, sigorta şirketlerine, kısacası tüm mali ve reel sektöre uygulanabilmektedir. (Akbulak, 2012:172). Günümüzde ise derecelendirme işlemleri şirket, yerel yönetim ve diğer devlet kurumlarının sermaye arttırmalarında ve bu kurumların ödemek zorunda oldukları faiz oranlarını belirlenmesinde kullanılan bir fonksiyon haline gelmiştir.

Bugün artık uluslararası piyasadaki menkul kıymet ihracı yoluyla kaynak sağlamak isteyen bir kurumun, en az bir kredi derecesine sahip olmadan piyasaya girmesinin mümkün olmadığı görülmektedir. Menkul kıymet ihraç edenlerin, KDK'lardan aldığı derece notu, menkul kıymetin vadesine kadar geçen sürede fiyatını ve maliyetini etkilemektedir (Suadiye, 2006:7).

Basel kriterleri ile zorunlu kılınan sermaye ve likidite düzenlemelerinde kredi notları yüksek öneme sahiptir. Küresel düzenlemelerin yanında ulusal birçok düzenleme de kredi notları üzerinden yürütülmektedir (Gür ve Öztürk, 2011:78). Bu yüzden derecelendirme işlemi piyasalarda düzenleyici bir rol üstlenmekte, piyasada disiplin ve güvenin oluşturulmasına ve devamına önemli katkıda bulunmaktadır. Menkul kıymet alınıp satılması veya elde tutulmasına ilişkin kararların alınmasında yatırımcılara, risk faktörlerinin değerlendirilmesi açısından kolay ve hızlı referans sağlar. Bu sayede yatırımcı risk eğilimine göre menkul kıymet tercihi yapabilir.

Bir menkul kıymet derecesindeki değişikliğin ilgili menkul kıymete yatırım yapabilme derecesini gösterme bakımından önem arz ettiği ve böylece banka, sigorta

şirketleri ve emeklilik fonları gibi finans şirketlerinin böyle bir menkul kıymeti değerlendirmelerine yardımcı olduğu ifade edilir (Suadiye, 2006:8).

Derecelendirilen şirketlerin, kurumların ve ülkelerin bilgileri geniş kitlelere ulaşması ile yatırımcıları sermaye piyasasına çekerek söz konusu ihracının menkul kıymet ihracını kolaylaştırır. Derecelendirilen şirketler diğerlerine oranla borçlanma piyasasına daha güvenli olduğu algısını vererek daha avantajlı konumda olur (Suadiye, 2006:8). Başta ABD’li yatırımcılar olmak üzere pek çok yatırımcı derecelendirilmiş kıymetlere yatırım yapmayı diğerlerine tercih ettiğinden hükümetler uluslararası sermaye piyasalarına girişlerini kolaylaştırdığı için derecelendirme talep etmektedirler (Ovalı, 2014:53).

Özetle derecelendirme, sermaye piyasalarının güvenilirliği ve sağlıklı gelişimi için temel ve zorunlu bir unsurdur (Şirvan, 2004:9).

Piyasaya önemli miktarda yararları olan derecelendirme işleminin bazı olumsuz sonuçları da olabilmektedir. KDK’ların olumsuz görüş ve söylentileri bir anda ekonomik göstergeleri hareketlendirmektedir. Bu da piyasanın alt üst olması anlamına gelmekte, yatırımcıların yatırım yapmaktan kaçınmasıyla ülkede likidite sorunu oluşabilmektedir. Yatırımların paraya çevrilmesi krizi derinleştirmekte, negatif ve pozitif notlar ekonomik dengelere doğrudan etki edebilmektedir. Nitekim geçmişte yaşanan Asya Krizinde ve 2008 Finansal Krizinde derinleştirici etkilere sebep olmuştur (Yardımcıoğlu ve Bora, 2013:112).

Asya krizinde, kriz büyüdükçe KDK’ların olayları izlemeleri ve anlamaları zorlaşmış, daha sonra da çok ciddi risklerin olduğunu göstermek amacıyla Asya ülkelerinin notları düşürülmüştür. Zaten kriz nedeniyle bu ülkelere kaçış eğiliminde olan yatırımcılar, not düşüşlerinin ardından panik havasına girmiş ve krizi daha da derinleştirmiştir (Suadiye, 2006:11).

2008 Finansal Krizinde de kredi notları çok yüksek olan kurumların bir gecede notlarının düşürülmesi, piyasada panik ortamını tetikleyerek krizin derinleşmesine neden olmuştur (Yazıcı, 2009:7).

Ülkelerin çıkar çatışmalarının olduğu her arenada KDK'lar birilerinin güdümü ile hareket edebilir hatta küresel ekonomide kendi çıkarları doğrultusunda piyasaları yönlendiren bir konumu alabilecek güce sahip konumdadırlar (Akçayır, 2013:78).

Finansal sektörün gelişimi, sektöre dair ihtiyaçları ve sektör risklerini taşıyacak yeni kredi türev ürünlerinin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Yatırımcılar da riskten korunmak amacıyla bu türev ürünlere yöneldi (İnce, 2013:1). Bu türev ürünlerin oluşturulmasına literatürde; finansallaşma, menkul kıymetleştirme veya seküritizasyon adı verilmektedir.

Temelde menkul kıymetleştirme, konut kredileri veya otomobil kredileri gibi finansal varlıkları bir araya getirip bir havuz oluşturarak ve yeniden yapılandırarak ayrı bir borç enstrümanı oluşturma olgusudur (Seval, 2014:96). Menkul kıymetleştirme kredi piyasasının etkinliğini ve likiditesini artırırken sermaye piyasası araçları ile riskleri alıcıya aktarmakta ve bankacılık sektörü ile sermaye piyasası arasındaki ilişkiyi güçlendirmektedir (Ünsal, 2014:49).

Türev ürünlerinin ortaya çıkış sebepleri riskten korunma olsa da bunun, sadece türev ürünü alan kişi açısından yapılan bir değerlendirmenin sonucu olduğunu göz ardı etmemek gerekir. Türev ürünleri kullanan alıcı riskten kaçarken bu türev ürünleri alıcıya satan kişi ya da kurumlar bu riski spekülasyon güdüsüyle üstlenmektedir (Ünsal, 2014:53).

Kredi türev ürünlerinin özellikle kredi riski yönetimi açısından önem ve yararlarının piyasalar tarafından anlaşılmasıyla kredi türev piyasalarının gelişimi hız kazanmıştır. Uluslararası arenada en yoğun kullanılan kredi türev ürünleri şunlardır:

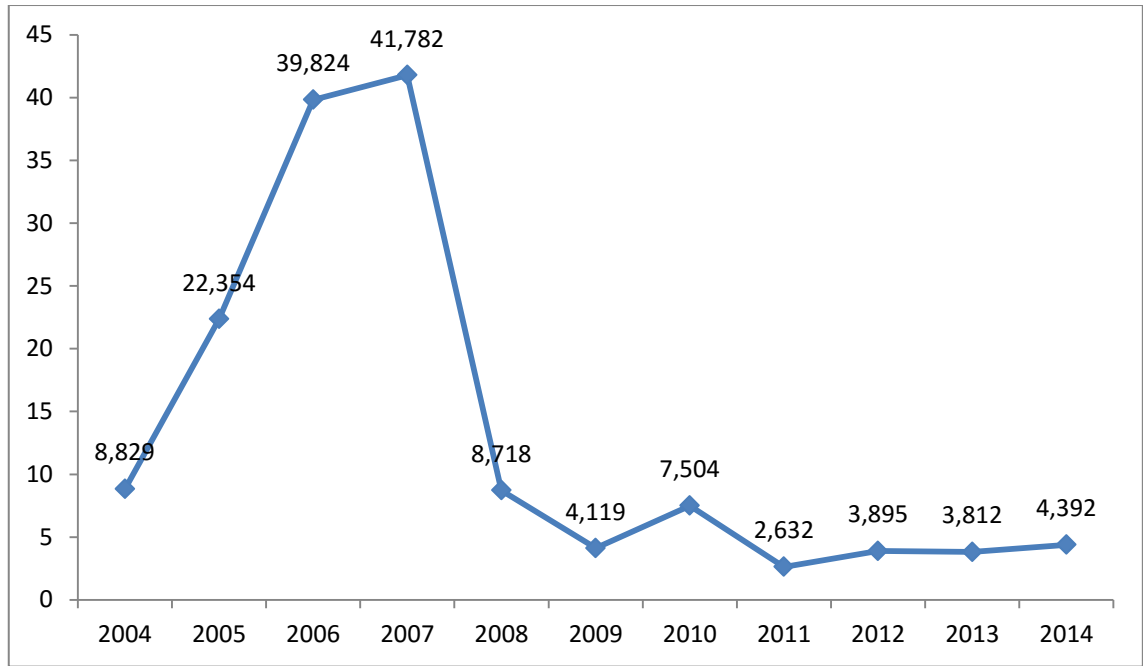
- ❖ Kredi Temerrüt Takasları (CDS, Credit Default Swaps)
- ❖ Teminatlı Borç Senetleri (CDO, Collateralized Debt Obligation)

Bu kredi türev ürünlerinden CDO'lar 2008 krizini tetikleyen ve piyasalarda krizin yayılmasına sebep olmuşlardır. 2004 ve 2007 yılları arasında başta ABD olmak üzere farklı ülkelerin yatırım bankaları yüksek getiri oranına sahip, içerisinde yüksek riskli konut kredilerinin de bulunduğu CDO (Collateralized Debt Obligation: Teminatlı Borç Senetleri) ihraç etmek üzere KDK'lara onaylatmıştır. Notu AAA ve BB arasında

değişen düşük risk-yüksek getiri oranına sahip bu senetler bankalar emeklilik fonları ve hedge fonlar¹⁵ tarafından yoğun bir şekilde talep görmüştür.

Üç büyük KDK; Moody's, Standards & Poor's ve Fitch küresel kriz öncesi ve esnasında çeşitli ülke, şirket ve CDO'lara verdikleri tartışmalı notlar ile yoğun şekilde eleştiriye uğramışlar, bu baskılar sonucu 2008 yılı içerisinde notu AAA olan pek çok yatırım aracının notunu ani şekilde düşürmüştür (Yazıcı, 2009:8).

Şekil 12: Yıllara Göre CDO İşlem Hacmi 2004-2014 (Milyon Dolar)



Kaynak: <https://www.cmalert.com/rankings.pl?Q=78>

Devamlı artış eğiliminde olan teminatlý borç senetleri 2007 yılında 41,782 Milyon Dolar seviyesinde iken yaşanan bu olaylar sonucu %79'luk rekor bir azalış göstererek 8,718 Milyon Dolar seviyesine inmiştir. Kriz sonrası hafif seviyede artış olmasına rağmen bu senetler kriz öncesi seviyenin çok uzağında kalmıştır.

21 Mayıs 2008 tarihli Financial Times'da yayınlanan habere göre ABD'de subprime mortgage krizi ile başlayıp tüm dünyayı etkisi altına alan finansal krizin derinleşmesine neden olan baş aktörlerden birinin yine KDK'lardan kaynaklandığı görülmüştür (Yazıcı, 2009:7).

15 Serbest Yatırım Fonu (Yüksek risk içerir). Nitelikli yatırımcı olarak ifade edilen varlıklı bireysel yatırımcılara ve kurumsal yatırımcılara açık olan ve pozitif mutlak getiri elde etmek amacıyla çeşitli aktif yatırım stratejilerini kullanabilen bir havuz yatırım aracıdır (Bostancı, 2012:46).

3.4 KREDİ DERECELENDİRME NOTUNA ALTERNATİF ARAYIŞLAR

Küresel krizin sorumlusu olduğu ve krizi derinleştirdiği düşüncesiyle KDK'lara yönelik eleştiriler, Avrupa borç kriziyle tekrar gündeme gelmiş ve bu kuruluşlara karşılık alternatif arayışlar olmaya başlamıştır. Bu arayışların akabinde; piyasalarda, ülkenin borç riskini belirleyen, kamuya açık ve güncel piyasa bilgisini içeren Kredi Temerrüt Takası (CDS)'nin önemi artmıştır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012:21).

KDK'ların istisnasız her kriz döneminde eleştirildiği en büyük eksikliği, piyasa dengesizliklerini fark edememeleri ve piyasayı oldukça geriden takip etmeleridir. Uluslararası yatırımcılar, özellikle 2008 krizi sonrasında ülkelerin kredibilitesine ilişkin yeni bilgi kaynakları aramaya başlamışlardır. Ülke riski hakkında daha güncel bilgiler sağlamak için CDS gibi alternatif arayışlar başlamıştır (Kargı, 2014:357). 2008 krizi yaşanırken 62 Trilyon Dolar hacmindeki CDS piyasası çok büyük boyutlara ulaşmıştır. Daha sonraki yıllarda CDS piyasasında düşüş yaşansa da hala piyasası en geniş türev enstrümanıdır (İnce, 2013:2).

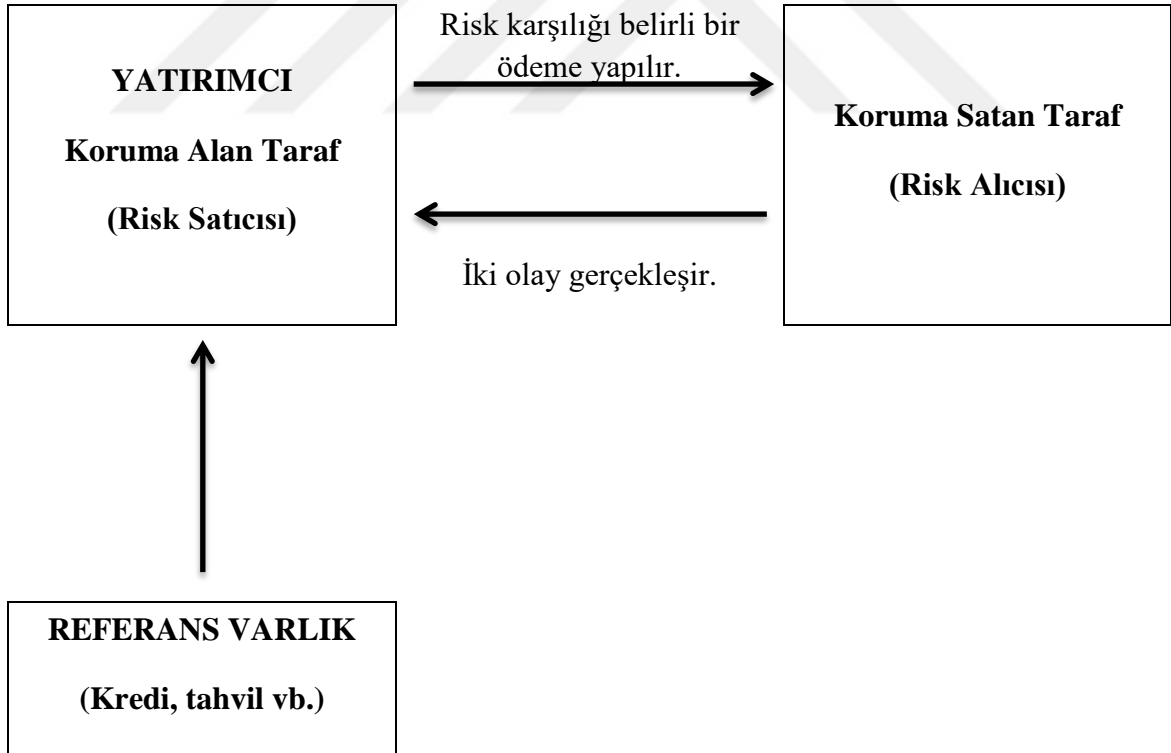
Yunanistan'da ortaya çıkan krizin tüm Avrupa'ya yayılma korkusu, IMF ve AB düzeyinde tedbir alınması zorunluluğunu da beraberinde getirmiştir. KDK'ların Yunanistan, Portekiz ve İspanya'nın kredi notlarını düşürmesi karşısında IMF Başkanı, KDK'lara pek fazla güvenilmemesi gerektiği yönünde açıklama yapmıştır. Almanya Dışişleri Bakanı ise ABD kökenli derecelendirme kuruluşları yerine AB'nin kendi derecelendirme kuruluşlarını kurmak zorunda olduğunu beyan etmiş ve Avrupa'nın refahının KDK'lara bağlı hale getirilmemesi gerektiğini açıklamıştır. Yaşanan krizler aynı zamanda KDK'ların objektif ve doğru değerlendirmelerde ne kadar yetersiz olduğunu bir kez daha ortaya koymuştur (Erkan ve Demircioğlu, 2010:120).

FSB ve AB komisyonu kredi notlarına aşırı bağımlılığın azaltılmasına yönelik çözüm önerilerinde bulunmuş ve otoriteleri bu öneriler üzerinde çalışmaya davet etmiştir. Ülke kredi notu değerliliğinin belirlenmesinde piyasa göstergelerinin de kullanılması gerektiğine vurgu yapmıştır. Bu noktada ilgi çekici konu, CDS'lerin ve KDK'ların notlarına alternatif olarak kullanılabilmesinin belirtilmiş olmasıdır (Gür ve Öztürk, 2011:88). Ülke kredi riskinin bir göstergesi kabul edilen CDS primleri ülke riskini göstermesi bakımından iyi bir gösterge olarak kabul edilmektedir (İnce, 2013:49).

CDS, herhangi bir finansal kredinin geri ödenmeme riskine karşı alacaklı tarafın parasını koruma altına alan ve bunu da belli bir bedel karşılığında yapan kredi türev¹⁶ enstrümanına denir. CDS sözleşmeleri kredi riskini başka kişilere ya da gruplara transfer etmek amacıyla geliştirilmiştir. Kısacası CDS'ler risksiz değişken faizli bir tahvilin, riskli değişken faizli bir tahville değiş tokuş edilmesi olarak da açıklanabilir. CDS sözleşmeleri türev ürünler piyasasının en çok alınıp satılan ürünüdür (Kunt ve Taş, 2008:80). Çünkü bankalar ve şirketler açısından bu araç önemli bir yeniliktir. CDS sayesinde rezerv para ayırma zorunlulukları bulunmamaktadır. Serbest kalan sermaye ile başka alanlara yatırım yapma imkanı sağlanmış oldu (Paker, 2014:60).

CDS primleri ise kredi riskinin transferinde kullanılan önemli bir göstergedir. Kredi riskinin bir nevi fiyatını göstermektedir (BDDK, 2008:59). Bu primler satın alınan toplam koruma tutarının (varlığın nominal değeri) bir yüzdesi olarak belirlenmektedir ve genellikle çeyrek dönemlerde ödenmektedir (Hasbi, 2012:62).

Şekil 13: CDS İşleyişi



16 Kredi Türevi: Kredi riski taşıyan bir finansal varlığın potansiyel getirisinin üzerinde önceden anlaşılan belli bir seviyenin altına düşme riskine karşı, o varlığın kendine dokunmaksızın, söz konusu riski başka kişiye transfer etmeye yarayan ve başka finansal üründen hareketle türetilen finansal sözleşme tipine denir.

1. Olay: Referans kredi eğer temerrüde düşmez ise Koruma Satan Taraf (Risk Alıcısı) herhangi bir ödeme yapmaz.

2. Olay: Referans kredi temerrüde düşer ise Koruma Satan Taraf (Risk Alıcısı) (şirket) yatırımcıya varlığın nominal değeri üzerinden ödeme yapar.

CDS piyasaları tam olarak gelişmeden önce yurtdışından borçlanırken yüksek faiz ödeyerek olması gerekenden fazla risk primi ödemek zorunda kalan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler, CDS pazarının gelişmesiyle birlikte daha düşük maliyetli finansal borç bulma imkanına kavuşmuştur (Kunt ve Taş, 2008:82)

Türkiye'nin son yıllarda yakaladığı ekonomik, finansal, siyasi istikrar başarısı piyasalar tarafından kabul görürken, KDK'ların piyasalardaki bu kredibilitiyi kredi notuna yansıtmakta geç kaldığı görülmüştür. Türkiye'den daha yüksek kredi notuna sahip ülkeler ile Türkiye'nin 5 yıllık CDS primleri karşılaştırıldığında, KDK'ların verilen notlar ile piyasa tarafından Türkiye'ye verilen notlar tutarsızlık göstermektedir. KDK'lara eleştiride bulunulduğunda ise kendilerini uzun dönem riskleri göz önünde bulundurdukları yönünde savunmaktadır. Ancak CDS primleri bu iddiaların geçersiz olduğunun kanıtıdır (Akçayır, 2013:57).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ DÜNÜ, BUGÜNÜ VE GELECEĞİ

4.1 KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ TARİHİ

19. yüzyılda ABD’de yaşanan Finansal Kriz sonrası dar kapsamlı risk ölçümleri şeklinde ortaya çıkan derecelendirme zamanla, piyasaların uluslararası düzeyde işlem görmesiyle, kapsamını genişleterek daha geniş çerçevede uygulama alanı bulmuştur (Hasbi, 2012:4).

Derecelendirme işlemi, ilk olarak **1829** yılında “Baring Brothers & Company” şirketinin kredi riskini araştırmak amacıyla Boston’lu Thomas Wren Ward adında emekli bir tüccarı gezici muhabir olarak işe almasıyla başlamıştır (Akçayır, 2013:6).

Kurumsal olarak ise kredi derecelendirme kavramı, New York’lu bir manifaturacı olan Lewis Tappan’ın **1837** yılında yaşanan ekonomik krizde müşterilerinin durumunu belirlemek amacıyla geliştirdiği değerlendirme yöntemine dayanmaktadır (Yazıcı, 2009:5). Kendisi de bu ekonomik çöküşten zarar eden Tappan birçok yatırımcı adına şirketleri izlemek ve değerlendirmek amacıyla “Mercantile Agency” şirketini kurmuş ve bu alanda faaliyette bulunmaya başlamıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:10). Zarar eden borçluların kredi değerliliğinin belirlenmesi için Doğu ve Batı eyaletlerinin dahil olduğu, çoğunluğu avukat olan, 180 muhabiri kapsayan bir ağ kurarak derecelendirmenin temelini atmış oldu (Yazıcı, 2009:5). Daha sonra Robert Dun tarafından faaliyetine devam eden bu kuruluş **1859** yılında ilk değerlendirme kılavuzunu (Ratings Guide) yayınlamıştır (Haspolat, 2015:9).

John Bradstreet adlı bir avukat da **1849** yılında “Bradstreet Company” şirketini kurarak, borç ödeme güçlüğü çeken tacirlerin davalarına vekillik ettiği sıralarda vekillerden sağladığı kredi bilgilerini New York toptancılarına satmaya başlamıştır (Yazıcı, 2009:5). Bradstreet böylelikle derecelendirme faaliyetlerine Tappan’ın ardından profesyonelce yaklaşan ikinci kişi olmuştur.

1868 yılında H. Varnum Poor ve oğlu H. William Poor ile “HV and HW Poor Co.” şirketini kurdular ve “ ABD Demiryolları Kılavuzu” (Manuel of the Railroads of the United States) yayınladılar (TCMB, 2010).

1899 yılında ABD’de A.M. Best kredi derecelendirme kuruluşu kurulmuştur (TCMB, 2010).

1900 yılında John Moody yatırımcıların tercihlerini yönlendirmek amacıyla, şirket bilgilerinin derlendiği “Moody’s Manual of Industrial and Comparison Securities (Moody’s Endüstri ve Şirket Menkul Kıymetleri)” isimli el kitabını yayınlamıştır (TCMB, 2010).

1904 yılında Luther Blake tarafından “ Standard Statistics Company” adlı şirket kuruldu (Yazıcı, 2009:6).

1905 yılında John Moody “Moody’s Investor Service” şirketini kurdu ve **1909** yılında “Demiryolları Yatırım Analizleri” adlı eserini yayınladı (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:10). Bu eserinde menkul kıymetlerin derecelendirilmesine ilişkin ilk veriler kullanılmıştır (Suadiye, 2006:4). Moody’s ilk kez firma borcu için derecelendirme yaparak; en yüksek kaliteli borca “A”, orta kalitedekine “B”, en düşük kalitedekine ise “C” derecelendirmelerini vermiştir. Kullandığı sembollerle derecelendirme notu vermiş ve bu notlar daha sonra kredi derecelendirmesinde kullanılan uluslararası semboller haline gelmiştir (Yazıcı, 2009:6).

1913 yılında Fitch şirketlerin performansını yayınlayan bir şirket olarak kurulmuştur.

1914 yılında Fitch günümüzde kullanılan üç harfli çizelgesini piyasaya sunmuştur.

1916 yılında “ Poor’s Publishing Company” ilk derecelendirme notunu vermiştir

1931 yılında Wall Street’in çöküşünün ardından derecelendirmeler ilk kez düzenleyici amaçlarla kullanılmıştır.

1932 yılında Duff & Phelps kredi derecelendirme kuruluşu kurulmuştur.

1933 yılında “Mercantile Agency¹⁷” ve “Bradstreet Company” şirketleri birleşti.

1941 “Standard Statistics Company” ve “Poor’s Publishing Company” şirketlerinin birleşmesiyle bugünkü “Standard and Poor’s” şirketi kurulmuş oldu.

1962 yılında “Dun & Bradstreet” şirketi Moody’s tarafından satın alındı.

1966 yılında S&P “McGraw-Hill Companies” bünyesine katılmıştır.

1975 yılında S&P mortgage sistemine (İpotekli konut finansman sistemi) dayalı menkul kıymetleri derecelendirmeye başlamıştır.

SEC tarafından Fitch, Moody’s ve S&P, NRSRO olarak tanımlanmıştır.

Japonya’da “JCR- Japanese Bond Rating Service” kredi derecelendirme şirketi kuruldu.

1976 yılında Kanada merkezli “DBRS- Dominion Bond Rating Service” kredi derecelendirme şirketi kuruldu.

1978 yılında Avrupa kökenli tek büyük derecelendirme şirketi IBCA, İngiltere’de kuruldu.

1985 yılında Japonya merkezli “ Japanese Credit Rating Agency” ve “Nippon Investor Service” şirketleri kuruldu.

1986 yılında S&P VDMK (Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler) derecelendirmeye başladı.

1992 yılında Fransız “Fimalac S.A.” şirketi IBCA’yı satın almıştır.

1997 yılında Fitch Ratings, “Fimalac S.A.” adlı holding bünyesine katılmıştır.

2000 yılında Fitch IBCA şirketi, “Duff & Phelps” ve “Thomson Bankwatch şirketlerini bünyesine katarak “ Fitch Rating” ismini aldı (Akçayır, 2013:19-25).

17 Derecelendirme faaliyetlerine profesyonelle yaklaşan ilk kişi olan Lewis Tappan tarafından kurulmuştur.

Derecelendirme şirketlerinin ilk kuruluşu ve gelişimi ABD’de olmakla birlikte, finansal piyasalarda ortaya çıkan gelişmeler doğrultusunda diğer ülkelerde de derecelendirme şirketleri kurulmuştur. Daha çok ulusal pazara hitap eden bu kuruluşların uluslararası piyasalara fazla açılmadığı görülmektedir. S&P, Moody’s ve Fitch derecelendirme kuruluşlarının uzun yıllara dayanan tecrübeleri ve faaliyet alanlarının uluslararası boyutlarda olması bu kuruluşların diğerlerinden daha fazla tanınmasına ve talep görmesine neden olmuştur (Suadiye, 2006:4)

Endüstriyel şirketler ve kamu kurumlarının derecelendirilmesine 1922 yılından itibaren başlanmıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:10). 1950’lerde uluslararası ihraççı şirketler ve bankalar incelenmeye başlandı. 1960’larda ticari senet (Commercial Paper) piyasasının hızla büyümesi belediyelerce ihraç edilen tahvillerin derecelendirmelerinin önemini arttırdı (Şirvan, 2004:3). 1970’li yıllara kadar finans piyasalarındaki genişleme daha çok ABD ile sınırlı kalmış, tahvil arz ve talebi ABD dışında pek işlem görmemiştir. 1971 yılında Bretton Woods sisteminin çöküşüyle KDK’lar için, dünya çapında gelişmeye başlayan sermaye piyasaları, büyümek için fırsat haline gelmiştir (Haspolat, 2015:13). 1970 ve 1980’lerde makro ekonomik değişkenlerdeki hareketlilik riski artırmış ve derecelendirmeye olan ihtiyacı daha da şiddetlendirmiştir. 1990’lı yıllarda ise bir yandan artan rekabet karşısında şirketler arası birleşmeler, liberalizasyon, küreselleşme ve menkul kıymetleştirme eğilimleri diğer yandan yaşanan finans krizleri derecelendirmeye olan ihtiyaçları en üst düzeye çıkardı (Şirvan, 2004:3).

2000 yılından 2008 Küresel Finansal Krizi yaşanana kadar ABD merkezli büyük ölçekli firmaların batmasıyla KDK’lara olan eleştiriler artmış ve varlıkları sorgulanmaya başlanmıştır. Kriz sonrası ise bu kuruluşlara olan eleştiriler en üst düzeye çıkmış ve bağımlılıkları azaltmak için çeşitli alternatif çözümler aranmaya başlanmıştır.

S&P 1970’li yıllarda 11, 1989’da 25 ülke derecelendirirken 1999’da bu sayı 80’e yükselmiştir. Ülke derecelendirmelerine yapılan bu yoğun talep sonrası KDK’lar yerel derecelendirme kuruluşlarıyla ortaklı kurarak veya satın alarak uluslararası alandaki ihtiyaca cevap vermeye çalışmışlardır (Suadiye, 2006:5).

4.1.1 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Eleştiriler ve Sebep

Oldukları Skandallar

KDK'lar piyasa güçlerini ve etkinliklerini artırdıkça bu kuruluşlara olan eleştiriler de zaman içinde artmıştır. Bu kuruluşların not verme sistemlerinin şeffaf olmaması, piyasa yapısı nedeniyle birçok çıkar çatışmasına sebep olması ve bu alandaki rekabet eksikliği, krizleri öngörememeleri ve aldıkları kararlarla krizi daha da derinleştirmeleri nedeniyle akademi, politika ve ekonomi çevrelerinden çok sayıda eleştiri almışlardır (Haspolat, 2015:134). Bu eleştiriler daha açık şekilde şöyle sıralanabilir:

- ❖ Not verme yöntemlerinin yeterince şeffaf olmaması,
- ❖ Derecelendirme piyasasında yaşanan rekabet eksikliği,
- ❖ Çıkar çatışması;
 - KDK'ların menkul kıymet ihraç edenler tarafından finanse edilmesi,
 - KDK'ların not verdikleri firmalara aynı zamanda danışmanlık yapması,
 - KDK ve diğer kuruluşlar arasındaki personel geçişleri,
- ❖ KDK'ların krizi öngörememeleri ve mevcut krizleri de derinleştirmeleri.

KDK'lar uzun zamandır piyasa hareketlerine çok geç reaksiyon göstermeleri, derecelendirme hataları yapmaları ve tarafsız olmamaları gibi konularda eleştiriye uğramışlardır. Bu eleştirilerin ana noktasını yakın tarihlerde gerçekleşen çeşitli krizler oluşturmaktadır. Örneğin; Güney Amerika ülkelerinin yaşadığı borç krizinde, 2001 yılındaki Arjantin ekonomik çöküşünde, Enron şirketinin iflasında ve son olarak ABD'de ortaya çıkan "mortgage" krizinde gerekli refleksi göster(e)memeleri nedeniyle sebep oldukları etmenler yüzünden eleştirilere uğramışlardır (Erkan ve Demircioğlu, 2010:118)

4.1.1.1 Kurumsal Şirket Alanında Yaşanan Skandallar

1998 yılında Moody's dünyaca ünlü Alman sigorta şirketi "**Hannover Re**"ye bir mektupla başvurarak şirketin mali durumunu ücret talep etmeden incelemeye karar verdiğini bildirir. Zaten S&P ve Fitch şirketleriyle anlaşmalı olan Hannover, Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun talebini reddetmiştir. Ancak Moody's firmayı analiz ederek diğer KDK'ların aksine şirket hakkındaki değerlendirmelerini olumsuz yönde

tain etti. Bu değerlendirmenin yayınlanmasının ardından firma hissedarları tedirgin oldu ve 2003 yılının Mart ayında Moody's yapmış olduğu son not indiriminin ardından şirketin hisselerinin piyasa fiyatı yüz milyonlarca Dolar değer kaybetti (Maliye Bakanlığı, 2005:4). Moody's bu tutumuyla şirketin ekonomik geleceğini kelimenin tam anlamıyla baltalamıştır. Bu durum KDK'ların bir şirket üzerinde ne derece etkili olabileceğinin kanıtıdır (Akçayır, 2013:72).

1999 yılında Amerikan yazılım şirketi “**Compuware Corp.**” 500 Milyon Dolar borçlanmayı planlamadan önce hem S&P ile hem de Moody's ile belli bir ücret karşılığında anlaşmıştır. Ancak aradan bir yıl bile geçmeden Moody's şirketten 5000 Dolar ek ücret talep etmiştir. Muhtemeldir ki şirket yöneticileri ek ücretin ödenmemesi durumunda kredi notunu olumsuz yönde etkileneceğini ve daha büyük zarara uğrayabileceklerini düşünmüştür (Akçayır, 2013:72). Bu örnekten de anlaşılacağı üzere KDK'lar faaliyette buldukları iş gereği kendi istekleri ve görüşleri doğrultusunda istedikleri yönde piyasa katılımcılarını etkileme gücü sahip bir konumdadır.

2001 yılından bu yana yanlış kredi notu verilmesine bağlı iflas eden şirketlerin olması neticesinde KDK'lara yönelik eleştiriler artış göstermiştir. 2001 yılında Enron, 2002 Worldcom, 2003 Parlamat ve 2008 Lehman Brothers gibi büyük şirketlerin batmasının ardından, bu firmaların çöküşünden çok kısa süre önce verilen yüksek kredi notları sebebiyle bu kuruluşlara duyulan güven önemli ölçüde sarsılmıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:10). Bu şirketlerin batmasına neden olan sorunlar arasındaki en büyük problem muhasebe hileleriyle yatırımcı ve kurumları yanıltarak piyasada işlem yapma eğiliminde olmalarıydı. Derecelendirme şirketleri de bu yanlış verilerden nasibini almıştır.

Enron Şirketi 2001 yılında iştiraklerinin yaşadığı 1 Milyar Dolara yakın zararla daha fazla faaliyet gösterememiş ve aynı yıl iflas etmiştir. Şirketin iflasının kredi derecelendirme sektörüyle bağlantısı, şirkete ait iştiraklerin büyük zararlar kaydetmesine ve gerçekleştirilen muhasebe hileleriyle bunun gizlenmesine karşın şirkete yüksek kredi notunun verilmesidir. ABD'de bu iflas büyük yankı uyandırmış ve iflasın ardından çıkar çatışması ve şeffaflık konuları tartışılır hale gelmiştir (Gür ve Öztürk, 2011:76).

Parlamat Şirketi 2003 yılında türev enstrümanlara yaptığı yoğun yatırımlar ve bu yatırımların bilançolarında gösterilmemesi gibi muhasebe hileleri nedeniyle iflas etmiştir. İflasın hemen öncesinde KDK'lar şirketin mali açıdan zor durumda olduğunu bilmelerine rağmen bunu görmezden gelmişlerdir. Mali açıdan zorluklarla karşı karşıya olduğu bilinen şirketin kredi notu, 500 Milyon Avro tutarındaki ihraç planını geri çekmesiyle ancak düşürülmüştür (Gür ve Öztürk, 2011:76).

Worldcom küçük bir uzun mesafeli telefon şirketi olarak işe başlasa da 15 yıl içinde 60'tan fazla firmayı bünyesine katarak ABD'nin telefon hizmetleri ve bilgi işlem alanında ikinci büyük şirket konumuna gelmiştir. Ancak bu şirketin 2001 yılında yaptığı 1,4 Milyar Dolarlık ve 2002 yılının ilk üç ayında yaptığı 130 Milyon Dolarlık karın doğru olmadığı ortaya çıktı. SEC tarafından incelemeye alınan Worldcom iflas etmesiyle ABD menkul kıymetler piyasası da zarar görmüştür (Ntv, t.y.).

Lehman Brothers ağırlıklı olarak sabit faizli hisse senetleri ile çalışan 160 yıllık geçmişe ve deneyime sahip bir yatırım bankasıdır. 15 Eylül 2008 tarihinde 613 Milyar Dolar borç tutarı ile ABD tarihinin en büyük iflasını açıklayan bu banka küresel krizin başlangıç noktası ve tetikçisi olmuştur. Dahası, batışından bir gün önce en yüksek yatırım yapılabilir seviye notu olan "AAA" ile derecelendirilmiştir. Böylece KDK'lar bir kez daha kendilerine duyulan güvenin yitirilmesine neden olmuştur (Akçayır, 2013:85).

2008 yılı sonrası ABD ve Dünyanın önde gelen KDK'larından olan ve verdiği yüksek derecelendirme notları sebebiyle suçlamaların odağı haline gelen Moody's, "ABN Amro" tarafından ihraç edilmiş olan ve kendilerince yüksek kredi notu verilen tahviller ile ilgili olarak "Bilgisayar sistemindeki bir yazılım hatasının, aslında düşük kredi notuna sahip olması gereken yatırım araçlarının yatırım yapılabilir seviyede notlandırılmasına neden olduğunu" iddia ederek kendisini savunmaya çalışmıştır (Gür ve Öztürk, 2011:77). Böylesine büyük firmaların derecelendirmesinde yapılan hatalar sonucu inandırıcılıktan uzak şekilde savunma ve açıklamalarda bulunan KDK'ların, piyasaya karşı ne kadar sorumsuz ve kaliteden uzak olduğu ortaya çıkmaktadır.

Derecelendirme piyasasını üç büyük şirketi, verdikleri tartışmalı kredi notları ile yoğun şekilde eleştirilmiş, bu baskılar sonucu 2008 yılında yüksek kredi notuna sahip

firmaların kredi notlarını ani şekilde düşürmeleri ile küresel krizin derinleşmesinde önemli bir etken olarak görülmüştür (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012:10).

4.1.1.2 Ülke Derecelendirmelerinde Yaşanan Skandallar

1995 yılında Moody's Kanada hükümetinin borçlarını incelemeye almış ve akabinde bu ülkedeki pek çok kesimin tepkisine maruz kalmıştır. Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun bu kararı, ülkede faiz oranlarının yükselmesiyle sonuçlanmış ve hükümet devlet tahvillerine fazladan 300 Milyon Dolar ödemek zorunda kalmıştır. Kanada'nın notu yükseltmesi (eski seviyesine ulaşması) yedi yılını almıştır. (Erkan ve Demircioğlu, 2010:121). Yani bir KDK'nın not azaltışına gitmeden, bir inceleme faaliyetinde bulunması bile piyasaları etkileyebilmektedir.

Rusya'da yaşanan krizde de krizi öngöremeyen KDK'lar kriz öncesi kısmen de olsa iyi durumdaki notlar, krizin ardından seri şekilde ve hızlıca düşürülmüştür. Tablo14'te görüldüğü üzere Rusya'nın notu bir aydan daha kısa süre içinde birkaç defa peş peşe düşürmüştür.

Tablo 14: S&P ve Fitch Derecelendirme Kuruluşlarının Rusya Krizi Öncesi ve Sonrasındaki Notları

S&P		Fitch	
9 Haziran 1998	B+	30 Temmuz 1998	BB-
KRİZ			
13 Ağustos 1998	B-	17 Ağustos 1998	BB-
17 Ağustos 1998	CCC	27 Ağustos 1998	CCC
16 Eylül 1998	CCC-		

Kaynak: Erkan ve Demircioğlu, 2010:119

Rusya'da yaşanan kriz, ülkenin borçlarını geri ödemede yaşadığı aksaklıklardan kaynaklanmıştır. 17 Ağustos 1998 Rusya hükümeti dış borçların ödenmesiyle ilgili 90 günlük moratoryum ilan etti (Erkan ve Demircioğlu, 2010:119). KDK'lar burada krize direk yol açan etmen olmasa da yaşanan kriz sonrası derecelendirme notlarında yaptıkları indirimler dolayısıyla piyasaya olumsuz ve derinleştirici bir etki etmiştir.

Dominik Cumhuriyeti'nde yaşanan bankacılık skandallarının ardından Moody's ve S&P ülkenin kredi derece notunu aynı yılda iki kez düşürdü ve borçlarını ödeyememe durumunda kalabileceğini açıkladı akabinde hükümet, ülkede devam etmekte olan tüm yapım ve onarım faaliyetlerini durdurmak zorunda kaldı. Aynı şekilde 1998 yılında Malezya'nın kredi notu düşürüldüğünde ülke ekonomisini canlandırmak üzere yapılması planlanan 2 milyar dolarlık tahvil ihracı iptal edilmişti (Maliye Bakanlığı, 2005:10).

Ayrıca Asya krizinde de olduğu gibi not indirimlerinin akabinde yaşananlar piyasaların daha da bozulmasına sebebiyet vermiştir. 1997 yılına kadar Asya ülkelerinin kredi notlarında herhangi bir değişiklik yapmayan KDK'lar bu tarihten sonra söz konusu ülkelerin sırayla düşürmeye başladılar. KDK'ların bu hareketleri, krizin hemen sonrası yapılması ve sermaye kaçıışı yaşanan ülkelerin bozuk finansman olanaklarını daha da kötüleştirerek yatırımcıların içinde bulunduğu panik ortamını daha da arttırmıştır (Gür ve Öztürk, 2011:76). Örneğin; Kore "AA-" (Fitch ve S&P) ve "A1" (Moody's) gibi çok yüksek "yatırım yapılabilir" derecesine sahipken kriz zamanı "B-", "B+" (Fitch ve S&P) ve "Baa1" (Moody's) derecelerine düşürülmesi, KDK'ların değerlendirmelerinde ya başlangıçta (Kriz öncesi) ya da sonrasında (Kriz dönemi ve sonrası) bir yanlılık yaptıklarını açıkça göstermektedir (Çelik, 2004:70).

KDK'ların nitelikli derecelendirme yapmasının önündeki en büyük engeller; borçlu hakkında zamana uygun, doğru ve kapsamlı bilgilere sahip olmamasıdır. Örneğin Asya krizinde, kamuoyundan gizlenmiş ve bilanço dışı kalemler arasına saklanmış Tayland Merkez Bankasına ait önemli bilgiler ortaya çıkmıştır. Aynı zamanda Tayland, Kore ve Endonezya'da tahsili gecikmiş alacakların ölçümüyle ilgili problemler çıkmıştır (Çelik, 2004:70).

4.1.2 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının 2008 Krizine Etkisi

2008 krizini diğer krizlerden ayıran en önemli yanı, finansallaşmanın bu krizi tetiklemedeki oynadığı roldür. CDO (Teminatlı Borç Yükümlülükleri) biçimindeki menkul kıymetleştirme, CDS (Kredi Temerrüt Takası) gibi yeni türev araçlar ve hedge fonlar, hem çok büyük risklerin oluşmasında hem de bu risklerin transfer edilerek dünya çapında yaygın bir hale gelmesinde çok etkili olmuştur (Bostancı, 2012:32).

KDK'ların CDO (Teminatlı Borç Yükümlülükleri) ve ABS (Varlığa Dayalı Menkul Kıymet) gibi finansal ürünlerin riskini yanlış değerlendirmekle eleştirilmiştir. Bu yanlış değerlendirme sonucunda yatırımcıların zararları büyük boyutlara ulaşmıştır. Bu nedenle krizin en büyük suçlusu finansal ürünlere gereğinden fazla not veren KDK'lar olarak gösterilmektedir (İnce, 2013:5).

2008 Finansal krizinin ilk işaretleri 2006 yılının ikinci çeyreği konut piyasasındaki bozulmalarla ortaya çıkmaya başlamıştır. Nitekim ABD konut ve finansal piyasalarında 2007 yılının başlarında görülen birkaç büyük kuruluşun iflası (Lehman Brothers, Merrill Lynch, American International Grup vb.) krizin ilk olayları olmuştur. Krizin çıkmasındaki temel nedenler ise aşağıdaki gibidir (Çiftçi ve Çeviş, 2012:59):

- ❖ Likidite bolluğu ve özensiz krediler (Alt gelir grubuna “subprime” mortgage kredileri verilmeye başlandı),
- ❖ Menkul kıymetleştirme ile riskin bir kurumdan diğerine aktarılmasının kolaylaşması,
- ❖ Saydamlık eksikliği,
- ❖ Derecelendirme kuruluşlarının subjektifliği,
- ❖ Düzenleyici ve denetleyici kuruluşların problem tespitinde geç kalması ve çözüm üretememesi,
- ❖ Finansal yapıdaki değişim ve faiz oranlarındaki uyumsuzluklar,
- ❖ Mortgage krizlerinin yapılarının bozulması,
- ❖ Finansal istikrarsızlık,
- ❖ Finansal serbestleşme ve finansal denetimin azalması.

Bu krizin temel nedenlerinden biri de kredi türev araçlarıdır. Türev araçlar ilk başta riski azaltan ve piyasada güven teşkil eden varlık olarak görülmüş olsalar da özellikle kriz sonrası ekonominin canavarı olarak nitelendirilmişlerdir (Hasbi, 2012:63).

Küresel finansal piyasalar arasındaki sıkı bağlantılar nedeniyle ABD Mortgage piyasalarında başlayan daha sonra likidite krizine dönüşen likidite sorunu, ABD bankalarının borç verme riskini yabancı yatırımcılara aktarması sonucu başta AB olmak üzere tüm dünyaya dağılmıştır (Çiftçi ve Çeviş, 2012:59).

Özellikle 2004 ve 2007 yılları arasında başta ABD olmak üzere çeşitli ülkelerdeki yatırım bankaları yüksek oranda getiri sağlamak amacıyla, içerisinde yüksek riskli konut kredilerinin de bulunduğu “Teminatlı Borç Senetleri (Collateralized Debt Obligation, CDO)” havuzu ihraç etmek üzere KDK'lara onaylatmıştır. İçinde İDMK (İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler) de bulunan ve notu “AAA” ile “BB” arasında değişen düşük risk derecesine sahip ve yüksek getiri sağlayan bu borç senetleri, emeklilik fonları ve hedge fonlar tarafından yoğun şekilde tercih edilmiştir (Yazıcı, 2009:8). Bütün dünyadaki yatırımcılar ve finansal kurumlar Amerikan konut piyasasına yatırım yapmaları sağlanmıştır. Çünkü yatırımcılar KDK'ların bu karmaşık ürünler hakkındaki değerlendirmelerine bakarak karar vermişlerdir (Erdönmez, 2009:87). KDK'lar konut fiyatlarının asla düşmeyeceği varsayımı altında bu piyasada yüksek derecelendirme notu vermişler ve yüksek riskli ipotek kredilerinin kalitelerindeki düşmemeleri görememişlerdir. Ani satış baskısıyla birlikte bu ürünlerin hızlı bir şekilde paraya çevrilmesi aşamasında yaşanan zorluklar parasal krizin derinleşmesini de beraberinde getirmiştir (Erkan ve Demircioğlu, 2010:122).

ABD'de 2003 yılından itibaren finansal kuruluşlar kredibilitesi zayıf olan kişilere de mortgage¹⁸ kredisi vererek mali disiplini gevşetmeye başladılar. Aslında, bu son derece riskli yapı 2005 yılına kadar defolarını saklamayı başardı. Reel sektör ve finans sektörü içinde bulunan subprime¹⁹ bireylerin aldığı kredilerin toplam hacmi krizden önce 1,2 Trilyon Dolar seviyesine kadar ulaşmıştı. FED'in 2004 yılının ikinci yarısından itibaren faiz artırmaya başlamasıyla bu yüksek kazanç sağlayan ortam bozulmaya başladı.

Mortgage piyasasında müşterilere iki tür faiz seçeneği ile kredi alma hakkı tanınıyordu; Sabit Faizli Krediler ve Değişken Faizli Krediler. Sabit faizli kredi alanlar piyasada yaşanan dalgalanmalardan etkilenmezken, alt gelir grubunun (subprime) aldığı değişken faizli krediler, FED'in faizleri artırmaya başlamasıyla kredi geri ödemelerini gerçekleştirememeye başladılar²⁰ (Bostancı, 2012:54).

18 Mortgage sektörü kriz öncesi 10 Trilyon Dolarlık değeriyle dünyanın en büyük piyasası konumunda bulunuyordu.

19 Subprime: Alt gelir grubu.

20 FED'in faiz artırım kararı ile ipotek taksitleri artan yüksek riskli konut kredileri müşterileri, kendi ücretlerinin üstünde bir ipotek taksitiyle karşılaştılar ve bütün dengeler altüst oldu. Kişilerin sahip oldukları gelirin satın alma gücü düştü (Bostancı, 2012:54).

Mortgage kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymet piyasasının temel fon kaynağı olan mortgage kredileri geri ödemelerinin yapılamaması nedeniyle ikincil piyasanın fonlanmasında sıkıntılar yaşanmaya başlanmıştır. Özellikle subprime mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, sermaye piyasalarını derinleştirmekten ziyade mevcut işleyişin temelden bozulmasına neden olmuştur (BDDK, 2008:53).

Peşin ödemeleri düşük ve kredibilitesi kötü olan subprime mortgage kredilerine dayalı üretilen tahviller kredi kaynağının özelliklerine bakılmadan, ihraç edilen kuruluşların yapısına göre derecelendirilmiştir. Derecelendirme yapısına bakıldığında, subprime mortgage kredilerine dayalı tahvillerin %96 sına A grubu derece yani KÜDİ değeri 40 ve üstü olan notlar vererek en başta sistemin temelini sorunlu olarak kurulduğu görülmektedir. Eğer bu kredilere dayalı tahvillere bu kadar yüksek not verilmeseydi, CDO sözleşmeleri de aşırı yüksek getiri marjlarıyla oluşturulmazlardı. CDO sisteminin geniş aralıkta ve gereğinden fazla yüksek notlarla derecelendirilmesi, aşırı teminatlandırmanın yapılması, mortgage piyasasında çıkan kriz sonrasında, büyük finansal kuruluşların bilançolarından, büyük oranda varlıklarının silinmesine neden olmuştur. Mortgage piyasasında çıkan kriz sonrası KDK'ların yaptığı hızlı not düşürmeleri sonucu CDO kapsamında yapılması gereken ödemelerin yüklü miktarda olması piyasada likidite krizini artırmıştır (BDDK, 2008:55). Yani KDK'lar konut fiyatlarının asla düşmeyeceğini varsaymışlar ve yüksek riskli ipotek kredilerinin kalitelerindeki düşüşleri görememişler ve yapılan ani not düşürmeleri piyasadaki krizi daha da tetiklemiştir (Erdönmez, 2009:88).

KDK'lar ard arda mortgage kredilerine dayalı tahvillerin notunu indirirken paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki artışlar yüzünden bu ürünleri nakde çevirmek de zorlaşmıştır. Yakın tarihte bu tahvillerin yüksek notlara sahipken bir anda not indirimine gidilmesi sistemin de sorgulanmasını beraberinde getirmiştir. Bu yatırım araçlarının fiyatları düşmüş ve milyarlarca dolarlık fonlar değerini kaybetmiştir (BDDK, 2008:57).

2008 krizini diğer krizlerden ayıran en önemli özellik, bu krizin karmaşık ve yüksek hacimli türev ürünleri kapsamasıdır. Bu ürünlerin karmaşık yapısı nedeniyle kurtarma paketlerinin içeriğinde teknik sorunlar çıkmıştır. Ayrıca bu ürünlerin finansal

krizi yayması ve krizin reel sektöre sıçraması sonucu, finansal krizin reel krize dönüşmesi kaçınılmaz olmuştur (Çiftçi ve Çeвиş, 2012:63).

Türkiye ABD, Avrupa ve bazı diğer ülkelere göre bu krizden daha az etkilenmiştir. Bunun en büyük nedeni ise Mortgage kredi yapısının Türkiye’de kurulmamış olmasıdır. 2002-2007 yılları arasında dünya likidite bolluğunun Türkiye’ye yansımaları neticesinde ülkeye gelen yabancı sermaye sayısı artmış ve ekonomik göstergelerde pozitif gelişmeler olmuştur. Fakat kriz sonrası düşen talep ile birlikte, likiditenin yüksek oranla çekilmesi, cari açığın fonlanmasındaki sorunlar, buna bağlı olarak TL’nin değer kaybetmesi ve bankaların kaynak bulamamaları sebebiyle verdikleri kredileri sınırlandırmaları ve güvensizliğin meydana gelmesi ülkenin krizden olumsuz biçimde etkilenmesine neden olmuştur.

4.2 REKABET KOŞULLARI VE REKABETİN ARTTIRILMASI

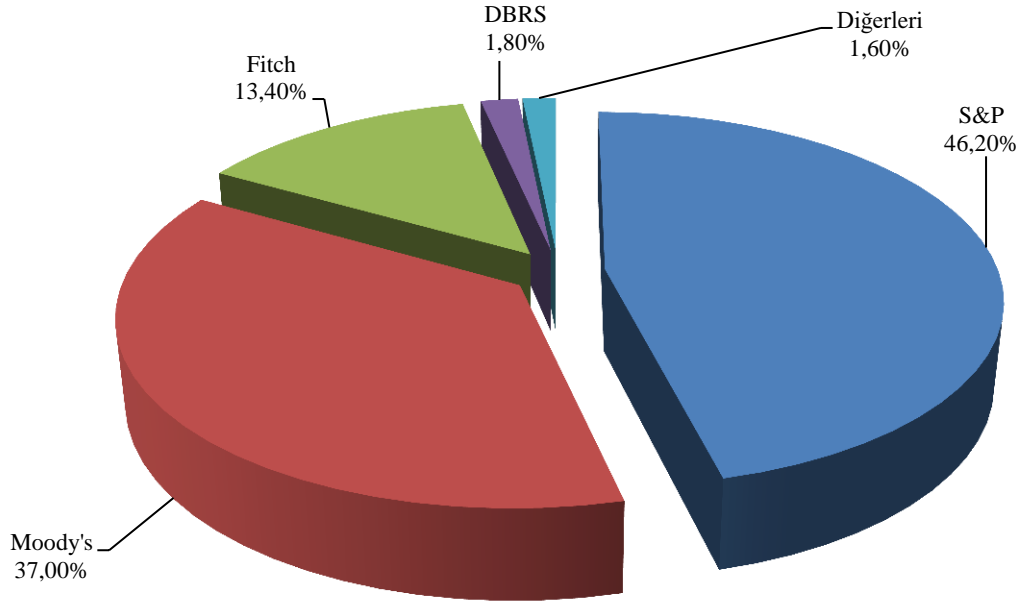
Dünyada yüzlerce derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen, uluslararası sermaye piyasalarında genel kabul görmüş bir kaç derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. KDK’lar faaliyetlerini, gelişmiş sermaye pazarlarının olduğu ülkelerde kendilerine ait şubeleri kurarak veya yerel derecelendirme şirketleriyle ortaklık yoluna giderek devam ettirmektedir. Bölgesel olarak güçlü konumdaki derecelendirme kuruluşları da pazarda önemli paya sahiptirler. Özellikle Asya’da faaliyet gösteren Tokyo Shoko Research Ltd. ve Japan Credit Rating Agency birçok derecelendirme şirketiyle başa baş mücadele etmektedir (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012:13).

Piyasada genel kabul gören uygulamaya göre derecelendirme notu değerlendirilirken iki büyük kuruluşun birinin notu veya ikisinin notları birlikte yeterli sayılır. Bazen Fitch’in notu da ikincil olarak kullanılabilir ancak Fitch notunun tek başına yeterli sayılması çok karşılaşılan bir durum değildir (Mukatel, 2006:51).

Rekabetin adil olmadığı bir ortamda faaliyet gösteren Moody’s Fitch ve S&P kredi derecelendirme kuruluşları, Asya ve Rusya krizlerine, Enron, Worldcom, Lehman Brothers vb. firmaların çöküşüne ve ardından yaşanan 2008 krizine olan etkileri sebebiyle yoğun şekilde eleştirilse de piyasanın mevcut oligopol yapısını bozacak seviyede önlem ve gelişmeler hayata geçirilmemiştir. Moody’s ve S&P derecelendirme

piyasasında yapılan toplam derecelendirmelerin 2014 yılı itibariyle %83,20'lik bir kısmını gerçekleştirmektedir. Geri kalanın önemli bir kısmını % 13,40'lık bir oranla Fitch oluşturmakla birlikte diğer derecelendirme kuruluşları gerçekleştirmektedir.

Şekil 14: Toplam Kredi Derecelendirme Pazar Payı (2014)



Kaynak: SEC, 2014

S&P, Moody's ve Fitch dışında özellikle A.M Best²¹, DBRS²² ve Morningstar²³ şirketleri bazı alanlarda yavaş yavaş söz sahibi olmaya başlamıştır ancak toplam derecelendirmede pazar payları düşük seviyede olduğu için derecelendirme sektörüne önemli bir etkileri bulunmamaktadır. Ekonomik unsurlar ve mevzuat engelleri bu sektörde rekabeti zorlaştırıcı etkiler yaratmaktadır. Çalışmanın son kısmında KDK'ların pazar payları ve gelişimi ayrıntılı olarak incelenmiştir.

Ayrıca Morningstar yeni yayınlamış olduğu Konut İpoteğine Dayalı Menkul Kıymetler (RMBS) metodolojileri ile 2015 yılı itibariyle VDMK ve İDMK alanında

21 A.M Best Company Inc. sadece sigorta şirketleri, sigorta tahvilleri ve VDMK derecelendirmesi yapmaktadır.

22 Dominion Bond Rating Service, Inc. kredi derecelendirme şirketi üç büyük KDK gibi finansal kuruluşlar ve Borsa şirketleri, sigorta şirketleri, sigorta tahvilleri, VDMK ve devlet ve belediye tahvillerini derecelendirmektedir.

23 Morningstar Credit Rating LLC, kredi derecelendirme kuruluşu ise sadece VDMK derecelendirmesi yapmaktadır.

derecelendirme yapmayı planlamaktadır. **HR Ratings** şirketi ise önceden Meksika’da ihraç edilen menkul kıymetlere yoğunlaşmış iken şimdi derecelendirme ekibini daha da genişleterek ABD’de de derecelendirme faaliyetinde bulunmaya başlamıştır (SEC, 2014:20).

Derecelendirme piyasasının iki büyük firması Moody’s ve S&P’nin birbirleriyle çetin rekabete girmeleri için çok fazla sebep de yoktur çünkü her ikisi de piyasada notları özellikle talep edilen, itibar gören ve yüksek kar marjıyla çalışan şirketlerdir. Fitch’in pazar payını arttırabilmek için daha düşük kar marjıyla çalışmasının yanında daha yüksek not verdiği şeklinde de sıklıkla suçlanması, yeni derecelendirme kuruluşlarının piyasaya girmesinin zorluğunu kanıtlamaktadır (Mukatel, 2006:54).

Rekabet ortamını incelemek için öncelikli olarak Amerikan Sermaye Piyasası Kurulunun NRSRO olarak tanımladığı KDK’ları analiz etmek daha doğru olacaktır. Çünkü bu kuruluşlar toplam dünya pazarının neredeyse tamamını kapsayan yapıya sahiptir.

4.3 NRSRO BÜNYESİNDEKİ KDK’LAR PAZAR PAYI DEĞİŞİMLERİ

Dünyada çok sayıda KDK bulunmasına rağmen küresel ölçekte faaliyet gösteren ve piyasaya yön verici güce sahip sınırlı sayıda derecelendirme şirketi bulunmaktadır. Pazar payı, tecrübeleri, piyasaya yön verme kabiliyetleri olan KDK’lar SEC’in kriterlerini yerine getirerek NRSRO olarak tanımlanmıştır. Bu çalışmada da söz konusu KDK’lar analiz edilerek tüm kuruluşlar adına tahmin ve yorumlamalarda bulunulmuştur. Çünkü piyasanın neredeyse tamamını oluşturan bu kuruluşlar piyasayı önemli ölçüde yönlendiren yapıya ve güce sahip konumdadırlar. Söz konusu derecelendirme kuruluşları Tablo 15’te gösterildiği gibidir.

Tablo 15: SEC Tarafından NRSRO Olarak Tanımlanan Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Derecelendirme Kuruluşları	NRSRO Dahil Olduğu Tarih	Faaliyet Alanları	Merkez Ofis
A.M. Best Company, Inc. (A.M. Best)	24 Eylül 2007	ii, iii, iv	ABD
Dominion Bond Rating Service, Inc. (DBRS)	24 Eylül 2007	i, ii, iii, iv, v	ABD
Egan-Jones Rating Company (EJR)	21 Aralık 2007	i, ii, iii	ABD
Fitch Ratings, Inc. (Fitch)	24 Eylül 2007	i, ii, iii, iv, v	ABD
HR Rating de Mexico, S.A. de C.V. (HR Ratings)	5 Kasım 2012	v	Meksika
Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)	24 Eylül 2007	i, ii, iii, v	Japonya
Kroll Bond Rating Agency, Inc. (KBRA)	11 Şubat 2008	i, ii, iii, iv, v	ABD
Moody's Investor Service, Inc.(Moody's)	24 Eylül 2007	i, ii, iii, iv, v	ABD
Morningstar Credit Ratings, LLC (Morningstar)	23 Haziran 2008	iv	ABD
Standard And Poor's Rating Services (S&P)	24 Eylül 2007	i, ii, iii, iv, v	ABD
<i>Bu kuruluşlar,</i> <i>i. Finansal kuruluşlar ve Borsa şirketleri,</i> <i>ii. Sigorta şirketleri,</i> <i>iii. Şirket tahvilleri,</i> <i>iv. Varlığa dayalı menkul kıymet ihraççıları,</i> <i>v. Devlet, belediye ve diğer devlet kurumlarını derecelendirmektedirler.</i>			

Kaynak: SEC, 2014

4.3.1 Yapılan Derecelendirme Adetlerine Göre Karşılaştırma

S&P, Moody's ve Fitch dışındaki firmaların pazar paylarının özellikle varlığa dayalı menkul kıymetler alanında arttırdıkları görülmektedir. Toplam derecelendirme içindeki pazar payları ise çok az miktarda olsa bile gelişme göstermektedir. Yakın geçmişte yaşanan finansal kriz ve iyi derecelendirme notlarına sahip büyük ölçekli firmaların batması üç büyük KDK'nın şirketlerin pazar payını düşürmüştür. Ancak bu azalış piyasanın oligopol yapısını bozmaya yetecek seviyeye ulaşmamıştır.

Tablo 16: NRSRO Bünyesindeki Derecelendirme Şirketlerinin Yaptıkları Derecelendirmeler

NRSRO	Finansal Kurumlar	Sigorta Şirketleri	İhraççı Şirketler	VDMK*	Devlet Tahvilleri**	Toplam Derecelendirme
A.M. Best	-	4,492	1,653	56	-	6,201
DBRS	13,624	150	3,790	10,706	16,038	44,308
EJR	104	46	877	-	-	1,027
Fitch	49,821	3,222	15,299	53,612	204,303	326,257
HR Ratings	-	-	-	-	189	189
JCR	150	27	463	-	56	696
KBRA	15,982	44	2,749	1,401	25	20,201
Moody's	53,383	3,418	40,008	76,464	728,627	901,900
Morningstar	-	-	-	11,567	-	11,567
S&P	59,000	7,200	49,700	90,000	918,800	1,124,700
Toplam	192,064	18,599	114,539	243,806	1,868,038	2,437,046

*Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
** Devlet ve Belediye Tahvilleri

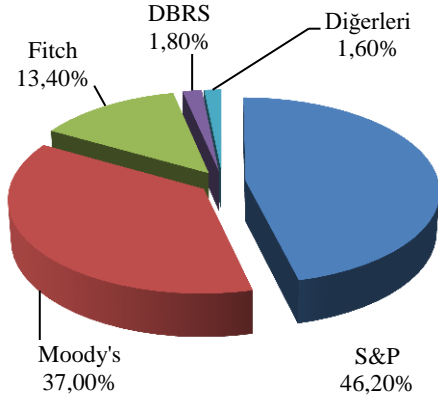
Kaynak: SEC, 2014

Tablo 16 verilerinden de görüldüğü üzere; S&P, Moody's ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşları yapılan derecelendirme sayısında diğer kuruluşlara önemli derecede fark atmıştır. 2,5 Milyona yakın derecelendirmenin yapıldığı bu sektörde küçük KDK'lar sadece 84 Bin derecelendirme yapmıştır.

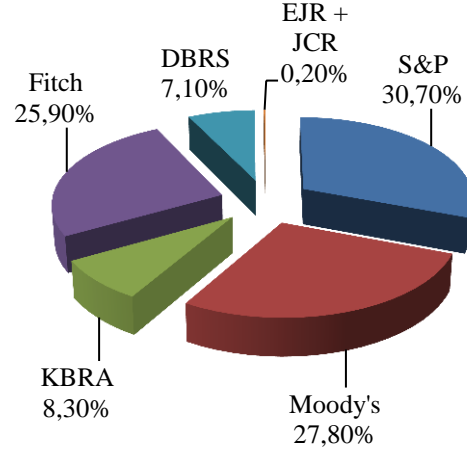
S&P, Moody's ve Fitch 2013 yılı sonu itibariyle sahip oldukları %96,6 pazar payı sayesinde piyasanın üç büyük şirketi olmaya devam etmektedir. 2007 yılında bu oran %98,8 seviyesindeydi (SEC, 2014:8). Kriz ve büyük skandalların akabinde sadece %2,4 seviyesinde bir pazar kaybı söz konusu olmuştur. Yani yıllık ortalama %0,34'lük bir azalış söz konusudur. Burada yapılması gereken bugüne kadar rakiplerini kendi

bünyesine katarak daha da büyümesine kısıtlama getirmek ve pazar payı hakimiyetleri oranında sorumluluk yüklemektir.

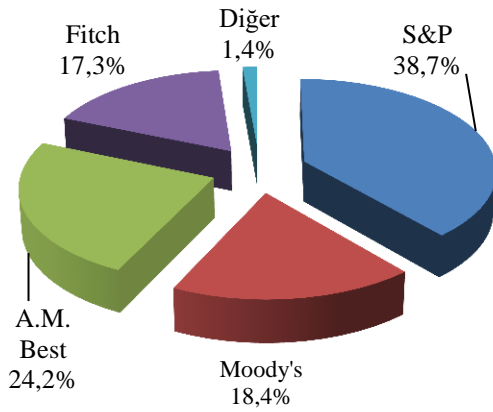
Şekil 15: Toplam Derecelendirme



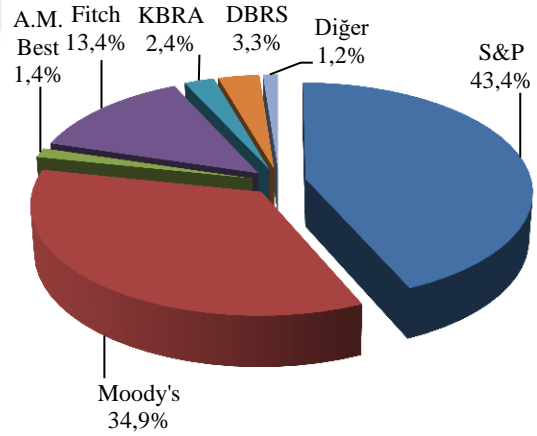
Şekil 16: Finansal Kurumlar



Şekil 17: Sigorta Şirketleri²⁴



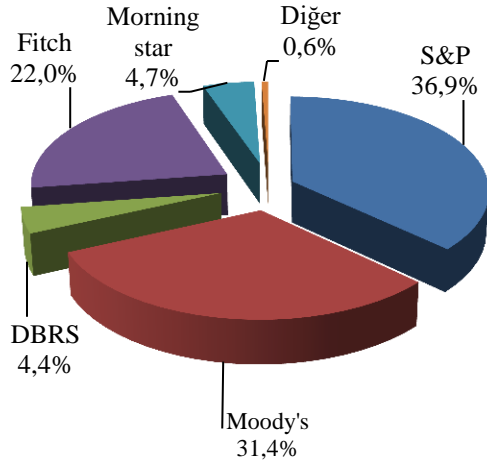
Şekil 18: İhraççı Şirketler



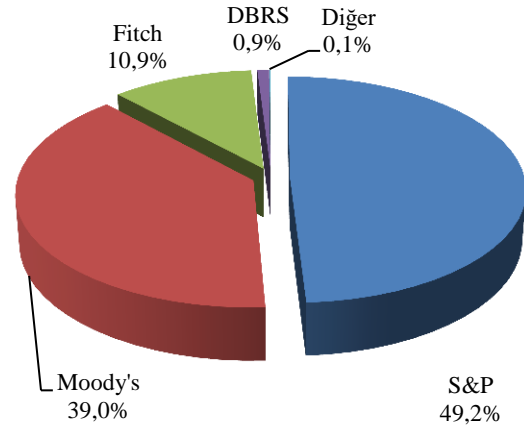
Kaynak: SEC, 2014

²⁴ Sigorta şirketleri, hisse senetleri halka arz olan şirketler ve mali kurumlar kredi derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirilmektedir (Alıcı, 2005:44).

Şekil 19: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler



Şekil 20: Devlet Tahvilleri



Kaynak: SEC, 2014

Üç büyükler (S&P, Moody's ve Fitch) sigorta şirketlerine yapılan derecelendirmeler hariç tüm derecelendirme kategorilerinde ilk üç sırada bulunmaktadır. A.M. Best %24,2'lik bir pazar payıyla bu derecelendirme kategorisinde ikinci sırada bulunmaktadır. Toplam derecelendirmeler düşünüldüğünde sigorta şirketlerine yapılan derecelendirmeler sadece %0,76 paya sahip olduğundan A.M. Best şirketinin bu alanda yakalamış olduğu başarı piyasanın yapısını bozmanın çok gerisinde kaldığı görülmektedir.

2008 yılından beri VDMK'ların derecelendirmesi %40 azaldı. Üç büyükler 2008 yılında %94,7 oranında VDMK derecelendirmelerinde pazar payına sahipken 2013 yılında düşük bir miktar gerileyerek %90,2 seviyesine inmiştir (SEC, 2014:11). Bu derecelendirme alanı, toplam derecelendirme içinde %10 paya sahip olduğundan, sigorta şirketlerine yapılan derecelendirmede sağlanan rekabet ortamı kadar olmasa da, yapılan anlaşma sayılarının daha fazla olması sebebiyle, KDK'ların pazar paylarını değiştirmede önemli bir unsur olacaktır.

İhraççı şirketlere yapılan derecelendirmeler de diğer alanlara oranla VDMK'den sonra en etkili ve geleceğe yönelik piyasanın mevcut yapısını bozabilecek alan olma potansiyeli bulunmaktadır. İhraççı şirketlerin toplam pazar payı içerisinde yaklaşık %5 pazar payı bulunmaktadır. Bu alanda da küçük KDK'lar %7 paya sahiptir.

Piyasanın üç büyükleri dışında DBRS ve KBRA şirketlerinin diğer KDK'lara oranla pazar payları daha geniştir. Ancak bu piyasanın oligopol yapısını bozmaya yetecek kadar değildir.

Devlet tahvilleri derecelendirmeleri tüm derecelendirme kategorilerinin yaklaşık %76'lık bir kısmını oluşturmaktadır. Bu oranda derecelendirme olması önemli ölçüde belediyelerin ihraç ettikleri menkul kıymetlerin fazla olmasının bir sonucudur. Ayrıca bu derecelendirmelerin %88,2'si S&P ve Moody's tarafından yapılmaktadır (SEC, 2014:13).

NRSRO olarak tanımlanan bu on kredi derecelendirme kuruluşu toplam 2,4 Milyon derecelendirme yapmıştır. Bu derecelendirmelerin de büyük bir bölümünü %76,6'lık bir oranla devlet ve belediye tahvillerinden oluştuğu görülmektedir. Üç büyük KDK'nın büyük oranda pazar payına sahip olması Tablo 16 verilerinde görüldüğü üzere önemli oranda devlet ve belediye tahvili sayesinde gerçekleşmiştir. Piyasanın oligopol yapısı kırılmak isteniyorsa, ulusla otoritelerden ziyade, özellikle IOSCO, AB, BM gibi uluslararası örgütlerin diğer KDK'ları destekleyici politikalar izlemesi gerekir.

4.3.2 Çalışan Sayısına ve Çalışanların Seviyesine Göre Karşılaştırma

KDK'ların sahip oldukları analistlerin sayısı bu şirketlerin genel görünümü hakkında bilgi verebilmektedir. Bu şirketler çalışan sayılarını arttırarak iş hacimlerini de genişletebilmektedir. Bunun yanı sıra kalifiye eleman istihdam etmek yeni pazarlara girme ve mevcut pazar payını genişletme açısından önemli bir göstergedir. Özellikle KBRA ve Morningstar derecelendirme kuruluşları NRSRO bünyesine katılmalarının akabinde önemli ölçüde çalışan sayılarını arttırmışlardır. Bu artışın en önemli nedeni ise bu kuruluşların ihraççı ödemeli sistemine geçmiş olmasıdır (SEC, 2014:14)

Tablo 17: NRSRO Bünyesindeki KDK'ların Çalışan Analist Sayıları

NRSRO	2010	2011	2012	2013	Değişim Yüzdesi (2010-2013)
A.M. Best	120	123	126	123	% 2,5
DBRS	75	97	93	98	% 30,7
EJR	5	5	5	7	% 40,0
Fitch	1,049	1,096	1,092	1,102	% 5,1
HR Ratings*	-	-	29	34	% 17,2**
JCR	57	57	59	57	% 0,0
KBRA	9	22	37	58	% 544,4
Moody's	1,088	1,124	1,123	1,244	% 14,3
Morningstar	17	26	22	30	% 76,5
S&P	1,345	1,416	1,436	1,435	% 8,9
S&P, Moody's ve Fitch	3,482	3,636	3,651	3,811	% 9,4
Diğer KDK'lar	283	330	371	407	% 43,8
Toplam	3,765	3,966	4,022	4,218	% 12

* NRSRO bünyesine 2012 yılında katıldığı için önceki döneme ait bilgiler bulunmamaktadır.
** 2012-2013 değişim yüzdesi

Kaynak: SEC, 2014

2010-2013 yılları arasında NRSRO bünyesindeki toplam çalışan sayısı %12 artış göstermiştir. Bazı küçük KDK'larda önemli derecede artışın olduğu gözlenmektedir. Tablo 17 verilerine bakıldığında üç büyükler çalışan sayılarını %9,4 arttırmışken bu oran diğer KDK'larda %43,8'dir.

En büyük büyümeyi gösteren KBRA, %544'lük artış sağlamasına rağmen, üç büyük KDK arasındaki en düşük analist sayısına sahip, Fitch'in %5,2'si kadar analist çalıştıran seviyeye ulaşmıştır. Tüm artışlara rağmen üç büyük KDK'nın dışındaki kuruluşlar toplam çalışan sayısının çok küçük bir kısmını yani %10'luk bölümünü istihdam etmektedir.

4.3.3 Gelirlerine Göre Karşılaştırma

2013 mali yılı sonunda NRSRO bünyesindeki derecelendirme kuruluşlarının gelirleri yaklaşık olarak 5,4 Milyar Dolar seviyesindedir. Bu da 2012 yılına göre KDK gelirlerinde yaklaşık %7,5 bir artışı göstermektedir. 2012 yılına göre S&P, Moody's ve Fitch gelirleri sırasıyla %12, %9,2, %9,9 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 18: NRSRO Olarak Tanımlanan KDK'ların Toplam Gelir İçindeki Payı

	2013 Mali Yılı Toplam Gelir İçindeki Payı	2012 Mali Yılı Toplam Gelir İçindeki Payı	2011 Mali Yılı Toplam Gelir İçindeki Payı	2010 Mali Yılı Toplam Gelir İçindeki Payı
S&P, Moody's ve Fitch	% 94,5	% 94,7	% 94,0	% 94,6
Diğer KDK'lar	% 5,5	% 5,3	% 6,0	% 5,4
Toplam	% 100	% 100	% 100	% 100

Kaynak: SEC,2014

S&P, Moody's ve Fitch gelir ve marjları 2010 yılından sonra tekrar artmaya başlamış ve 2013 verileri de gösteriyor ki, 2008 krizi öncesi ulaşılan en yüksek seviyeye tekrar çıkacaktır (ESMA, 2015:12). 2014 yılı S&P, Moody's ve Fitch kuruluşlarının derecelendirme departmanlarının gelirleri ise Tablo 19'da gösterildiği gibidir:

Tablo 19: 2014 yılı S&P, Moody's ve Fitch Gelirleri ve Önceki Yıla Göre Değişimi

	Gelirler (Milyar Dolar)	2013 Yılına Göre Artış(%)
S&P	2,45 Milyar Dolar	% 8
Moody's*	2,265 Milyar Dolar	% 9
Fitch	1,184 Milyar Dolar	% 12

* Moody's Investor Service geliri, Moody's toplam geliri 3,334 Milyar Dolar, gelir artışı %12

Kaynak:S&P(<http://investor.mhfi.com/phoenix.zhtml?c=96562&p=irol-reportsannual>), Moody's (<http://ir.moodys.com/CorporateProfile.aspx?iid=108462>) , Fitch (<http://www.fimalac.com/annual-reports-b5397cc5c4d4f9999586462260ce2f42.html>)

KDK'ların, geleceğe yönelik, ne yönde ve nasıl gelişme yaşayacağı hakkında tahmin yürütmek ve anlamak adına bu kısımda, özellikle 2008 krizinin ortaya çıkmasında, tabana ve uluslararası piyasalarda yayılmasına önemli etkileri olan kredi türev ürünlerini inceleyerek açıklamak doğru olacaktır. Çünkü bu alanda yoğun şekilde

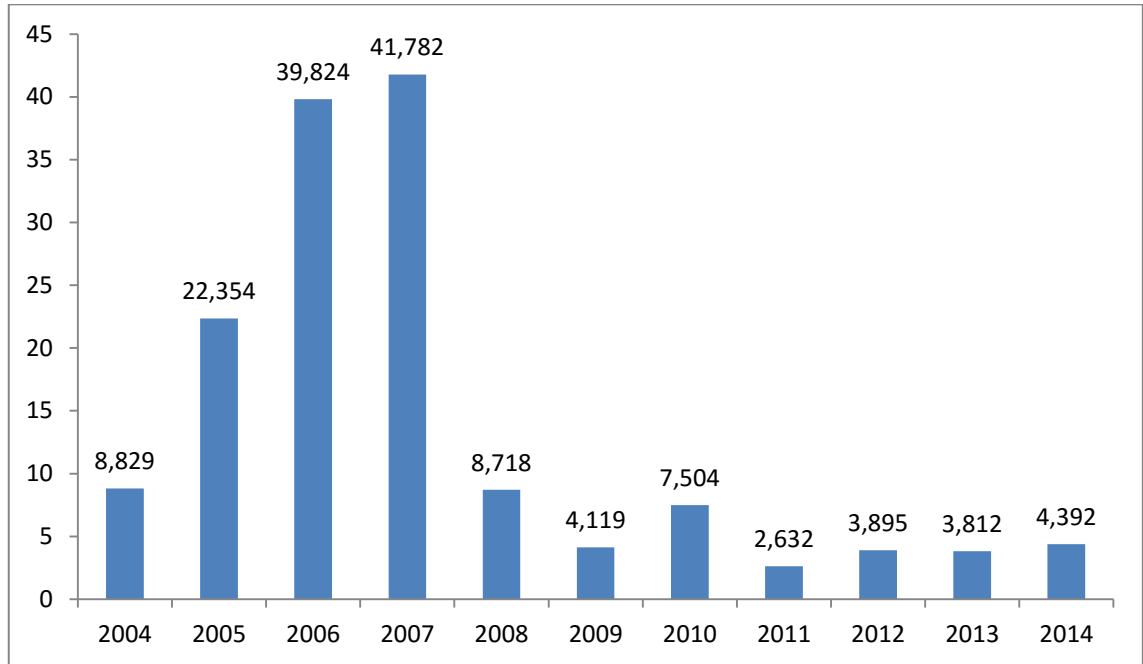
faaliyet gösteren üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun pazar payları ve gelirleri 2008 krizi öncesi ve sonrası oranla önemli ölçüde farklılık göstermiştir.

Genel olarak bakıldığında 2008 krizinde riskleri tabana yayan, yapılandırılmış finansman araçlarının, kredi türev ürünlerinin en büyük etkiyi yaratanları şunlardır (Bostancı, 2012:58):

Kredi Temerrüt Takası (CDS- Credit Default Swap): Bir araç olarak CDS, anlaşmaya konu olan varlığın temerrüde düşmesi halinde yükümlülüklerin karşılanmasını sağlar.

Teminatlı Borç Yükümlülükleri (CDO- Collateralized Debt Obligation): varlıklardan oluşturulmuş bir havuza dayandırılmış kredi aracıdır. Bir CDO krediler, mortgage kredileri, tahviller, tüketici kredileri gibi dayanak varlıkları bir araya getirmekte ve yatırımcılara sunmaktadır. Teminatlandırılmış Mortgage (İpotek) Yükümlülükleri (CMO- Collateralized Mortgage Obligation) ise İDMK'larla ilgili erken ödeme riskini azaltmak amacıyla oluşturulan bir menkul kıymet türüdür. Bir tür CDO'dur ancak dayanak varlıkları farklıdır.

Şekil 21: Yıllara Göre CDO İşlem Hacmi 2004-2014 (Milyon Dolar)



Kaynak: <https://www.cmalert.com/rankings.pl?Q=78>

Şekil 21’de de görüldüğü üzere 2008 Finansal Krizine kadar devamlı artış eğiliminde olan CDO’lar, krizin patlak vermesiyle % 79,13 rekor bir azalma göstermiştir. Bu alanda KDK’ların yapmış olduğu yanlış derecelendirmelerin de ortaya çıkmasıyla daralan CDO pazarının hem eski seviyelere ulaşması hem de üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun, bu alandaki, eski hakimiyetlerine ulaşması çok zor bir ihtimal haline gelmiştir.

İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (MBS- Mortgage Backed Securities): İpotek alınan gayrimenkulün satın alınması amacıyla verilen kredilerin bir araya getirildikten sonra oluşturulan havuza dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlere denir (Eroğlu, 2010:21).

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (ABS- Asset Backed Securities): Bir işletmenin duran varlıklarının, senetli ve senetsiz alacaklarının, kredilerinin ve sözleşmelerinin teminat oluşturmasıyla, genel finans ortaklıkları, bankalar veya finansal kiralama şirketleri tarafından halka arz edilmek üzere çıkarılan iskontoya tabi borçlanma senedir (Ayan vd., 2009:14). Varlıklarla teminatlandırılmış senetleri kapsamaktadır.

4.3.4 Menkul Kıymet Alanındaki Değişimler

Üç büyük derecelendirme kuruluşu derecelendirme piyasasında önemli bir paya sahip olmaya devam etse de diğer derecelendirme kuruluşları pazar payını büyütme konusunda önemli ilerlemeler göstermektedir (SEC, 2014:16) NRSRO bünyesindeki KDK’ların bazı sermaye piyasası araçlarındaki ilerlemeleri ve değişimleri tablolar ve grafikler eşliğinde analiz edilmiştir.

CMA²⁵ ve ABA²⁶ verilerine göre üç büyük dışındaki KDK’lar varlığa dayalı menkul kıymet alanında önemli bir pazar payı genişlemesi sağladılar ve sağlamaya da devam etmektedirler.

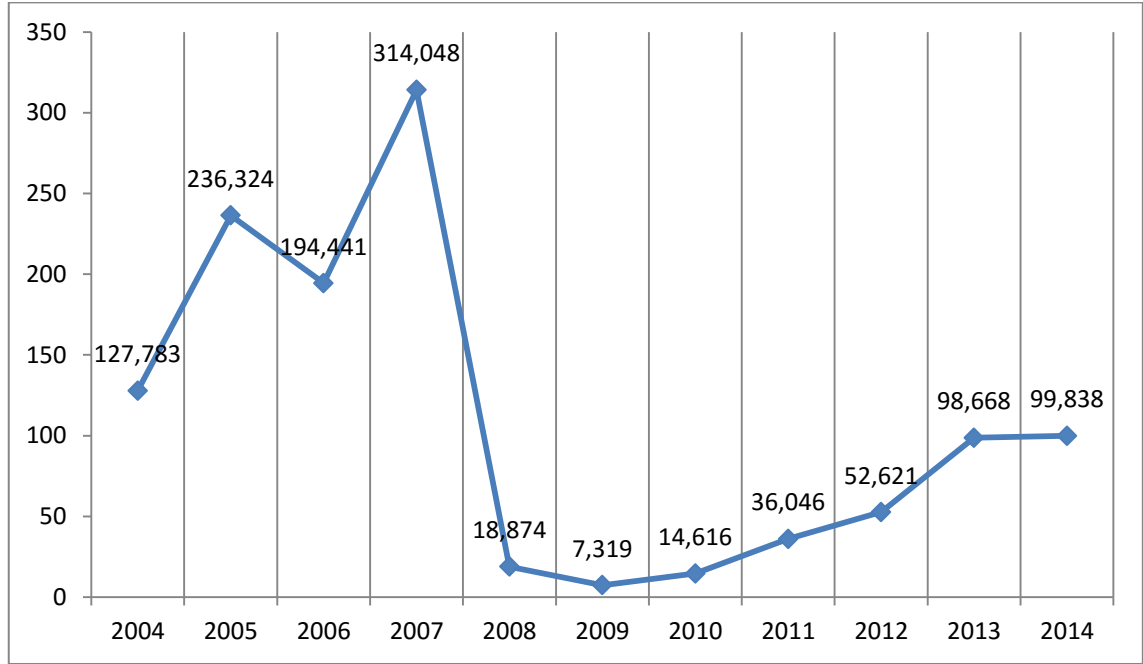
4.3.4.1 CMBS-Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet

Ticari ipotek ve kira sözleşmelerini veya gelir üreten özel varlık teminatları arasındaki işlemleri kapsamaktadır.

25 Commercial Mortgage Alert İnternet Sitesi

26 Asset-Backet Alert İnternet Sitesi

Şekil 22: CMBS Pazar Hacmi Milyar Dolar (2004-2014)



Kaynak: <https://www.cmalert.com/rankings.pl?Q=91>

Tablo 20: CMBS Dünya Pazarı

	Derecelendirme Kuruluşları	2014 Milyon Dolar	Anlaşma Sayısı	Pazar Payı (%)	2013 Milyon Dolar	Anlaşma Sayısı	Pazar Payı (%)	2013-2014 Değişim
1	Moody's	62,582	68	62,7	64,867	71	65,7	% -3,5
2	KBRA	53,790	65	53,9	45,140	55	45,7	% 19,2
3	Fitch	49,742	58	49,8	30,255	68	61,1	% -17,4
4	DBRS	40,807	52	40,9	25,871	35	26,2	% 57,7
5	S&P	33,699	58	33,8	38,602	56	39,1	% -12,7
6	Morningstar	31,129	45	31,2	17,089	27	17,3	% 82,2
	Toplam	99,838	148	100,0	98,668	140	100,0	% 1,2

Kaynak: <https://www.cmalert.com/rankings.pl?Q=78>

Moody's ve Fitch 2014 yılının ilk çeyreğine kadar Ticari İpoteğe Bağlı Menkul Kıymet alanında ilk iki sırada olmalarına rağmen üç büyük KDK içinde olmayan KBRA şirketi önceki yıla oranla %19,2 artış göstererek bu alanda ikinci sıraya yükselmiştir. Aynı zamanda DBRS ve Morningstar derecelendirme şirketleri sırasıyla %57,7 ve %82,2 oranında önemli derecede artış sağlayabilmişlerdir. Toplam işlem oranının %1,2 gibi çok düşük miktarda büyümesine rağmen bu KDK'ların önemli derecede artış sağladığını daha iyi açıklamaktadır.

Fitch, S&P ve Moody's CMBS alanında yaşanan artışla birlikte, diğer KDK'lar pazar paylarını arttırırken sırasıyla % 17,4, %12,7, %3,5 oranında kayıp yaşamaktadırlar.

4.3.4.2 Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (ABS) ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (MBS)

İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler (MBS): Alınan gayrimenkulün, satın alınması amacıyla verilen kredilerin bir araya getirildikten sonra oluşturulan havuza dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlere denir (Eroğlu, 2010:21).

Tablo 21: ABD Varlığa Dayalı Menkul Kıymet(ABS) ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (MBS) Göstergeleri

	Derecelendirme Kuruluşları (ABS/MBS)	2014 Milyon \$	Anlaşma Sayısı	Pazar Payı	2013 Milyon \$	Anlaşma Sayısı	Pazar Payı	2013-2014 Değişim	2012-2014 Değişim
1	S&P	159,778	268	% 66,1	147,137	274	% 68,0	% 8,6	%-0,23
2	Moody's	129,369	177	% 53,5	118,015	164	% 54,5	% 9,6	%-11
3	Fitch	125,675	185	% 52,0	124,014	180	% 57,3	% 1,3	%-5
4	DBRS	41,002	136	% 17,0	29,032	102	% 13,4	% 41,2	%44
5	KBRA	23,751	59	% 9,8	11,891	33	% 5,5	% 99,7	%790
	Toplam	241,748	447	100,0	216,454	414	100,0	% 11,7	%3,3

Kaynak: <https://www.abalert.com/rankings.pl?Q=102>

S&P, Moody's ve Fitch özellikle VDMK alanında önemli derecede pazar payını elinde bulundururken, DBRS ve KBRA şirketleri gösterdikleri performansla bu alanlardaki oligopol yapıyı bozacak performansa sahiptirler. Çünkü üç büyük derecelendirme kuruluşları toplam VDMK pazarının %12,1 oranında gelişmesine rağmen ya daha düşük seviyede büyüme göstermiş yada aynı seviyelerde artış gösterebilmiştir. Diğer iki derecelendirme kuruluşu, DBRS ve KBRA, ise sırasıyla % 48 ve % 391 seviyesinde rekor artışlarına devam etmektedir.

Tablo 22: ABD Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (ABS) Göstergeleri

	Derecelendirme Kuruluşları (ABS)	2014 Milyon Dolar	Anlaşma Sayısı	Pazar Payı (%)	2013 Milyon Dolar	Anlaşma Sayısı	Pazar Payı (%)	2013-2014 Değişim
1	S&P	150,775	241	68,6	137,539	251	70,1	9,6
2	Moody's	128,392	174	58,4	114,219	155	58,2	12,4
3	Fitch	120,649	169	54,9	114,180	159	58,2	5,7
4	DBRS	24,557	65	11,2	16,530	52	8,4	48,6
5	KBRA	19,568	46	8,9	3,983	16	2,0	391,3
	Toplam	219,922	361	100,0	196,217	348	100,0	12,1

Kaynak: <https://www.abalert.com/rankings.pl?Q=102>

Büyük oranda artış olmasına rağmen DBRS ve KBRA derecelendirme kuruluşları VDMK'ların sadece %28,1 oranında derecelendirmesini yapmıştır. Ancak artışların devam etmesi halinde, üç büyük KDK'nın da pazar kaybı göz önünde bulundurularak, DBRS ve KBRA şirketleri ilk sıraları zorlaması ve mevcut yapıyı daha rekabetçi bir ortama kavuşturması beklenmektedir.

Tablo 23: ABD İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (MBS) Göstergeleri

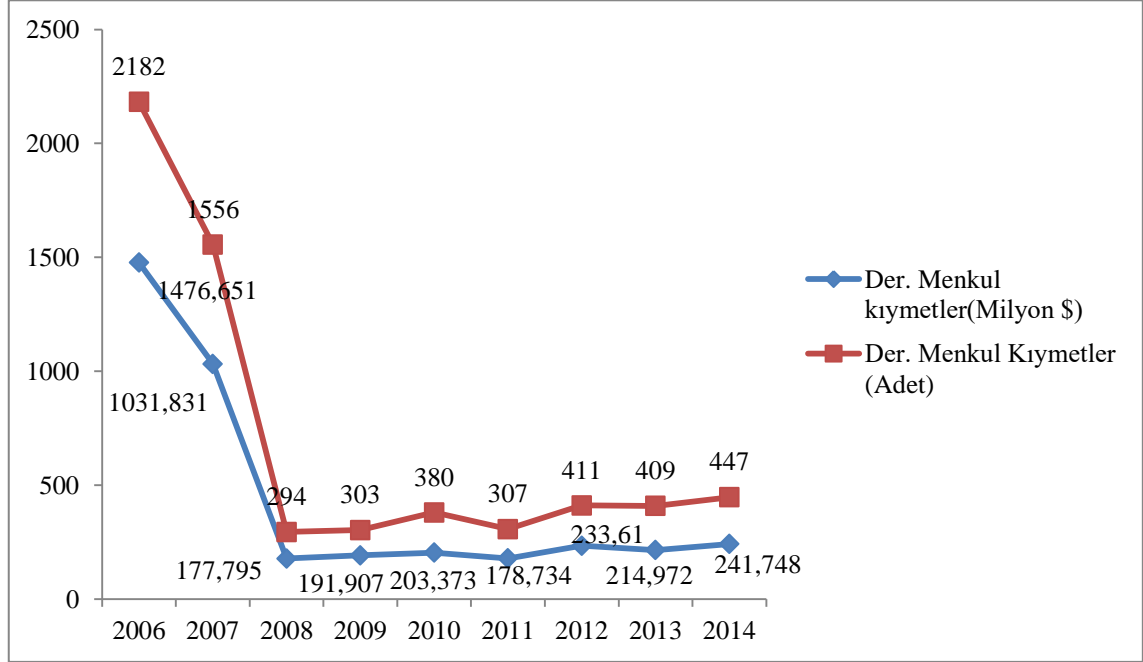
	Derecelendirme Kuruluşları (MBS)	2014 Milyon Dolar	Anlaşma Sayısı	Pazar Payı (%)	2013 Milyon Dolar	Anlaşma Sayısı	Pazar Payı (%)	2013-2014 Değişim
1	DBRS	16,445	71	75,3	12,501	50	61,8	31,5
2	S&P	9,003	27	41,3	9,597	23	47,4	-6,2
3	Fitch	5,025	16	23,0	9,834	21	48,6	-48,9
4	KBRA	4,183	13	19,2	7,908	17	39,1	-47,1
5	Moody's	977	3	4,5	3,796	9	18,8	-74,3
	Toplam	21,826	86	100,0	20,237	66	100,0	7,9

Kaynak: <https://www.abalert.com/rankings.pl?Q=102>

Üç büyüklerin hakimiyetinin İDMK alanında diğer alanlara oranla daha düşük olduğu görülmektedir. Zira bu şirketlerin yapmış olduğu derecelendirmeler, bu sektör büyüme içerisinde olduğu halde, önemli derecede azalma eğilimindedir. İDMK alanına

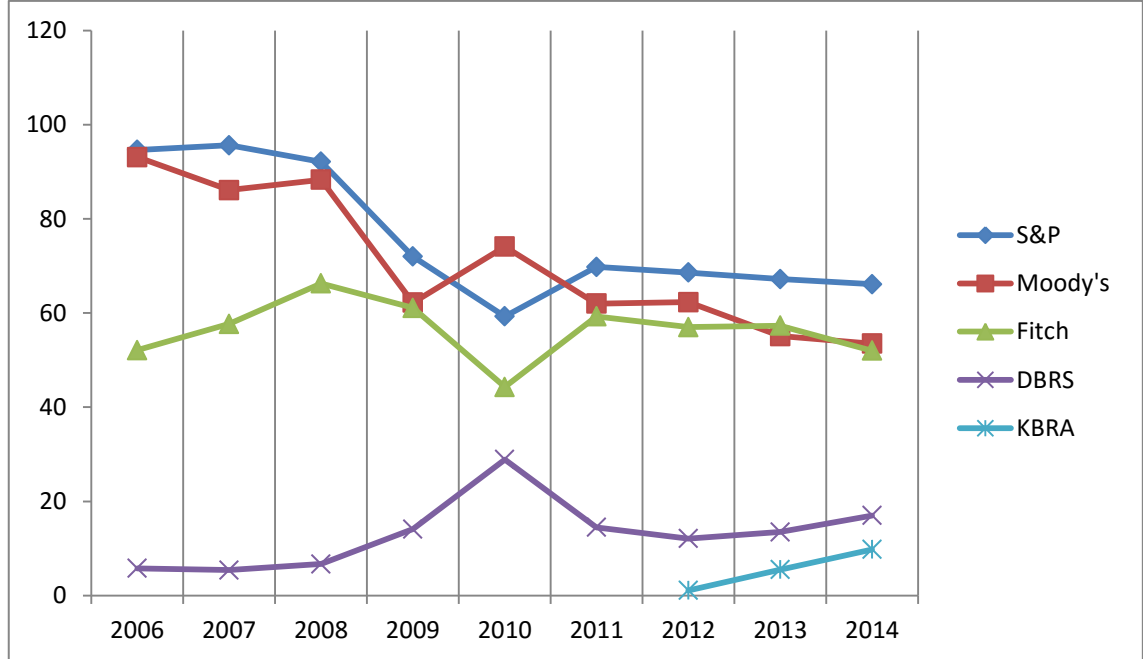
2014 yılı itibariyle % 75,3 pazar payına sahip olan DBRS derecelendirme kuruluşu büyüme eğilimindedir ve piyasaya hakim durumdadır.

Şekil 23: ABD Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (ABS) ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (MBS) Göstergeleri (2006-2014)



Kaynak: <https://www.abalert.com/rankings.pl?Q=102>

Şekil 24: ABD Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (ABS) ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (MBS) Göstergeleri (2006-2014) – S&P, Moody's, Fitch Pazar Payı Değişimi



Kaynak: <https://www.abalert.com/rankings.pl?Q=102>

Şekil 24'te görüldüğü üzere S&P ve Moody's kredi derecelendirme kuruluşları son sekiz yılda sırasıyla; %28 ve %39,6 pazar kaybı yaşayarak önemli derecede azalış göstermiştir. Bu alanda pazar payını devamlı arttırmakta olan DBRS kuruluşu ise bu alanda son yıllarda yakalamış olduğu yaklaşık %40 büyüme oranı ile pazar payını %17 seviyesine çıkarabilmiştir. DBRS'nin yanı sıra bu alanda önemli şekilde büyümeye devam eden bir diğer şirket ise KBRA'dır. Bu şirketin 2014 yılında yaptığı anlaşma sayılarındaki artış; 2012 yılına göre %790, 2013 yılına göre %99 seviyesindedir.

Yaşanan gelişmeler gösteriyor ki; özellikle bu alanlardan başlamak üzere KDK'ların eski oligopol gücü ilerleyen zamanda daha fazla düşüş eğilimine girecektir. Bu menkul kıymetlerin yanı sıra finansal kurumlara, sigorta şirketlerine, ihraççı şirketlere ve devlet tahvillerine yapılan derecelendirmelerdeki pazar payları da önemli bir yere sahiptir. Üç büyük KDK'nın özellikle devlet ve belediye tahvilleri, finansal kurumlar gibi önemli alanlardaki ezici hakimiyetleri ve yüksek kar marjları devam etmektedir. Sigorta şirketlerine yapılan derecelendirmelerde ise A.M. Best kredi derecelendirme kuruluşunun %24 ile önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir. VDMK alanlarında S&P ve Moody's yaşadıkları önemli pazar kayıplarının yanı sıra diğer şirketlerin de büyük gelişme göstermesi bu alanlardan başlayarak yeni bir pazar dağılımının yaşanacağını göstermektedir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTU VE EKONOMİK GÖSTERGELERİN ANALİZİ

5.1 TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTU GELİŞİMİ

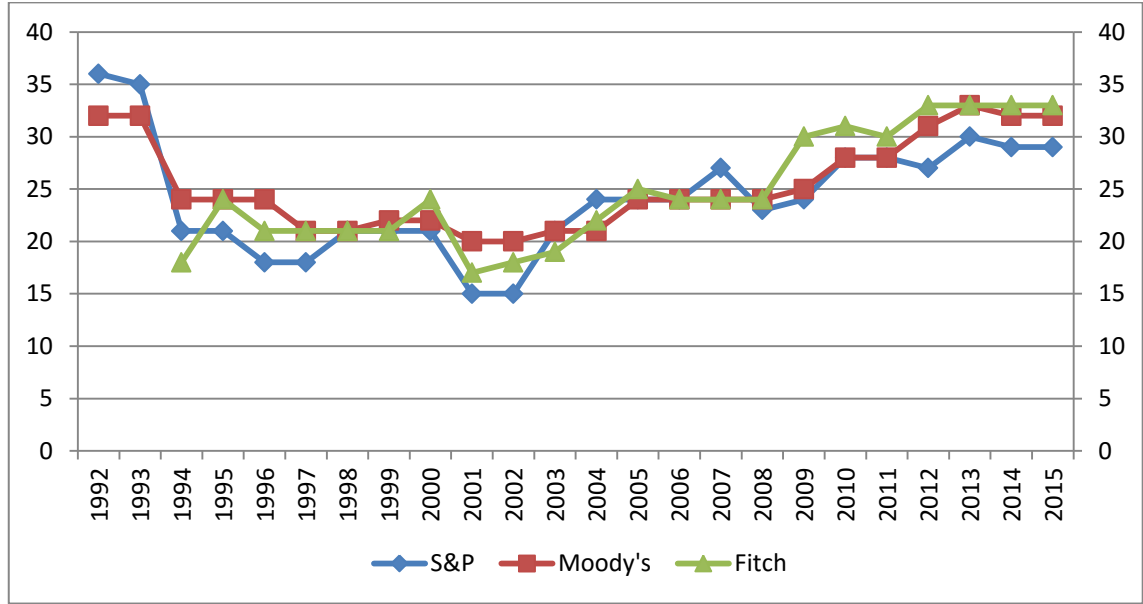
Türkiye, derecelendirme kavramı ile ilk kez Ekim 1990 yılında Antalya’da SPK tarafından düzenlenen “Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcıların Korunması” konulu toplantıda tanışmıştır (Geyikçi ve Karğın, 2014:325).

Türkiye’nin kabul gören ilk derecelendirme kuruluşu “DCR Turkey” derecelendirme şirketidir. 1998’de uluslararası piyasalarda tanınan ABD merkezli Duff & Phelps, Türkiye’de IBAR A.Ş. ve Dünya Bankasının yan kuruluşu olan IFC ile birlikte “DCR Turkey” ismiyle bir ortaklık kurmuştur. Ancak 2000 yılında Duff & Phelps, Fitch tarafından satın alınmıştır. Aynı yıl içinde “DCR Turkey” firması da Fitch Rating Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.’nin bünyesine katılmıştır (Mukatel, 2006:98).

Türkiye’de ilk derecelendirme işlemi Standad and Poor’s şirketi tarafından 04.05.1992 tarihinde yapılmıştır. Kredi notu “BBB”, not görünümü ise “durağan” olarak açıklanmıştır. Türkiye’de ofisi bulunan tek derecelendirme kuruluşu Fitch’dir. Dünyanın en büyük üç KDK’ların diğer ikisi olan Moody’s ve S&P ise yurt dışından derecelendirme yapmaktadır (Akçayır ve Yıldız, 2014:20).

Türkiye’nin kredi derecelendirme tarihi 1992 yılında başladıktan sonra yaşamış olduğu krizler ve çeşitli dış ilişkiler sebebiyle kredi notunda önemli değişiklikler yaşanmıştır. Bundan sonraki bölümlerde; kriz temelli yaşanan ekonomik sıkıntılar, temel ekonomik göstergelerde yaşanan değişikliklerle üç büyük KDK’nın vermiş olduğu kredi notları analizi yapılmıştır.

Şekil 25: Türkiye'nin Kredi Notu Geçmişi (KÜDİ Değerleri İle)



Kaynak: Akçayır ve Yıldız, 2014

Türkiye'nin derecelendirme tarihinde, ilk derecelendirmeler; Moody's ve S&P tarafından sırasıyla "Baa3" ve "BBB" olarak, yani en alt düzey "yatırım yapılabilir" seviyede notlandırılmıştır. Ancak 1994 yılında yaşanan kriz sonrası Moody's notunu "Ba3"e S&P ise "B+"ya yani "spekülatif" seviyeye düşürmüştür. Akabinde 1997 yılında Moody's not indirimine gitmiştir. Bu indirimin en önemli sebebi ise aynı yıl yapılan darbe olarak gösterilebilir. Şubat 2001'de yaşanan kriz sonrası S&P ve Fitch tekrar not indirimine gitmiş, Moody's ise verdiği derecelendirme notunda değişiklik yapmamış sadece 2000 yılı sonu kredi notu görünümü "pozitif" iken 2001 itibariyle "negatif" seviyesine indirmiştir. 2004 yılına kadar aynı seviyede kalan notu önce 2004 Ağustos ayında "BB-" ye sonrasında ise 2010 yılında "BB" seviyesine yükseltmiş ve görünümünü "pozitif" olarak belirlemiştir (Turkishnews, 2013).

Tablo 24: Türkiye'nin Kredi Notu Gelişimi

Yıllar	S&P	Moody's	Fitch
	Kredi Notu ve Görünümü	Kredi Notu ve Görünümü	Kredi Notu ve Görünümü
1992	BBB (0)	Baa3 (-)	<i>Bu yıllarda derecelendirme işlemi yapılmamıştır.</i>
1993	BBB (-)	Baa3 (-)	
1994	B+ (0)	Ba3 (0)	B (0)
1995	B+ (0)	Ba3 (0)	BB- (0)
1996	B (0)	Ba3 (0)	B+ (0)
1997	B (0)	B1 (0)	B+ (0)
1998	B+ (0)	B1 (0)	B+ (0)
1999	B+ (0)	B1 (+)	B+ (0)
2000	B+ (0)	B1 (+)	BB- (0)
2001	B- (0)	B1 (-)	B (-)
2002	B- (0)	B1 (-)	B (0)
2003	B+ (0)	B1 (0)	B (+)
2004	BB- (0)	B1 (0)	B+ (+)
2005	BB- (0)	Ba3 (0)	BB- (+)
2006	BB- (0)	Ba3 (0)	BB- (0)
2007	BB (0)	Ba3 (0)	BB- (0)
2008	BB- (-)	Ba3 (0)	BB- (0)
2009	BB- (0)	Ba3 (+)	BB+ (0)
2010	BB (+)	Ba2 (+)	BB+ (+)
2011	BB (+)	Ba2 (+)	BB+ (0)
2012	BB (0)	Ba1 (+)	BBB- (0)
2013	BB+ (0)	Baa3 (0)	BBB- (0)
2014	BB+ (-)	Baa3(-)	BBB- (0)
2015	BB+ (-)*	Baa3 (-)**	BBB- (0)***

(-) : Negatif Görünüm (0) : Durağan Görünüm (+) : Pozitif Görünüm

* 10 Nisan 2015 tarihli derecelendirme notu. 6 Kasım 2015 tarihinde aynı kredi notu teyit edildi.
** 11 Nisan 2014 tarihli derecelendirme notu. 4 Aralık 2015 tarihinde aynı kredi notu teyit edildi.
***25 Mart 2015 tarihli derecelendirme notu. 18 Eylül 2015 tarihinde aynı kredi notu teyit edildi.

Kaynak: Akçayır ve Yıldız, 2014, S&P, Moody's, Fitch

Reel göstergeler 1994, 1996,1997 ve 1998 ve 2001 yıllarında oldukça büyük dalgalanmalar göstermektedir.1994 ve 2001 kriz yıllarıdır. 1998 Rusya kriziyle oluşan dış kaynaklı etkiyi işaret etmektedir (Kar ve Taban, 2006:459). Özellikle Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun 1997 yılında kredi notunda azalmaya gitmesinin en önemli sebebi de 28 Şubat'ta yaşanan "post modern" darbe girişiminden kaynaklandığı söylenebilir. Devam eden yıllarda yaşanan ABD merkezli 2008 Küresel Krizi tüm dünyayı etkilediği gibi Türkiye'yi de etkilemiştir.

1994 Krizi

1980 sonrası alınan kararlarla Türkiye dışa açık bir ülke haline gelmiştir. 1990'lı yıllarda dünya genelinde artan sermaye hareketliliği sayesinde, Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilere ciddi miktarda sermaye akımları olmuştur. Türkiye, 1989-1993 yılları arasında ülkeye giriş yapan sıcak paranın olumsuz etkilerini 1994 yılı itibariyle aşırı şekilde hissetmeye başladı. Türkiye'ye giriş yapan önemli derecedeki kısa vadeli yabancı fon girişlerinin ülkeyi terk etmeye başlamasıyla birlikte de mali kriz ortamına girilmiştir (Seyidoğlu, 2006:10). Ayrıca yüksek cari açık, enflasyon-devalüasyon arasındaki oranın açılması ve 1989 yılından beri uygulanan yanlış ekonomik politikalar ülkenin döviz krizine girmesine sebep oldu (Paker, 2014:48).

1994 yılına gelindiğinde Cumhuriyet tarihinin en büyük cari açığı ve kamu açığı ülkenin içinde bulunduğu makroekonomik dengesizliğin boyutlarını göstermektedir. Orta ve uzun vadede sürdürülebilir niteliğini yitiren bu yapı 1994 yılı Nisan ayı gerçekleşen iktisadi krizin en önemli nedenleridir (Karadeniz, 2014:51).

Krizin yaşandığı bu dönemlerde; özellikle artan kamu açıklarını finanse etmek amacıyla faiz oranları arttırılmak zorunda kalınmıştır. Örneğin; 1993 yılında % 70'ler düzeyinde olan gecelik borçlanma faizi kriz dönemlerinde %700'lere yükselmiştir (Paker, 2014:47). Ancak bir süre sonra bu sermaye hareketleri kamu açık ve borçlarının daha da büyük boyutlara ulaşmasına sebep olmuştur. Yurt dışından gelen sıcak para akımı yüksek miktarlara ulaşmış, yatırımlar da yüksek gelir sağlayan hazine bonosu ve devlet tahviline kaymıştır. Yaşanan faiz gelirinin yanı sıra yerli paranın vade dönemi içerisinde değer kazanmasıyla yatırımcılar, ek bir kazanç daha sağlamış oldular. Sonuç olarak spekülasyon amaçlı sermaye girişi hızlanmıştır (Karadeniz, 2014:52).

14 Ocak 1994 tarihinde Moody's; Türkiye'nin "yatırım yapılabilir" seviyedeki kredi notunu "Baa3" ten, "spekülasyon" seviye olan "Ba1" notuna düşürdü. Gereke olarak ise cari açığın çok yükselmesi ve kamu finansmanındaki kötüleşmeyi gösterdi. Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun yaptığı bu not indiriminden sonra zaten ülkeyi terk etme eğiliminde olan sıcak paranın çıkışı hızlanmıştır (Somçağ, 2006:41).

Tablo 25: 1994 Krizinde S&P, Moody's ve Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Vermiş Oldukları Kredi Notları

Tarih	S&P	Moody's	Fitch
04.05.1992	BBB(0)		
05.05.1992		Baa3	
03.05.1993	BBB(-)		
08.10.1993		Baa3(-)	
14.01.1994	BBB(-)	Ba1	
22.03.1994	BB(-)		
06.04.1994		Ba1(-)	
29.04.1994	B+ (-)		
02.06.1994		Ba3	
10.08.1994			B
16.08.1994	B+ (0)		
24.07.1995	B+ (+)		
26.09.1995			BB-
18.10.1995	B+ (0)		

Kaynak: Akçayır ve Yıldız, 2014

Tablo 25'te görüldüğü üzere, 1994 krizinin bir yıl öncesi ve sonrası kredi notları analizine bakıldığında, üç büyük KDK tarafından (Fitch 1994 yılından sonra derecelendirmeye başladı) toplamda dört defa not indirimi, sekiz defa da not görünümünde değişiklik yapılmıştır.

2001 Krizi

Türkiye 1994 yılında yaşanan krizden farklı olarak, 2001 yılında yaşanan krizde dış ticaret hareketlerinin önemli rolü bulunmaktadır (Atik, 2006:341). 1994 yılı krizinden sonra gerekli önlemler alınmamış, 1998 yılında yaşanan Rusya Kriziyle birlikte ihracatta daralma yaşanmış, akabinde 1999 yılında yaşanan Marmara Depremi de ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiştir.

Krizin hemen öncesinde finansal sistem sürdürülemez boyutlara ulaşmıştır. 1999 yılında kur çapasına dayalı bir sistem olan “ekonomik istikrar programı” uygulamaya

konulmuştur²⁷. Bankalar karlı ve öngörülebilir yapısı yabancı para pozisyon açıklarını arttırmışlardır. Yetersiz sermayeye sahip olmalarına rağmen birçok bankanın açık pozisyon vermesine izin verilmiştir. İlerleyen süreçte bankalara yönelik alınan düzenleme kararları neticesinde bankalar telaşlı bir şekilde mevcut yabancı para açık pozisyonlarını kapatmaya çalışmıştır. Bankaların bu telaşını gören kısa vadeli sermaye ülkeyi terk etmiştir (Tuncer, 2008:77).

Ekonomik verilerin kötüleşmesinin yanı sıra KDK'lar vermiş olduğu "spekülatif" seviye notlar sebebiyle Türkiye; kamu açıklarını kapatma, finansal kaynak bulma konularında zorluklar yaşamış ve yüksek faizle borçlanmak zorunda kalmıştır (Haspolat, 2015:121).

Bunlara ek olarak, uzun vadeli yatırımları, kısa vadeli borçlarla finanse etme çabaları, döviz kurunun enflasyon üzerindeki riskini daha da arttırmıştır. Cari işlemler bilançosundaki büyüyen açığın kısa vadeli sermaye ile karşılanması zorunluluğu ekonominin direncini kırmakta ve ekonomiyi dışa bağımlı hale getirmektedir (Tuncer, 2008:83). Yüksek cari işlemler açığının olduğu bu ortamda yaşanan sermaye çıkışları likidite daralmasına ardından da ekonominin krize sürüklenmesine sebep olmuştur.

Kasım 2000'de yaşanan ilk finansal kriz sonrası IMF'nin sağladığı ek rezervler, Merkez Bankasının net iç varlıkları kontrol altına alması ve faizlerin düşmesi sonucu piyasada kısa süreli istikrar sağlanmış oldu. Kasım ayı sonrası, bankacılık sisteminin kırılgan yapısı devam etmiştir. Milli Güvenlik Konseyi toplantısında Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında yaşanan tartışma sonucu Başbakanın toplantıyı terk etmesi ve bunun basına yansması piyasalar panik ortamına girerek 19 Şubat 2001'de döviz krizi olarak adlandırılan yeni bir kriz patlak vermiş oldu (Yalas, 2010:24). Devam eden süreçte, "Kara Çarşamba" olarak adlandırılan 21 Şubat 2001'de ise ekonomi ve diğer alanlarda kriz tamamen hissedilmiştir.

27 Kur çapası sabit kur sisteminde, istikrarsız bir ekonomide, dengenin sağlanabilmesi için döviz kurunun dışsal olarak belirlenip sabitleştirilmesi öngörülür (Gök, 2006:2)
Bu uygulamada Merkez Bankası kuru önceden açıklamaktadır.

Tablo 26: 2001 Krizinde S&P, Moody's ve Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Vermiş Oldukları Kredi Notları

Tarih	S&P	Moody's	Fitch
10.04.2000			B+ (+)
25.04.2000	B+ (+)		
27.04.2000			BB-
24.07.2000		B1 (+)	
21.12.2000		B1 (+)	
05.12.2000	B+ (0)		
21.02.2001	B+ (-)	B1 (0)	
22.02.2001			BB- (-)
23.02.2001	B (-)		
02.04.2001			B+ (-)
06.04.2001		B1 (-)	
16.04.2001	B- (-)		
27.04.2001	B- (0)		
11.07.2001	B- (-)		
02.08.2001			B (-)
30.11.2001	B- (0)		
15.01.2002		B1 (0)	
29.01.2002	B- (+)		
05.02.2002			B (0)
26.06.2002	B- (0)		
09.07.2002	B- (-)		
10.07.2002		B1 (-)	
07.11.2002	B- (0)		

Kaynak: Countryeconomy, Akçayır ve Yıldız, 2014

21 Şubat 2001'de krizin patlak vermesiyle aynı gün S&P ve Moody's bir gün sonra da Fitch, Türkiye'nin kredi notunu düşürmüştür. 2001 Krizinin bir yıl öncesi ve sonrası kredi notu analizine bakıldığında toplamda üç defa not indirimi, dokuz defa kötü yönde, altı defa ise iyi yönde olmak üzere on beş defa not görünümü değişikliği yapılmıştır.

Türkiye'nin Cumhuriyet döneminden itibaren yaşadığı en büyük kriz olarak nitelendirilen 2001 krizinde, 1994 krizine oranla daha az not düşüşü yapışmasının nedenleri arasında; zaten sahip olduğu "spekülatif" seviyedeki notlar, önceki krizden itibaren devam eden yapısal bozukluklar, Latin Amerika ve Asya ülkelerinde yaşanan krizler sonrası küresel piyasalarda oluşan riskli ortam, 1998'de Rusya'da yaşanan krizin etkileri ve 1999 Marmara depremi gösterilebilir.

2008 Krizi

Küresel ekonomik kriz, çoğu ülke ekonomisini etkilediği gibi Türkiye ekonomisini de etkilemiştir. Krizden dolayı GSYH, bütçe açıkları, borç stokları, cari işlemler dengesi ve Merkez Bankası rezervlerinde dengesizlikler olmuştur. Türkiye bu krizden önemli ölçüde etkilenmiştir, bu etki ABD ve Avrupa ülkeleri ile karşılaştırıldığında daha düşük seviyededir. Ancak krizin patlak verdiği 2008 yılında gelişmekte olan ekonomiler % 6 büyürken, Türkiye Ekonomisi ancak % 0,7 büyümüştür (Karadeniz, 2014:60).

Türkiye'nin bu kriz döneminde yaşadığı olumsuz etkilerin en büyük faktörünü dış ticaret ve dış ticarete bağlı ekonomik faaliyetler oluşturmaktadır. Türkiye ihracatında önemli bir pazar payına sahip olan Avrupa ülkelerinin (2006-2008 arası; % 65) yaşadığı ekonomik ve finansal sıkıntılar nedeniyle düşen talep, ihracatı ve üretimi de düşürmüştür. Ayrıca ülkeye gelen ve doğrudan ve dolaylı yatırımlarda da ciddi azalmalar olmuştur. Bu kalemlerde yaşanan aksaklıklar ülke ekonomisini oluşturan diğer ekonomik faktörler yoluyla maliye ve para piyasalarının tümünü etkiler hale gelmiştir.

Türkiye 2009 yılının ilk çeyreğinden itibaren alınan tedbirler ve küresel ekonominin düzelmesi sayesinde toparlanma sürecine girmiştir. 2009 yılı itibariyle tekrar büyümeye başlayan küresel ekonomi 2010 yılına gelindiğinde özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik performansı nedeniyle hızlı bir toparlanmaya sahip olmuştur. Ancak Avrupa devletlerinin; ekonomilerinin, kamu dengelerinin bozulması, borç stoklarının artması vb. nedenlerden ötürü yaşadığı sıkıntılar, küresel ekonominin daha hızlı bir şekilde toparlanmasını olumsuz etkilemektedir (Karadeniz, 2014:60).

Türkiye bu dönemde, diğer ülkelere oranla daha hızlı toparlanma sürecine sahip olduğundan, sahip olduğu mali disiplin sayesinde, büyümesini sürdürmüştür (2008 yılı hariç). Bu gelişmeler neticesinde S&P Türkiye'nin notunu; Şubat 2010'da **BB-**'den **BB**'ye, Mart 2013'te ise **BB+**'ya yükseltmiştir (Haspolat, 2015:127). Fakat bu değişim sadece notun görünümünü değiştirmekten ibaret olup istenilen seviyede değildir.

Tablo 27: 2001 Krizinde S&P, Moody's ve Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Vermiş Oldukları Kredi Notları

Tarih	S&P	Moody's	Fitch
10.05.2007			BB- (0)
03.04.2008	BB- (-)		
31.07.2008	BB- (0)		
13.11.2008	BB- (-)		
17.09.2009	BB- (0)		
18.09.2009		Ba3(+)	
27.10.2009			BB- (0)
03.12.2009			BB+ (0)

Kaynak: Countryeconomy, Akçayır ve Yıldız, 2014

2008 yılında yaşanan krizin bir yıl öncesi ve sonrası analiz edildiğinde herhangi bir not indirimi yaşanmamış, üç defa not görünümünde değişikliğe ve bir defa not arttırımına gidilmiştir.

Türkiye'nin kredi notları tarihçesine bakıldığında 1994-2003 yılları arasında yaşanan siyasi ve sosyal problemler, ekonomik ve siyasi istikrarsızlar düşünüldüğünde arttırılmayan notlar veya not düşüşlerinin doğru yansıtıldığı düşünülebilir. Ancak 2004 ve sonrası yıllarda yakalanan siyasi istikrar ve gelişen ekonomik göstergeler, dahası 2008 krizinde Avro bölgesindeki ekonomik krize rağmen kırılmanın daha düşük dirayetli olduğu düşünüldüğünde not artışları konusunda geç kalındığı düşünülmektedir (Akçayır ve Yıldız, 2014:18). Bu olumlu göstergelere rağmen olumsuz ekonomik gelişmeler de yaşanmaktadır. Türkiye'nin kredi riskini arttıran en önemli faktörlerden biri olarak cari açık sorunu görünmektedir (Haspolat, 2015:127). Ekonomik büyümenin yavaşlaması, Merkez Bankasının faiz oranları üzerindeki baskı ve yönlendirmeler olumsuz gelişmelerdir.

S&P, Türkiye'nin daha gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldığında genelde "daha fazla siyasi, ekonomik ve operasyonel risk" taşıdığını öne sürmektedir. Bu durum "Ülkeye has" riskler olarak sınıflandırılmış ve şu şekilde açıklanmıştır (Kargı, 2014:358);

Türk Lirasının dalgalanmasına bağlı olan döviz kuru riski bir şirketin yabancı para birimi cinsinden borçlarını ödemesini etkileyebilir. Yerel kanunlar ve düzenlemeler hakkında daha fazla belirsizlikler olabilir. Bankalarla güçlü ilişkiler kurulmasına bel bağlanabilir ve sıkça da gelişmiş piyasalara oranla daha zayıf likidite profilleri söz konusudur.

Bunlara ek olarak S&P; Güneydoğu Anadolu Bölgesindeki terör sorunun bitmesiyle ihracatın hızlanacağını ve savunma harcamalarının düşeceğini belirterek not artışında bu konu hakkında atılan adımları da dikkate aldıklarını vurgulamıştır (Haspolat, 2015:122).

Fitch 5 Kasım 2012 tarihinde Türkiye'nin kredi notunu "BB" den "BBB-" ye yükselterek "yatırım yapılabilir ülke" seviyesine çıkarmıştır. Yapılan açıklamada, Türkiye ekonomisinin küresel mali kriz karşısındaki mali dayanıklılığı nedeniyle kredi notunun yükseltilmesi yoluna gidilmiştir. Bunu takiben yedi ay sonra Moody's 16 Mayıs'ta "Ba1" olan kredi notunu bir basamak artırarak yatırım yapılabilir seviye olan "Baa3" seviyesine yükseltmiştir. Moody's bu not artışının nedenleri olarak, Türkiye'nin borç yükünün GSYH'ye oranının 2009 yılından 10 puan düşerek %36'ya gerilemesi, devlet tahvillerinin vade süresinin 4-6 yıla kadar uzaması ve enerji dışı cari dengenin iyileşmesini gerekçe göstermiştir (Haspolat, 2015:122). Böylece Türkiye 1992 yılından bu yana ilk defa iki uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu tarafından yatırım yapılabilir kredi notu almıştır (Turkishnews, 2013)

Haspolat (2015) çalışmasında onuncu kalkınma planı (2014-2018) ve (OVP) Orta Vadeli Programda (2015-2017) yer alan ekonomik ve sosyal politikalar ve hedefler ışığında Türkiye'nin ileriye dönük notları tahmin etmiştir. 2016 yılından itibaren Türkiye'nin kredi notunun kademeli olarak artacağı tahmin edilmiştir. Bu veriler ışığında üç farklı senaryo ve bu senaryolar dahilinde kredi notları şu şekilde tahmin edilmiştir:

1. Senaryo: OVP'nin (2015-2017) ekonomik hedeflerinin başarıya ulaşması ve yönetim göstergelerindeki 15 yıllık yakınsama süreci varsayımında Türkiye'nin kredi notunun 2020 yılında "A-" olacağı tahmin edilmektedir.

2. Senaryo: Yönetim göstergelerinde daha yavaş bir gelişme göstermesi halinde Türkiye'nin OECD ülkelerinin ortalamasına 30 yılda yakınsanacağı varsayımında ise 2020 yılında kredi notunun "BBB+" olacağı tahmin edilmektedir.

3. Senaryo: Onuncu kalkınma planındaki ekonomik hedefler ve 2023 yılı hedeflerinin başarıya ulaşacağı fakat yönetim alanında herhangi bir ilerlemenin olmayacağı varsayımında ise Türkiye'nin 2020 yılında kredi notunun "BBB" düzeyinde olacağı tahmin edilmektedir.

Türkiye'nin geçmiş dönem yönetim göstergeleri performansı ve sosyal değişimler için zaman ihtiyacı göz önünde bulundurulduğunda yüksek gelirli OECD ülkelerine yakınsamanın 30 yıllık bir süreçte gerçekleşeceği senaryosu daha gerçekçi bir yaklaşım olacaktır. Bu da ülke notunun 2020 yılında "BBB+" düzeyine kadar çıkabileceği ikinci senaryoyu işaret etmektedir.

5.1.1 Temel Ekonomik Veriler Ve Kredi Notu Analizi

Haspolat (2015) çalışmasında, S&P, Moody's ve Fitch derecelendirme kuruluşlarının, ülke kredi notunu belirlerken faydalandıkları ekonomik verilerden ne oranda etkilendiklerini oransal olarak tespit etmiştir. Bu oranlar paralelinde, Türkiye'nin ilk kredi derecelendirmesinden günümüze kadar olan süreçte, temel ekonomik veriler ve kredi notu analizi yapılarak değerlendirmelerde bulunulmuştur.

Tablo 28: S&P, Moody's ve Fitch'e Ait Ülke Kredi Notu Belirleyici Faktörlerin Oranları

	S&P	Moody's	Fitch
Kişi Başına Milli Gelir	% 27	% 21**	% 24
Borç Stoku/GSYH	% 12	% 11	% 10
Yönetim Etkinliği	% 11	% 16	% 24
Büyüme*	% 12	% 12	% 12
Cari İşlemler Dengesi	% 12	% 9	% 11
*Geçmiş 4 yıl büyüme ortalaması (% 6) ve Gelecek Yıl Büyüme Tahmini (% 6)			
** Uyarlanmış Milli Gelir			

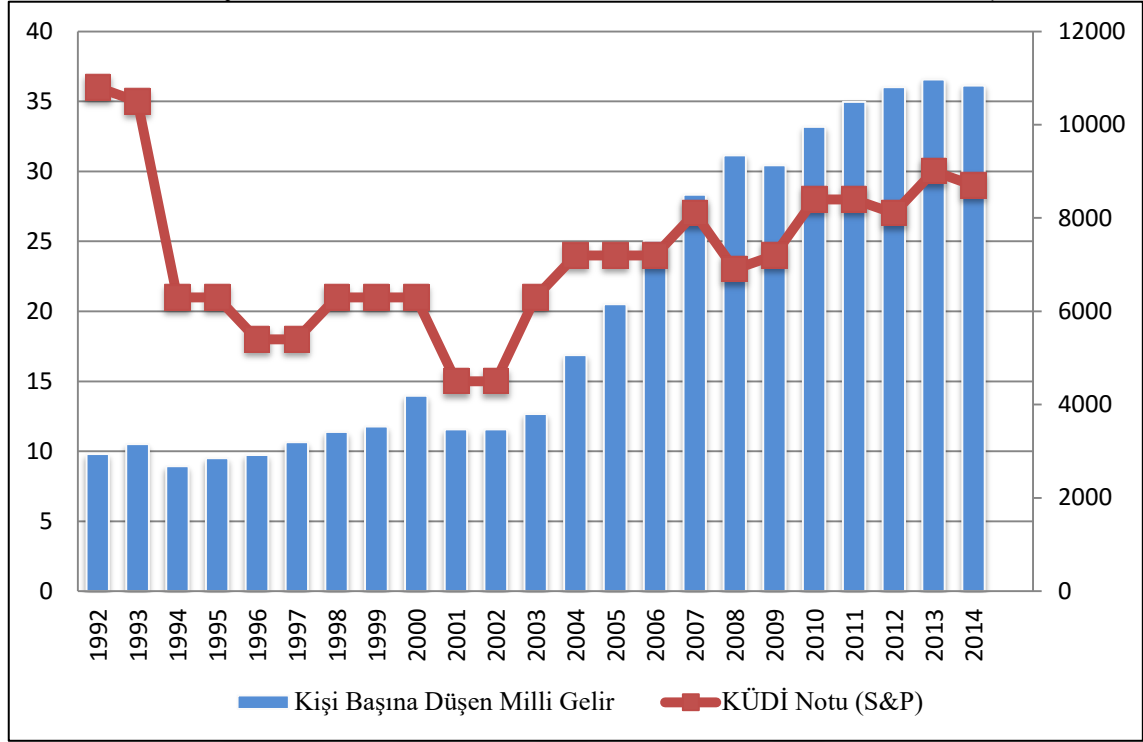
Kaynak: Haspolat, 2015

5.1.1.1 Kişi Başına Düşen Milli Gelir ve KÜDİ Notu

1994, 2001 ve 2009 yılında kişi başına düşen milli gelirden azalma yaşanmasına rağmen sadece 2009 yılında yaşanan azalmada herhangi bir not indirimi yaşanmamıştır. Söz konusu not indirimi bir önceki yıl yapılmıştır. Kredi notları ile bu verilerin paralel bir seyir izlediği görülmektedir.

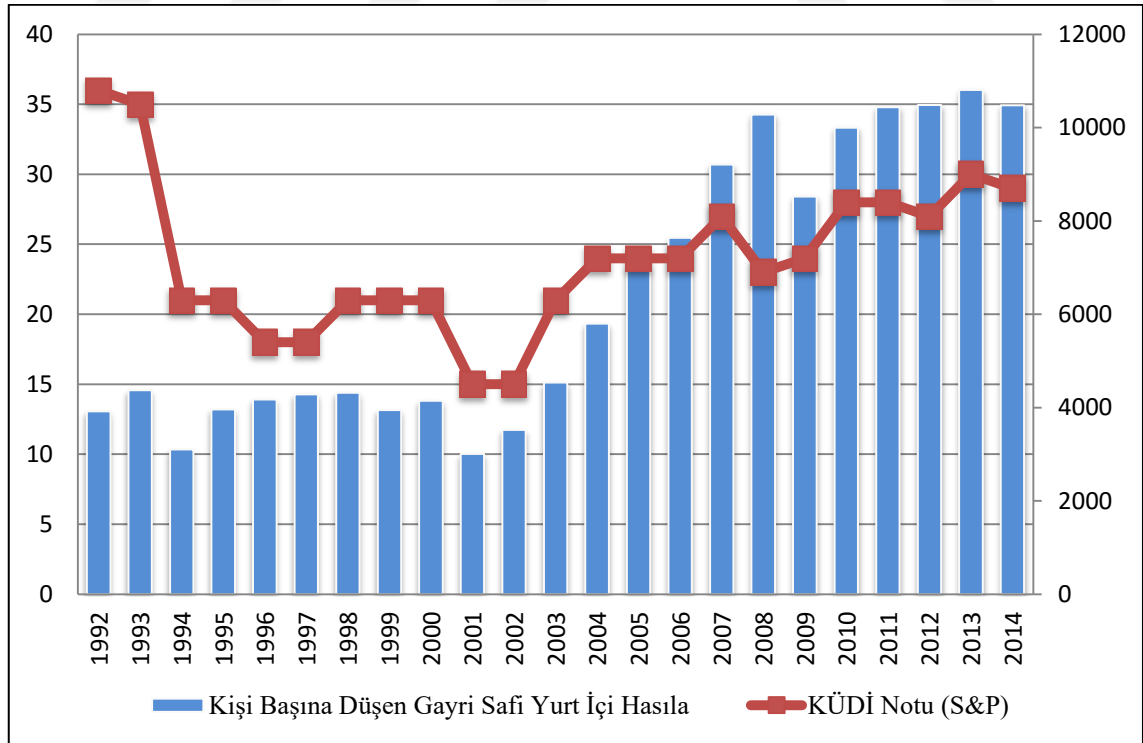
1994 ve 2001 yıllarında kişi başına düşen milli gelirden yaşanan düşüşlerin kredi notunu azaltıcı etkiye sahip olduğu görülmektedir. Özellikle 1994 ve 2001 yıllarında, bir önceki yıla göre sırasıyla, % 14,92 ve % 17,18 gibi yüksek seviyede düşüşler yaşanmıştır. Bu not düşüşlerinin yanı sıra 2009 yılında yaşanan % 2,24 oranındaki bir azalış, kredi notu üzerinde sadece “not görünümü” değişikliğine sebep olmuştur. 2003, 2004 ve 2010 yıllarında kişi başına düşen milli gelirden yaşanan artışın, sırasıyla % 9,51, % 33,15 ve % 8,98, kredi notu üzerindeki pozitif etkisi Şekil 26'da görüldüğü gibidir.

Şekil 26: Türkiye'nin Kişi Başına Düşen Milli Geliri ve KÜDİ Notu (1992-2014)



Kaynak: Dünya Bankası (<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GNP.PCAP.CD>), Erişim Tarihi: 12.11.2015), S&P

Şekil 27: Türkiye'nin Kişi Başına Düşen GSYH'si ve KÜDİ Notu (1992-2014)



Kaynak: Maliye Bakanlığı, S&P

Şekil 27 verileri incelendiğinde 1994 ve 2001 yıllarında kişi başına GSYH’de yaşanan düşüşlerin doğrudan kredi notunu azaltıcı etkiye sahip olduğu görülmektedir. Öyle ki 1994 ve 2001 yıllarında, bir önceki yıla göre sırasıyla, % 29,01 ve %27,49 gibi yüksek seviyede düşüşler yaşanmıştır. Bu not düşüşlerinin yanı sıra 2009 yılında yaşanan % 17,06’lık bir azalış, kredi notu üzerinde sadece “not görünümü” değişikliğine sebep olmuştur. 2003, 2004 ve 2010 yıllarında kişi başına düşen milli gelirden yaşanan artışın, sırasıyla %28,85, %27,75 ve 17,06, kredi notu üzerindeki pozitif etkisi Şekil 26’da görüldüğü gibidir.

Türkiye, 2014 yılından itibaren, diğer bazı temel ekonomik verilerde olduğu gibi, milli gelirden de azalma yaşamaya başlamıştır. 23 yıllık derecelendirme tarihi boyunca;

Kişi Başına düşen milli gelirden yaşanan ortalama %15-17 oranlarında bir değişim olduğunda büyük not indirimleri, yine yaklaşık % 2,5 oranında yaşanan artış ve azalışların ise not görünümünde bir değişiklik yaptığı sonucu çıkarılabilir.

Kişi başına gayri safi yurtiçi hasıladan yaşanan % 27 seviyesinde bir değişim olduğunda büyük not indirimleri, yaklaşık %15’lik değişim olduğunda ise not görünümünde pozitif veya negatif yönlü gerçekleştiği sonucu çıkarılabilir.

Yani günümüzde yaşanan kişi başına düşen milli gelirden ve kişi başına GSYH’de yaşanan azalışların herhangi bir not azalımı üzerinde, önemli bir etkisi olmayacağı sonucu çıkarılabilir. Çünkü not düşüşü yaşanan yıllardaki sırasıyla; % 27 ve %15 oranlarındaki düşüşlerin aksine 2013 ve 2014 yıllarında sırasıyla; % 3 ve %1 oranlarında düşüş yaşanmıştır.

5.1.1.2 Dış Borçlar

Üç büyük KDK tarafından yapılan derecelendirme sürecinde, yararlanılan göstergeler arasında ortalama %11 etkiye sahip olan borçların GSYH’ye oranı, Türkiye’nin kredi notu geçmişinde de önemli etkilere sahiptir. Zira geçmişte yaşanan kriz dönemlerinde ülke borçları önemli farklılıklar göstermektedir. Türkiye’nin kredi derecelendirme tarihi başlamasından itibaren sahip olduğu borçlar Tablo 29 verilerinde gösterildiği gibidir.

Tablo 29: Türkiye'nin Sahip Dış Olduğu Borçlar (1992-2013)

Yıllar	Toplam Borç	Uzun Vadeli Borç	Kısa Vadeli Borç	Uluslararası Rezervler	Kamu ve Kamu Garantili Dış Borç	Özel Uzun Vadeli Dış Borç	Dış Borç /GSYH (%)
1992	55,6	42,9	12,70	6,1	39,7	3,2	26,00
1993	67,4	48,8	18,50	6,2	42,9	6,0	27,79
1994*	65,6	54,3	11,30	7,1	48,1	6,1	37,48
1995	73,78	57,40	15,70	12,4	50,1	7,1	32,38
1996*	79,83	61,82	17,34	16,3	48,3	13,4	32,66
1997*	84,79	66,20	17,99	--	47,4	18,6	33,16
1998	97,14	75,54	21,22	19,49	50,1	25,3	36,04
1999	101,99	77,63	23,47	23,35	50,4	27,1	40,74
2000	117,11	84,02	28,91	22,49	56,1	27,8	43,91
2001*	113,16	82,70	16,34	18,9	46,1	28,6	57,71
2002	130,95	92,44	16,42	27,07	63,6	32,4	56,33
2003	142,6	119,6	23,0	34	64,1	33,8	47,04
2004	158,2	127,3	30,9	35,67	68,3	37,4	40,33
2005	172,1	133,2	38,9	50,58	63,0	55,6	35,65
2006	209,6	166,7	42,9	61,07	68,4	87,6	39,60
2007	258,4	215,3	43,1	73,38	81,1	127,3	39,97
2008	289,0	236,5	52,5	70,43	82,3	146,5	39,55
2009	277,3	228,3	49,0	70,87	85,6	134,3	45,13
2010	299,2	221,9	77,3	80,71	91,5	124,4	40,90
2011	305,5	223,5	81,9	78,32	94,8	125,7	39,43
2012	337,5	236,7	100,54	99,94	98,9	136,6	42,79
2013	388,43	257,48	129,107	110,93	105,3	152,1	47,25

* Renkli satırlar KDK'lar tarafından not indiriminin yapıldığı yılları ifade etmektedir.

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, World Bank, IMF

1994, 2001 ve 2008 kriz dönemlerinde borçların önemli derecede arttığı görülmektedir. Bu kriz dönemlerinde sırasıyla %21, %15, %13 seviyesinde artış görülmektedir. Günümüzde de toplam borçlarda yaşanan artışlar neredeyse kriz dönemleriyle aynı seviyelere ulaşmıştır. 2011-2012 değişimi %10, 2012-2013 değişimi ise %15 artışla kritik seviyelere ulaşmıştır. 2006 yılından önce toplam borcun büyük kısmını kamu kesim borçlarının oluşturmasının aksine, son yıllarda toplam borçlar artsa da, bu borçların önemli kısmını özel kesim borçlar oluşturmaktadır.

2011 sonrası dış borçlardaki önemli derecedeki artış, S&P'nin kredi notu görünümünde yapmış olduğu "negatif" görünüm ile etkisini göstermiştir. Ancak

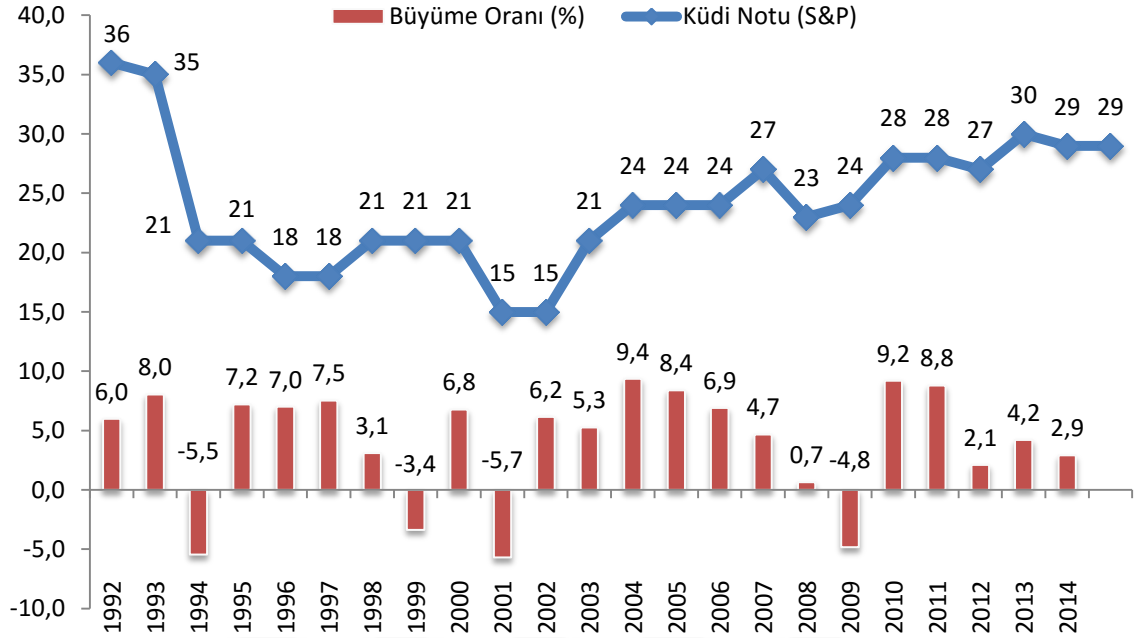
Moody's ve Fitch'in bu dönemdeki dış borç stokuna biraz daha kayıtsız olduğu söylenebilir (Kargı, 2014:364). Örneğin Fitch not değişiminde bulunmamış sadece açıklamaya yapmıştır. Fitch; 2015 yılı içerisinde, Türkiye için yaptığı analizlerde ve açıklamalarda özel kesim borcunun büyük boyutlara ulaştığını ve bu olumsuz ortamın kredi notunu da etkileyebileceğini açıklamıştır (Bloomberght, 2015).

Toplam borcun GSYH oranı ise derecelendirme tarihinden itibaren, 2008 Krizi hariç, kriz dönemlerinde önemli derecede artış göstermiştir. Öyle ki 1994 krizinde bir önceki yıla göre %10, 2001 krizinde ise yine bir önceki yıla göre %13 artış yaşanmıştır. Kriz dönemlerinde yaşanan bu artışlar sonucu da kredi notlarında düşüşler yaşanmıştır. Ayrıca 2008 krizinde önemli derecede artış olmaması ve dolayısıyla kredi notlarında da herhangi bir düşüş yaşanmaması, borçların GSYH'ye oranının kredi derecelendirme sürecinde ne kadar önemli olduğunun kanıtıdır.

5.1.1.3 Büyüme

Kredi notu belirleyicilerinin en önemli faktörlerinden biri olan cari işlemler açığının kriz dönemlerinde düşmesine rağmen not indirimlerinin yaşanması büyüme oranlarının kredi notunun tayin edilmesinde çok önemli bir faktör olduğunu göstermektedir.

Şekil 28:Türkiye'nin Gayri Safi Yurtiçi Hasılası Büyüme Oranı



Kaynak: Maliye Bakanlığı, S&P

Şekil 28 verileri incelendiğinde; kredi notları ve görünümünde yaşanan artış ve azalışların, GSYH'nin büyüme oranıyla paralel bir seyrde hareket ettiği görülmektedir.

Türkiye'de derecelendirme faaliyetinin başladığı 1992 yılından sonra ikisi yerel (1994, 2001), biri küresel (2008) olmak kaydıyla toplam üç tane kriz yaşamıştır. S&P notunun incelendiği bu şekilde toplam dört kez kredi notunun düşürüldüğü görülmektedir. En büyük not indirimi ise 1994 yılında, bir önceki yıl "yatırım yapılabilir" seviye olan "**BBB(-)**" kredi notunun "**B+**" ya düşürülmesiyle yaşanmıştır.

2001 krizi yaşanmadan önce, 1997 yılında yaşanan kredi notu artışı 1999 yılında yaşanan %3,4 küçülme nedeniyle duraklamış akabinde yaşanan krizle daha da düşmüştür. Ardından yaşanan ekonomik büyüme ve gelişmeler sayesinde kredi notu artış eğilimine girmiştir. Ancak ekonomistler ve politikacılar tarafından yaşanan kredi notu artışının hak edilenin gerisinde kaldığı iddia edilmektedir.

2002-2014 yılları arasında kalan dönemde Türkiye ortalama olarak yılda %4,9 büyüdü. 2007-2014 yılları arasında ise yılda ortalama büyüme hızı %3,5 olarak gerçekleşti. Ekonomik büyümenin yavaşlama eğilimine girmesi; yatırım, tasarruflar,

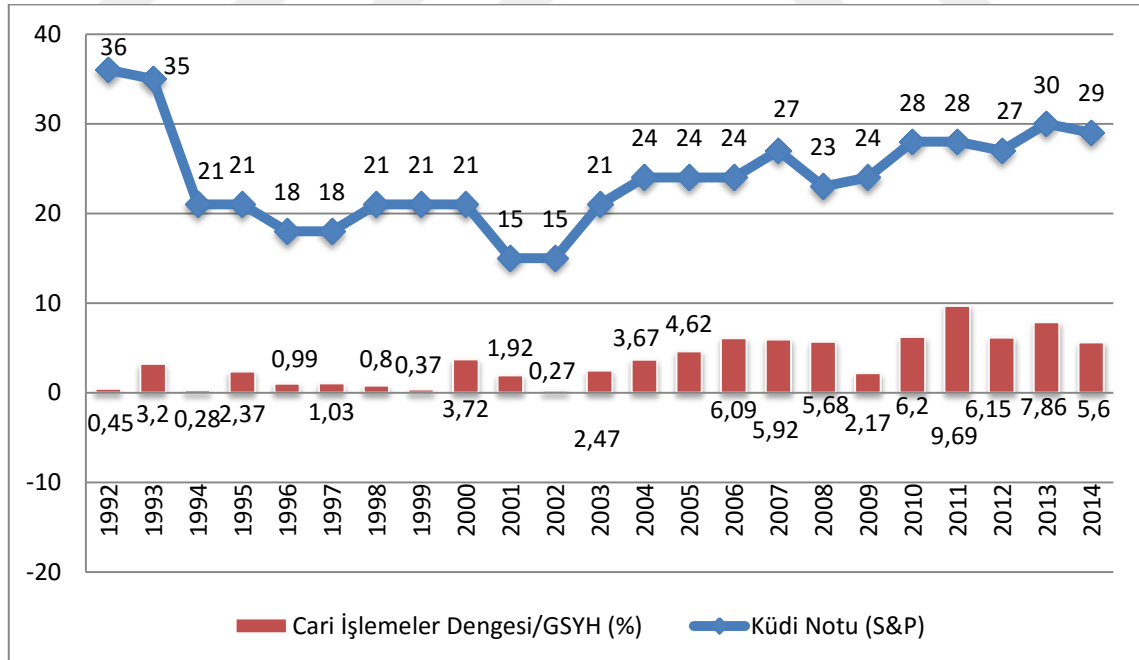
borç ödeme gücü vs. göstergelerin de aşağı yönlü hareket etmesine neden olabilir. Keza bu şekilde devam ederse derecelendirme notlarının da negatif yönlü olması beklenebilir. Çünkü ekonomik büyüme derecelendirme kuruluşlarının ülke değerlendirmelerinde önemli bir yer tutmaktadır. GSYH'deki değişimin etkileri not vermede; sırasıyla S&P, Fitch ve Moody's daha hassas olduğu söylenebilir (Kargı, 2014:364).

2008 krizinden sonra ABD ve Avrupa'ya oranla daha hızlı bir şekilde kendini toparlayan Türkiye krizden sonra 5 çeyrekte, kriz öncesi seviyesine ulaşabilirken, ABD ancak 10 çeyrekten sonra kriz öncesi seviyeye ulaşmıştır. Avrupa ise 13 çeyrekten fazla sürede kriz öncesi seviyeye ulaşabilmiştir.

5.1.1.4 Cari İşlemler Dengesi

Cari işlemler dengesi, ödemeler dengesi bilançosunda yer alan; dış ticaret, hizmetler, yatırım gelirleri ve cari transfer dengelerinden oluşmaktadır. Bir ülkenin cari açık vermesi, bu dört kalemin toplamının negatif olduğunu ifade ederken, cari fazla ise cari gelirlerin cari giderlerden fazla olması anlamına gelmektedir (Hasbi, 2012:112).

Şekil 29:Türkiye'nin Cari İşlemler Dengesi Göstergeleri ve Kredi Notu



Kaynak: IMF

Cari açığın borç yaratmayan dış kaynaklarla finanse edildiğinde sürdürülebilir; borç yaratan özellikle de kısa vadeli borçlar ve resmi rezervlerle finanse edildiğinde sürdürülemez olduğu kabul edilmektedir (Göçer, 2013:214).

Derecelendirme kuruluşlarının metodolojileri içerisinde yer alan bir diğer unsur da ülkelerin cari işlemler dengesi verileridir. Türkiye kredi notunun düşük seviyede tutulmasına neden olan etmenlerin başında cari açığın olduğu söylenebilir. Çünkü çoğu ekonomik veriler olumlu yönde değişim gösterirken, cari açık istenilen seviyede değildir. Cari açıkta yaşanan azalmaların(değişimlerin) istikrarlı olmaması ve hala yeterli düzeye inmemiş olması geleceğe yönelik ekonomik verilerin kötümser beklentiler içerisinde olmasına neden olabilmektedir.

Bu göstergelerin aksine, döviz kurlarının yükselmesi sebebiyle artan rekabet gücü ve Avro Bölgesinde yaşanan ekonomik iyileşmelerin Türkiye ekonomisini iyi yönde etkilemesi beklenmektedir (Bloomberght, 2015).

Türkiye'nin kredi notunun yıllarca yatırım yapılabilir seviyenin altında olmasına rağmen 1984 yılından 2015 yılının ilk üç ayına kadar olan dönemde Türkiye'ye gelen toplam doğrudan yabancı yatırım tutarı 166 Milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu da ülkelerin ve yatırımcıların sadece ülke derecelendirmesine bakmadığının bir göstergesidir. Yatırımcılar ülkelerin kredi riskini belirten bir diğer unsur olan Kredi Temerrüt Takası oranlarına bakarak da yatırım yapmaktadır.

5.1.1.4 Yönetim Etkinliği

Türkiye, 1990'lı yıllardan itibaren ekonomik verilerde olduğu gibi, siyasi alanda da bir istikrar sağlayamamıştır. Koalisyon hükümetlerinin başarısızlıkları ve çeşitli sebeplerden ötürü siyasi ortam çok zayıf kalmış, bu olumsuzluklar ülkeyi darbe (28 Şubat 1997, Post Modern Darbe) ortamına kadar sürüklemiştir. İstikrarsız ortam 2001 krizine kadar sürmüştür, siyasi gerginliğin yaşandığı bu yıllarda Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında yaşanan "Anayasa Fırlatma" olayı siyasi krizin en üst düzeye çıktığı aşamalardan biri olmuş ve bu olayların da etkisiyle ekonomik kriz sürecine daha hızlı girilmiştir.

Türkiye'nin kredi notu geçmişi incelendiğinde siyasi zayıflıkların olduğu dönemlerde, ekonomik veriler kötü olmasa dahi, önemli seviyede not indirimi olduğu

görülmektedir. Zira kriz dönemleri haricinde 1997 yılında yaşanan darbenin ardından Moody's şirketi "Ba3" kredi notunu "B1" seviyesine indirmiştir. Siyasi belirsizlik ve anlaşmazlıkların yanı sıra ekonominin temel işleyişinin bozulması, yönetim alanında eksiklerin olması, finansman kaynak ve yatırımlarının etkin bir şekilde kullanılamaması yönetim alanında yaşanan zayıflıklara örnek gösterilebilir.

Koalisyon dönemlerini geride bırakan Türkiye'nin 2001 krizi sonrası yakalamış olduğu siyasi istikrar ve mali disiplin sayesinde ekonomik veriler pozitif gelişim göstermiştir. Yönetim alanında yakalanan istikrar sayesinde ancak 2012 yılında "yatırım yapılabilir" derece notunu alabilmiştir. Yönetim alanında yaşanan gelişmelerde; not indirimlerinin, not arttırmalarına oranla daha hızlı gelişim gösterdiği söylenebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşları sadece not değişikliğine giderek değil, çeşitli ekonomik veriler ve ülkeler hakkında yapmış oldukları değerlendirmelerle de piyasaya yön verebilmektedir. Türkiye'nin 2015 yılında yaşamış olduğu seçim öncesi ve sonrası çeşitli açıklamalarda bulunarak kendi görüşlerini dile getirmiştir.

5.1.1.4.1 2015 Genel Seçimleri ve KDK'ların Yapmış Oldukları

Değerlendirmeler

Kredi notunun artmasındaki önceki bölümde değinildiği üzere yönetim göstergeleri çok önemli bir faktördür. Türkiye'de genel seçimler sonrası hala kurulamayan bir hükümet ve belirsiz ekonomik beklentiler düşünüldüğünde kredi notunun artışı değil hatta düşüşü bile söz konusu olabilir. Türkiye gibi en alt düzey "yatırım yapılabilir" seviye notun olduğu kredi notu, yönetmeliklerinde bu şartı arayan fonların, kredi notunun düşmesi halinde ülkeden çıkış yapmaya başlayacak ve sermaye piyasasından başlamak üzere ekonominin diğer temel göstergelerine de etki ederek olumsuz bir ortam oluşacaktır.

Seçim Öncesi;

2015 yılı itibariyle seçim çalışmaları neticesinde derecelendirme kuruluşları bazı açıklamalarda bulunmuştur. Bu açıklamalar mevcut durum ve ileride yaşanması muhtemel riskleri ve bu kuruluşların beklentilerini içeren açıklamalardır:

S&P; genel seçimlerden çıkan sonuçların ülke kredi notu üzerinde hemen bir etkisinin olmayacağı yönünde bir açıklama yaptı. Ancak mevcut siyasi belirsizlikler nedeniyle, Türkiye'nin eskiye oranla daha zayıf GSYH performansı göstermesi bekleniyor (Bloomberght, 2015).

Moody's üst yöneticileri tarafından Mayıs 2015 tarihli yapılan açıklamalarda; Türkiye'nin özel sektör borçlarının artışı ve seçim konusunda yaşanan bazı belirsizliklerin yaşanması, dış borçların yüksek seviyede olmasının endişe yaratıcı ve kredi notlarının düşmesi yönünde etki yaratabileceği öngörülmektedir. Bunların aksine, Avro Bölgesindeki toparlanmaların ihracat üzerinden Türkiye ekonomisine olumlu etki yaratması, döviz kurlarının yükselmesi sebebiyle rekabet gücünün artması gibi olumlu öngörüler de vardır (Bloomberght: 2015).

Moody's yeni gelecek hükümetin reform yapabilme kapasitesinin kredi notunu etkileyeceğini ve buna ilaveten seçimlerden çıkan sonucun Türkiye'nin kredi notunun negatif olarak değerlendirilmesine neden olabileceğini açıkladı. Moody's ayrıca seçim sonucunun dış kırılganlıkları azaltacak, yatırım ortamını iyileştirecek ve ekonomik büyümeyi yeniden aktive edecek ekonomi politikalarının uygulamalarının büyük olasılıkla daha fazla ertelenmesine yol açacağına işaret etti (Bloomberght, 2015).

Fitch kredi derecelendirme kuruluşu ise "Türkiye'de devam eden politik belirsizlik ekonomik politika üzerindeki gerilimi artırabilir" şeklinde bir açıklamada bulunmuştur (Bloomberght, 2015).

Seçim Sonrası;

7 Haziran 2015 genel seçimler sonrası uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye'nin kredi not görünümüne bazı açıklamalar yapmışlardır. S&P ve Fitch, Moody's şirketine oranla daha iyimser olduğu düşünülse de, yaşanan politik belirsizliklerin ekonomik verileri etkileyeceği bu üç kuruluş tarafından kabul edilmektedir.

S&P seçim sonrası yaptığı açıklamalarda iki aydır hükümet kurulamamasının ortaya çıkardığı siyasi belirsizliğin Türk ekonomisinin büyümesini olumsuz etkileyeceği ifade edilirken şiddet olaylarının da olumsuz etkilerine değinildi. Şiddet olaylarının artması kamu maliyesini de etkileyerek kredi notu üzerinde olumsuz etki yaratma ihtimali vardır. Bunun yanında FED'in faiz oranlarını arttırması halinde döviz girişlerinde azalma ve tersine dönüşün ciddi sonuçlara yol açma ihtimali vardır (Bloomberght, 2015).

Moody's ise önceden açıkladığı "Baa3" kredi notunu ve görünümünü "negatif" olarak güncelledi. Moody's şirketinin 7 Ağustosta not güncellemesiyle birlikte açıklama yapması bekleniyordu ancak sadece görünümü değiştirdi. Moody's yetkilileri tarafından, Türkiye ekonomisinde belirsizliklerin sürmesi halinde 6 ay içinde not değişimi konusunda bir adım atılabileceğini vurgulandı. Bu muhtemel indirimin başlıca sebepleri ise; (i) Siyasi belirsizlik, (ii) FED'in faiz artışına yaklaşması, (iii) Makroekonomik verilerin bozulma göstermesi şeklindedir (Bloomberght, 2015).

Moody's 27 Ağustos 2015 tarihli yayımladığı raporda artan işsizlik oranına ve özellikle de 18-25 yaş arasındaki artışa, büyümede yaşanan yavaşlamaya (Moody's, bu yıl için büyüme oranının %2,5 seviyesinde gerçekleşmesini beklemektedir) ve Kasım ayında yapılacak erken seçim sonucunda da yaşanabilecek bir istikrarsızlık ortamının Türkiye'nin ekonomik verileri başta olmak üzere, yatırımcıları ve kredi notunu da olumsuz yönde etkileyeceği konusunda bir açıklama yapmıştır (Moody's, 2015:9).

Fitch, diğer iki büyük kredi derecelendirme kuruluşlarının aksine seçim sonuçları üzerinden direkt açıklama yapmamış, özellikle bankacılık sektörü ve FED'in muhtemel faiz artışı yapması üzerinden açıklama yapmıştır. "Türkiye'de politik belirsizliğin devam etmesi ekonomik politika üzerindeki gerilimi arttırabilir ve bankalar için ek riskler yaratabilir. Ekonomik büyümedeki yavaşlama, liradaki değer kaybı, yüksek faiz oranları ve Türkiye'ye yönelik daha zayıf yatırım algısı bankaların kredi profillerine yük oluşturabilir." şeklinde açıklama yapan Fitch Türkiye'nin kredi notunun ılımlı büyümesinin pozitif yönde olduğunu belirtmiştir (Bloomberght, 2015).

Erdirinç (2015)'e göre yaşanan siyasi belirsizlikler sonucu; ekonominin ve ekonomik parametrelerin alacağı darbe tahmin edilemez boyutlara ulaşabilir. Bu durumda; kredi derecelendirme kuruluşları tarafından Türkiye'nin kredi notu düşürülebilir. Bu durumda ise Doların yeni zirveler yapması kaçınılmaz olur. Çünkü "yatırım yapılabilir ülke" statüsü nedeniyle ülkemize gelen bazı fonlar, bu seviyeden daha düşük bir seviyede kredi derece notu alındığı zaman nu ülkeden çıkmak zorundadırlar. Dönem itibariyle FED'in de faiz artırma stresi de çabası olacaktır.

Ayrıca ertelenen seçimler sonucu; 1 Kasım 2015 seçimlerinden ortaya çıkan yeni siyasi irade, KDK'lar tarafından gelecek adına olumlu karşılanmıştır. Ekonomik verilerde yaşanan kötüye gidişata rağmen sağlanan mali istikrar sayesinde bu kuruluşlar herhangi olumsuz bir not tayini gerçekleştirmemiştir.

5.1.2 Türkiye ve Bazı Avrupa Ülkelerinin Derecelendirme Notlarının Karşılaştırılması

S&P'nin Türkiye ve bazı Avrupa ülkelerine 30 Haziran 2015 tarihinde verdiği uzun dönemli ve yabancı para cinsinden kredi notları Tablo 30'da verilmiştir.

Tablo 30: Avrupa Ülkelerinin ve Türkiye'nin Kredi Derece Notları (30.06.2015)

Kredi Notu	Ülkeler	Açıklama
AAA	İngiltere, İsviçre, İsveç, Norveç, Lüksemburg, Almanya, Danimarka	En Yüksek Kredi Derecesi
AA+	Avusturya, Finlandiya	Yüksek Kredi Derecesi
AA	Fransa, Belçika	
AA-	Estonya, Çek Cumhuriyeti	
A+	İrlanda	İyi Kredi Derecesi
A	Slovakya	
A-	Litvanya, Slovenya, Polonya	

BBB+	Malta	Ortanın Altı Seviye
BBB	İspanya, Kazakistan*	
BBB-	Andora, Azerbaycan, İzlanda, İtalya, Romanya, İspanya	
BB+	Türkiye, Rusya, Macaristan, Bulgaristan	Spekülatif Seviye (Yatırım Yapılamaz)
BB	Portekiz	
BB-	Gürcistan, Makedonya, Sırbistan	Önemli Derecede Spekülatif
B+	Güney Kıbrıs Rum Yönetimi	
B-	Beyaz Rusya	
CCC-	Yunanistan	Çok Yüksek Seviyede Spekülatif
CC	Ukrayna	
<i>*S&P tarafından Avrupa ülkeleri kategorisine alınmıştır.</i>		

Kaynak: http://images.ratingsinfo.standardandpoors.com/Web/StandardPoorsRatings/SPRS_Sovereign%20Outlook_2015_070115.pdf (Erişim Tarihi: 28.07.2015)

Türkiye'nin kredi notu Moody's ve Fitch tarafından verilen notlara göre "yatırım yapılabilir" seviyede iken S&P'nin vermiş olduğu nota göre hala "spekülatif seviye" dedir. Avrupa ile karşılaştırıldığında "yatırım yapılabilir" seviyesindeki ülkelere daha iyi ekonomik şartlara ve yapıya sahip olmasına rağmen, Türkiye'nin notu yine bu ülkelere oranlara daha düşük seviyede tutulmaktadır. Bu konu hakkında yapılan çalışmaların çoğu ekonomik veriler üzerinden hareket ederek karşılaştırma yapmış ve Türkiye'ye bu konuda haksızlık edildiği vurgulanmıştır. Kısmen de olsa haksızlık edildiği kabul edilebilir ancak Türkiye'nin jeopolitik konumu gereği, çevresinde yaşanan ve yaşanması muhtemel olaylar, siyasi ve ekonomik etmenlerin de kredi notunu etkilediği bir gerçektir.

S&P, Türkiye'nin daha gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldığında genelde “daha fazla siyasi, ekonomik ve operasyonel risk” taşıdığını öne sürmektedir. Bu durum “Ülkeye has” riskler olarak sınıflandırılmış ve şu şekilde açıklanmıştır(Kargı, 2014:358);

Türk Lirasının dalgalanmasına bağlı olan döviz kuru riski bir şirketin yabancı para birimi cinsinden borçlarını ödemesini etkileyebilir. Yerel kanunlar ve düzenlemeler hakkında daha fazla belirsizlikler olabilir. Bankalarla güçlü ilişkiler kurulmasına bel bağlanabilir ve sıkça da gelişmiş piyasalara oranla daha zayıf likidite profilleri söz konusudur.



SONUÇ

Kredi derecelendirme kuruluşları, borçlunun anapara faiz ve yükümlülüklerini zamanında ve tamamıyla yerine getirip getiremeyeceğini, niteliksel ve niceliksel verileri kullanarak, sistematik bir şekilde araştıran ve bir takım harflerle ifade eden kuruluşlardır. İlk ortaya çıktıkları zamanlarda kişisel ihtiyaçları yerine getiren bu kuruluşlar; günümüzde, sermaye hareketlerinin artması ve piyasada oluşan asimetrik bilgi eksikliğini gidermesi nedeniyle, küresel boyutta, piyasaları yönlendiren önemli bir aktör haline gelmiştir.

Derecelendirme işlemi sermaye piyasalarının gelişmesini ve etkinliklerinin artmasını sağlamak için yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi eksikliğini en aza indirmeyi amaçlamaktadır. Ayrıca derecelendirme işlemi yatırımcıların yatırım kararlarını alırken tek unsur olarak değil, yatırım kararının alınmasında etkili olan diğer faktörlerden sadece bir tanesi olarak düşünülmelidir.

Derecelendirme işlemi günümüzde öncelikle yatırımcılar, firmalar, finans kuruluşları, sermaye piyasaları ve ülkeler için önemli bir fonksiyon haline gelmiştir. Küreselleşme sayesinde piyasalar arasındaki sınırların kalkması ile sermaye, uluslararası piyasalarda serbestçe hareket edebilme imkanına sahip olmuştur. Yatırımcılar karlarını en üst düzeye çıkarmak ve kendilerini güven altına almak için piyasalar arasında karşılaştırma yaparak en uygun seçimi yapmak istemektedir. Bu bağlamda, bilgi eksikliğini gidermesi ve karşılaştırma yapması açısından kredi derecelendirmesi, önemli bir işlevi yerine getirmektedir.

İyi bir kredi notuna sahip olmak; borçlanma maliyetlerini düşürürken, kötü bir kredi notuna sahip olmak da borçlanma maliyetlerini arttırmaktadır. Uluslararası piyasalardan fazla miktarda ve düşük maliyette fon çekmek isteyen firmalar, iyi seviyede derece notuna sahip olmayı isteyeceklerinden, mali ve yönetsel fonksiyonlarını kaliteli düzeye çıkarmak zorunda kalacaklardır. Firmaların kaliteli bir yapıya ulaşmasının ardından öncelikle faaliyet gösterilen sektöre ve piyasaya, daha sonra ise ülke ekonomisine olumlu etkileri yansıtacaktır.

Sermaye piyasalarının en önemli özelliklerinden biri olan kamunun aydınlatılması ilkesinin başlıca araçlarından biri haline gelen derecelendirme faaliyeti;

günümüzde, yatırımcıların yatırım kararı almalarında sıklıkla başvurulan bilgi kaynağı haline gelmiştir. Böylece sermaye; kredi notu çerçevesinde yatırımcıların yüksek faiz geliri-yüksek risk, düşük faiz geliri-düşük risk arasında verdikleri yatırım kararına göre hareket etmektedir.

Derecelendirme notu verilmeden önce, değerlendirme aşamasında ülkelerin siyasi, sosyal, ekonomi ve mali göstergelerinden yararlanılarak nihai nota karar verilmektedir. Ancak bu göstergelerin kredi notlarına etki oranı farklı seviyelerdedir. Bu göstergelerin kredi notuna oranında herhangi bir standart olmadığından aynı ülkeye farklı KDK'lar farklı notlar tayin edebilmektedir.

Genelde derecelendirmemiş borç araçlarının küresel piyasalara girişi zor ve maliyetlidir. Çoğu yatırım fonu veya emeklilik fonu borç araçlarına ilişkin yatırımlarda kredi derecelendirme dahilindeki kurallar uygulanmaktadır. Derecelendirme notuna sahip bu borç araçları daha geniş yatırımcı kitlesine ulaşarak, yüksek derece notuna sahip olması durumunda, daha düşük maliyetli borçlanma imkanına sahip olacaktır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerinin sahip olduğu düşük tasarruf oranları nedeniyle yatırımların finanse edilmesinde yaşanan sıkıntılar açısından bu krediler, önemli fon kaynağı konumundadır. Ancak gelişmekte olan ülkelerin genel ekonomik durumları, piyasa aktörleri ve yönetim etkinliği istenilen düzeyde olmadığı için, bu ülkelerin ihtiyacı olan seviyede, yüksek kredi notuna sahip değildirler. Bu yüzden küresel piyasalarda işlem gören fonlar daha çok yüksek kredi notuna sahip gelişmiş ülkelere doğru bir akım göstermektedir.

Kredi notuna sahip herhangi bir kurumun, projenin veya ihracın derece notu ne kadar yüksek olursa olsun ("AAA" vs.) ülke notu üzerine çıkamamaktadır. Bu sistem ne yazık ki bu durumdaki kurumları olumsuz etkileyebilmektedir. Yerel bir derecelendirme kuruluşu, bu pozisyondaki şirkete gerektiği notu verebilir ancak yerel KDK'lar uluslararası arenada kabul görmediği veya yeterince itibar edilmediği için verdikleri notları fazla bir getirisi olmayacaktır. KDK'ların ülke derecelendirme notu şirket notuna göre daha düşük olduğu durumlarda, yatırımcıları daha iyi bilgilendirmek adına yeni bir not sistemi veya bu durumu açıklayabilecek yeni bir sistem geliştirmeleri gereklidir.

Kredi derecelendirme piyasasında faaliyet gösteren yüzlerce KDK olmasına rağmen piyasaya yön veren ve önemli derecede pazar payını elinde bulundurarak piyasanın oligopol bir yapıya dönüşmesine sebep olan üç tane kuruluş vardır. Bunlar; S&P, Moody's ve Fitch'tir. Bu üç büyük KDK toplam derecelendirme piyasasında yapılan derecelendirmelerin 2014 yılı itibariyle yaklaşık %96'lık bir kısmını gerçekleştirmektedirler. Gelirleri, Milyar Dolarlar seviyesinde ve etkiledikleri piyasaların Trilyonlarca Dolar değerinde olduğu düşünüldüğünde bu kuruluşların önemi ve işlevleri daha iyi anlaşılmaktadır. Avrupa, ABD ve Dünyanın değişik ülkelerinde KDK'ların piyasaya hakim yapılarını kırmak, vermiş oldukları notlar sonucunda yüklenmeleri gereken sorumlulukları arttırmak adına çeşitli düzenlemeler yapılmaktadır. Günümüzde, uygulanan bu politika ve düzenlemelerin amaca ulaşma konusunda etkili olduğu söylenemez.

1970'li yıllardan günümüze kadarki dönemde KDK'lar iş hacmi ve küresel ekonomideki güçleri bakımından çok önemli aşamalar kat etmiştir. Piyasaya olan etkilerini daha iyi anlamak adına; ünlü gazeteci ve ekonomist Thomas Freidman 1996 yılında yapmış olduğu bir röportajındaki açıklamaları aktarmak daha etkili olacaktır. Freidman bu röportajında ; "Bana göre dünyada iki büyük süper güç var. Birisi ABD, diğeri ise Moody's kredi derecelendirme kuruluşudur. ABD sizi bomba atarak, Moody's ise kredi notlarınızı düşürerek mahvedebilir. İnanın ki bazen hangisi daha güçlü bilemiyorum." Şeklindeki ifadesiyle KDK'ların küresel ekonomide ne kadar güçlü bir konuma geldiğini anlatmaktadır (Haspolat, 2015:14).

1990'lı yıllarda yaşanan, Latin Amerika, Asya, Rusya vb. ülkelerin krizlerinde KDK'lar, mevcut kriz ortamını derinleştirdiği iddiasıyla ağır eleştirilere maruz kalmıştır. Bu krizlerin akabinde ABD merkezli büyük ölçekli firmaların iflaslarından hemen önce almış oldukları en üst düzey kredi notlarına rağmen iflas etmeleri eleştirilerin tozunu daha da arttırmıştır. Son olarak yaşanan 2008 Finansal Krizinde ise bu kuruluşlar, diğer krizlerde sebep olduğu derinleştirici etkinin aksine, krize neden olan ana unsur olarak görülmektedirler. Başta ABD olmak üzere uluslararası düzeydeki kuruluşlar ve ülkeler bu kuruluşlara karşı çeşitli yaptırım ve düzenlemelere gitmektedirler ancak yine bu kuruluşlar verdikleri notların yatırımcılara bir tavsiye

niteliğinde değil, borcun kalitesini gösteren düşünce olduğunu ifade ederek kendilerini savunmaktadırlar.

KDK'lar uluslararası arenada en çok (i) Şeffaflık, (ii) Rekabet eksikliği, (iii) Çıkar çatışması, (iv) Krizleri öngörememeleri ve mevcut krizleri derinleştirmeleri, konularında eleştirilmiş ve bu konular üzerinde çalışmalar gerçekleştirilmiştir. KDK'lara alternatif arayışlar içerine giren piyasaların en çok rağbet ettiği araç ise Kredi Temerrüt Takası (CDS)'dir. CDS primleri sayesinde yatırımcılar, yatırım yapmaları halinde üstlenecekleri riskler hakkında bilgi sahibi olmaktadır. CDS primleri ülke riskini kamuoyuna aktardığı için kullanışlı ve tercih edilen bir gösterge olarak kabul görmektedir.

KDK'lara çok sayıda eleştiri getirilmesi ve alternatif arayışlar içerisine girilmesine rağmen, bu kuruluşların vermiş oldukları derecelendirme notlarının önemi her geçen gün artmaktadır. Öyle ki; Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) bünyesindeki Basel Bankacılık ve Denetim Komitesi'nin, derecelendirmeyi bankaların sermaye yeterliliklerinin düzenlenmesine şart olarak kullanma kararı, bu kuruluşlara yönelik uluslararası piyasada alternatif aranmasının tam tersine, bu kuruluşları piyasanın ayrılmaz bir parçası haline getirmektedir.

S&P, Moody's ve Fitch sahip oldukları yapı itibariyle; pazar payı, yaptıkları derecelendirme sayısı, yüksek kar marjları ve gelirler gibi konularında diğer küçük derecelendirme kuruluşlarına önemli derecede fark atmıştır. Yüksek gelir marjları ve piyasa hakimiyetine sahip bu büyük kredi derecelendirme kuruluşları 1990'lu yıllardan sonra devamlı eleştirilere maruz kalmıştır. Nihai olarak 2008 Finansal Krizinden itibaren bu kuruluşlara yönelik ulusal ve uluslararası arenada yeni arayışlar ve piyasanın daha rekabetçi bir ortama kavuşması için çalışmalar başlatılmıştır. 2008 Krizi sonrası güven ortamının sarsılması ve sermaye piyasası araçlarında yaşanan değişimler, derecelendirme piyasasının geleceği adına tahminde bulunmak için, bu araçları, iyi bir gösterge durumuna getirmiştir.

Sigorta şirketlerine yapılan derecelendirme alanında diğer alanlara oranla daha düşük pazar hakimiyetine sahip olan S&P, Moody's ve Fitch, bu alanın toplam derecelendirme piyasaları içinde çok düşük bir paya (%0,78) sahip olduğundan,

piyasadaki mevcut oligopol yapıyı bozma adına önemli bir etkisi görülmemektedir. Ancak özellikle 2008 Krizinden sonra üç büyük KDK, İhraççı şirketlere yapılan derecelendirmeler ve VDMK alanlarında piyasada yaşanan büyümeden daha yavaş büyümesi, diğer küçük KDK'ların ise aşırı büyüme kaydetmesi sebebiyle ilerleyen yıllarda pazar payı değişimlerinin üç büyük KDK aleyhinde olması beklenmektedir.

Üç büyük KDK'nın pazar hakimiyetinin İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet alanında diğer alanlara oranla daha düşük olduğu görülmektedir. Zira bu şirketlerin yapmış olduğu derecelendirmeler, bu sektör büyüme eğiliminde olduğu halde, önemli derecede azalma yönlüdür. Bu alanda 2014 yılı itibariyle % 75,3 pazar payına sahip olan DBRS derecelendirme kuruluşu büyüme eğilimindedir ve piyasaya hakim durumdadır. Bunun yanı sıra Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet alanında özellikle KBRA ve DBRS kredi derecelendirme kuruluşları önemli miktarda artış göstererek ilk dört sıradaki yerini almış, Moody's ve Fitch ile rekabet edebilecek düzeye gelmiştir. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet alanında ise üç büyük derecelendirme kuruluşları toplam VDMK pazarının %12,1 oranında gelişmesine rağmen ya daha düşük seviyede büyüme göstermiş ya da aynı seviyelerde artış gösterebilmiştir. Diğer iki derecelendirme kuruluşu DBRS ve KBRA ise sırasıyla, % 48 ve % 391 artış sağlayarak rekor seviyede büyümeye devam etmektedir.

Yaşanan gelişmeler gösteriyor ki; özellikle bu alanlardan başlamak üzere KDK'ların eski oligopol gücü ilerleyen zamanda daha fazla düşüş eğilimine girecektir. Kriz ve büyük skandalların akabinde sadece % 2,4 seviyesinde bir pazar kaybı söz konusu olmuştur. Yani yıllık ortalama % 0,34'lük bir azalış söz konusudur. DBRS, KBRA ve Morningstar derecelendirme kuruluşları geleceğe yönelik daha rekabetçi bir derecelendirme piyasasını oluşumundaki en önemli aktörler, mevcut büyüme ve genişleme politikaları sebebiyle, olması beklenmektedir.

Rekabetçi bir piyasa yapısına ulaşmak için yapılması gereken, üç büyük KDK'nın, bugüne kadar rakiplerini kendi bünyesine katarak gerçekleştirdiği genişlemelerin daha da büyümesine kısıtlama getirmek ve pazar payı hakimiyetleri oranında sorumluluk yüklemektir. Menkul kıymetlerin derecelendirmesinde yaşanan gelişmeler rekabetçi bir ortamın doğal yollardan oluşacağını göstermektedir. Ancak bu olay elli yılı hatta yüzyılı bile bulabilir. Fakat müdahale edilirse, küçük KDK'lar

desteklenirse, önümüzdeki elli yıl içinde beklenen ortamın oluşması muhtemeldir. Aynı zamanda özellikle devlet ve belediye tahvilleri olmak üzere diğer alanlarda da küçük KDK'ları destekleyecek, piyasanın rekabetçi konuma ulaşana kadar, ülke veya devlet tahvillerinin en az dört veya beş derecelendirme kuruluşu tarafından derecelendirme yapılması, sermaye piyasaları örgütleri tarafından desteklenmelidir.

Günümüzde yaşanan sorunların tekrar yaşanmaması isteniyorsa; derecelendirme piyasasının rekabetçi bir yapıya kavuşturulmasının yanında kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasaya, kişilere ve şahıslara vermiş oldukları zarardan sorumlu tutulması gereklidir. Böylece verilen kredi notlarının kalitesinin ve tutarlılığının artması sağlanmış olur. Bu sorumluluğu ise ulusal otoritelerden ziyade uluslararası statüdeki sermaye piyasaları örgütlerinin gerçekleştirmesi gerekmektedir.

Türkiye’de kredi derecelendirme işlemlerinin tarihi çok eskilere dayanmamaktadır. Nitekim derecelendirme faaliyetleri ülkemizde, S&P’nin 04.05.1992 tarihli “BBB” seviyesindeki verdiği kredi notu ile başlamıştır. Moody’s de 1992 yılında Türkiye’nin kredi notunu “Baa3” olarak tayin etmiştir. 1994 yılına kadar “yatırım yapılabilir” seviyede nota sahip olan Türkiye’nin aynı yıl yaşanan kriz sebebiyle kredi notu düşürülmüştür. Fitch ise derecelendirme faaliyetine 1994 yılında verdiği “B” “spekülatif” seviye kredi notu ile başlamıştır. 2012 yılına kadar üç büyük derecelendirme kuruluşu tarafından da “spekülatif seviye” notuna sahip olan Türkiye’ye 2012 yılında Fitch tarafından “BBB-” kredi notu tayin edilmiştir. 2013 yılında Moody’s şirketinin de “Baa3” kredi notu tayin etmesiyle Türkiye on yıl aradan sonra iki büyük derecelendirme kuruluşu tarafından da “yatırım yapılabilir” seviyede kredi notuna sahip olmuş oldu.

Türkiye kredi notu geçmişine bakıldığında üç büyük KDK, kredi notunu sadece kriz dönemlerinde azaltmıştır (**S&P:** 1994, 1996, 2001, 2008; **Moody’s:** 1994, 1997, 2001; **Fitch:** 1996, 2001). İlk not indirimleri 94-97 yılları arasında farklı derecelendirme kuruluşları tarafından farklı zamanlarda gerçekleştirilmiştir. 1997 yılında yapılan “post modern” darbe sonucu sadece Moody’s tarafından not indirimine gidilmiştir. 2001 yılında yaşanan krizde ise, bu yıl içerisinde, üç büyük KDK da not indirimi yapmıştır. 2008 yılında yaşanan ve tüm dünyayı etkisi altına alan krizde ise sadece S&P tarafından not görünümünde değişiklik yapılmıştır.

1994 ve 2001 Kriz yıllarında Kişi Başına Düşen Milli Gelirde (KBDMG) ve Kişi Başına GSYH’de yaşanan düşüşlerin doğrudan kredi notunu azaltıcı etkiye sahip olduğu görülmektedir. Öyle ki; 1994 ve 2001 yıllarında, bir önceki yıla göre sırasıyla, %14,92 ve %17,18-(KBDMG); % 29,01 ve %27,49-(Kişi Başına GSYH) gibi yüksek seviyede düşüşler yaşanmıştır. Bu düşüşler Türkiye’nin kredi notunun; 1994 yılında, S&P ve Moody’s tarafından, “yatırım yapılabilir” seviyedeki notun “spekülatif” seviyeye, 2001 yılında ise Fitch ve S&P tarafından, zaten “spekülatif” seviyede olan notların daha da düşürülmesine sebep olmuştur. Bu not düşüşlerinin yanı sıra 2009 yılında yaşanan % 2,24- (KBDMG); % 17,06-(Kişi Başına GSYH) oranında bir azalış, kredi notu üzerinde sadece “not görünümü” değişikliğine sebep olmuştur.

2003, 2004 ve 2010 yıllarında yaşanan artışlar ise sırasıyla, % 9,51, % 33,15 ve % 8,98-(KBDMG); %28,85, %27,75 ve 17,06-(Kişi Başına GSYH), kredi notu üzerinde pozitif etkiye sahip olmuştur. Bu artışlar sonucu; S&P’nin 2003 ve 2004 yıllarındaki kredi notları sırasıyla “B+” ve “BB-”; Moody’s 2004 ve 2005 yıllarındaki kredi notları sırasıyla “B1” ve “Ba3”; Fitch’in 2003, 2004 ve 2005 yıllarındaki kredi notları ise sırasıyla “B”, “B+” ve “BB-” şeklinde pozitif yönlü olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye, 2014 yılından itibaren, diğer bazı temel ekonomik verilerde olduğu gibi, milli gelirde de azalma yaşamaya başlamıştır. 23 yıllık derecelendirme tarihi boyunca:

Kişi Başına Düşen Milli Gelirde yaşanan ortalama %15-17 oranlarında bir değişim olduğunda büyük not indirimleri, yine yaklaşık % 2,5 oranında yaşanan artış ve azalışların ise not görünümünde bir değişiklik yaptığı sonucu çıkarılabilir.

Kişi Başına Gayri Safi Yurtiçi Hasılda yaşanan % 27 seviyesinde bir değişim olduğunda büyük not indirimleri, yaklaşık %15’lik değişim olduğunda ise not görünümününün pozitif veya negatif yönlü gerçekleştiği sonucu çıkarılabilir.

Sonuç olarak; günümüzde yaşanan KBDMG ve kişi başına GSYH’de yaşanan azalışların herhangi bir not azalımı üzerinde, önemli bir etkisi olmayacağı sonucu çıkarılabilir. Çünkü not düşüşü yaşanan yıllardaki sırasıyla; % 27 ve %15 oranlarındaki düşüşlerin aksine 2013 ve 2014 yıllarında sırasıyla; % 3 ve % 1 oranlarında düşüş yaşanmıştır.

1994, 2001 ve 2008 kriz dönemlerinde borçların da önemli derecede arttığı görülmektedir. Bu kriz dönemlerinde önceki yıllara oranla sırasıyla; %21, %15, %13 seviyesinde artış görülmektedir. Günümüzde de toplam borçlarda yaşanan artışlar neredeyse kriz dönemleriyle aynı seviyelere ulaşmıştır. 2011-2012 değişimi %10, 2012-2013 değişimi ise %15 artışla kritik seviyelere ulaşmıştır. Ancak bu krizlerde yaşanan toplam borç miktarının içindeki kamu borcunun oranı, yerini özel kesim borca bırakmıştır. Yani son yıllarda yaşanan borç miktarındaki artışın önemli bir kısmını özel kesim borçlar oluşturmaktadır. 2001 krizinde kamu ve özel borcun GSYH'ye oranı sırasıyla 0,23 ve 0,14 iken 2013 yılında bu oranlar 0,12 ve 0,18 şeklindedir. Fitch tarafından, Türkiye'nin artan özel kesim borç miktarının kredi notu üzerinde olumsuz etki yaratabileceği yönünde açıklamalar yapılmıştır.

GSYH büyüme oranı da kriz dönemlerinde önemli derecede azalmıştır. Genel olarak kredi notu gelişimine bakıldığında Türkiye'nin büyüme oranında yaşadığı değişimler kredi notlarıyla, diğer önemli ekonomik göstergelere oranla daha paralel bir seyir izlediği sonucuna varılabilir. Büyük not indirimlerinin yaşandığı 1994 ve 2001 yıllarında sırasıyla; % 5,5 ve % 5,7 küçülme yaşanmış ve not düşüşü gerçekleşmiştir. 2009 yılında ise % 4,8 küçülme yaşanmasına rağmen sadece not görünümünde değişiklik yaşanmıştır. 2001 krizi yaşanmadan önce, 1997 yılında yaşanan kredi notu artışı 1999 yılında yaşanan % 3,4 küçülme nedeniyle duraklamış akabinde yaşanan krizle daha da düşmüştür. 1999 yılında yaşanan küçülme ekonominin iç dinamiklerinden ziyade yaşanan deprem ve Rusya krizinin dış etkileri sebebiyle yaşandığından herhangi bir not düşüşü yaşanmamıştır. Son yıllarda %3 seviyelerinde devam eden büyüme oranı gelecek adına endişe verici bir hal almıştır. Çünkü gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında bu büyüme oranı çok düşük seviyede kalmaktadır.

Derecelendirme kuruluşlarının metodolojileri içerisinde yer alan bir diğer unsur da ülkelerin cari işlemler dengesi verileridir. Türkiye kredi notunun düşük seviyede tutulmasına neden olan etmenlerin başında cari işlemler açığının olduğu söylenebilir. Çünkü çoğu ekonomik veriler olumlu yönde değişim gösterirken, cari açık istenilen seviyede değildir. Türkiye'nin derecelendirme tarihi boyunca cari işlemler açığı hep var olmuştur. Çoğu ekonomist ve siyasi otoritelerin eleştirdiği; Türkiye'ye hak ettiğinden

daha az not verildiği iddiası karşısında KDK'lar bu gerekçeyle kendilerini savunmaktadır. Cari işlemler açığında yaşanan azalmaların(değişimlerin) istikrarlı olmaması ve hala yeterli düzeye inmemiş olması geleceğe yönelik ekonomik verilerin kötümser beklentiler içerisinde olmasına neden olmaktadır.

Türkiye, 1990'lı yıllardan itibaren ekonomik verilerde olduğu gibi, siyasi alanda da bir istikrar sağlayamamıştır. Koalisyon hükümetlerinin başarısızlıkları ve çeşitli sebeplerden ötürü siyasi ortam çok zayıf kalmış, bu olumsuzluklar ülkeyi darbe (28 Şubat 1997, Post Modern Darbe) ortamına kadar sürüklemiştir. İstikrarsız ortam 2001 krizine kadar sürmüştü, siyasi gerginliğin yaşandığı bu yıllarda Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında yaşanan "Anayasa Fırlatma" olayı siyasi krizin en üst düzeye çıktığı aşamalardan biri olmuş ve bu olayların da etkisiyle ekonomik kriz sürecine daha hızlı girilmiştir. Türkiye'nin kredi notu geçmişi incelendiğinde siyasi zayıflıkların olduğu dönemlerde, ekonomik veriler kötü olmasa dahi, önemli seviyede not indirimi olduğu görülmektedir. Zira, kriz dönemleri haricinde 1997 yılında yaşanan darbenin ardından Moody's şirketi "Ba3" kredi notunu "B1" seviyesine indirmiştir.

Türkiye'ye gelen uluslararası doğrudan ve dolaylı yatırımlar ve kredi notu birlikte analiz edildiğinde özellikle dolaylı yatırımların kredi notundan daha fazla etkilendiği görülmektedir. 2012 yılında S&P'nin Türkiye için tayin etmiş olduğu kredi notu, KÜDİ değeriyle, 28'den 27'ye düşmesine rağmen %63,8'lik artış göstererek 179,452 Milyon Dolar seviyesine ulaşmıştır. Bu seviyedeki bir artışın en büyük sebebi ise, yıllardır "spekülatif seviye" de nota sahip Türkiye'nin kredi notu Fitch tarafından "yatırım yapılabilir seviye" olan "BBB- (0)" olarak tanımlamasıdır. Önemli bir eşik noktasını geçen Türkiye'nin yatırım çekmesi daha da kolaylaşmıştır. Ancak KDK piyasasında çok önemli bir itibara sahip S&P'nin verdiği "spekülatif seviye" not yüzünden birçok fonun Türkiye'ye gelmesi hala kısıtlanmakta ve yatırımcıların karar verirken Türkiye yerine alternatif ülkelere yönelmelerine sebep olmaktadır. Dolaylı yatırımlarda yaşanan % 63,8'lik bir artış, sermaye piyasaları açısından, kredi notunun ne kadar önemli olduğunun bir göstergesidir.

2012 ve 2013 yıllarındaki artışa rağmen uluslararası doğrudan yatırımlar beklentilerin aksine azalma eğilimine girmiştir. Yatırım yapılabilir seviyeye çıkılmasıyla birlikte ülkeye ciddi miktarda sermaye akışı bekleniyordu ancak artması

beklenen sermaye girişleri azalma eğilimindedir. Çünkü doğrudan yatırımlar portföy yatırımlarının aksine daha çok uzun vadeli yatırım işlemleri içermektedir. Devam eden yıllarda ekonomik kalkınma ve siyasi istikrarın sağlanıp, kredi notunun artması durumunda doğrudan yatırımların da çok daha fazla artması beklenmektedir.

Türkiye'nin, kredi notu sürecinde en önemli etkilere sahip olan, bazı göstergelerde 2012 yılı itibariyle riskli seviyelere ulaştığı görülmektedir. GSYH büyüme hızının düşmesi, cari işlemler açığının hızla artması, toplam borç stoklarında yaşanan artışlar, siyasi ortamda yaşanan belirsizlikler, Türkiye'nin 1990 sonrası kriz dönemlerinde yaşamış olduğu sıkıntılara işaret etmektedir. KDK'lar da seçim öncesi ve sonrasını yakın takip etmekte ve yaptıkları açıklamalarla yaşanabilecek herhangi bir not indiriminin sürpriz olmayacağı beklentisini piyasaya sunmaktadır. Kredi notu "yatırım yapılabilir" seviyenin en alt düzeyinde olan Türkiye'nin "spekülatif" seviyeye düşmesi halinde, ülkeden önemli miktarda para çıkışına yaşanabilir. Böyle bir senaryonun yaşanması durumunda ise ekonomi büyük zararlar görür ve kriz ortamı kaçınılmaz olur.

Türkiye'nin kredi notunu arttırması için özellikle cari denge, gayri safi yurtiçi hasıla, kişi başına düşen milli gelir ve (siyasi) yönetimin daha iyi düzeylere ulaştırılması gerekmektedir. Kamu ve özel sektörün yönetim etkinliği, hukukun üstünlüğü vb. alanlarda hala istenilen seviyelere ulaşamayan Türkiye, bu alanlara daha fazla yoğunlaşarak küresel boyuttaki saygınlığını ve güvenilirliğini arttırmış olacaktır. Erken seçim yapıldıktan sonra tedirgin durumdaki piyasalar, mali disiplini bozmayacak şekilde kurulacak bir hükümet sayesinde, eski büyüme ve işlem hacmine tekrar ulaşabilir. Bu sayede Türkiye muhtemel not indirimi riskinden kurtulabilir.

KAYNAKÇA

Acar, Okan. 2013, “**Derecelendirme Kurumları ve Küresel Kriz Sonrası Bu Kurumlara Yapılan Eleştiriler**”, Kaynak: <http://www.okanacar.com/2013/02/derecelendirme-kurumlar-ve-kureselkriz.html> , (Erişim Tarihi: 16.12.2014).

Adıgüzel, Burak. 2014, Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlanması veya Kaldırılması, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, S.1, C.18 Kaynak: http://webftp.gazi.edu.tr/hukuk/dergi/18_1_1.pdf , (Erişim Tarihi: 03.08.2015).

Akbulak, Yavuz. 2012, Kredi Derecelendirmesi Veya Rating: Kavram ve Ölçütler, İstanbul, **Mali Çözüm Dergisi**, S.111, ss.171-187.

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

Akçayır, Ömer. Yıldız, Zafer. 2014, Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu Ve Türkiye Analizi (1992-2013) : Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi, Celalabat, **Akademik Bakış Dergisi**, S.40.

ATB, 2009, **Ankara Ticaret Borsası -Kredi Notu**, Kaynak: <http://eski.ankaratb.tobb.org.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e> (Erişim Tarihi: 28.12.2014).

Atik, Hayriye. 2006, “Kriz Erken Uyarı Sinyalleri Olarak Dış Ticaret Hareketleri”, **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Der. Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız, İstanbul: Arıkan Yayınları, ss.331-346

Ayaz, M. Süheyb. 2013, **Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları: Eleştirel Bir Bakış**, BİLGESAM, Kaynak: <http://www.bilgesam.org/incele/230/-uluslararasi-kredi-derecelendirme-kuruluslari--elestirel-bir-bakis/#.VLzaWdKsU1m> (Erişim Tarihi: 19.01.2015).

Ayan, Ebubekir. Pehlivanlı, Davut. Küçük, Metin. Okuyan, Hasan Aydın. Gönüllü, Ozan. 2009, **SPK İleri Düzey Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Tüm Konular**, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.

Ayaydın, Hasan. 2008, **Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Türkiye Örneği**, Trabzon: Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Basu, Kaushik. Bisel, Anil. De, Supriyo. Gash, Rangeet. 2012, A Report Based on “The Relativity of Sovereigns: A New Index of Sovereign Credit Ratings And an Analysis of How Nations Fared Over The Last Six Years”, **Ministry of Finance Report**, Kaynak: <http://www.esocialsciences.org/Articles/ShowArticle.aspx?qsbGp0Ut9EHmCw/EpGtd/DaF5rQ+ITh71q/JMR9coAHeA>, (Erişim Tarihi: 15.07.2015).

BDDK, 2008, ABD Mortgage Krizi, Strateji Geliştirme Başkanlığı, **BDDK Çalışma Tebliği, S.3.**

BDDK, 2015, Yetkili Derecelendirme Kuruluşları, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kuruluslar/Derecelendirme_Kuruluslari/Derecelendirme_Kuruluslari.aspx, (Erişim Tarihi: 22.07.2015).

Bloomberght, 2015, S&P: Siyasi Belirsizlikler Büyüme Olumsuz Etkileyebilir, Kaynak: <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1818137-s-pden-turkiye-aciklamasi>, (Erişim Tarihi: 09.08.2015).

Bloomberght, 2015, Moody’s Türkiye’nin Notunu Güncellemedi, Kaynak: <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1818183-kredi-derecelendirme-kurulusu-bu-tarihi-de-pas-gecti>, (Erişim Tarihi: 08.08.2015).

Bloomberght, 2015, Fitch: FED'in Faiz Artışı Türk Bankalarının Marjlarını Etkiler, Kaynak: <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1814995-fitch-fedin-faiz-artisi-turk-bankalarinin-marjlarini-etkiler>, (Erişim Tarihi: 09.08.2015).

Bostancı, Murat Can. 2012, **Küresel Krizin Dinamikleri ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredibilitesi**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Caravcı, Ali. 2000, **Uluslararası Sermaye Hareketleri: Giriş ve Temel Kavramlar**, Kaynak: www2.aku.edu.tr/~mmasca/1_hafta_USH_Temel_tanimlar.pdf, (Erişim Tarihi: 19.07.2015).

Civan, Mehmet. 2010, **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Gaziantep: Ekin Basım Yayım Dağıtım.

Çakır, Gamze. 2008, **Kredi Derecelendirme, Bankalarda Kredi Risk Yönetimi ve Basel II'nin Muhtemel Etkileri**, Trabzon: Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Çalışkan, Ömer Veysel. 2002, Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri, Ankara, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S.1, ss. 53-66.

Çelik, Pelin. 2004, **Bankaların Risk Derecelendirmesi**, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzman Yeterlilik Tezi.

Çitçi, Dilek. Çeviş, İsmail. 2012, Küresel Finansal Kriz Işığında Avrupa Borç Krizi ve Kredi Temerrüt Swapları İlişkisi, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, S.27, ss.57-84.

Dağlı, Hüseyin. 2012, **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, Trabzon: Derya Kitabevi.

Durmaz, Atakan. 2012, **Yabancı Sermaye Çekmede Türk Diasporası'nın Etkinliği**, Trabzon: Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Erdiñç, Yaşar. 2015, **Koalisyon, Erken Seçim ve Ekonomi**, Kaynak: <http://www.bugun.com.tr/koalisyon-erken-secim-ve-ekonomi-yazisi-1740706>, (Erişim Tarihi: 16.07.2015).

Erdoğan, Engin. Meliha, Ener. 2000, **Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Küresel Boyutlu Finansal Yönetimlerdeki Rolü ve Türkiye Değerlendirmesi**, C.15, S.168, ss.29-39.

Erdönmez, Pelin Ataman. 2009, Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi, **Bankacılar Dergisi**, S.68, ss.85-101.

Eren, Erkan. 2010, Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, C.4, S.2, ss.111-144.

Erkan, Mustafa. Demircioğlu, Mustafa Yaşar. 2010, Ülke Derecelendirmesinin Ekonomik Kamu Düzeni Üzerindeki Etkisi, Malatya, **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C.1, S.1, ss.107-132.

ESMA, 2015, **ESMA Supervision of Credit Rating Agencies and Trade Repositories (Annual Report 2014 and Work Plan)**, Fransa, S.280.

Eşsiz, Bedri. 2010, **Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde İnşaat Taahhüt Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketlerin Kredi Değerliliğinin Ölçülmesi**, Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Fıkırkoca, Ekin. Altaş, Gökben. Bayram, Deniz. Özer, Mustafa. 2015, Türkiye Sermaye Piyasası 2014, **Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği**, S.73.

Fimalac, 2015, 2014 Annual Report (Year Ended December 31, 2014), Kaynak: <http://www.fimalac.com/annual-reports-b5397cc5c4d4f9999586462260ce2f42.html>, (Erişim Tarihi: 06.07.2015).

Fitchratings, t.y. About Us, Kaynak: <https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp>, (Erişim Tarihi: 03.03.2015).

Fitchratings, 2014, Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion, Kaynak:https://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf, (Erişim Tarihi: 26.02.2015).

Geçer, Turgay. 2012, Kredi Sistemi ve Kredi Garanti Programları, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, S.21, ss.215-228.

Geyikçi, Umut Burak. Karğın, Mahmut. 2014, Reel Sektör Firmalarına Yönelik Kredi Derecelendirme Model Önerisi, Manisa, **Yönetim ve Ekonomi**, C.21, S.1, ss.323-343.

Göçer, İsmet. 2013, Türkiye’de Cari Açığın Nedenleri, Finansman Kalitesi ve Sürdürülebilirliği: Ekonomik Bir Analiz, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, C.8, S.1, ss.213-242

Gök, Abdülkerim. 2006, Alternatif Döviz Kuru Sistemleri, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, C.21, S.1, ss.131-145.

Gür, Timur Han. Öztürk, Hüseyin. 2011, Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler, **Sosya-Ekonomi Dergisi**, S.2, ss.69-92.

Halıcı, Nadide Sevil. 2005, **Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri**, Kayseri: Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Hasbi, Derya Tütüncü. 2012, **Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**, Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Haspolat, Fatih Bahadır. 2015, **Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi**, Ankara: Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi.

İkonmenkul, 2014, Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Gözden Geçirme Tarihleri, Kaynak: https://www.ikonmenkul.com.tr/download/monthly/2014-09-09_pdf-f106.pdf, (Erişim Tarihi: 22.05.2015).

İnce, Mehmet. 2013, **Ülke Kredi Notundaki Değişikliğin CDS Primleri Üzerindeki Yayılma Etkisine Yönelik Bir Araştırma**, Ankara: TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Kab, Handan. 2015, **Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Güvenilirliği ve Türkiye Üzerine Bir Analiz**, İstanbul: Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Kar, Muhsin. Taban, Sami. 2006, Kriz Erken Uyarı Sinyalleri Olarak Reel Ekonomi Göstergeleri”, **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Der. Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız, İstanbul: Arıkan Yayınları, ss.423-464.

Karadeniz, Hüseyin Gökçe. 2014, **Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Krizlerin Erken Uyarı Sistemi İle Sınanması**, Manisa: Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Karagöl, Erdal Tanas. Mihçioğur, Ülkü İstiklal. 2012, Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar, **(SETA)Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı**.

Karagül, Mehmet. Masca, Mahmut. t.y., **Uluslararası Sermaye Hareketleri Kriz Etkisi ve Muhtemel Önlemler**, Kaynak: www2.aku.edu.tr/~mmasca/7_hatfa_%20Ulus_Ser_Har_Eko_Etki.doc, (Erişim Tarihi: 17.07.2015).

Kargı, Bilal. 2014, A Study on International Credit Rating Agencies and Turkey's Credit Rate (1998-2013), **Munich Personal RePEc Archive**, Kaynak: http://mpr.ub.uni-muenchen.de/55698/1/MPRA_paper_55698.pdf, (Erişim Tarihi: 19.01.2015).

Kunt, Abdullah Selim. Taş, Oktay. 2008, Kredi Temerrüt Swapları Ve Türkiye'nin CDS Priminin Tahmin Edilmesine Yönelik Bir Uygulama, **İstanbul Teknik Üniversitesi (İTÜ) Dergisi**, C.5, S.1, ss.78-89.

Küçükkocaoğlu, Güray. 2014, Derecelendirme Kurumları, Enformasyon Servisleri, Kaynak: www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma7.doc, (Erişim Tarihi: 17.03.2015).

Maliye Bakanlığı, 2005, Kredi Derecelendirme Kuruluşları Raporu, **Maliye Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Rapor No:2**.

Moodys, t.y., Moody's History: A Century of Market Leadership, Kaynak: <https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx>, (Erişim Tarihi: 18.01.2015).

Moodys, t.y., Moody's Corporation, Kaynak: <https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx>, (Erişim Tarihi: 17.01.2015).

Moodys, t.y., Moody's Investor Services Offices, Kaynak: <https://www.moodys.com/Pages/contactus.aspx>, (Erişim Tarihi: 18.01.2015).

Moodys, 2009, Moody's Rating Symbols And Definitions, Kaynak: <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx>, (Erişim Tarihi: 06.01.2015).

Moodys, 2015, Moody's 2014 Annual Report, New York, Kaynak: <http://ir.moodys.com/GenPage.aspx?IID=108462&GKP=210475>, (Erişim Tarihi: 15.06.2015).

Moodys, 2015, Credit Outlook, Credit İmplications Of Current Events, Kaynak: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_183965, (Erişim Tarihi: 31.08.2015).

Mukatel, Loni Aslan. 2006, **Ülke Derecelendirme Notlarının Borsa Endekslerine Etkisi :İMKB 100 Endeksi Üzerinde Bir Model Denemesi**, İstanbul, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Ntv, t.y. Worldcom'da Muhasebe Skandalı, Kaynak: <http://arsiv.ntv.com.tr/news/160390.asp#BODY>, (Erişim Tarihi: 15.07.2015).

Ovalı, Serap. 2014, Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye : AB İle Karşılaştırmalı Analiz, **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, C.10, S.23.

Paker Ali, 2014, **Küresel Finansal Krizler: 2008 Yılı Küresel Finansal Krizin Türkiye ve Seçilmiş Ekonomilere Etkileri**, İzmir: Yaşar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Paslı, Gökşen. 2011, **Dünya'da Yabancı Sermaye Hareketlerinin Analizi, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkileri**, Trabzon: Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

SEC, 2012, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, U.S. Securities and Exchange Commission, Kaynak: <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0312.pdf>, (Erişim Tarihi: 19.01.2015).

SEC, 2013, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, U.S. Securities and Exchange Commission, Kaynak: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep1213.pdf>, (Erişim Tarihi: 20.01.2015).

SEC, 2014, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, U.S. Securities and Exchange Commission, Kaynak: <http://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/nrsroannrep1214.pdf>, (Erişim Tarihi: 17.06.2015).

Securities Exchange Act of 1934. As Amended Through P.L. 112-90, Approved January 2, 2012. <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>, (Erişim Tarihi:14.07.2015).

Seval, Belkıs. 2014, Kredi Derecelendirme, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluğu, **Lisanslama Sınavlarına alışma Kitapları**, Kaynak: <http://www.spl.com.tr/Upload/files/1017.pdf>, (Erişim Tarihi: 18.02.2015).

Sivrikaya, Tolga. 2006, **AB-ABD Bankalarının Kredilendirme ve Değerlendirme Yöntemi İle Türkiye Bankacılık Sektöründeki Uygulamanın Karşılaştırılması**, Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Somçağ, Selim. 2006, **Türkiye'nin Ekonomik Krizi, Oluşumu Ve ıkış Yolları**, İstanbul: 2006 Yayınevi.

SPK, t.y. Sermaye Piyasası Araçları, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları Kaynak:<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=76&fn=76.p> (Erişim Tarihi: 25.06.2015).

Suadiye, Gülhan. 2006, Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri, Hatay, **Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.3,S.6.

S&P, t.y. A History of Standart & Poor's, Kaynak: <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>, (Erişim Tarihi: 02.02.2015).

S&P, 2011, Kredi Derecelendirmelerini Tanıma Rehberi, Kaynak: http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/kredi_derecelendirmelerini_tanima_rehberi.pdf, (Erişim Tarihi: 18.02.2015)

S&P, 2015, McGraw Hill Financial 2014 Annual Report, New York, Kaynak: <http://investor.mhfi.com/phoenix.zhtml?c=96562&p=irol-reportsannual>, (Erişim Tarihi: 19.06.2015).

S&P, 2015, Sovereign Rating: June 30, 2015, Kaynak: http://images.ratingsinfo.standardandpoors.com/Web/StandardPoorsRatings/SPRS_Sovereign%20Outlook_2015_070115.pdf, (Erişim Tarihi: 28.07.2015).

şen, Selçuk. 2014, **Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Analizi: Moody's Örneği**, İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

şimşek, t.y., **Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar**, Kaynak: <https://www.youtube.com/watch?v=Tfgh2NV85Fc>, (Erişim Tarihi: 15.07.2015).

şirvan, Nesrin. 2004, **Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi**, Kaynak: http://www.researchgate.net/publication/267771881_KRED_DERECELENDIRME_VE_TRKYE_EKONOMS, (Erişim Tarihi: 25.03.2015).

TCMB, 2010, TCMB Olağan Genel Kurul Toplantısı, **Bülten**, S. 18 Kaynak: http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee/Bulten_Turkce18.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee, (Erişim Tarihi:03.02.2015).

TDK, 2015, Büyük Türkçe Sözlük, Kaynak: http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.55d9a5724cd882.86438380, (Erişim Tarihi: 03.07.2015).

Teker, Suat. Özer, Bilal. 2012, Sermaye Piyasaları Yapısal Karşılaştırması: Gelişmiş, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye, **Muhasebe ve Finans Dergisi**.

Tuncer, Hande. 2008, **Türkiye'de 1990 Sonrası Finansal Krizlerin Erken Uyarı Sinyalleri ve Nitelikleri İtibariyle Karşılaştırılması**, İstanbul: Maltepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Tur, Orhan. 2000, **Avrupa Para Birliği Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi**, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.

Turkishnews, 2013, Fitch + Moody's: Türkiye Yatırım Yapılabilir Ülke, Kaynak:<http://www.turkishnews.com/tr/content/2013/05/21/fitch-moodys-turkiye-yatirim-yapilabilir-ulke/>, (Erişim Tarihi: 29.05.2015).

Tutar, Erdinç. Tutar, Filiz. Eren, Mehmet Vahit. 2011, Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye, **Akademik Bakış Dergisi**, S.25.

Ünsal, Uğur. 2014, **Sermaye Piyasası Araçlarının Dünya'da ve Türkiye'de Gelişimi**, Mersin: Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Varlık, Levent. 1989, Rating, **İktisat, İşletme ve Finans**, C.4, S.36.

Wikipedia, t.y. Fitch Ratings, Kaynak: http://en.wikipedia.org/wiki/Fitch_Ratings#cite_note-2011_Fiscal_Report-1, (Erişim Tarihi: 03.03.2015).

Wikipedia, t.y. Hearst Corporation, Kaynak: http://en.wikipedia.org/wiki/Hearst_Corporation, (Erişim Tarihi: 03.03.2015).

Wikipedia, t.y. Moody's Analytics, Kaynak: http://en.wikipedia.org/wiki/Moody%27s_Analytics, (Erişim Tarihi: 20.01.2015).

Wikipedia, t.y. Moody's Corporation, Kaynak: http://en.wikipedia.org/wiki/Moody%27s_Corporation, (Erişim Tarihi: 19.01.2015).

Yalas, Emine. 2010, **Krizden(2001) Krize(2008) Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Sürecinin Analizi**, Çanakkale: Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Yardımcıoğlu, Mahmut. Bora, Kenan. 2013, Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri, İşleyişleri, Küresel Dünyadaki Rol ve İşlevleri, **Kahramanmaraş Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S.1, ss.111-118 Kaynak:<http://iibfdergisi.ksu.edu.tr/Imagesimages/files/2013-8.pdf>, (Erişim Tarihi: 25.02.2015).

YASED, 2015, **Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2014 Yılına Değerlendirme Raporu**, Uluslararası Yatırımcılar Derneği, Kaynak: http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/YASED_UDYRaporu_2014yilsonu-Subat2015%20tasarim.pdf, (Erişim Tarihi: 21.05.2015).

Yazıcı, Mehmet. 2009, Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi, **Maliye ve Finans Yazıları Hakemli Dergisi**, S.85.

Yazıcıoğlu, Adil. 2004, **Türkiye’de Yabancı Sermaye**, Kaynak: www.vergidegundem.com/files/makale2nisan2004.doc, (Erişim Tarihi:10.08.2015).

Yıldırım, Mustafa Can. 2010, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ödemeler Bilançosu Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Örneği**, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.