

**T.C.KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN BİLİM DALI**

**İŞLETMELERDE KREDİ DERECELENDİRME ÜZERİNE BİR
UYGULAMA**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

SHOLPAN KAZHI

Danışman: Doç. Dr. Sibel Fettahoğlu

KOCAELİ 2016

T.C.KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN BİLİM DALI

İŞLETMELERDE KREDİ DERECELENDİRME ÜZERİNE BİR
UYGULAMA

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Tezi Hazırlayan: Sholpan Kazhi

Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Kârar ve No: 30.06.2016/13

Jüri Başkanı: Doç.Dr. Sibel Fettahoğlu

Jüri Üyesi: Doç.Dr. Hakan Kapucu

Jüri Üyesi: Doç.Dr. Ümit Gümrah

KOCAELİ, 2016

TEŞEKKÜR

Muhasebe ve Finansman yüksek lisans eğitimin sonuna gelmiş bulunuyorum. Bu öğrenimim boyunca bir çok kişinin desteğini gördüm. Özellikle tez çalışmamın başlangıcından sonlandırılmasına kadar her aşamada yanımda olan, benden desteğini esirgemeyen, sadece akademik konularda değil, aynı zamanda kişiler arası ilişkilerdeki tarzı ve bireylere gösterdiği sonsuz saygısı ve sabrı ile de bana dima destek olan, değerli tavsiyeler veren tez danışmanım Doç.Dr. Sibel Fettahoğlu'na derin Őukranlarımı sunuyorum.

3 yıl gibi bir kısa sürede edindiğin tüm arkadaşlarıma, özellikle bu eğitim gördüğüm sürede hep yanımda olan, her zaman destekleyen ve tez çalışmamda da eksik kalmayan arkadaşım Ermatali Kurbanaliev'e teşekkür etmek istiyorum.

Son olarak hayatım boyunca destekleyen, beni benden daha çok düşünen ve bu günlere gelmemde büyük pay sahibi olan anne babama ve tüm ayleme teşekkür etmek istiyorum.

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR	I
İÇİNDEKİLER	I
ÖZET	II
ABSTRACT.....	III
KISALTMALAR	IV
TABLolar LİSTESİ.....	V
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	VI
GİRİŞ	1
1. TEMEL KAVRAMLAR	3
1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı	3
1.2. Kredi Derecelendirmenin Önemi	7
1.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	14
1.4. Kredi Derecelendirme Sisteminin İşleyişi	25
2. KREDİ DERECELENDİRMESİNDE DİKKATE ALINAN ÖLÇÜTLER.....	34
2.1. Ülke Riskinin Analizi	35
2.1.1. Ülke Riskinin Önemi	40
2.1.2. Ülke Riskinin Bileşenleri	42
2.1.3. Ülke Riskini Değerleme Yöntemleri.....	49
2.2. Sektör Riskinin Analizi.....	51
2.3. İşletme Riskinin Analizi.....	54
3. İŞLETMELERDE KREDİ DERECELENDİRME ÜZERİNE BİR UYGULAMA: BORSA İSTANBUL BİLİŞİM ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA	59
3.1. Araştırmanın Amacı ve Sınırları	59
3.2. Araştırmaya İlişkin Literatür İncelemesi	60
3.3. Araştırmanın Yöntemi.....	61
3.3.1. Promethee Yöntemi.....	61
3.3.2. Analizde Kullanılan Veriler	65

3.4. Verilerin Analiz Edilmesi	69
SONUÇ	75
KAYNAKÇA.....	78



İŞLETMELERDE KREDİ DERECELENDİRME ÜZERİNE BİR UYGULAMA

ÖZET

Kredi derecelendirme faaliyeti, borç yükümlülüğünü üstlenen işletmelerin borcunu zamanında ödeyip ödeyememe gücünün notlandırılması işlemidir. Ayrıca, derecelendirme faaliyeti sonucunda verilen not bir görüşü, düşüncüyü veya bir ifadeyi temsil eder. Kredi derecelendirme ihtiyacını doğuran sebeplerden biri, fon sağlayanlar ile fona ihtiyacı olanlar arasındaki ilişkilerin daha şeffaf, anlaşılır ve güvenilir hale getirme isteğidir. Bilgi ekonomisinin hakim olduğu bir dönemde bilişim işletmelerinin ekonomik büyümeye önemli katkı sağladıkları düşünülebilir. Türkiye Bilişim Sanayicileri Derneği(TÜBİSAD)'ın hazırlamış olduğu “Atılım Stratejisi-2023” raporuna göre, Türkiye'nin 2023 yılında dünyanın en büyük 10 ekonomisi arasına girme hedefini gerçekleştirebilmesi için bilgi ve iletişim teknolojileri sektörüne (BİTS) gereken önemi vermesi gerekir. Bu bağlamda çalışmanın amacı, 2010-2014 yıllarında Borsa İstanbul(BİST) Bilişim Endeksi'ne kote olmuş 13 işletmenin çok kriterli karar verme yöntemlerinden birisi olan Promethee analizini kullanarak kredi notlarını belirlemeye çalışmaktır.

Anahtar Kelimeler: Kredi Derecelendirme, BİST Bilişim Endeksi, Promethee Analiz Yöntemi

İŞLETMELERDE KREDİ DERECELENDİRME ÜZERİNE BİR UYGULAMA

ABSTRACT

Credit rating activities is a grading process undertaking of debt liability of the company that holds the debt to pay on schedule. Furthermore, the result of rating activities are an opinion of the notes given, represents a thought or a statement. One of the reasons why credit ratings are needed, is to make the relationship between the fund provider with those who need funds more transparent, more understandable and reliable. In one period the knowledge economy dominated, it provides conceivable significant contribution to the economic growth of the IT enterprises. According to the report, "Information Industry Association of Turkey (TUBISAD)" which was prepared in "Breakthrough Strategy-2023", Turkey in order to realize the goal of entering the world's largest 10 economies in 2023, is required to give the importance necessary about information and communication technology. In this regard, 13 companies from the Istanbul Stock Exchange (BIST) which are listed on the IT Index were studied in the years 2010-2014 using Promethean, one of the multi criteria decision making methods, to try to determine credit ratings analysis.

Keywords: Credit Rating, BİST Information Technology Indice, Promethee

KISALTMALAR

SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
VDMK:	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
BİS:	Bank for International Settlements
S&P:	Standart And Poor's
İMF:	International Monetary Fund
BERİ:	Business Environment Risk İntelligence
GSMH:	Gayri Safi Milli Hasıla
TÜBİSAD:	Türkiye Bilişim Sanayicileri Derneği
BİTS:	Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektörü
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
AHS:	Analitik Hiyerarşi Süreci
ÇKKV:	Çok Kriterli Karar Verme
TOPSİS:	Technique for Order of Preference by Similarity to Ideal Solution
ELECTRE:	Elimination Et Choix Traduisant La Realite (Elimination and Choice Expressing Reality)
PROMETHEE:	Preference Ranking Organization Method for Enrichment Evaluations

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. Kredi Derecelendirme Ölçekleri	16
Tablo 2. İşletme Derecelendirme Yaklaşımı	23
Tablo 3. Analiz Kapsamındaki İşletmelerin Listesi	59
Tablo 4. Veri Matrisi	62
Tablo 5. Tercih Fonksiyonları	63
Tablo 6. Modeli Oluşturan Nicel Veriler	66
Tablo 7. Modeli Oluşturan Nitel Veriler	66
Tablo 8. Veri Giriş Sayfası.....	69
Tablo 9. Promethee I(kısmi)ve II(net) Sıralamalar Tablosu	70
Tablo 10. Tercih Farklılıkları	73

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Derecelendirme Süreci	29
Şekil 2. Derecelendirme Sürecinin İçeriği ve Safhaları.....	32
Şekil 3. Ülke Risk Haritası	37
Şekil 4. Ülke Riski.....	39
Şekil 5. Ortak Tercih Fonksiyonlarının Şematik Gösterimi	64
Şekil 6. a Alternatifi İçin Hesaplanan Pozitif ve Negatif Üstünlük.....	64
Şekil 7. GAIA Düzlemi (3D).....	71
Şekil 8. Seçenek Profilleri	72
Şekil 9. Ağırlık Değişimi.....	72
Şekil 10. Değişimin Sabit Aralığı.....	74

GİRİŞ

Pazar ekonomisine sahip olan tüm ülkeler için derecelendirme, hakim oldukları finansal durumlara bağılı olarak farklı derecede önemli bir rol oynamaktadır. Kredi derecelendirme finansal pazarların gelişmesine yardımcı olur. Yatırımcılar işleme girmeden önce yatırımların risklilik derecesini bilmek isterler ve derecelendirme işlemi yatırım risklerini değerlendirmekte yardımcı olmaktadır.

Bu çalışmada kredi derecelendirme nedir, neyi gösterir, neden ihtiyaç duyulur ve finansal yönetiminde nasıl ve ne için kullanılması gerektiği incelenmeye çalışılmaktadır. Her şeyden önce, bu bilgi yatırımcılara yatırım yapılmak istenilen ülkenin, bankanın veya işletmenin kredibilite ve güvenilirlik analizini yapmayı gerektirmektedir.

Kredi derecelendirme ihraççıların kredibilitesi hakkında ileriye dönük öngörülerini ifade etmektedir. Kredibilite terimi sözleşme koşullarına uygun olarak ihraççının faiz ve anaparayı zamanında ödeme yapma olasılığı anlamına gelmektedir. Ama bu temerrüt olasılığının mutlak ölçüsü değildir.

Kredi derecelendirme, derecelendirme kuruluşlarına göre geliştirilen özel algoritmalarla hesaplanılmaktadır. Bu algoritmalar, işletmelerin geçmişteki finansal faaliyetin performans analizini cari performans analizi ile karşılaştırmalarını içermektedir, yani gelişme dinamikleri değerlendirilmektedir.

Kredi notu her ne ölçek üzerinde tahsis edilmekte olsa da, menkul kıymetleri satmak, satın almak ya da tutmak gibi konularda bir öneri olmadığını vurgulamak önemlidir.

Günümüzde kredi derecelendirme, işletmelerin sermaye pazarlarından fon sağlamalarında önemli bir rol oynamaktadır. Kredi derecelendirme sayesinde işletmeler, ihtiyaç duydukları fonları tahvil ihraç ederek yatırımcılardan doğrudan sağlar. Böylece, işletmeler maliyetli olan banka kredilerine başvurmaksızın ucuz fon sağlama olanağına sahip olur. Yatırımcılar, vade sonunda ya da periyodik

ödenen faiz gelirlerinden getiri sağlamak amacıyla işletmelerin çıkarmış oldukları menkul değerlere yatırım yaparlar.

Bu çalışmanın ilk bölümünde kredi derecelendirmeye ilişkin temel kavramlar, kredi derecelendirmenin önemi, kredi derecelendirme kuruluşları ve derecelendirme sisteminin işleyişleri, amaçları, yararları hakkındaki açıklamalar yer almaktadır.

İkinci bölümde kredi derecelendirmesinde dikkate alınacak olan çeşitli ölçütlerden bahsedilmektedir. Ülke riski, sektör riski ve işletme riski analizleri açıklanmaktadır.

Son olarak üçüncü bölüm de ise, işletmelerde kredi derecelendirme üzerine Borsa İstanbul Bilişim Endeksi üzerine bir uygulama yapılmıştır.

1. TEMEL KAVRAMLAR

Çalışmanın bu bölümünde kredi derecelendirmenin ne anlama geldiği üzerinde durulmuştur. Ayrıca derecelendirmenin kimler tarafından kullandıkları, önemi, derecelendirme sisteminin işleyişi ve kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirme yapma süreçlerine de yer verilmektedir.

1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı

“Derecelendirme” kavramı, Anglo American dil grubundan gelmekte ve çok çeşitli alanlarda kullanılmaktadır. Derecelendirme, en basit ifadeyle not vererek değerlendirme anlamına gelmektedir (Bektaş, 2011:55).

Derecelendirmeye ilişkin literatürde yapılan çeşitli tanımlamalar söz konusu olmaktadır. Bunlardan bazıları aşağıda açıklanmaktadır:

- Derecelendirme, skala yardımıyla yapılan kurumsal ve fonksiyonel bir değerlendirmeler bütünüdür (Boyacıoğlu, 2005:55).
- Derecelendirme borçlunun kredibilitesinin sınıflandırılmasıdır. Derecelendirme, not verilerek değerin tespit edildiği çok sayıdaki değerlendirmeler sürecinin bir bütünüdür (Boyacıoğlu, 2005:55).
- Menkul kıymet ihraç etmekte olan işletmelerin ihraç ettikleri menkul kıymetlerin hazırlanan ödeme planına göre anapara ve faiz ödemelerini zamanında gerçekleştirmek gücü konusunda verilen bir yargıdır (<https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/Moody's%20Rating%20System.pdf> 02.01.2015).
- Derecelendirme, borçlunun belirli bir finansal yükümlülükten ya da finansal programdan (orta vadeli borç senedi ve finansman bonusu programları gibi) kaynaklanan kredibilitesine ilişkin fikirdir (<http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/ru/ru> 02.01 .2015).
- Derecelendirme en genel tanımı ile bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceği hakkında verilen bağımsız bir

görüştür. (<http://www.fitchratings.ru/ru/regulatory/ratings-definitions.html> 02.01.2015).

- İşletmelerin finansal verilerini, ihtiyaç olduğunda finansal olmayan verilerini de dikkate alarak mevcut ve geçmişte oluşan performanslarını değerlendirilip, işletmenin gelecekteki kapasitesini tahmin etme çerçevesinde işletmeye standart bir puan verme işlemi kapsayan faaliyetler bütünüdür. (Kayalı ve Çümen, 2011:116).
- Yatırımcıların, kamu lehtarlarının ve ihraççıların eşit durumda korunması amacıyla kuruluş ve ülkelerin ihraç ettikleri borç enstrumanlarının sağlanan kredilerin anapara ve faizlerinin zamanında ve eksiksiz geri ödemelerindeki risklerin, kendi yönetsel ve finansal yapılarından ortaya çıkabilecek olan risklerin, özel olarak ayrıca tasarlanan finansal yapılardaki risklerin ölçülmesi, sayısallaştırılması ve belirlenmesi işlemi “derecelendirme veya rating” olarak adlandırılmaktadır (Akbulut, 2012:171)

Bütün bu yukarıdaki derecelendirme tanımlarından çıkarılabilecek sonuç, kredi derecelendirme faaliyetinin borç yükümlülüğünü alan işletmelerin veya ülkelerin yüklendikleri borcu zamanında ödeyip ödeyememe gücünün notlandırılması işlemidir. Ayrıca, derecelendirme faaliyeti sonucunda verilen not bir görüşü, düşünceyi veya bir ifadeyi temsil eder.

“Derecelendirme faaliyeti, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi ve kredi derecelendirmesi işlemlerini içermektedir. Ancak, derecelendirme gönüllü istekle yapılmasına rağmen bazı durumlarda kurul tarafından gerekli olduğu takdirde derecelendirme yaptırılması zorunlu tutulabilir. Derecelendirme kuruluşları gerekli görülen durumlarda, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’nun veya ortaklıkların talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilmektedirler. Bunun dışında, söz konusu derecelendirme sonuçlarının derecelendirme kuruluşlar tarafından kamuya açıklanması, ilgili ortaklık ve SPK’nın onayına bağlıdır” (Acar, 2013:1).

Kredi derecelendirmenin esası, borçluların ana para ve üstlenilen faiz yükümlülüklerinin ödemeye hazır olup olmadıklarını ve onların ödeyebilme gücünün zamanında ve daha da önemlisi tam olarak yerine getirip getirilememesini ölçen bir yöntem olmasıdır. Derecelendirme çalışmaları bir model çerçevesinde geçmişe yönelik verileri kullanarak, sürekli bir nitelikte risk faktörünü ölçmeyi amaçlamaktadır (Öztürk, 2014:162).

Son yıllarda finansal pazardaki faaliyetlerin gelişmesi nedeniyle kredi derecelendirme işlemini çeşitlendirme gereği duyulmuştur. Derecelendirme faaliyeti finansal kurumlardan gelen talepler üzerine yapılmaktadır. Burada talep, yatırımcılardan değil, ihraççı kuruluşlardan olmaktadır. Aynı zamanda, derecelendirme kuruluşları, kendi inisiyatifleriyle de derecelendirme yapmaktadırlar, hatta bazı ülkelerin kredi derecesini hiç bir talep gelmeksizin yapmakta ve onları uluslararası pazarlarda yayınlamaktadır. Talepsiz yapılan kredi derecelendirme faaliyetleri için ücret söz konusu değildir. Dolayısıyla, derecelendirme türleri, talebe bağlı olan derecelendirme (sözleşmeye dayanan) ve talebe bağlı olmayan derecelendirme (sözleşmesiz) olarak sınıflandırılabilir (Eren, 2010:11).

Talebe bağlı olan derecelendirmede, derecelendirilmek isteyen bir müşterinin talebi üzerine derecelendirme kuruluşu ile yapılacak olan sözleşmeye istinaden yapılan derecelendirme faaliyetidir (Eren, 2010:12). Bu işlemde talebin kabul edilip edilmemesi de söz konusu olabilir. Eğer derecelendirme talebi kabul edilirse ikinci aşamaya geçilir. Bu aşamada derecelendirme kuruluşlarında bulunan analistler gerekli verilere ulaşarak ilk analizi gerçekleştirecekler. Sonraki aşamada ise, iki taraf, yani derecelendirme analistleri ve ilgili işletmelerin yönetimleri bir araya gelip değerlendirme analizini yaparlar. Daha sonra yaptığı analizi kendi bünyesindeki derecelendirme komitesine sunarlar ve komite son derecelendirme kararını verir (Eren,2010:13).

Bununla beraber derecelendirme taleplerinin derecelendirme kuruluşları tarafından, kabul edilmemesi de mümkündür. Bu ret olma sebebi farklı nedenlerden oluşabilir (Eren, 2010:13):

- İhraççı işletmenin yeterli derecede verileri sunmaması,
- İhraç edilen menkul değerlerin derecelendirmeye konu olmayan bir özellikte olması,
- İhraç miktarının belirli bir limitin altında kalması,
- İhraççı işletmenin faaliyet süresinin beş yıldan az olması durumudur.

Talebe bağlı olmayan derecelendirme, Yönetmeliğin “Tanımlar” başlıklı 4. maddesinde: “Bankalar hariç olmak üzere, müşterilerin kendileri ile bir derecelendirme sözleşmesi imzalanmaksızın derecelendirme kuruluşunca, kamuoyuna açıklanan bilgi ve finansal esas alınarak derecelendirme notu verilmesi” şeklinde açıklanmaktadır (Derecelendirme kuruluşlarının yetkilendirilmesine ve faaliyetlerine ilişkin esaslar hakkında yönetmelik). Ancak, talebe bağlı olmayan derecelendirmelerin sonucunu yayınlamadan önce, derecelendirme yapılan işletmelere bilgi verilmelidir.

Bundan başka vadesine göre derecelendirme çeşitleri ise uzun vadeli derecelendirme ve kısa vadeli derecelendirme olarak ayrılmaktadır (Babuşu, Hazar, Yenice, 2011:386): Kısa vadeli derecelendirme, işletmenin bir yıl içinde tüm yükümlülüklerini yerine getirebilmesini ifade etmesidir. Buradaki işlemden dikkate alınması gereken elemanlar, likidite ve sermaye kaynaklarına ulaşabilme unsurlarıdır. Uzun vadeli derecelendirme ise bir yıldan uzun süre içinde tüm yükümlülükleri yerine getirebilmesi işlemini ifade etmektedir. Bu işlemden öncekisinde olduğu gibi dikkate alınması gereken unsurlar ekonomik konjonktüre duyarlılık ve çeşitli riskler içeren rekabet, kanuni düzenlemeler, teknolojik gelişmeler, talep değişimleri ve yönetim kalitesidir.

Döviz cinsinden derecelendirme türleri ise aşağıdaki gibidir (Geyikçi, 2013:47):

1. Uluslararası döviz cinsinden derecelendirme, yani borçlunun yükümlülüklerini yabancı para ile ödeyebilme yeteneğini değerlendirme. Bu işlemde bütün ülke riski göz önüne alınır.
2. Uluslararası yerel para cinsinden derecelendirme, yani derecelendirilecek kuruluşun yerel para cinsinden yükümlülüklerini, yerel para yaratarak ödeyebilme kabiliyeti, uluslararası kriterlere göre değerlendirilir.
3. Ulusal yerel para cinsinden derecelendirme, derecelendirilecek kuruluşun yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme kabiliyeti ulusal kriterlere göre değerlendirilir. Ülke riski göz önüne alınmaz.

1.2. Kredi Derecelendirmenin Önemi

Derecelendirme ilk kez 19. yüzyılda, Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde borç almak isteyenler ile bu borçluların isteklerini karşılamak için fon arzında bulunanlar arasındaki ilişkilerin gelişmesini sağlamak amacıyla oluşturulmuştur. Böylece, zamanla derecelendirme faaliyeti pazarların gelişmesine ve uluslararası alanlarında da sermaye pazarlarının hızlı bir şekilde büyümesine büyük bir fırsat sağlamıştır. Derecelendirme işleminin giderek daha yaygın kullanılmasına yol açan neden de finansal pazarlarda ortaya çıkan çeşitlenme olmasıdır. (Babuşcu, 2007:1).

Derecelendirme işleminin temel amacı, yatırımcı için söz konusu olan yatırım risklerinin karşılaştırılmasını kolaylaştırmaktır. Bu yönüyle derecelendirme yatırımcıya, yatırım alternatiflerinin pazardaki şans ve riskleri hakkında bilgi vererek, karar alma sürecine bir çok farklı kriterler ilave eder. Bu şekilde yatırım ve finansman sürecinin optimizasyonunu sağlar, pazarların şeffaflığını ve etkinliğini artırır. Ancak derecelendirmenin bu amaçları gerçekleştirebilmesi için, tarafsız, inandırıcı, uzman, güncel, açık, karşılaştırılabilir, sağlam, genel kabul görmüş ve yaygın olması gerekir (Boyacıoğlu, 2005:57).

Derecelendirme işleminin oldukça geniş kullanım alanı olduğu görülebilir. Bu işlem sonucunda yatırımcılara, işletmeler hakkında yoğunlaştırılmış bilgiler sunulmaktadır. Dolayısıyla derecelendirmenin amaçları aşağıdaki gibi özetlenebilir (Melek, 2011:51):

- İşletmelerin risk derecelerinin ölçümlenebilmesi amacıyla banka portföyündeki risk dağılımının yönetim kurulunun kararları doğrultusunda optimum düzeyde tutulması ve sorunlu kredi ilişkilerinin en az indirilmesi,
- İşletmelerin risk derecelerinin dönemler itibariyle gelişim trendinin izlenmesi ve analiz edilmesi,
- İşletmelerin risk derecelerine göre birbirleriyle karşılaştırılması,
- Objektif kriterlerin ön plana çıkarılması ve bireysel/kişisel yorumların veya kararların en aza indirilmesi,
- Sorunlu kredi potansiyeli olan işletmelerin daha kısa dönemler itibariyle incelenmesi,
- Risk/getiri perspektifiyle fiyatlamaya yardımcı olunması ve farklı risk dereceleri için farklı fiyatlar uygulanması,
- Üst yönetim açısından detayların tek bir kritere indirgenmesidir.

Küresel sermaye pazarındaki işlemlerin çeşitliliği arttıkça riskler de artmaktadır. Risk kavramından söz edilirse, risk temel olarak beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığıdır. Bu, gelecekteki olayların belirsizliğinden kaynaklanmaktadır. Yani yatırımcının yapmış olduğu yatırımdan sağlayacağı getirinin, beklenen getirinin altına düşme veya üstüne çıkma olasılığı söz konusudur. Bir yatırımın riski ne kadar yüksek olursa beklenen getiri de o kadar yüksek olmaktadır. Dolayısıyla yatırımın riski düşük ise ondan beklenen getiri de o derecede düşük olmaktadır (<http://ekonomirehberim.blogcu.com/risk-nedir-risk-cesitleri-hakkinda-bilgi/4815245> 15.02.2015).

Kredi derecelendirme, işletmelerin sermaye pazarlarından fon sağlamalarında önemli bir rol oynamaktadır. Kredi derecelendirme sayesinde işletmeler, ihtiyaç duydukları fonları tahvil ihraç ederek yatırımcılardan doğrudan sağlar. Böylece, işletmeler maliyetli olan banka kredilerine başvurmaksızın ucuz fon sağlama olanağına sahip olur. Yatırımcılar, vade sonunda ya da periyodik ödenen faiz gelirlerinden getiri sağlamak amacıyla işletmelerin çıkarmış oldukları menkul değerlere yatırım yaparlar.

(http://moscowdebt.mos.ru/credit_ratings/about/files/Standard_and_Poors_Все_что_нужно_знать_о_рейтингах.pdf 17.02.2015).

Kredi derecelendirmeye ihtiyacı ortaya koyan diğer bir önemli sebep ise, fon sağlayanlar ile fona ihtiyacı olanların arasındaki ilişkileri daha şeffaf, anlaşılır ve güvenilir hale getirme olmaktadır (Babuşcu ve Hazar, 2007:12):

a) Kurumsal derecelendirme açısından işletmelere sağlanan yararlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Stratejik kararların yeniden gözden geçirilmesi yönünde yarar sağlar.
- Ulusal ve uluslararası platformda halka arzda kullanılacak en etkili yöntemdir. İşletmelerin kredi ve garanti işlemlerinde kolaylık ve prestij sağlar.
- Projelerin finansmanına destek sağlar.
- Yabancı kuruluşlarla ortaklıklar ve birleşmelerde önemli rol oynar.
- Yurt içi ve yurt dışı menkul kıymet ihraçlarında (tahvil v.b.) etkindir.
- Belediye ve diğer kuruluşların kamu ihalelerine ve konsorsiyumlara girmelerinde avantaj sağlar.
- İşletme devirlerinde etkili olur.
- Yabancı ülkelerin otoriteleri ile yapılan işlemlerde avantaj sağlar.
- Kurumların otokontrol sistemlerinin ve yönetim kalitesinin geliştirilmesine yardımcı olur.
- Proje derecelendirmesi açısından ise, yurt içi ve yurt dışı projelerden kaynak ihtiyacı olanların, kaynak temininde kolaylık sağlar.

Yatırımcılar ise derecelendirme çalışmalarını yüklenecekleri riskin belirlemede kullanmaktadırlar. Yani yatırımcılar, kredi notlarını bir referans olarak kullanabilirler.

Derecelendirme, sermaye pazarlarından fon sağlama açısından işletmeler ve yetkili kurumlar için önemli bir rol oynamaktadır. Kredi derecelendirme ile yatırımcı her şeyden önce, ihraççının kredi notunu öğrenerek, yatırımcıyı finansal tablolar üzerinde ayrıntılı bir analiz yapma ihtiyacından kurtarır. Ayrıca yatırım stratejisini oluşturmak için portföyün riskini azaltarak, daha dengeli bir yaklaşım yapmasını sağlar. (http://moscowdebt.mos.ru/credit_ratings/about/files/Standard_and_Poors_Все_что_нужно_знать_о_рейтингах.pdf ve http://www.micex.ru/file/bursereview/article/70081/article_628.pdf 05.01.2015).

Derecelendirme faaliyeti, işletmeler açısından bilgi verme işlemini üstlendiği için önemli rol taşımaktadır. Yapılan derecelendirme analizleri, menkul kıymetlerin alınıp satılması, borçlular ve bunların ihraç ettikleri menkul kıymetler bakımından kıyaslama olanağı sağlaması, değerlendirmelerin geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşması yoluyla borçluların girebileceği sermaye pazarlarına dolayısıyla finansman kaynaklarını arttırmasını sağlar. Böylece borçluların bu analizleri kendi başlarına yapmaları halinde ortaya çıkacak masraflardan kurtulmaları, yatırım kararlarını daha güvenilir bir temele dayandırarak menkul kıymetlerin fiyatlarının daha istikrarlı oluşması açısından önemlidir. Ancak derecelendirme kuruluşları, kendisine başvuran ihraççılara yatırım bankacılığı ve finansal danışmanlık şeklinde bir hizmet sunamazlar. Kamuoyuna sunulan not al, sat veya elinde tut şeklinde bir yorum içermeden yalın bir şekilde olmak zorundadır (Coşkun, 2008:7).

“Derecelendirme birçok alanda fayda sağlamaktadır. Bu alanların başında yatırımcı ve fon sahipleri, ihraççılar, devletler ve dış ticaret finansmanı, para ve sermaye pazarları gelir. Ayrıca derecelendirme hizmetlerinin artışına bağlı olarak ülke içindeki kayıt dışılık, yolsuzluk ve benzeri durumların seyrinde azalma görüldüğü ve pazar disiplininin sağlanmasında aracılık etmesi ve pazar oyuncularına yatırımları için yol göstermesi diğer yararlarındandır” (<http://www.turcomoney.com/yazar/derecelendirme-kuruluslari-ulkelerin-kaderini-nasil-etkiler.html> 05.01.2015).

Derecelendirme faaliyetinin, finansal pazarların en önemli bileşenlerinden birisi olan finans kurumları için önemli bir işlevi vardır. Derecelendirme ile başta bankalar

olmak üzere diğerk finans kurumları, kredi işlemini yapmak isteyen müşterilerin niceliksel ve niteliksel tarafları hakkında yararlı bir analiz yapmaktadırlar ve bu yaptıkları analize göre kredi sürecini belirlemektedirler.

Derecelendirmenin finans kurumlarına başlıca faydaları aşağıdaki gibi özetlenebilir (Babuşcu ve Hazar, 2007:8):

- Faiz oranlarının riske göre farklılaşmasını sağlar,
- Risk faktörüne göre finansal kurum tercihi yapılmasına olanak verir,
- Bankalarda mevduat maliyetinde tasarruf sağlar,
- Finansal yapının güçlenmesini ve risklerin sınırlandırılmasını teşvik eder, etkinliği artırır,
- Devlet garantisi olmaksızın sisteme güven duyulmasını sağlar,
- Uluslararası finans çevreleri ile ilişkileri geliştirir ve dış kaynak kullanım maliyetinde tasarruf sağlar,
- Büyük kredilerin derecelendirilmesi problemi kredilerin oluşumunu sınırlandırır ve aktif kalitesinin yükselmesini sağlar,
- Bankaların Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme (VDMK) ihraçlarında üstlenilen riskin belirlenmesini sağlar.

Yatırımcılar sermaye pazarına girerken işletmeler hakkında genel ve özel bilgilere sahip olmak isterler kredi derecelendirme faaliyeti, finansal pazarlarda bilgi asimetrisini azaltmada işletmelerin ödeme güçleri ve kredibiliteleri hakkında önemli bilgilerin yayılması yoluyla yatırımcıları bilgilendirmektedir (An ve Chan, 2008:1).

Derecelendirmenin sermaye pazarı açısından yararları aşağıdaki gibidir (<http://kalyan-city.blogspot.com/2011/10/benefits-of-credit-rating-to-investors.html> 08.02.2015):

- Derecelendirme işlemi menkul kıymetlerin alım – satımlarında bir tavsiye niteliğinde olmamakla birlikte hızlı referans unsuru oluşturur.
- Borçluların ihraç ettiği menkul kıymetlerin ortak bir ölçüte oturtulması ile riskin belirlenmesinde belli bir standardizasyon sağlar.

- Menkul kıymet fiyatlarındaki spekülatif dalgalanmaları sınırlandırır ve bir denge unsuru oluşturur.
- Kurumsal yatırımcıları çekerek pazarın derinleşmesini sağlar.
- Yabancı yatırımcıların pazara getirmelerini teşvik eder ve uluslararası pazarlara entegrasyonu kolaylaştırır.
- Uzun vadeli yatırım eğilimini güçlendirir.
- Sermaye pazarlarının güvenilirliği ve sağlıklı gelişimi için temel ve zorunlu bir unsurdur.

Derecelendirmenin işletmelere sağladığı yararlar aşağıdaki gibi özetlenebilir (<http://kalyan-city.blogspot.com/2011/10/benefits-of-credit-rating-to-investors.html> 08.01.2015):

- Kurumsal imaj geliştirir. Kredi derecelendirme bir işletmenin kurumsal imajını artırmak için yardımcı olur. Yatırımcıların dikkatini çekerek işletmelerin borçlanma olanaklarını genişletir.
- Borçlanma maliyetini düşürür. Kendi borçlanma araçları için yüksek kredi derecesine sahip işletmeler pazardan daha düşük maliyetlerle fon sağlar.
- Borçlanma için geniş kitleye sahip olur. Yüksek kredi dereceli işletmeler kendi borçlanma olanaklarını genişletebilirler.
- Pazarda yeterince tanınmayan işletmelerin borçlanma pazarına girmelerini sağlar.
- Pazarlama aracı olarak algılanması: Kredi derecelendirme, işletmelerin imajının hem yatırımcılar hem de tedarikçiler arasında iyileşmesine yardımcı olur. Yüksek kredi notu müşteri, bayi ve tedarikçilerin kendine olan güveninin artması için bir pazarlama aracı olarak hizmet edebilir.
- İşletmenin kolay büyüme ve genişlemesine yardımcı olur, yani yüksek kredi dereceli işletmeler büyümek veya genişlemek için daha kolay fon kaynaklarını elde edebilirler.

“Derecelendirme ülke ekonomisine, faiz oranlarının riske göre farklılaştığı, spekülasyon – yatırımcı, ulusal ve uluslararası yatırımcı dengelerinin kurulduğu,

yatırımcıların güvenliğinin sağlandığı, borçlanma kalitesi ile birlikte işlem hacminin geliştiği bir sermaye pazarı kazandırır. Sermaye pazarında “yatırımcı açısından en önemli sorun güven unsurudur. Günümüzde ise, en önemli problem, bazı aracı kurumların gerçekleştirdiği ve yatırımcıyı mağdur duruma düşüren usulsüz işlemlerdir”. Dolayısıyla derecelendirme ekonomik işlemlerin spekülatif nitelikli olmasını önlemede bir araçtır” (E.Tutar, F.Tutar, ve Eren, 2011:10).

Derecelendirmenin uluslararası ve ulusal ekonomiler açısından yararları ve etkileri aşağıda sıralanmıştır (Eren, 2010:35, Erkan ve Demircioğlu, 2010:109):

- Ekonomiye güvenilir ve istikrar içinde gelişen finansal pazarlar kazandırır.
- Ekonominin dış kaynak teminini, ulusal pazarların uluslararası pazarlarla bütünleşmesini sağlar.
- Tasarrufların daha kolay mobilize edilmesini (düşük tasarrufların yatırıma dönüşmesini) sağlar.
- Ekonomideki genel risk düzeyini sınırlandırırken finansal işlemlerin etkinliğini artırır ve büyümenin daha etkin finansmanını sağlar.
- Menkul kıymetlerin fiyatlarının daha ekonomik ve istikrarlı oluşmasını sağlar.

Kredi derecelendirmenin yatırımcılara yararları aşağıdaki gibidir (Babuşcu ve Hazar, 2007:9):

- Üstlenilen riskin, kolay anlaşılabilir semboller aracılığıyla yatırımcılara anlatımını sağlar.
- Yatırımcıların yapamayacakları derinleştirilmiş analizlerin dereceler kanalıyla yatırımcılara ulaştırılmasını sağlar.
- Çeşitli borç enstrümanları arasındaki kalite farkının, dolayısıyla üstlenilecek riskin ortaya konmasına olanak verir.
- Yatırımcıların risk eğilimlerine göre menkul kıymet tercihi yapabilmelerine olanak sağlar.

Kredi derecelendirme kavramının öneminin artmasının sebebi, bu kavramın ülkelere, finansal kuruluşlara ve işletmelere sağladığı yararın artmasıdır. Aynı zamanda derecelendirme, yatırımcılara sadece yukarıda belirtildiği gibi ülkelerin veya kurumların borç ödeyebilmeleri konusunda değil ayrıca belli yatırım araçlarına yatırım kararı alınmasında da yardımcı olmaktadır. (<http://www.okanacar.com/2013/02/derecelendirme-kurumlar-ve-kuresel-kriz.html> 10.01.15). Dolayısıyla, bu yararları sağlamak üzere kredi derecelendirmeye verilen önem de artmaktadır.

1.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Kredi derecelendirme kurumları, kredi riskini, herkesin kabul ettiği ve uzun zamandır başarılı bir şekilde kullandığı kriterler ile ölçmektedir. Yatırımcıların işletmelere olan güven derecesi, kredi derecelendirme kurumlarının işletmelere verdiği derecelendirme notlarına göre değişmektedir. Bundan dolayı kredi derecelendirme kurumları, işletmelerin ihraç ettikleri menkul kıymetlerin satılmasını kolaylaştırmaktadır. Örnek olarak, yatırımcılar menkul kıymetlere yatırım yaparken, ilk olarak menkul kıymet ihraç eden işletmenin kredi notu ile bu işlemde kendisinin üstlenmesi gereken riskin derecesine önem vermektedir. (http://moscow.debt.mos.ru/credit_ratings/about/files/Standard_and_Poors_Vse_что_нужно_знать_о_рейтингах.pdf 17.02.2015).

Derecelendirme kurumlarına olan ihtiyacı anlayabilmek için ilk önce söz konusu kurumların fonksiyonlarını anlamak gerekir. Uluslararası kredi derecelendirme kurumlarının temel özellikleri aşağıdaki gibidir (www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma7):

- Ülke yönetimlerinin ve merkez bankalarının kredi değerliliklerini ölçerler.
- Borçluların, ihraççı kuruluşların geri ödeme güçlerini belirlerler.
- Borcun ya da menkul kıymetten geri ödeme güçlerini belirlerler.
- İhraç edilen menkul değerlere yatırım yapabilirlik derecelerini belirlerler.

- Banka ve finansal kurumların finansal yapılarının gücünü ve borç ödeme ve ödeyebilme kapasitelerini analiz ederler.
- Periyodik olarak değerlendirme yaparak notlandırmayı gerçekleştirirler.
- Verilen notları uluslararası kamuoyuna duyururlar.
- Verilen kredi notları uluslararası pazarlarda kabul görmektedir.

Derecelendirme faaliyeti, pazar ekonomisinde talep edilen özel bir faaliyettir. Bu faaliyet bilgi aracılığı yoluyla derecelendirme sistemini desteklemeyi amaçlayan uzman derecelendirme kuruluşları tarafından yapılmaktadır (Карминский и Пересецкий, 2008:87).

Kredi derecelendirme kurumları, bundan 100 ya da 150 yıl önce ortaya çıkmıştır. 19. yüzyılda ABD’nde demiryolları inşaatı faaliyetinde bulunan işletmeler çıkarttıkları tahvilleri derecelendirmişlerdir. Böyle işlem yapan işletmelerin sayısı çoktu ve onların çıkardığı tahviller arasında pek de fark olmayınca yatırımcılar hangi işletmelerin tahvillerine yatırım yapacakları konusunda kararsızdılar. Bu sorunları ortadan kaldırmak için işletmelerin çıkardığı tahvillerin güvenilirliğini ölçen, pazar analizi yapan kurumlar ortaya çıkmıştır. ABD’de ortaya çıkan ilk derecelendirme kurumları aynı zamanda başka üç ülkede (demiryolları inşaatı faaliyetinin büyük derecede işlendiği ülkeler – Çin, Rusya, Hindistan) ortaya çıkabilirdi. Ancak derecelendirme kurumlarının ortaya çıkması için ideal koşullar ABD’de oldu. Çünkü demiryolu inşaatı sayısı çoktu ve söz konusu yatırımlar özel yatırımcılar tarafından inşa edilmiştir. Çin, Rusya ve Hindistan’da da ülkelerin yüzölçümünden dolayı büyük demiryolları inşaatı patlaması olmuştur. Ama en önemli nokta, buradaki işlemlerin kamu – özel sektör ortaklığı ya da tamamen devlet tarafından inşaat edilmesidir. Dolayısıyla bu ülkelerde tahvil pazarı yoktu. O nedenle derecelendirme kuruluşlarına da gerek olmamıştır (<http://www.raexpert.ru/editions/cred-reit> 15.01.2015).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının doğuşu hakkında diğer bir fikir ise, ilk kredi derecelendirme işletmesini kuran Louis Tappan adında New Yorklu bir manifaturacıdır. 1837 finansal krizinden etkilenip kendi müşterilerinin durumunu belirlemeye çalışan

Tappan önceleri kendisi için yapmış olduğu bu derecelendirmelere diğer iş adamlarının da ihtiyaç duyduğunu farketmiş ve kumaş satıcılığı mesleğini bırakıp 1841’de bu alanda faaliyet gösteren ilk işletmeyi kurmuştur. Sonradan Robert Dun bu kuruluşun sahibi olmuş ve 1859’da ilk derecelendirme klavuzunu yayınlamıştır (<http://www.raexpert.ru/editions/cred-reit> 15.01.2015).

1960’lı yıllarda belediyelerce ihraç edilen tahvillerin derecelendirilmesinin önemi arttırmıştır. Enflasyon, faiz oranlarının artması, kurlardaki değişiklik, küreselleşme, işletmelerin halka açılması derecelendirmeyi hem işletme hem de ülkeler açısından zorunlu kılmıştır. 1970’lerdeki borç krizleri ve 1982’de Latin Amerika Borç Krizi, uluslararası para sistemi için önemli bir uyarı olmuştur. Bu tarihten sonra kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi oldukça artmıştır (Kaymaz, 2012:28).

Günümüzde dünyanın çeşitli yerlerinde Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank For International Settlements – BIS) verilerine göre 150 civarında derecelendirme kuruluşu faaliyet göstermektedir. Bunların içinde en büyük 28 derecelendirme kuruluşu G-10 grubuna dahil olan (ABD, Belçika, Birleşik Krallık, Fransa, Hollanda, İsviçre, İtalya, Japonya, Kanada) ülkelerde bulunmaktadır (Eren, 2010:114). Fakat, uluslararası alanda pazara hakim olan en büyük üç derecelendirme kuruluşu: Moody’s, S&P ve Fitch Ratings’dir. Derecelendirme kuruluşları pazardaki bilgi asimetrisi sorununu çözmek için kurulan kurumlardan biri olarak ortaya çıkmıştır. (Tursunov, 2010:81)

S&P, Moody’s ve Fitch tüm derecelendirme kuruluşlarının pazar payının %95’ine sahiptir. Pazar payının yaklaşık %40’ı Standart & Poor’s ve Moody’s ve %15’i Fitch Rating’e aittir (<http://www.ra-national.ru/about/history-raiting/p-53bccd80/> 18.01.2015).

Tablo 1. Kredi Derecelendirme Ölçekleri

Moody’s	Standard and Poor’s	Fitch	Güven Düzey
Aaa	AAA	AAA	Maksimum güven düzeyi
Aa1	AA+	AA+	Yüksek güven düzeyi
Aa2	AA	AA	

Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Ortalamadan yüksek güven düzeyi
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Yatırım yapılmaz, spekülatif güven düzeyi
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Yüksek derecede spekülatif güven düzeyi
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa	CCC+	CCC	Yüksek derecedeki riskli güven düzeyi
-	CCC	-	
-	CCC-	-	
Ca	-	-	Aşırı yüksek derecedeki riskli güven düzeyi, yatırım yapılmayabilir
C	-	-	
-	-	DDD	Yatırım yapılmaz
-	-	DD	
-	D	D	
-	-	-	

Kaynak: <http://www.gorskiy.ru/Articles/ClassicScales.html> 28.02.2015

AAA: bu kategorideki yükümlülük S&P tarafından verilen en yüksek derecelendirme değerine sahip olmaktadır. Bu yükümlülüğü ihraç eden işletmenin anapara ve faizü geri ödeme olanağı en yüksektir.

AA: Bu kategorideki yükümlülük en yüksek kategoriden sadece biraz küçük bir farklılık göstermektedir. Yükümlünün yükümlülüğüne ait finansal taahhütleri karşılama kapasitesi çok güçlüdür. Ancak pazardaki dalgalanmalardan bir üst kategoriye göre biraz daha fazla etkilenebilirler.

A: “A” ile derecelendirilen yükümlülükte finansal yükümlülükleri karşılamak için kuvvetli kapasitedir. Fakat dış şartlardaki ve ekonomik durumlardaki ters etkilere daha duyarlıdır.

BBB: Bu kategorideki yükümlülük yeterli koruma parametrelerine sahip olmaktadır ve onunla beraber yükümlünün finansal taahhütleri karşılama yeterliliğı, ekonomik koşullardaki değişimler nedenleriyle zayıflayabilir.

BB, B, CCC, CC ve C: Bu kategoriler önemli spekülative karakterlere sahiptirler. “BB” en az “C” ise en fazla spekülative kategoridir. Böyle yükümlülükler muhtemelen bazı kaliteli ve koruyucu karakterlere sahip olduklarından kötü koşullarda daha önemli olabilirler.

BB: Diğer spekülative menkul kıymetlerle karşılaştırıldığında “BB” ile derecelendirilen bir yükümlülüğün taahhütlerinin yerine gelmeme riski daha düşüktür. Ancak işletme ile ilgili ya da mali ve ekonomik şartlardaki terslikler yükümlünün finansal taahhütlerini gerçekleştirme gücünü zayıflatabilir.

B: Yükümlünün finansal taahhütleri yerine getirme kapasitesi vardır, fakat “BB” kategorisiyle karşılaştırıldığında temerrüte karşı korunma gücü daha düşüktür. Ters finansal ve ekonomik koşullar muhtemelen yükümlünün finansal taahhütlerini yerine getirmekte kapasitesini ve istekliliğini etkileyecektir.

CCC: Yükümlülük alanın finansal taahhütlerini yerine getirmesi ihtimali oldukça zayıftır.

CC: Bu kategori temerrüte karşı korunmasızdır. Oldukça yüksek bir spekülâtif özelliğini göstermektedir.

C: Yüksek ölçüde ödenmeme olasılığı olan yükümlülüklerle verilir. Borçlu iflas etmiş olmakla beraber yükümlülüklerini yerine getirmektedir.

D: bu kategori ödemelerin yerine getirilemeyeceğini göstermektedir. Yükümlülüklerin zamanında yerine getirilememesi durumunda kullanılır. Fakat S&P verilen ek sürede bazı yükümlülüklerin yerine getirileceğinden emin olabilir. “D” kategorisi yükümlüklerin yerine getirilmesi tehlikeye girdiğinde iflas talebinin kayda alınması durumunda da kullanılır.

(+) veya (-): “AA” ve “CCC” kategorileri içerisinde yükümlülüğün nisbi yerini kesinleştirmek için artı (+) veya eksi (-) işaretleri kullanılmaktadır. Örneğin: “A+” derecesi “AA-” derecesinden daha aşağıda bir konuma sahip olmakta ve “A” derecesinden daha yukarıda bir konuma sahiptir.

N.R. (Not Rated): Derecelendirme yapılmadığını göstermek için kullanılmakta olan belgedir ya da derecelendirme yapmak için yeterince bilgi olmadığını göstermektedir.

Kısa süreli borçlanma dereceleri aşağıdaki sembollerle belirlenmektedir (Standard & Poor’s):

A-1: S&P tarafından derecelendirilen en yüksek kısa vadeli derecelendirme kategorisidir. İhraççının finansal taahhüdü karşılama gücü çok yüksektir. Bu kategori içinde barı yükümlülükler (+) ile işaretlenir. Bu ihraççının finansal taahhüdü karşılama gücünün son derece yüksek olduğunğ gösterir.

A-2: Bir üst kategorideki yükümlülüklerle karşılaştırıldığında ekonomideki aksi değişimlere karşı daha dayanıksız olmaktadır, ancak yükümlülüklerini zamanında yerine getirilmesi gücü yeterli seviyededir.

A-3: Bu kategori yeterli koruma parametreleri göstermektedir. Ancak ekonomik koşullarda meydana gelebilecek değişimlerden üsteki gruplara göre daha fazla etkilenebilmektedir.

B: Bu kategorideki yükümlülükler önemli spekülâtif karaktere sahiptir. B-1, B-2 ve B-3 derecelendirmesi bu kategori içinde daha hassas sıralama sağlamaktadır. B-1 derecelendirmesi önemli spekülâtif karaktere sahip olmakla birlikte finansal taahhüdün yerine getirilme kapasitesi nispeten güçlüdür. B-2 derecelendirmesinde ise finansal taahhüdün yerine getirilme kapasitesi ortalama spekülâtif derecesindedir. B-3 derecelendirmesinde ise finansal taahhüdün yerine getirilme kapasitesi nispeten zayıftır.

C. Yükümlülüğün yerine getirilmesinin şüpheli olduğu kategoridendir. Taahhüdün yerine getirilmesi olumlu ekonomik ve çevresel şartlara bağlıdır.

D: Borcun geri ödeme olasılığı yüksek olduğunda kullanılmakla beraber aynı zamanda iflas için başvuruda kullanılmaktadır, yani geri ödenmeyecek yükümlülüklerle kullanılmaktadır.

S&P'un yaptığı derecelendirme işlemleri, değişen seviyelerde olmakla birlikte, aşağıdaki ölçüler dikkate alınarak yapılmaktadır (Hamzo, 2007:33):

- Borçlunun anapara ve faiz ödemelerini yükümlülüklerine bağlı kalarak zamanında yerine getirme arzu ve kapasitesi,
- Borcun şartları ve özellikleri,
- İflas, organizasyon veya kredi verenin haklarını etkileyen iflas kanunu veya diğer kanunlar dikkate alındığında alacaklıya sağlanan haklar.

1909 yılında Moody's finans pazarlarına yeni bir düşünce ile tekrar geri dönmüştür. Bu yeni düşünce işletmelerle ilgili basit bilgiler toplama yerine, işletme tahvillerinin analizini yatırımcılara sunmak hakkında olmuştur. Bu yönde yeni bir araştırma yaparak, 19. yy sonralarından itibaren kredi derecelendirme kurumları tarafından kredi derecelendirmede kullanılan harf sembollerini kullanarak Amerikan Demiryolu işletmelerinin pazarda mevcut tahvillerinin analizini ve derecelendirmesini içeren bir kitap yayınlamıştır. (<https://www.moody.com/Pages/atc001.aspx> 20.01.2015).

Moody's ve S&P'in derecelendirme kriterlerini belirledikleri dokümanlarda, birçok ekonomik, sosyal ve politik parametre belirtilmektedir. Bunların başlıcaları şu şekilde gösterilebilir (Akyurt, 2011:50:51):

1. Politik risk:

- Politik kurumların istikrarı ve meşruluğu,
- Politik sürece katılım,
- Liderlik başarısının düzenliliği,
- Ekonomik politika ve kararlarda şeffaflık,
- Kamu güvenliği,
- Jeopolitik risk,

2. Gelir ve ekonomik yapı:

- Refah, refah dağılımı ve pazar odaklı ekonomi yapısı,
- Gelir adaletsizliği,
- Özel sektör fon kaynaklarının bol olması ve finansal sektör verimliliği,
- Özel sektörde rekabet ve karlılık,
- Korumalar ve pazar harici etkiler,
- İşgücü esnekliği,

3. Ekonomik büyüme:

- Tasarruf ve yatırımların büyüklüğü ve dağılımı,
- Ekonomik büyüme oranları ve trendi,

4. Finansal esneklik:

- Genel kamu gelir – gider dengesi,
- Gelir artırıcı esneklik ve verimlilik,
- Harcamaların verimliliği ve harcamalar üzerinde baskılar,
- Raporlamaların zamanlaması, kapsamı ve şeffaflığı,

5. Genel hükümet borç yükü:

- Genel hükümet borcunun GSMH'ye oranı,
- Gelirlerin faiz ödemelerine giden kısmı,
- Borcun döviz kompozisyonu ve vade profili,

- Yerel sermaye pazarlarının genişliği ve derinliği,
6. Parasal esneklik:
- Ekonomik döngüler içerisinde fiyat hareketleri,
 - Para ve kredi genişlemesi,
 - Döviz kuru rejimi ve parasal hedeflerin uyumluluğu,
 - Merkez bankasının bağımsızlığı gibi kurumsal faktörler,
 - Para politikası araçlarının çeşitliliği ve etkinliliği,
7. Dış likidite:
- Dış hesaplar üzerine parasal ve finansal politikaların etkisi,
 - Cari açığın yapısı,
 - Sermaye hareketlerinin kompozisyonu,
 - Rezerv yeterliliği,
8. Dış borç yükü (kamu ve özel sektör):
- Brüt ve net dış borç,
 - Döviz kompozisyonu ve vade yapısı,
 - Borç servis yükü.

Fitch Ratings işletme derecelendirmesinde ihraççıların ticari ve finansal risklerini belirlemek için nitel ve nicel analizler kullanmaktadır. Bu işlemler işletmenin en az beş yıllık geçmişı ve finansal verileri analiz yapılarak incelenmektedir.

Tablo 2. İşletme Derecelendirme Yaklaşımı

Kalitatif (Niteliksel) Analiz		Kantitatif (Niceliksel) Analiz	
Ülke Riski	<ul style="list-style-type: none">➤ Politik Göstergeler➤ Sosyal Göstergeler➤ Ekonomik Göstergeler		Firmaların finansal güçlük derecesinin tespiti için; bir yandan finansal yapı, likidite, varlık kalitesi, ülkeye özgü diğer faktörler dikkate alınarak finansal fon yaratma riski, diğer yandan da faaliyet ortamı, sektörel karakteristikler, ortak ve yöneticilerin durumu öne çıkartılıp fon yönetim riski incelenerek nakit akımı üzerinde yoğunlaşılır. Bu süreçte finansal başarısızlık olasılığı hesaplamaları beş taban üzerinde yürütülür: 1. Nakit akış analizine odaklanma (mevcut nakit akımı ve gelecekteki nakit akımı) 2. Doğru ve titiz risk analizleri 3. Yönetimin gücü, kapasitesi ve değişimlere uyum yeteneği 4. Global etkiler, ülke riski, sektör riski 5. Tahmini senaryolar (En az üç yıllık)
Sektör Riski	<ul style="list-style-type: none">➤ Sektörün ekonomideki önemi➤ Rekabet durumu,➤ Sermaye yoğunluğu➤ Konjoktüre duyarlılık,➤ Sektöre giriş engelleri,➤ Teknolojik durum➤ Maliyet Faktörleri➤ Yasal düzenlemeler	Finansal risk analizinde Kullanılan Oranlar	<ul style="list-style-type: none">➤ Finansal Durum➤ Borçluluk Durumu➤ Likidite Durumu➤ Kârlılık➤ Büyüme➤ Faaliyet Durumu
Subjektif Kredi Değerliliği	<ul style="list-style-type: none">➤ Faaliyet Durumu➤ Pazar Durumu➤ Ortaklar, Üst Yönetim➤ Faaliyet Süresi➤ Muhasebe Standartları		

Kaynak: Meydan, 2010:79

Derecelendirme kuruluşlarının faaliyetinde yapılan değerlendirme işlemlerinin doğruluğu ile onun tutarlığı önemlidir. Çünkü yapılan tahminlerin gerçekleşme ihtimali, yani doğru puanlanmayan derecelendirme işlemi o kuruluşun itibarını bozacaktır. Bu nedenle derecelendirme kuruluşlarının benimsedikleri bir takım temel ilkeler vardır (Yardımcıoğlu ve Bora, 2013:113):

- Borçluların geri ödeme kabiliyetlerinin bağımsız bir statüyle değerlendirilmesi,
- Derecelendirme hizmetinin çeşitli sektörler ve değişik ülkeler arasında karşılaştırılabilir normalara göre verilmesi,
- Borç veren ya da yatırım yapan en genel ifadeyle pazar oyuncularının üstlendikleri risklerin tanınmasında aracılık etmek,
- Derecelendirme işleminin, kredi verilmesi, menkul kıymet alınması, elde tutulması veya satılması yönünde bir öneri mahiyetinde olmaması,
- Derecelendirme sonuçlarının sayısallaştırılarak sembollere dönüştürülmesi geleneğinin sürdürülmesi,
- İşletmelerin finansal yapılarında şeffaflık sağlayarak güvenilirliklerinin artırılmasıdır.

Derecelendirme, işletmelerin kapasitelerinin objektif ölçütlere göre belirlenmesini sağlamaktadır. Bu işlemde elde edilen sonuç işletmenin kredibilite derecesi ile birlikte işletme için bir “finansal not” ortaya çıkmaktadır. Bu not işletmeler için önemli olmalıdır. Çünkü bu elde edilen finansal notları işletmeler kendi kredi istekleri işlemlerinde, gerekse diğer işletmeler, ortakları, müşterileri, tedarikçileri ve diğer işletme çevreni ile ilişkilerindeki “asimetrik bilgi” ve sorununu ortadan kaldırmak için kullanılmaktadır. İşletmelerin derecelendirme notu belirli harflerden oluşmakta ve bu işletmelerin borç ödeyebilme gücünü gösteren iyiden kötüye doğru oluşan bir düzenli skala olarak kullanılmaktadır. Oran analizi, fon akım analizi, nakit akış analizi gibi yöntemler gerek bankalar gerekse derecelendirme kuruluşları tarafından hala kullanılmakla beraber daha objektif yöntemlerin uygulanabilirlik çalışmaları önem kazanmaktadır (Çonkar ve Vurur, 2008:137).

İşletmelerin derecelendirilmesi ülke kredibilitesi, sektör kredibilitesi ve işletmeye ait finansal yapının yanı sıra, yönetsel yapı ile işletmeye ilgili birimlerin bilgilerine dayalı olarak yapıldığından zor ve geniş çaplı bir analiz ve değerlendirme süreci gerektirmektedir. Bu nedenle derecelendirme çoğu zaman bu alanda yetkinlik kazanmış tarafsız derecelendirme kurumları tarafından gerçekleştirilmektedir. Derecelendirme kurumları bağımsızlık, objektiflik, güvenilirlik ve açık olma prensipleri altında yatırım

yapılacak işletmelerin borçlarını ödeyebilme güçlerine ait olasılık tahminlerinde bulunarak elde ettikleri değerlere göre işletmeleri derecelendirirler. Bu kurumların amaçları uluslararası sermaye pazarlarına işletmelerin kredi kaliteleri hakkında tutarlı ve karşılaştırılabilir değerlendirmeler sunmaktır (Yıldız, 2014:73).

İşletmeler veya ülkelere derecelendirme işlemi yapılması genelde ilgili işletmelerin ya da ülkelerin kendi istekleri üzerine yapılmaktadır. Bazen derecelendirme kuruluşları kendi istekleri ile de derecelendirme işlemi yapmaktadırlar. Bu durumda istek olmaksızın yapılan derecelendirme işlemi “istenilmeyen ratingler” olarak adlandırılmaktadır. Örneğin, Moody’s Investor Service kuruluşunun derecelendirme isteği olmadan, kendiliğinden yaptığı değerlendirmelere istenilmeyen rating denir. Bu derecelendirme, işletme veya ülkenin derecelendirme kuruluşuna belli bir katkıda bulunmadığını gösterirken, işletmenin bir inceleme yaptırıp bedelini ödemesi için bir çeşit baskı unsuru olarak görülebilmektedir (Standart and Poor’s, Corporate Rating Criteria, http://regulationbodyofknowledge.org/wpcontent/uploads/2013/03/StandardAndPoorsCorporate_Ratings_Criteria.pdf 25.01.2015).

1.4. Kredi Derecelendirme Sisteminin İşleyişi

Günümüzde, ulusal, bölgesel ve küresel düzeyde pekçok derecelendirme kuruluşları bulunmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları, XX. yy’ın başlarına kadar uzanan faaliyet geçmişine sahiptir. Kredi derecelendirme kuruluşları, ulusal ve uluslararası pazarlara derecelendirdikleri finansal araç hakkında kapsamlı ve herkes için anlaşılabilir bilgi sağlamak amacıyla belli bir standardizasyon getirmektedir. Bireysel yatırımcıların yatırım işlemlerinde doğru karar alabilmeleri ve bu yatırımdan üstleneceği riski hesaplamak amacıyla derecelendirme sisteminden yararlanır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:27).

Kredi derecelendirme sisteminin öneminden dolayı kredi riskinin kontrol altında tutulması ve izlenebilmesi için etkin bir şekilde sayısallaştırılması gerekmektedir. Bu nedenle de derecelendirme sistemleri söz konusu sayısallaştırmanın yapılabilmesine olanak vermekte ve önem vermektedir.

Derecelendirme içsel ve dışsal derecelendirme olarak ikiye ayrılmaktadır:

Dışsal derecelendirme; kredi derecelendirme kuruluşları taraflarından gösterge niteliğindeki kredi notu verilen ve pazarlarda açıklanan sonuçları ile yapılan bir kredi riski değerlendirmesidir. Derecelendirme kuruluşları işletmelerin ve borç enstrümanlarının kredi değerliliğini tarafsız olarak ölçmek gibi bir amaç üstlenmiştir (Yazıcı, 2007:3).

İçsel derecelendirmeye dayalı yaklaşımlar: İşletmelerin kendi derecelendirme sistemleriyle gerçekleştirdikleri kredi riski ölçümlerini esas alan sermaye yeterliliğini hesaplayarak verdikleri kredi notlarıdır. Bu faaliyet yapılırken müşterilerden onların finansal tabloları, resmi belgeleri ve tüm içsel ve dışsal diğer nitelik ve niceliksel kaynakları talep edilmektedir (Yazıcı, 2007:3).

Kredi derecelendirme bir görüşür ve yatırımcıya alma satma ya da yatırım yapma tavsiyesi değildir. Kredi derecelendirme kuruluşlarıyla verilen notlar, bu kuruluşların görüşünü yansıtmaktadır. Aynı zamanda kredi derecelendirme notları her ne kadar bir görüş niteliğinde olsa da verilen notlar yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilmektedir.

Bir derecelendirme kuruluşu tarafından üretilen derecelendirmenin doğruluğu ve tutarlılığı o kredi derecelendirme kuruluşu için çok önemlidir. Çünkü doğru puanlanmayan bir risk, derecelendirme kuruluşlarının itibarı için oldukça zarar verici olabilmektedir. Bu açıdan derecelendirme kuruluşları çok sıkı prensipler içerisinde çalışmalarını gerekmektedir. Bu prensiplerinin bazıları şunlardır (<http://academidea.com/kredi-derecelendirme-olgusu-ve-kuresel-yerel-piyasalardakirolu/> 27.01.2015):

- Borçluların geri ödeme kabiliyetlerinin bağımsız bir statüyle değerlendirilmesi,
- Derecelendirme hizmetinin çeşitli sektörler ve değişik ülkeler arasında karşılaştırılabilir normlara göre verilmesi,

- Borç veren ya da yatırım yapan veyahut en genel ifadeyle pazar oyuncularının üstlendikleri/ üstlenecekleri risklerin tanınmasından aracılık etmek,
- Derecelendirme işleminin, kredi verilmesi, menkul kıymet alınması, elde tutulması ya da satılması yönünde bir öneri mahiyetinde olmasıdır,
- Derecelendirme sonuçlarının sayısallaştırılarak sembollere dönüştürülmesi geleneğinin sürdürülmesi,
- İşletmelerin finansal yapılarında şeffaflık sağlayarak güvenilirliklerinin artırılması.

Derecelendirme işlemi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme yapmak hakkında kararını aldığı andan itibaren başlayan ve bu derecelendirme faaliyetinin sonucunu alana kadar devam eden bir süreçtir.

Derecelendirme kuruluşları, işletmelerin derecelendirme notunu belirlerken farklı kriterleri ele alabilir. Derecelendirme sürecinde ele alınacak ve inceleme konusu yapılabilecek temel kriterler şöyle sıralanabilir (Özkan, 2012:13):

- Sermaye pazarındaki kuruluşların organizasyon yapıları,
- Finansal yükümlülüklerini karşılayabilme gücü,
- İşletmenin orta vadeli fırsat ve riskleri,
- İşletmenin sektördeki diğer işletmelerle rekabet konumu,
- Üretim kapasitesi,
- Dağıtım sistemi ve pazarlama ağı,
- Finansal yönetim ve muhasebe politikaları,
- İşletmelerin geleceğini etkileyecek yönetsel ve sermaye yapısı değişiklikleriyle yatırımlardaki değişiklikler,
- Teknolojik yenilikler.

Derecelendirme süreci, bağımsız derecelendirme kurumlarının ülke derecelendirmesi, kurumsal derecelendirmesi, ihraç ve proje derecelendirme faaliyetlerinin işleyiş aşamalarını gösterir. Derecelendirme süreci kantitatif (niceliksel), kalitatif (niteliksel) ve yasal analizleri içermektedir. Kantitatif analiz, işletmelerin finansal raporları esas alınarak yapılan temel finansal analizdir. Kalitatif analiz ise yönetimin kalitesi ile ilgili olup, işletmenin faaliyette bulunduğu, teknolojik değişmelerin, yasal düzenlemelerin ve işgücü durumunun değerlendirilmesini içerir (Crouhy, Galai ve Mark, 2006:237).

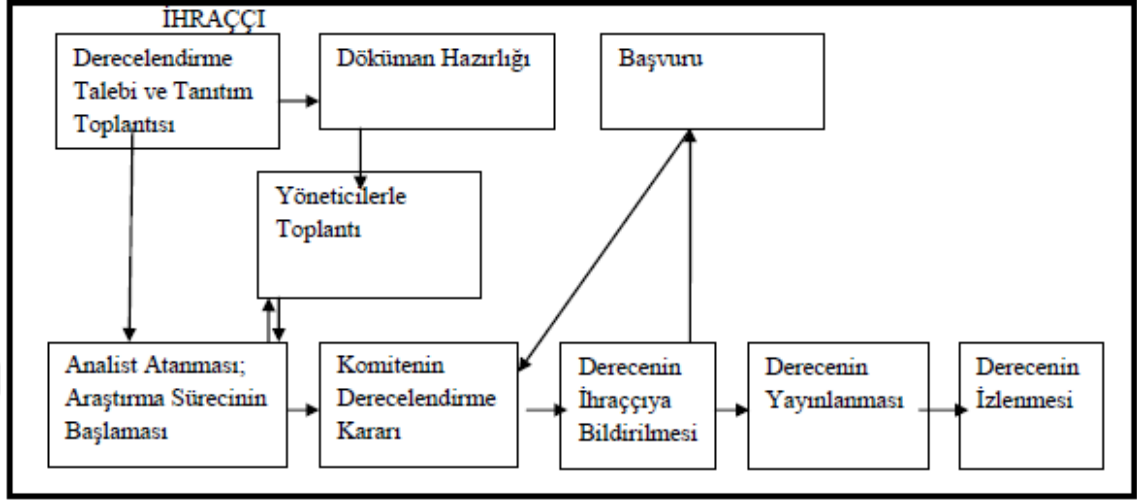
Derecelendirme süreci genel olarak şu aşamalardan oluşmaktadır (Coşkun, 2009:14):

- İçinde bulunulan faaliyet ve ekonomik ortamın incelenmesi,
- Soru formu,
- Görüşme,
- Derecelendirilen işletmenin incelenmesi,
- Taslak raporun işletmeye sunulması,
- Rapordaki düzenlemeler ve raporun derecelendirme komitesine ulaşması,
- Derecelendirme komitesi toplantısı, notların verilmesi,
- Notların yayınlanması.

Derecelendirme süreci işletmeler arasında fazla bir fark göstermemektedir. Genelde, işletmelere yönelik derecelendirme süreci beş aşamadan oluşmaktadır (Babuçu, Hazar, Yenice, 2011:389):

1. Tanıtım toplantısı
2. Yöneticilerle toplantı
3. Derecelendirme kararı
4. Derecenin açıklanması

5. Derecenin izlenmesi



Şekil 1. Derecelendirme Süreci

Kaynak: Adalı, 2011:38

Tanıtım toplantısı: Bu sürecin amacı finansman ihtiyacını gerçekleştirmek için menkul kıymet ihraç edecek işletme veya kuruluşun derecelendirme sürecini oluşturmak hedefiyle resmi içerikli olmayan bir toplantı talep etmesi bu süreci başlatan etken olmaktadır. Böylece ilgili işletme veya kuruluşun üst yönetimi ile tanıtım toplantısı düzenlenir. Bu tanıtım toplantısı, derecelendirme prosedürünü açıklamak veya değerlendirme aşamasında ihtiyaç duyulabilecek bilgilere ilişkin görüşleri incelemek amacıyla düzenlenir. Bu müzakerelerin temel yaklaşımı, ihraç edenlerin derecelendirme işletmesinin analiz yaklaşımını araştırmak ve görüşmeler sırasında esas konuların üzerinde konuşmaktır.

Yöneticilerle toplantı: Resmi olmayan tanıtım toplantısından sonraki süreç ise menkul kıymet ihraçında bulunacak kuruluşun derecelendirme işleminin yapılması için derecelendirme kuruluşuna başvurması gerekmektedir ve böylece bir resmi işlem başlamaktadır.

Bu aşamada derecelendirme kuruluşu ile menkul kıymet ihraç edecek işletmeler veya kuruluşun üst düzey kurulumu ile bir görüşme yapılması gerekmektedir. Bu üst düzey niteliğindeki bu toplantı yapmadan önce derecelendirme kuruluşu, derecelendirme işlemini yapacak uzman grubunu seçmektedir. Dolayısıyla uzman grubu işletme

hakkında çeşitli bilgilerin hazırlanmasını talep etmektedir.

Derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme sürecini gerçekleştirebilmeleri için gerekli veri sayısı açısından ilgili işletmeleri ayrıntılı bir şekilde doğrulamak yerine, esas olan unsurlara yoğunlaşmayı üstün görmektedirler. Üst düzeydeki yönetim için önem taşıyan konular yararlı olan bilgilerle ilgilidir. Bu tür bilgiler işletmeler içinde geçerlidir ve üst düzeydeki yönetime sabit bir şekilde ibraz edilmektedir.

Derecelendirme kuruluşu ile derecelendirme talebinde bulunan işletmenin ilk resmi toplantısı genellikle ihraççı kurumun merkezinde gerçekleştirilmektedir. Söz konusu toplantılar bir veya iki gün sürmektedir. Görüşmelerin yapısı kısa vadeli ve uzun vadeli borçların değerlendirilmesinde çok az değişiklik olduğu görülmektedir. Genellikle böyle toplantılar öncesinde, yöneticiler tarafından işletmenin yapısını tanımak amacıyla bilgiler istenmektedir:

1. İlermelerin kısa geçmişi.
2. İşletme stratejisi ve felsefesi (bu bölüm genellikle genel müdür veya başka bir üst düzey yetkili tarafından sunulmaktadır).
3. Faaliyet durumu (rekabet gücü, üretim kapasitesi, dağıtım sistemi, vb. konular bu bölümde ele alınmaktadır).
4. Finansal yönetim ve muhasebe politikaları.
5. Düzenleyici gelişmeler, gelecekte yapılacaklar, potansiyel kazançlar gibi özel önem taşıyan konular da bu bölümde ele alınmaktadır.

Derecelendirme kararı: Gerçekleşen toplantılarda elde edilen bilgiler ışığında derecelendirme kuruluşunun uzmanlar, işletmeyi değerlendiren bir rapor düzenlerler. Bu raporda kendi görüşleri ile uyumlu bir derece belirlenerek, derecelendirme komitesi oluşur. Oluşturdukları komiteye verilen derecenin yeterince uyumlu olması açısından gerek merkezdeki analistlerin gerekse başka ülkelerdeki ofislerinde faaliyette bulunan uzman analistlerin göreve gelmeleri sağlanır. Komite toplantısında işletmelere ilişkin finansal istatikler ve karşılaştırmalı analizler hakkında yapılan rapor uzman analistler tarafından hazırlanır ve detaylı bir sunum yapılır. Bu raporlar:

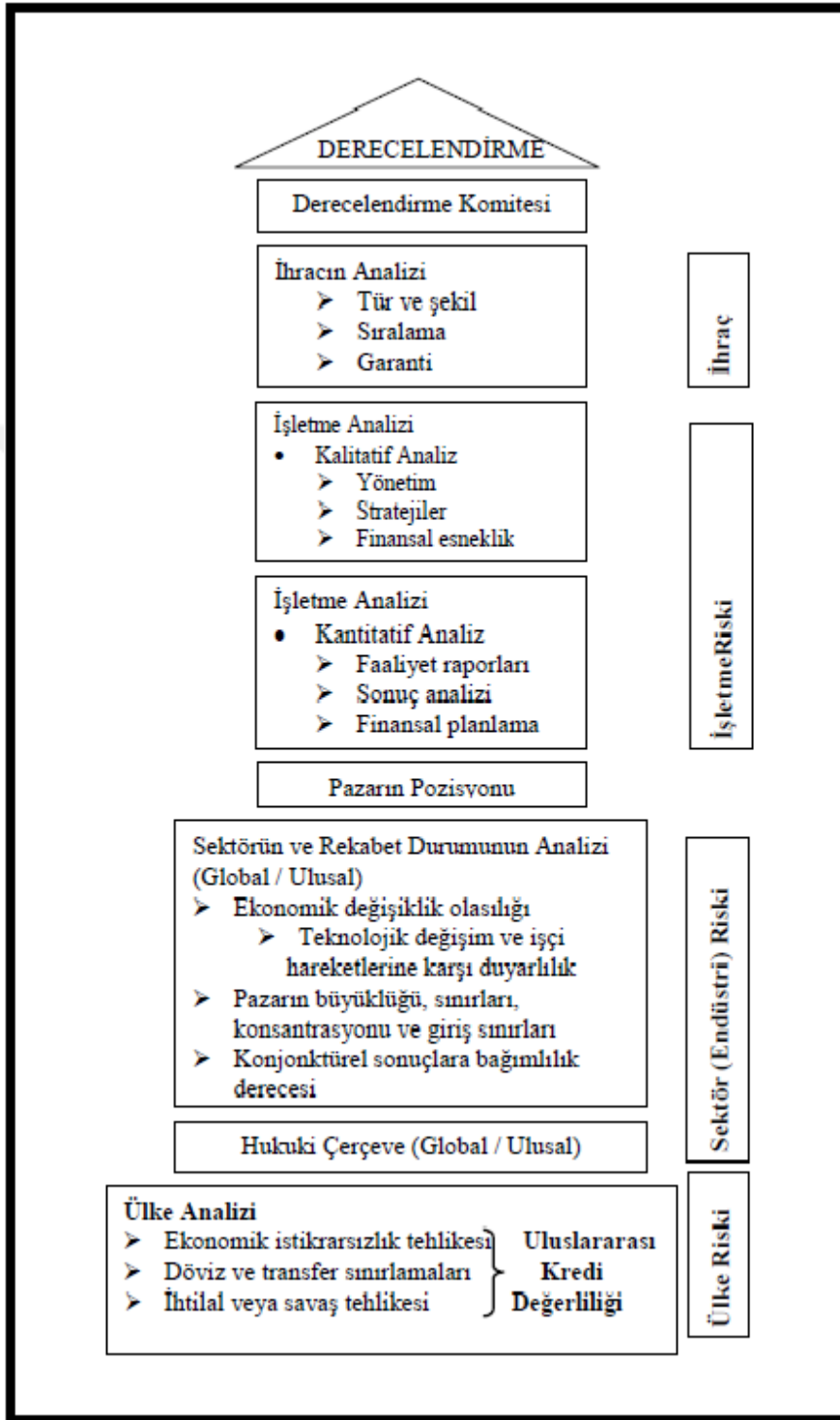
- İşletmenin stratejik ve finansal yönetiminin değerlendirilmesi

- İşletmenin faaliyette bulunduğu sektörün yapısı, işletmenin rekabet durumu, üretim kapasitesi, vb. konuların incelenmesi
- Finansal analizler
- Finansal programlar ve işletme politikaları
- Derece önerisi, gibi konuları kapsamaktadır.

Derecenin açıklanması: İşletme kredi notu komite toplantısı sonucunda belirlenir. Alınan sonuç her şeyden önce işletme veya kuruluşa sonuç nedenleri ile birlikte sunulmaktadır. İşletmeye ilişkin derecelendirme bilgilerinin kamuya açıklanması öncesinde, gerekli mevzuat araştırmakta ve taahhüdün yasal, geçerli ve bağlayıcı yapısına kefil olan bir programlama yapmaktadır. Gerekli incelemelerin ardından belirlenen dereceler basında kamuya ilan edilmektedir. İstenildiği takdirde derecelendirme kuruluşlarının hazırladıkları yayınlardan faydalanabilmektedir.

Derecenin izlenmesi: Derecelendirme kuruluşlarının işletmelere verdikleri derecelerin, yatırımcılara karşı yükümlülüğü borçlanma dönemi boyunca doğruluğunu kanıtlamaktır. Derecelendirme süreci bittikten sonra da derecelendirme kuruluşları ilgili işletmeleri gözetlemeyi sürdürmektedir. Bu gözetleme sürecinin devam etmesinin temeli, ilgili işletmelerden yıllık raporlar, yönetimle toplantılar ve farklı kaynaklardan sağlanan bilgilerin sabit bir şekilde gelmesinden oluşmaktadır.

Genellikle işletmeler derecelendirmesini verdikleri kurumun yönetimine ilişkin sürekli bağlantıda olmalarına büyük önem verirler. İlişki içinde olmanın nedeni, ihraççı işletmelerin güçlü ve zayıf yönlerinin, geleceğe dönük tahminlerin ve ana hedeflerinin gözlenmesi gerektiğinden dolayı olmaktadır.



Şekil 2. Derecelendirme Sürecinin İçeriği ve Safhaları

Kaynak: Boyacıoğlu, 2005:115

Ülkenin kredi derecelendirme notu özellikle uluslararası borçlanma koşullarında büyük önem taşımaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları, işletmelere kredi notu verdikleri gibi ülkelerin borçlanma maliyetini de belirlemektedir. 1970'li yılların ikinci yarısında ve 1980'li yıllarda ülkelerin borçlarının artışı ve onları geri ödeyememe sıkıntıları, kredi risk değerlendirilmesinin önemini, dolayısıyla derecelendirme kuruluşlarının da önemini arttırmıştır. Genel anlamda ülke riski, devletin taahhütlerini ve yükümlülüklerini yerine getirebilme yeteneği olarak tanımlanmaktadır. Ülke kredi derecelendirme notu yalnız ülkelerin borçlanma maliyetini belirlemekte değil aynı zamanda bütün yatırımcıları da etkilemektedir. Bu nedenle ülke ekonomileri için ülke kredi notu büyük bir önem taşımaktadır (Cantor ve Packer, 1996:39).

Ülke kredi derecelendirmelerin temelini beş faktör oluşturmaktadır (Dimitrijevic ve Holmes, 2012:3):

- Politik skorda yansıtılan kurumsal etkinlik ve politik riskler,
- Ekonomik skorda yansıtılan ekonomik yapı ve büyüme beklentileri,
- Uluslararası skorda yansıtılan uluslararası likidite ve uluslararası yatırım pozisyonu,
- Finansal skorda yansıtılan finansal performans ve esneklik ile devlet borç yükü,
- Parasal skorda yansıtılan parasal esneklik.

2. KREDİ DERECELENDİRMESİNDE DİKKATE ALINAN ÖLÇÜTLER

Risk, işletmelerin ekonomik hayatlarının bütün yönlerini kapsayan, geniş bir kavram olarak ifade edilebilir. Aynı zamanda risk kavramının net bir tanımı yoktur. Risk, bilim dünyasında çok yaygın olarak dikkate alınmakta olup her bilim disiplinleri kendi alan kapsamına ve özgünlüğüne göre riski analize etmeye uygun yaklaşımlar ve teşhis yöntemleri geliştirmeye çalışmaktadır (Загурский, 2014:75).

Günümüzde riskin en iyi bilinen türlerinin objektif değerlendirilmesi ve azaltılması sorunları hem yabancı hem de yerli bilim insanları tarafından değerlendirilmektedir. Subjektif risk değerlendirmesi bir bütün olarak ekonomik faaliyet derecesini belirler ve tercihler sorununu çözer. Tüm bu işler riskin öznel algı özellikleri hakkında ekonomik bilim sorunlarının dikkatli bir şekilde değerlendirilmesini gerektirir (Загурский, 2014:75).

Dünya ekonomisinin küreselleşen şartlarında dış ticaret yoğunluğu artmaktadır. Son yıllarda, ekonomileri geçiş sürecinde ve gelişmekte olan ülkelerin çok sayıda uluslararası pazarlara katılmaları yurtdışı faaliyetlerinin riskliliğini arttırmaktadır. Bu nedenle de pazar aktörleri bütün risk türlerini yönetme faaliyetleri üzerinde daha dikkatle durmaktadırlar (<http://dspace.nbuv.gov.ua/bitstream/handle/123456789/35044/135-Tverdokhlebov.pdf?sequence=1>, 01.03.2015).

Kredi derecelendirme kuruluşları, derecelendirme yaptıkları zaman işletme ve ülkelerin, finansal geçmiş, cari varlık ve cari borçlar gibi mümkün olan bütün nitel ve nicel verilerini değerlendirerek bir not vermektedir. Analizlerin kapsamı ve şekli, derecelendirmesi yapılacak işletme, borçlanma aracı veya ülkeye göre değişiklik arz ediyor olsa da genel olarak üç ana kategori altında ele alınmaktadır. Bunlar ülke riski, sektör riski ve işletme riskidir (<http://www.bilgesam.org/incele/230/-uluslararasi-kredi-derecelendirme-kuruluslari--elestirel-bir-bakis/#.ViAEjOy3viA> 02.03.2015).

Dünyada yaşanan hızlı politik, ekonomik ve sosyal değişimler sonucunda, işletmelerin ülke içi faaliyetlerle yetinmeyip, ülke dışı fırsatları da değerlendirmek istemeleri, dış ülkelerde faaliyet gösteren yabancı kuruluşlar ve çok uluslu işletmelerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Uluslararası alanda rekabetin artması vadeli satışları

zorunlu kılmıştır. Ayrıca ülkelerin ve işletmelerin kaynak ihtiyacını karşılamak üzere uluslararası finans kurumları kurulmuştur. Bütün bu gelişmeler önemli bir risk türü olan ülke riskini beraberinde getirmiştir (İleri, 1999:115).

2.1. Ülke Riskinin Analizi

Bir ülkenin kredi riskini ölçmek ve ülke riskinin analizini yapmak oldukça güçtür ve uzmanlık gerektirmektedir. Ülke risk analizi, kredi açılacak veya yatırım yapılacak ülkelerin izlediği ekonomik politika ve tutumları, sosyal, politik ve ekonomik unsurlarını inceleyerek, bu ülkelerin risk derecelerini, aldıkları borcu yerine getirme kapasitelerini öğrenmek ve üstlenilecek riskin düzeyini tahmin etmek için yapılmakta olan bir çalışmadır (Kaymaz, 2012:20).

Ülke riski tüm ekonomiyi ve dolayısıyla tüm ekonomik birimleri etkilemektedir. Ülke riskinin diğer risklere göre maruz kalınma olasılığı düşük olsa dahi, yaratacağı etki diğerlerinden daha fazladır. Konuya bir bütün olarak bakma gereği bugünkü anlamıyla ülke riski kavramını ortaya çıkarmıştır. 1970’li yıllardaki krizler sonrasında da ülke riski kavramı giderek artan bir önem kazanmaya başlamıştır (Güngör, 2012:65).

Ülke riski, bir ülkedeki kredi yükümlülükleri ya da o ülkeye yapılan yatırımlar açısından önemli etkiler yaratabilecek şekilde ülkenin ekonomik, siyasi ve sosyal koşullarıyla bağlantılı tüm riskleri içermektedir. Bu riskler bir ülkenin ilişkide olduğu diğer ülkelerle birlikte ülkedeki diğer bütün finansal kurumların performansına zarar verebilir. Yatırımcılar karlılıklarını sürdürmek için finansal pazarlardaki iğreselleşmeyi ve risklerin bir ülkeden diğerine ya da bölgesel bazda yayılma etkisini dikkate almak durumundadırlar (Güngör ve Yapraklı, 2007:200).

Ülke riski yatırım faaliyetinden ortaya çıkmaktadır. İşletmelerin uluslararasılaşması ve küreselleşme gibi dünyadaki değişimler ekonomik ortamın katılımcıları arasındaki iş ilişkilerinin gelişmesine katkıda bulunmaktadır ve birleşik bir ekonomik alan oluşmasının temelini oluşturmaktadır. Belli bir ekonomik alan içindeki böyle ilişkilerin gelişmesi bir taraftan küresel öngörülebilir riskleri ortadan kaldırırken, diğer taraftan da doğrudan bu ilişkiyle ilgili risklerin ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Yatırımcı yatırım yapmak istediği pazarda istikrarsız siyasi rejim, rüşvet, toplumsal

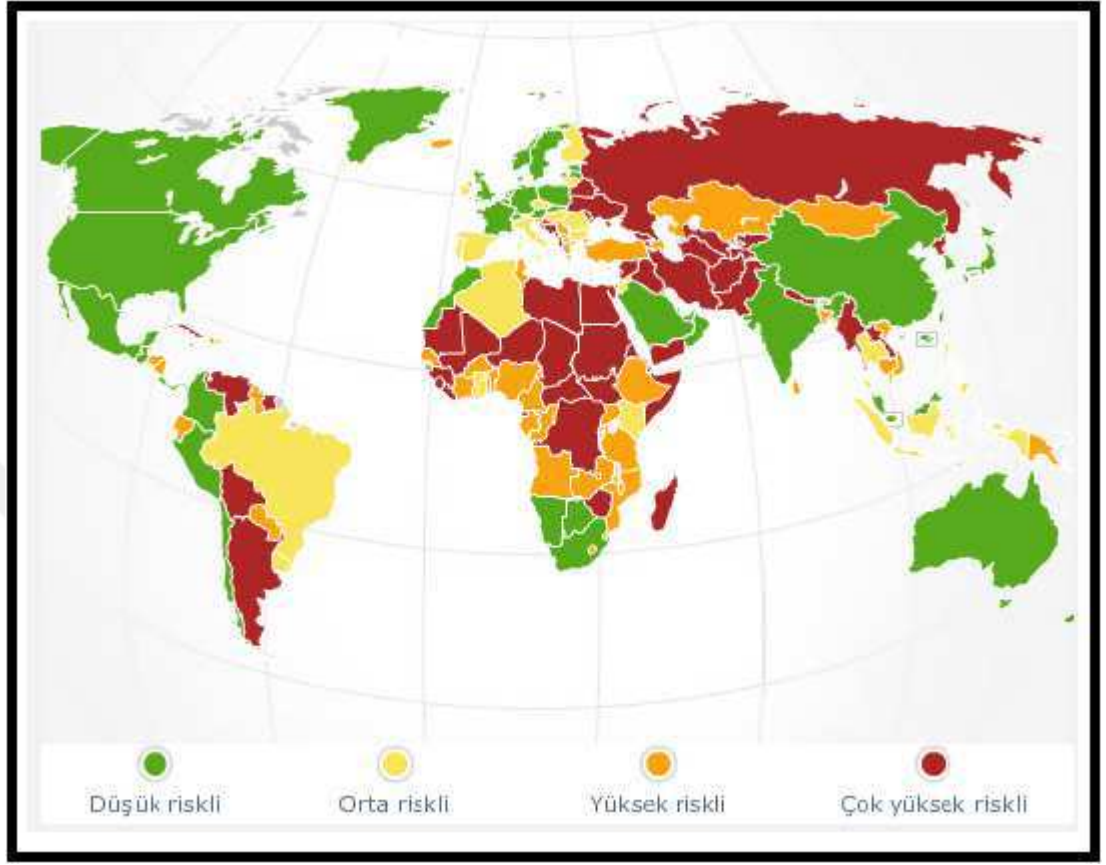
bozukluklar gibi başka da olaylarla karşılaşılabılır. Böyle bir durumda ülke olanaklarını anlamak amacıyla, belirsizliğin üstesinden gelmek için risk analizi yapılmaktadır. Ülke riski, birbiriyle iç içe olan birçok finansal - ekonomik ve sosyo-politik değişkenleri kapsayan çok faktörlü olgudur (Шепелев и Сутягин, 2013:139).

Sermaye pazarı kuramında risk, sistematik ve sistematik olmayan olarak iki temel gruba ayrılmaktadır. Sistematik ve sistematik olmayan risklerin toplamı, bir sermaye yatırımının toplam riskini göstermektedir. Sistematik risk kontrol edilemeyen olayları tanımlanır, yani ekonomik, politik ve sosyal faktörlerin değişmesiyle, tüm işletmelerin hepsinin birden farklı derecelerde fakat aynı yönde etkilendiği risklerdir. Bu nedenle sistematik risk, yatırım olanakları içindeki çeşitlendirme ile bu riski elemine edilemez (Fettahoğlu, 2003:70).

Sistematik risk kapsamında yer alan ülke riski, yatırımcıların finansal getirilerini olumsuz yönde etkileyerek, uluslararası yatırımları caydırıcı etki yaratmaktadır (Güngör ve Yapraklı, 2007:203)

Sistematik risk, işletmenin faaliyetinden bağımsız olan risktir. Bu risk ekonomik değişimler, finansal pazar koşullarının ve diğer baz durumların değişmesinden ortaya çıkmakta olan ve pazarda işlem gören tüm finansal varlıkları aynı anda fakat farklı ölçülerde etkileyen risk grubudur. Dolayısıyla bu riskler önceden bilinemezler, çeşitlendirilme tekniği kullanılarak tamamen ortadan kaldırılamazlar. (<http://www.grandars.ru/student/fin-m/vidy-riskov.html> 16.02.2015).

Sistematik olmayan risk, belirli bir işletmenin faaliyetine bağlı olan risktir. Örneğin, çalışanların görevi, yönetim hataları, işletmenin gelirindeki değişimler sistematik olmayan değişimlere ilişkindir. Bu riskin en önemli özelliği müdahale edilebilir olmasıdır. İşletme, çok iyi çeşitlendirilmiş portföy ile sistematik olmayan riski azaltabilecek hatta sıfırlayabilecektir (Başoğlu,Ceylan ve Parasız, 2001:214).



Şekil 3. Ülke Risk Haritası

Kaynak: <http://www.eulerhermes.com.tr/tr/ekonomik-arastirmalar/Pages/ulke-risk-haritasi.aspx> 01.03.2015

Ülke riskinin oluşmasında ve artmasında rol oynayan birçok etken vardır. Politik, sosyal ve ekonomik etkenler en çok rastlananlardır. Risk kavramı çeşitli kriterlere göre sınıflandırılabilmektedir. Bunlar arasında coğrafi, borçlu tipi, riske yol açan unsurların çeşidi, borcun amacı ile borçlunun tepki ve davranışını içeren değişik kategoriteler sayılabilmektedir (Kaymaz, 2012:19).

Ülke riski kavramı bugün iş ve akademik çevrelerde aktif olarak kullanılmasına rağmen, bu kavramın net bir tanımı geliştirilmemiştir. Ülke riski tanımı için bir takım yaklaşımlar bulunmaktadır. Bir çok uzman ülke riskini pazar dışı güçlerin yarattığı çevre belirsizliği olarak algılamasını belirtmektedir. Risk ölçümü tahmin edildiğinde sadece negatif tarafını değil, aynı zamanda onun işletmeye ek fırsatlar sağlayacak olan pozitif

tarafının da olacağını düşünmek gerekir. (<http://cyberleninka.ru/article/n/inostrannye-investitsii-i-stranovoy-risk>, 05.03.2015)

Bir ülkeye yatırım yapmak için yüklenilecek riski değerlendirmenin önemli bir aracı derecelendirmedir. Ülke riskinin derecelendirme notu ülkeye olan güveni gösterir (<http://cyberleninka.ru/article/n/inostrannye-investitsii-i-stranovoy-risk>, 05.03.2015).

Ekonomik faktörler para kontrolü, devalüasyon, düzenleyici değişiklikler ya da halk ayaklanmaları, iç savaş ve diğer potansiyel olaylar gibi istikrar etkenleri ülkelerin kredi risklerinin belirlenmesine katkıda bulunur (Kaymaz, 2012:18).

Her yıl uluslararası örgütler ve dünyaca ünlü derecelendirme kuruluşları tarafından farklı ülkeler için derecelendirme notu belirlenir. Aynı zamanda, her kurum uzmanı hangi alanda, yani politik, ekonomik, sosyal, hukuki, dini, vb daha ayrıntılı incelemek gerektiğine kendisi karar vermektedir. Bu ülke riskini belirlemede her derecelendirme kuruluşu farklı yöntemler ve farklı kriterler kullanmaktadırlar. Bir de değerlendirme ve derecelendirme tekniklerinin ulusal özelliklere sahip olduğunu da söylemek gerekir (<http://cyberleninka.ru/article/n/inostrannye-investitsii-i-stranovoy-risk>, 06.03.2015)

Ülke riski terimini anlamak için onun tanımını incelemek gerekir. “Sınırlar ötesi kredi verme ilişkilerinde, kredi açılan ülkede meydana gelebilecek bazı olaylar neticesinde kayba uğrama olasılığı” (Apak, 1993:56) ülke riski şeklinde tanımlanmaktadır.

Ülke riski, bu birçok finansal, ekonomik ve sosyal, siyasal değişkenlerin yakın etkinleşimi ile karakterize edilen multifaktörel bir olgudur (http://www.cfin.ru/finanalysis/risk/risk_management.shtml 09.03.2015).

“Ülke riski bir ülkenin belirli ölçüde kendi etkinliğindeki olaylar nedeniyle dış borç yükümlülüklerini yerine getirememeye olasılığıdır. Uluslararası kredi işlemlerinde taraflar çoğunlukla farklı ülkelere gelmekte ve birbirlerinden oldukça uzakta bulunabilmektedirler” (Yörük, 1999:2).

“Ülke riski, yabancı ekonomik bölgelerle yapılan ticari faaliyetlerden kaynaklanan ve kendi ekonomik alan içindeki ticari işlemlerle sınırlanan kaybetme ya da zararın ortaya çıkma olasılığı tanımlanmaktadır” (Fettahoğlu, 2014:192).

Ülke riski kavramı, başlangıçta transfer riski olarak adlandırılmış ve petrol krizlerinin neden olduğu borç krizleriyle birlikte meydana gelmiştir. Transfer riski, ihraç edilen menkul kıymetin anapara ve faiz ödemelerinin vadesi geldiğinde, ülkedeki döviz yetersizliği veya döviz uygulamaları nedeniyle ihraççı kuruluşun yurtiçi nakdi ihtiyaç duyulan dövize çevirememesi olasılığıdır. 1950’li yıllarda euro-dolar pazarları ve uluslararası toptancı bankacılık gelişmeye başladı. Bu dönemlerde çok uluslu işletmelere mevduatların kredi olarak verilmeye başlanmasından dolayı transfer riski olarak adlandırılmıştır (Yörük, 1999:3).

Ülke riskinin belirlenmesinin amacı, bir ülkede meydana gelen ekonomik, sosyal ve siyasal olaylar nedeni ile borç vermede konulan sınırların aşılması durumunda uğranılan kayıpların belirlenmesidir. Bu olaylar belli bir oranda o ülkelerin hükümetlerinin kontrolü altındadır. Ülkedeki özel sektörün ve şahısların ise kontrolünün dışındadır (Halıcı, 2005:101).



Şekil 4. Ülke Riski

Kaynak: www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcarsamba7.doc 09.03.2015

1960’lı yılların ikinci yarısında az gelişmiş ülkelerin pazara çıkmalarından sonra risk anlamı değişmeye başlamıştır. Borcun geri ödemesinin yerine getirilip getirilmeyeceği o ülkenin ekonomi durumuna, işlem türüne ve ülkenin döviz geliri elde

etme yeteneklerine bağılı olduğu anlaşılmıştır. Kreditörler bu riski “hükümet riski” diye yeni bir risk türü olarak kabul ettiler ve bunu daha derin analiz etmeye yöneldiler. Ancak hükümet riskinin yalnızca politik riski değil, borç alan ülkenin ekonomik ve sosyal faktörlerden de etkilendiği ortaya çıkmıştır. Böylece 1970’li yılların ortalarında bugünkü anlamdaki söz konusu risk, yani ülke riski kavramı ortaya çıkmıştır (Yörük, 1999:3).

İşletmeler açısından ülke riski kavramının önemli olması özellikle 1970-1982 yılları arasında olmaktadır. Bu dönemde az gelişmiş ve petrol ihracatçısı olmayan ülkelere büyük miktarda kredi verilir ve söz konusu dönem kayıpların olduğu bir dönemdir (Apak,1993:56). Özellikle de 1982 yılında Meksika’nın borçlarını erteleme sonuçlarından olan borç krizi ülke riski kavamına büyük önem vermesine neden olan önemli bir faktör olmuştur (Coşkun, 2009:25).

Gelişmekte olan pazarlarda yatırımcılar siyasi rejimin istikrarsızlıklarıyla, rüşvet, sivil çatışmalar ve savaşlar, döviz kuru sorunlarıyla, beklenmeyen enflasyon, çeşitli defoltlar, özel sermayenin kamulaştırılması ve ülkedeki diğer olaylardan kaynaklanan istikrarsızlıklarla karşı karşıya gelebilir. Bu nedenle, gelişmekte olan pazarlarda başarılı olmak için tüm bu durumları birlikte dikkate almak gerekir. Bu amaçla da ülke riski kavramı üzerinde durulacaktır (http://www.cfin.ru/finanalysis/risk/risk_management.shtml 09.03.2015).

2.1.1. Ülke Riskinin Önemi

Küreselleşmeyle birlikte ülkeler, ekonomik anlamda bütünleşmeye başlamış, uluslararası ticaret ve sermaye işlemlerinin artmasıyla, yani ülkelerin ihtiyaçlarını dış kaynaklarla karşılamak istemeleri ve uluslararası sermaye akımlarının karlılık ve risk faktörlerini dikkate alarak hareket etmeleri ile birlikte ülke riskini değerlendirmenin önemi artmıştır (Güngör, 2012:91). Dolayısıyla ülke riski uluslararası faaliyette bulunan banka ve kredi kurumları, uluslararası işletmeler için önemli rol oynamaktadır. Ülke riski, yatırımcıların yabancı ülkelerde yatırım yapmaya karar vermesinde ve yatırım yapacağı ülkenin hangisi olacağı konusunda kritik rol oynamaktadır.

Ülke riski ve risk analizinin özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Çiloğlu, 2003:11, Kara, 2006:15):

- Ülke riski, yabancı yatırımcılara yatırım yapacakları ülkede hangi tür risklerle karşılaşabileceğini göstermesinin yanında, diğer ülkelerle karşılaştırma yapmaya da olanak sağlayarak, bir seçim yapılması gerektiğinde daha doğru karar verilmesini sağlamaktadır.
- Ülke risk analizleri, sınır ötesi yatırımlar için kullanılmaktadır. Analizler yabancı yatırımcıların bakış açısından değerlendirilmelidir.
- Ülke riski analizleri, karşı karşıya olunan riskleri nasıl en aza indirilebileceğinin de yolunu göstermektedir.
- Ülke risk analizi, iş yapma olanaklarının bulunduğu ülkelerle ilgili kararlara katkıda bulunarak yeni iş olanakları yaratabilmektedir.

Bir ülkenin küresel sermaye pazarından daha düşük maliyette, daha istikrarlı ve esnek bir şekilde fon sağlayabilmesi büyük ölçüde ülke riskine bağlıdır. Bu açıdan ülke riski uluslararası fon havuzlarına ulaşmayı sağlayan bir kredi pasaportu niteliğindedir (http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=3763_8023e9c155c887ca6995d72035eab629&? 15.03.2015).

Ülke riskini arttıran temel etmenler önem derecesine göre aşağıda verilmiştir (http://www.academia.edu/5002717/Ülke_riski 18.03.2015):

- Aşırı olan gruplarca yönetime el konulması veya yabancı işgalinde olduğu gibi borçlu kimliğindeki değişme.
- Kamulaştırma, millileştirme, kontrolün devlete geçmesi gibi nedenlerle borçlunun kimliğindeki değişme. Ancak bu sadece devlet garantisi olmayan özel sektör borçlarını içerir.
- Ülke kredibilitesinin düşmesinden dolayı İMF'den uluslararası finans pazarında faaliyet gösteren devletlerden ve diğer kuruluşlardan borç alma olanağının kalmaması.
- İflaslar.

- Savaş, iç savaş, karışıklık, ayaklanma gibi nedenlerle üretim kapasitelerinin veya varlıklarının yok edilmesi.
- Hükümetçe ekonominin iyi idare edilmemesi, maliyetlerin artması, grevler kredi olanağının azalması gibi nedenlerle işletme gelirlerindeki büyümenin yavaşlaması veya düşmesi.
- Enflasyon veya devalüasyon nedeni ile borçlardaki ani artış.
- Hükümetçe yapılan döviz kontrolü.

Geçmiş yıllarda sadece döviz borçları için risk derecelendirmesi istenirken, son yıllarda, menkul kıymetler için de risk derecelendirmesi istenmektedir. Risk açısından derecelendirilmiş menkul kıymetlerin derecelendirilmemiş olanlara tercih edilmesi, uluslararası pazarlarda ülke riskine verilen önemin bir göstergesidir (http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=3763_8023e9c155c887ca6995d72035eab629&? 20.03.2015).

2.1.2. Ülke Riskinin Bileşenleri

Ülke riskinin oluşmasında ve artmasında büyük rol oynayan etkenler politik, sosyal ve ekonomik etkenler olmaktadır. Ülke riski, o ülke hakkında, onun yatırımların geleceği hakkında önemli bir gösterge olarak kullanılmaktadır ve o ülkedeki işletmeleri etkilemektedir.

Pazar ekonomisinin modern anlamda gelişmesi yüksek derecede belirsizlik ile karakterize edilmektedir. Ülkede ekonomik olarak pazar ilişkilerinin geliştirilmesi ve değişken ekonomik ortamda ilişkiler yürütülmek zorundadır. Dolayısıyla giderek başarısızlık ve beklenmeyen kayıpların riski de ortaya çıkmaktadır. (http://d662007.narod.ru/glav a5/5_cc.htm 29.03.2015)

Ülke riski, milli sınırlar dışında yapılan yatırımlar ile gerek ihracat, gerekse kredi verilmesinden kaynaklanan alacaklarla ilgili olarak yatırımın yapıldığı, borçlunun bulunduğu veya borçlu ülkedeki olayların neden olduğu zarar ve kayıplarla karşı karşıya kalma ihtimalidir. Ülke riskini ortaya çıkaran olaylar, bir özel kuruluşun veya fertlerin

denetimi altında olmayıp, en azından bir ölçüye kadar söz konusu ülke hükümetinin denetimi altındadır (<http://dergipark.ulakbim.gov.tr/selcuksbmyd/article/view%20File/5000084365/5000078460>).

Bir ülkenin riskini belirleyen faktörler temel olarak politik, sosyal ve ekonomik olmak üzere üçe ayrılmaktadır:

Ülke riski, ülkelerin dış borçlarını geri ödeyebilme kapasitesini ve istekliliğini belirleyen geniş ekonomik ve politik unsurlar bütünüdür (<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/resources/ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee/B+uldenTurkce18.pdf> 29.03.2015):

- Ekonomik risk kapsamında borç yükü, döviz rezervi, ödemeler dengesinin esnekliği, ekonomi yönetiminin uyguladığı para ve maliye politikaları, bu politikaların ücretler, fiyatlar, istihdam ve üretim üzerindeki etkileri, hükümetlerin orta ve uzun vadeli planları, ihracat gelirlerinin seyri gibi temel göstergeler incelenmektedir.
- Politik risk unsurları, ülkelerin borçlarını geri ödemede gösterdiği kararlılığın derecesini ölçmek amacıyla, ülkenin yönetim biçimi, seçim sistemi ve zamanları, iktidar partisinin programı ve iktidarda kalma süresi, dış ilişkileri, uluslararası bütünleşme, ülkenin stratejik önemi, merkez bankasının bağımsızlık derecesi gibi göstergelerdir.

Politik istikrar, bir ülkenin riskliliğini önemli ölçüde etkiler. Bir ülkede politik istikrarsızlık olması halinde, iktidar el değiştirebilir. İktidarı ele geçirenler, borcu reddetme, yeniden pazarlık, yabancı yatırımları kamulaştırma, el koyma ya da millileştirme gibi yollara başvurabilirler. Bu nedenle bir ülkeye yatırım yapmayı ya da kredi vermeyi düşünenler için politik istikrar çok önemlidir (İleri, 1999:118).

Politik risk unsurları, ülkelerin borçlarını geri ödemede gösterdiği kararlılığın derecesini ölçmek üzere ülkenin yönetim biçimi, seçim sistemi ve zamanları, iktidar partisinin programı ve iktidarda kalma süresi, dış ilişkiler, uluslararası bütünleşme, ülkenin stratejik önemi ve merkez bankasının bağımsızlık derecesi gibi faktörlerdir

(http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/resources/ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee/Bulten_Turkce18.pdf 01.04.2015).

İşletme amaçlarını ve karlarını etkileyen politik olaylar dört gruba ayrılmaktadır:

- Ev sahibi ülkedeki politik olaylar: Böyle durumlarda yabancı işletme ülkeye yatırım yapmak istemeyecektir. Çokuluslu işletme risk ile elde edeceği karı karşılaştırarak, kazancı riske üstün geliyorsa yatırım yapabilir.
- Yatırımcı ülkedeki politik olaylar: Çok uluslu işletmelerin yürütme ve yönetim işlemlerinin yapılarak, önemli kararların alındığı merkez ülkede yaşanan bir kriz bağlı işletmeleri de olumsuz etkileyecektir.
- Yatırımcı ve ev sahibi ülke arasındaki politik olaylar: Bu öngörülemeyen bir risktir. Yabancı işletme yatırım yaptıktan sonra iki ülke arasındaki ilişkilerin bozulması sonucu ortaya çıkan bir risktir. Ev sahibi ülkedeki tüketiciler yabancı işletmelerin ürünlerini boykot ederek ürünün pazarını daraltabilirler. İşletme, ürünlerine olan talebin azalması nedeniyle zarar edebilir. Yakın geçmişte yaşanan çeşitli ülkelerde İsrail ve Danimarka ürünlerini boykot ederek talebin azalması buna örnektir.
- Küresel olaylar: Nadir rastlanan bir risktir. Dünyaya hakim olan iktisadi anlayışın değişmesi ya da çökmesiyle ortaya çıkabilir.

Politik riskin biçimsel değerlemesi genellikle üç temel safhayı kapsar (Yörük, 1999:5):

- Politik riskin varlığı ve onun olası sonuçlarının tanınması, bu safhadaki politik riskin ölçülmesi ile ilgilenilir.
- Politik riski yönetmek için politikalar geliştirmek, bu safhadaki politik riskin yönetimi ile ilgilenilir.
- Kamulaştırma olması durumunda, bedelini eb çoklayacak taktir geliştirmek, bu safha da kamulaştırma sonrası politikaların geliştirilmesi ile ilgilenir.

Politik riskin ölçülmesi ve değerlendirilmesi oldukça güç olup sistematik bir yaklaşım gerektirmektedir. Ülkenin kendi dinamiklerinin ve uluslararası politik çevrenin sürekli değişiyor olması dolayısıyla politik risk analizlerinin de sürekliliği esastır. Son dönemlerde ortaya çıkan yüksek profilli politik olaylar, finansal pazarları önemli ölçüde etkilemiş ve yatırımcıların politik risk konusundaki duyarlılığını arttırmıştır (Ovalı, 2014:62). Son yıllarda Avrupa’da ortaya çıkan ekonomik-politik riskler, devrimler isyanlar önemli gelişmelerdir.

Politik risk etkisini yaratan faktörler iç ve dış politik kaynaklı olarak aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir (Fettahoğlu, 2014:204):

- İç politikaya dayalı risk faktörleri, yani ülkenin kendi içinde oluşan sorunlardan kaynaklanan,
- Dış politikaya dayalı risk faktörleri, bu da dış dünyadaki olaylardan etkilenmesi ile ortaya çıkan problemlerdir.

İç kaynaklı problemler, yatırıma ev sahibi olan ülke ile ilgilidir. Politik risk kavramı içinde yer alan ilgili ülke içi politik etmenler şunlar olmaktadır: Hükümet istikrarı, yasal düzenlemeler, politik yapı ve kurumlar, sosyal huzursuzluk, yerel ayaklanmalar ve isyanlar, bürokrasi, ideolojik temel ve kültürel temel (Güngör, 2012:77).

İç politikaya dayalı risk faktörleri aşağıdaki gibidir (Fettahoğlu, 2014:204):

- Politik yönetim: Ülkede bulunan yönetim biçiminin istikrarlılığı araştırılır. Birçok ülkede güç potansiyeline sahip bulunan askeri ordu, hem var olan hükümetlerin istikrarı hem de bu hükümetlerin değişmesinde önemli rol oynayabilmektedir.
- İç Düzen:
 - Hükümet, hükümet biçimine, hükümet üyesine karşı, politik önlemlere, ülkenin ideolojik düzenine karşı yöneltilen gösteriler.
 - Kendiliğinden ya da örgütlenmiş bir şekilde yabancı mülklere zarar veren gösteriler olarak kargaşa, ayaklanma ve başkaldırma.

- Varolan devlet gücünü yok etme ya da zayıflatmak amacıyla örgütlü grupların saldırıları ya da silahlı baskınları.
- Hükümet kararlarına göre ya da karışıklardan ortaya çıkan politik kaza kurbanları.
- Toplumsal İlişkiler: Bu faktör bazen politik ve ekonomik riski yanında toplumsal risk olarak da ileri sürülmektedir, ancak politik riske karşı bir sınırlandırmanın yapılması, ekonomik ve politik risk arasında keyfiliğe neden olmaktadır.
- Yasal Düzen: Bu bağlamda, bir ülkenin hukuk devleti ilkesi incelenir. Özellikle yargının yürütmeden bağımsızlığı, adaletin etkinliği ve yerli ve yabancılara karşı eşit davranması araştırılabilir.

Dış politikaya dayalı risk faktörleri: Bir ülkenin dış politikaya dayalı istikrarının araştırılması için o ülkenin politik, ekonomik ve askeri paktları ya da güç blokları önem taşımaktadır (Fettahoğlu, 2014:205).

Dış faktörlere kaynaklık eden unsurlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Güngör, 2012:78):

- Ülke, politik veya ekonomik sebeplerle bazı ülkelerle ticaret yapmayabilir veya mevcut dış ticaretini en az seviyeye indirebilirler. Bazen de uluslararası kuruluşlara bağlı ülkeleri kapsayan ambargolar olabilir. Ülke kendi insiyatifi dışında olsa bile bu tür kuruluşlara bağlı olduğu takdirde alınan kararlara uyma zorunluluğu vardır. Bu gibi durumlardan çokuluslu işletmeler olumsuz etkilenebilir,
- Süper güçler ile olan ilişkiler,
- Komşularla ilişkiler,
- Dış ülkelerde meydana gelen ancak yansımalarını yatırım yapılan ülkelerde görebilecek işçi, köylü ve öğrenci birlikleri gibi risklerdir.

Diş politikaya bağlı olarak, komşu ÷lkelerle kurulan ilişkilerin yanı sıra bölgesel ve uluslararası ilişkilerde göz ardı edilmemelidir. Bir ÷lke iç politikada ne kadar istikrarlı ve düzenli olursa olsun bulunduğu jeopolitik konum gereği, komşu ÷lkelerde isyan, çatışma ve terör gibi çeşitli sorunlar var ise bu da ÷lkenin durumunu olumsuz etkilemektedir. Herhangi bir çatışmanın ÷lkeye sıçrama olasılığı ve ticaret yollarının zarar görme ihtimali ÷lkeleri dış politikada da adım atmaya yönlendirmektedir (Kaymaz, 2012:25).

İç ve dış faktörlerin değerlendirilmesi sonucunda, ÷lkeler politik risk açısından oldukça yüksek riskli, orta dereceli riskli, düşük riskli ve çok düşük riskli şekilde sınıflandırılır. Bu sınıflamaya dayanılarak ÷lkelere politik risk puanı verilir. Risk yüksek olan ÷lke daha yüksek puan alır. Riski bir rakamla ifade etmek, ÷lkelerin riskliliklerine göre sıralanmasını mümkün kılar (İleri, 1999:118).

Bir ÷lkenin ekonomisinde rol oynayan finansal aktörler ekonomik riski belirlemektedir. Bunların güvenilir ve istikrarlı politikaları izlemesi ÷lkeye verilecek olan notu artırırken, ÷lke yabancı sermaye sahiplerinin güvenini toplayarak sıcak para girişini sağlayabilecektir (Hasbi, 2012:15).

Ülkelerin ekonomik riski, ekonomik nedenlerden dolayı devletin dış ticaretten kaynaklanan ödeme yükümlülüklerini yerine getirememe olasılığıdır. Dolayısıyla bu olasılık, likiditeye yöneliktir (Fettahoğlu, 2014:198).

Ekonomik risk, yatırımının beklenen getirisinde büyük değişiklikler yaratan ekonomik yapıda veya büyüme oranında meydana gelen önemli değişikliklerdir. Risk faktörü finansal, parasal, gelir dağılımı vb. temel ekonomik değişkenlerde meydana gelen olumsuz değişikliklerden dolayı ortaya çıkmaktadır (Güngör, 2012:67).

Ülke açısından bir ÷lkenin ödeme gücü, dışalımdan kaynaklanan ödeme yükümlülüklerini ve borç ödemelerini yerine getirmek için yeterli döviz rezervine, dışsatımdan kaynaklanan döviz girişine ve kredi alımına ve aynı zamanda kendi para biriminde ödeme gücüne sahip olduğu sürece, güvence altına alınmış olur (Fettahoğlu, 2014:198).

Ülkenin ekonomik skorunda, gelir seviyesi, büyüme perspektifi ve ekonomik çeşitlilik gibi faktörler değerlendirilmektedir. Bu bağlamda ülke notunun belirlenmesinde esas alınan başlıca ekonomik değişkenler de, ülkelerin ekonomik zenginlik ve ekonomik faaliyetlerin çeşitliliği, gelir dağılımında adalet, finans sektörünün yapısı ve gelişmişlik düzeyi, fon dağıtımındaki etkinlik ve kredi olanakları, kamu sektörünün verimliliği, korumacılık ve diğer piyasa dışı etkiler, işgücü pazarının işleyişi ve esnekliği olarak sayılabilir (Ovalı, 2014:66).

Ekonominin sağlıklı işlemesi, devletin sağlıklı olarak yaşayabilmesinin temel şartıdır. Her türden ekonomik sorun ve düzensizlik kamu düzenini bozma riski taşımaktadır. Bundan dolayı ekonomik düzensizlikler, kamu düzeni kavramı içerisinde idarenin önleme ve düzeltme faaliyetine de konu olmaktadır (Demircioğlu ve Erkan, 2010:114).

İstikrarlı ekonomi politikaları sürdürebilen ülkeler, yabancı yatırımcılar tarafından olumlu gelecek beklentilerinin oluşmasını sağlamaktadır. Böylece de ülkenin kalkınmasına ve gelişen ekonomiler arasında yer almasına yatırımcıların katkısı büyük olacaktır (Hasbi, 2012:15).

Ekonomik riskte de politik riskte olduğu gibi iç ve dış faktörler önemlidir. Kantitatif özellikte olan bu iç ve dış ekonomik faktörlerdeki bozulma yükümlülüklerin zamanında ve tam olarak yerine getirilmesini etkileyebilir (Adalı, 2011:43).

Ülke riskini yansıtan ekonomik riskin dış faktörleri şunlardır (Fettahoğlu, 2014:200):

1. Ödemeler bilançosuna dayalı göstergeler: Cari işlemler bilançosunda ortaya çıkan açıklar, bir ülkenin olası dış ekonomik sorunlarını göstermektedir ve pozitif bakiye ise, ekonomik riskinin düşmesini sağlamaktadır.
2. Dış borçlanma: Devletlerin dış borçlanması ekonomik ülke riskinin yorumlanması için önemli ölçüt olarak kullanılmaktadır. Ülkenin kaynaklarına ek bir kaynak sağlamak ve döviz olarak yeni ödeme gücü elde etmek gibi amaçlarla ülke

dışındaki yabancı hükümet ya da finans kuruluşlarından karşılıklı ya da karşılıksız geri ödemeli kaynak bulunmasıdır.

3. Likidite potansiyeli: Uluslararası likiditeye bir ülkenin kendi parası cinsinden dış yükümlülüklerini ödeme yeteneğidir.

Ekonomik riske etki eden iç faktörler ise kişi başına düşen gayri safi milli hasıla, tasarruf oranı, yatırım oranı, sermaye yapısı, hazine iç borçlanması, ülkede mevcut hammadde rezervleri, enflasyon, işsizlik oranı, ülke büyümesinin yavaşlaması ve grevlerdir.

Bu faktörlerdeki kötü gidişler ülkenin borç ödeme kapasitesini etkileyeceğinden yeni borçlanma kapasitesi düşecektir. Bu düşmeye paralel olarak borçlanma maliyeti de artacaktır (Adalı, 2011:43).

2.1.3. Ülke Riskini Değerleme Yöntemleri

Ülke riski analizinin hedefi, güncel veri temelinden ve tahmin edilen gelişmelerden hareketle bir ülkenin gelecekte olası ödeyebilmesini tahmin etmektir. Bu bağlamda, tahmin değerinin isabetliği, bir yandan elde bulunan verilere, diğer yandan tahmin edilebilirliğine bağlıdır (Fettehoğlu, 204:207).

Ülke risk düzeyini analiz etmede kullanılan klasik yollardan biri BERİ İndeksi (Business Environment Risk Intelligence) olmaktadır. Bu indeksin tanımını yaklaşık 100 uzman yapmaktadır. Onlar risk değerlendirmenin farklı yöntemlerini kullanarak yılda 4 kere analiz yapmaktadır (<http://works.tarefer.ru/68/100344/index.html> 25.05.2015).

Uzmanlar tarafından cevaplanacak olan anket 15 soruyu içermektedir ve onların herbiri %100 belirli bir ağırlığa sahiptir. Herbir soru 4-0 arasında 5 cevap seçeneği var olan ve yüzde ölçeği ile değerlendirilmektedir. Alınan puan ne kadar yüksek olursa o kadar ülke riski düşük anlamına gelmektedir. Böylece her ülke için iş risk endeksini hesaplamak mümkündür (<http://economy-ru.com/upravlenie-finansami-rf/prilojenie-indeks-beri-165-55.html> 30.05.2015).

BERİ İndeksi 1966 yılında kurulmuştur. Başlıca kullanıcıları uluslararası iş yapan bankalar ve özel işletmeler olmuştur. Ancak 2000 yılından bu yana akademik faaliyet gösteren, hükümet ve kar amacı gütmeyen kuruluşları alanındaki müşterileride istikrarlı bir şekilde artmaktadır. Şirket çoklu istemci ve özel hizmetler sunmaktadır. Yaptığı tahminlerinin doğruluğu, dünya çarpına güçlü bir müşteri tabanını yaratmasını sağlamıştır (<http://www.beri.com/About-BERI/What-We-Do.aspx> 30.05.2015).

1970'li yıllara kadar birçok işletme “Eski eller” (Old hands) ve “Büyük tur” (Grand tours) yöntemlerini kullanarak nitel değerlendirmelere dayalı ülkede siyasi analiz iklimini inşa etmişlerdir. Böyle bir analiz, yeni pazarlara girme sorunu olduğunda ya da yeni yatırımlar yapılacağı zamanlarda yürütülmüştür (<http://lektisii.net/3-66527.html> 31.05.2015).

Eğer ülke riski yüksek ise, yeni yabancı projeler ya uygulanılmıyordu (go/ no go ilkesi) ya da zarar olasılığı yüksek olduğu nedeniyle proje maliyetinin hesabına “Risk Primini” dahil edilmekteydi. Böyle işler analiz edilen ya da belirli bir başka pazarda büyük bir felaket meydana gelmeyene kadar ülke riski değerlendirilmesi tekrar yapılmadı, revize edilmemişti (<http://bankir.ru/tehnologii/s/stranovoi-risk-i-metodi-ego-ocenki-1383969/> 31.05.2015).

“Eski eller” yöntemi ile yapılan analiz, ülkenin değerlendirilmesi ülke bilgisine sahip olan uzmanlar tarafından ve bu ülkede (akademisyenler, diplomatlar, gazeteciler, işadamları) etkili ve bilgili kişilerle temas kurarak hazırlanan bir rapordur. Bu yöntemin en büyük dezavantajı bilginin kişilerin kararına dayanmakta olması (http://studme.org/34804/finansy/modeli_metody_otsenki_stranovogo_riska 31.05.2015). ve bilgilerin “süsleme” olasılığının olmasıdır (<http://bankir.ru/tehnologii/s/stranovoi-risk-i-metodi-ego-ocenki-1383969/> 31.05.2015).

1980'lerde uzmanlar ülke riskini tahmin etme yöntemlerini geliştirmek ve iyileştirmek amacıyla bu konuda araştırma etkinleştirdiler. Bu dönemde, ülke riski değerlendirilmesinde kantitatif bir yaklaşıma dikkat arttırılmaktadır. Ülke riski değerlendirme yöntemlerinin sorunu ile sadece özel işletmeler değil, aynı zamanda yatırım yapan uluslararası şirketler de ilgilenmeye başladılar. Bu görünümde dünyanın

önde gelen çeşitli şirketlerinin geliştirdikleri ülke riski değerlendirme yöntemleri yerleşik modeller olarak tanınmaya başladı (http://studme.org/34804/finansy/modeli_metody_ot_senki_stranovogo_riska 01.06. 2015).

2.2. Sektör Riskinin Analizi

Sektör riski analizi de kredi derecelendirme kurumlarının yaptıkları ikinci analizdir denilebilir. Derecelendirme kuruluşları, işletmelerin içinde buldukları koşulları daha iyi değerlendirebilmek amacıyla, işletmelerin faaliyette buldukları sektöre yönelik ayrıntılı incelemeler yapmaktadırlar. Böylece işletmelerin ait olduğu sektördeki gelişmeler ile birlikte rekabet durumunu belirleyebilmektedir (Adalı, 2011:44). Sektör analiz edilirken endüstri riski, sektörel değişimler, konjonktürel dalgalanmalar, ürünlerin eskimesi, müşteri tercihlerinin değişmesi, teknolojik gelişmeler, pazarların daralması ve rekabetteki artış gibi sebeplerle gelir ve pazar payındaki azalma gibi değişkenler incelenir (Ganguin ve Bilardello, 2005:20). Sektörlerin öncelik sırası belirlenir ve yapılan analizlerde endüstriler, üretim faktörlerine ve ekonomik ortama göre incelenmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirilen işletmelerin gelecekteki ekonomik seyirlerini belirleyebilmesi için detaylı incelemeler yapması gerekmektedir. Sektör riskini ortaya çıkaran etmenlere örnek olarak tüketici tercih ve beğenilerindeki değişimler, şiddetlenen dış rekabet, hammadde sağlanmasındaki güçlükler ve teknolojik gelişmeler gösterilebilir (Hasbi, 2012:19).

Sektör riski analizinde sektörlerle ve bölgelere ilişkin sağlıklı analizler yapılmalı, işletmenin sektör ve bölge içerisindeki yeri ve işletmeye ilişkin beklentiler saptanmalıdır. Bunun yanında, yurtdışına açılan kredilerde işletmelerin, faaliyet gösterdiği ülkenin risk yapısı incelenmeli ve borcunun geri ödenebilme kabiliyeti üzerindeki etkisi araştırılmalıdır (Babuşcu ve Hazar, 2007:25).

Sektör riskini, gelir kaybetme riski veya pazar payı kaybetme riski olarak görmek olasıdır. Sektördeki değişikliklerden, konjonktürel dalgalanmalar, müşteri tercihlerinde değişimler, teknolojiye değişimler, giriş engellerinin azalması veya rekabette artma sonucu bütünsel bir finansal kayıpla karşılaşma riski olarak tanımlanır. Sektör riskinin

değerlendirilmesinde göz önüne alınacak faktörler talep büyümesi, fiyatlandırmada esneklik, sermaye yoğunluğu, araştırma geliştirme koşulları, sektöre girişte karşılaşılan engelleri içermektedir. Sektörün geleceği ile ilgili olarak yerel, bölgesel veya uluslararası ekonomik ve politik koşulların ne derecede olduğu hesaba katılmalıdır (<http://www.kobirate.com.tr/Insaat-Sirketleri-Kredi-Derecelendirme> 19.10.2015).

Sektör riskinin analizinde yerel ve uluslar arası alandaki sektörel rekabet durumu, sermaye yoğunluğu, konjonktürel dalgalamalara açık ve duyarlılık derecesi, sektöre giriş koşul ve kolaylıkları, sektörün ekonomideki önemi, sektörel yasal düzenlemeler, teknolojik seviye, maliyet faktörleri, sektördeki gelişmelerin şirkete olan etkileri gibi şirketlerin faaliyette buldukları sektör grubuna ait temel veriler, not oluşturulmasında dikkate alınmaktadır (Akbulak, 2012:176).

Sendikaların güçlü olduğu ve pazarlık yapabildiği sektörlerde, çalışma koşulları analiz açısından önem taşımaktadır. İş gücü, sektörler açısından üretim sürecini oluşturan faktörlerden birisidir. Be nedenle, teknoloji ve sermayenin yoğun olduğu sektörlerde çalışanların grev yapma olasılığı yüksek olmaktadır. Bu olasılık, sektörün riskini etkileyen bir faktördür. Ayrıca, sektörün hammadde temini, dağıtım sistemi ve fiyatlandırma politikaları da incelenmelidir (Halıcı, 2005:123).

Bir ülkenin iktisadi gelişimi için sektörün önemi, derecelendirme işleminde hayati bir etkiye sahiptir. Sektörün genel ekonomi içinde oynadığı rol, sektörün lider pozisyonda olup olmadığı sorusuyla tespit edilebilir. Bu bağlamda sektör veya sektörde üretilen mal veya hizmetin devletin politikası veya ekonominin istikrarı açısından stratejik bir öneme sahip olup olmadığı, durgunluk dönemlerinde devletin sektöre müdahale edip etmediği, sektördeki üretimin toplam üretim içindeki payı ve GSMH içinde oluşturduğu katma değere bakılır (Aysal, 2005:127).

Sektör riski analizinde sektördeki rekabetin yapısı da incelenir. Rekabet koşulları, işletmenin sektöre girmesini etkileyen en önemli faktörlerden biridir. İşletmeler sektöre girerken genellikle üretim farklılaştırması, maliyet avantajları ve ölçek ekonomisinin getirdiği dezavantajlar gibi engellerle karşı karşıya gelmektedirler. Bu nedenle rekabetin ürünün fiyatında mı, yoksa kalitesinde mi, dağıtım sisteminde mi veya imajında mı

yoğunlaştığı ele alınır ve incelenir. Ayrıca, sektörde bulunan rekabet üstünlükleri ve mevcut korumalar araştırılır. Mevcut ve gelecekte olabilecek rekabetin yapısı ayrıntılı olarak analiz edilir (Halıcı, 2005:122). Ayrıca derecelendirme kuruluşları sektör riskini incelerken dünya arz ve talebindeki gelişmeleri değerlendirerek, bu gelişmelerin rekabet yapısı üzerindeki etkilerini analize dahil etmektedirler (www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcarsamba7.doc 19.10.2015).

Ülkedeki yasal düzenlemeler de sektör analizinin bir faktörü olmaktadır. Derecelendirilen işletme veya kuruluşun faaliyet gösterdiği sektöre yönelik gerçekleştirilen hükümet uygulamaları ile alınan her türlü yasal kararlar analiz kapsamında değerlendirilmektedir. Bilindiği gibi vergilendirme, yeniden yapılandırma, özelleştirme ve teşvik politikaları gibi stratejilerini olumlu veya olumsuz olarak etkileme gücüne sahip faktörlerdir. Derecelendirme kuruluşları işletmelerin yükümlülüklerini yerine getirme güçlerini etkilemesi açısından risk oluşturan bu unsurları, değerlendirme sürecinde analizleri kapsamında incelenmektedir. Çünkü sektörün içinde bulunduğu yaşam seyri, o sektörde üretilen mal ve hizmete olan talepteki değişimin önemli bir göstergesidir (www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcarsamba7.doc 20.10.2015).

Sektör riski analizinde işletme yönetimin kalitesini ölçmek ve değerlendirmek oldukça önemli bir faktördür. Önemli olmasının sebebi de işletmelerin beklenmedik durumlarla karşılaştığında, işletmenin başarısını ve performansını koruyabilecek uygun kararları alabilmek tamamıyla yönetimin kalitesine bağlıdır.

Moody's yönetimin geçmişteki performansını ve planlarını olduğu kadar, ileriye yönelik planlarını ve politikalarını da değerlendirmektedir. Yönetimin kalitesinin ve başarısının kanıtlanmış olması, özellikle bunalımlı zamanlarda işletmelerin daha önce almış olduğu derecesini kormasında etkili olmaktadır (Halıcı, 2005:123).

Derecelendirme sürecindeki sektör riski analizinde gelişen teknoloji işletmelerin veya kuruluşların üretim kapasitesini olumlu yönde etkileyen bir unsur olarak yer almaktadır. Teknolojik gelişmeler analizi çerçevesinde derecelendirme şirketleri, bir taraftan sektörün teknolojik gelişmelere duyarlılık derecesini ve yenilenme gücünü araştırırken, diğer taraftan teknolojik ürünlerin hayat seyrinin işleyiş hızını, ikame

teknolojilerinin rekabet etkilerini ve sektör içinde araştırma ve geliştirme harcamalarını incelerler (Aysal, 2005:128).

Sektörün mevcut durumda sektöre girişin kolay olup olmadığı veya bazı engellerin bulunmadığı ve işletmenin gelecekte durumunu etkileyebilecek unsurların olup olmadığı araştırılmaktadır (www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcarsamba7.doc 20.10.2 015). Potansiyel rakipler için getirilen engeller, ekonomik (büyüklük avantajı), hukuki (gümrük veya çevre korunmasına ilişkin düzenlemeler), teknik (patent, lisans) veya kaynaklara yönelik (hammadde monopolü) olabilir (Aysal, 2005:128).

2.3. İşletme Riskinin Analizi

Derecelendirme şirketleri ülke risklerini ve sektör risklerini belirledikten sonra, işletme analizini incelemektedirler. Kredi derecelendirme sürecindeki en önemli aşama işletme riski analizidir. Bu analizde kredi derecelendirme kuruluşları analizi yapılacak işletme tarafından kendilerine sağladıkları bilgileri kullanarak yapmaktadırlar (Adalı, 2011:44).

Derecelendirme kuruluşları, işletme analizi kapsamında, ortaklık yapısı ve yönetimin stratejisi, faaliyet durumu ve pazar durumu gibi niteliksel faktörler ile işletmenin finansal tablolarında yıllar itibariyle hesaplanan oranlar ile nakit akış analizleri gibi niceliksel faktörleri değerlendirmektedir (Babuşcu, Hazar ve Yenice, 2011:388).

İşletmeler aynı sektörde yer alsalar bile birbirinden farklılıkları olan işletmeler bulunacaktır. Bu nedenle de işletme analizi önemli olmaktadır. İşletme analizi, kısaca işletmelerin içine bulunduğu mevcut durumu, sahip olduğu varlıkları ve yeteneklerini bildiren süreçtir. Bu analiz sürecinde işletmenin nasıl bir durumda olduğu ve nelere sahip olduğu ortaya çıkmaktadır (Meydan, 2010:74).

Risk saptama aşamasında derecelendirme kuruluşları ülkenin ya da işletmenin riskini ölçmek amacıyla kalitatif (nitel) ve kantitatif (nicel) analiz yöntemlerinden yararlanmaktadır (Hasbi, 2012:21). Kantitatif analizde, işletmeye ait ölçülebilir faktörler analiz edilir. Burada kamuya açık olan en az son beş yıllık verilerden faydalanılarak

finansal analiz yapılarak işletmenin sermaye yapısı, karlılığı ve maliyetleri ile ilgili derecelendirmelerde bulunur. Kalitatif analizde ise yönetimle yapılan görüşme sonrasında elde edilen bilgilere dayanarak yönetim performansı, stratejiler ve geleceğe ait projeksiyonlar değerlendirilir (Adalı, 2011:44).

Nicel analiz ile işletmenin ya da kuruluşun kamuya açık finansal oranları ve bilgileri kullanarak söz konusu işletmenin sermaye kompozisyonu, kârlılığı ve maliyetleri hakkında bilgi edinilmeye çalışılmaktadır (Bektaş, 2011:92).

Nitel analiz yönetimden elde edilen işletme içi bilgilere dayalı olarak yapılan bu analizde ise yönetim performansı, stratejileri ve geleceğe ilişkin projeksiyonlar değerlendirilmektedir (Aysal, 2005:129).

Kalitatif analiz (Babuşcu, Hazar ve Yenie, 2011:388):

1. Faaliyet Alanı ve Pazar Konumu

- Faaliyet gösterilen ana segmentlerde pazar payı, ürün çeşitlemesi, fiyatı etkileyebilme kabiliyeti,
- Ürün, müşteri portföyü, hammadde sağlayıcılar, coğrafi konum
- İşletme Üst Yönetimi Yönetim ve strateji açısından etkili bir yönetim ve iyi tanımlanmış bir stratejinin varlığı,
- Risk tolerans düzeyi ve genel finansman politikaları,
- Satınalmalar konusundaki isteklilik,
- Geçmiş performans. Önceden taahhüt edilerek halka duyurulmuş projelerdeki başarı durumu,

3. Muhasebe Standartları,

4. Hukuki düzenlemeler,

5. Kurumsal Yönetim.

Kalitatif analiz aşamasında kredi derecelendirme kuruluşları, ülkedeki politik durumunu ayrıntılı şekilde inceleyip, ülke hakkında gerçekçi kararlar amlayı amaç ederler (Hasbi, 2012:21).

Kantitatif analiz:

1. Nakit akım analizi

- FVAKÖK (Faiz, vergi, amortisman, kira öncesi kazanç), Faaliyetlerden Sağlanan Fon Akış (FFA), Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akış (FNA) ve Net Nakit Akışı (NNA).

2. Sermaye yapısı

- Borç/Özsermaye oranı. Finansman kaynakları.

3. Finansal esneklik

- Uluslar arası sermaye piyasalarına erişim, bankalarda kullanılmamış kredi dilimleri, nakde hemen dönüşebilen varlık yapısı vb.

4. Faiz ödeme rasyoları

- FVAKÖK/Brüt Faiz Gideri, FVAKÖK/Nakit Faiz Gideri, FFA/Brüt Faiz Gideri vb.

5. Borçlanma rasyoları

- Finansal Borç/FVAKÖK, Net Finansal Borçlar/FVAKÖK, Finansal Borç/FFA, Finansal Borç/FNA Toplam Borç/Toplam Kapitalizasyon vb.

6. Karlılık

7. Faaliyet Kar Marjı, FVAKÖK marjı, FFA, FNA ve NNA marjları.

Kantitatif analiz, sayısal verilere dayalı yapılan analiz olduğu için de daha kesin bilgilere daha doğru kararları elde etmek mümkündür (Hasbi, 2012:21).

İşletme riski analizinin yapılması için yararlanılacak araştırmalar dört temel başlık altında sıralanmaktadır (Bektaş, 2011:93):

1. Yönetimin kalitesi ve stratejisinin değerlendirilmesi,
2. İşletme faaliyetlerinin değerlendirilmesi,
3. İşletmenin muhasebe politikalarının incelenmesi,
4. İşletmenin finansal durumu.

İşletmelerin izledikleri strateji, vizyon belirleme, kısa ve uzun vadeli işletme hedefleri, tespit edilen risk seviyeleri, fonlama yaklaşımları, geçmiş finansal sonuçların gelişim trendi, yönetim anlayışları, personel politikaları, iş deneyimleri, işletmenin geleceğine yönelik planları gibi kriterler yönetim kalitesi ve stratejisinin değerlendirilmesinin önemli hususlarıdır (Akbulak, 2012:176). Ekonomide meydana gelen kısa süreli dalgalanmalarda veya kriz durumunda işletme yönetiminin karar verme mekanizmasının çalışma prensibini ve endüstride faaliyette bulunan diğer işletmelerin yönetimleri ile aralarında karşılaştırmalı analizler yapılmaktadır (Bektaş, 2011:93).

İşletme faaliyetlerinin değerlendirilmesi araştırmasında, derecelendirme kuruluşları, işletmenin veya kuruluşun ekonomi içerisindeki durumuna yönelik çıkarımların yapılmasını istemektedir (Bektaş, 2011:90). İşletmenin büyüme trendi incelenirken, işletmenin geçmiş yıllardaki büyüme seyirleri ve gelecekteki büyüme potansiyeli, maliyet yapısı, uluslararası pazardaki pazar payları ve izledikleri ekonomik politikalar ele alınarak bu işletmenin gelişim süreci ile ilgili raporlar alınmaktadır (Hasbi, 2012:20).

İşletmenin muhasebe politikalarının incelenmesi durumunda, derecelendirilecek işletmenin bağımsız denetimden geçmiş olması, işletmenin muhasebe kayıtlarının UFRS (Uluslararası Finansal Raporlama Standartları)'na uygun olması, bilanço ve gelir tablosu dipnotlarının işletme hedefleriyle uyumlu olarak kayıt tutulduğunu hissettirmesi gibi konular analiz edilir (Geyikçi, 2013:63). Derecelendirme işletmeleri özellikle konsolidasyon ilkelerini, değerlendirme politikalarını, gelirlerin nasıl kaydedildiğini, amortisman ayırma yöntemlerini ve bilanço dışı yükümlülükleri hususları üzerinde titizlikle durmaktadır (Bektaş, 2011:94).

Bir işletmenin finansal durumu, o işletmenin likidite yaratma gücünü ve herhangi bir durumda borç yükümlülüklerini yerine getirebilme durumunu ifade etmektedir (Hasbi, 2012:21). Bu analizlerde kullanılacak finansal oranlar geçmiş yılların verilerinden geleceğe yönelik bir projeksiyon yapılmasına da olanak sağlamaktadır. Derecelendirme işletmeleri oran analizleri, nakit akım analizleri, finansal politikaların değerlendirilmesi ve diğer analizler ile işletmelerin likidite yaratım kabiliyetini ortaya koymaya çalışmaktadırlar.



3. İŞLETMELERDE KREDİ DERECELENDİRME ÜZERİNE BİR UYGULAMA: BORSA İSTANBUL BİLİŞİM ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Bu bölümde kredi derecelendirme üzerine bir uygulama yapılmaktadır. Uygulama bölümünde derecelendirme yapmak için nicel ve nitel yöntemler kullanılmaktadır.

3.1. Araştırmanın Amacı ve Sınırları

Bu çalışmanın amacı, 2010-2014 yıllarında Borsa İstanbul (BİST) Bilişim Endeksi'ne kote olmuş 13 işletmenin çok kriterli karar verme yöntemlerinden birisi olan Promethee analizini kullanarak kredi notlarını belirlemeye çalışmaktır. Analiz sadece 2010-2014 yıllarında BIST Bilişim Endeksine Kayıtlı işletmeleri içermektedir. Tablo 3'de, analiz kapsamındaki işletmelerin isimleri yer almaktadır.

Tablo 3. Analiz Kapsamındaki İşletmelerin Listesi

Borsa Kodu	İşletme İsmi
ALCTL	ALCATEL LUCENT TELETAS
ANELT	ANEL TELEKOM.
ARENA	ARENA BİLGİSAYAR
ARMDA	ARMADA BİLGİSAYAR
DGATE	DATAGATE BİLGİSAYAR
DESPC	DESPEC BİLGİSAYAR
ESCOM	ESCORT TEKNOLOJİ
INDES	İNDEKS BİLGİSAYAR
KAREL	KAREL ELEKTRONİK
KRONT	KRON TELEKOMÜNİKASYON
LINK	LİNK BİLGİSAYAR
LOGO	LOGO YAZILIM
PKART	PLASTİKKART

3.2. Araştırmaya İlişkin Literatür İncelemesi

Albayrak ve Erkut (2005:48-51), çok kriterli karar verme süreci kullanarak bankaların performanslarını belirlemek için bir model geliştirdiler. Çalışmalarında analitik hiyerarşi yöntemini(AHP) kullandılar. Bu yöntemle sadece finansal değil, finansal olmayan kriterler de dikkate alınmaktadır. Çalışmada ele alınan finansal kriterler: Kârlılık ve risk, finansal olmayan kriterler ise hizmet kalitesi ve müşteri memnuniyetidir.

Bodur ve Teker (2005:26-35) yapmış oldukları çalışmada işletmelerin aldıkları borçları geri ödeyebilme gücünü ölçmek için kredibilite analizi yapmışlardır. Çalışmalarında skorlama modelini, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda 1993-2002 yılları arasında işlem gören 117 işletme üzerine uygulamışlardır. Analizde kullanılan kriterler: Büyüme, likidite, borçluluk, faaliyet döngüsü, kârlılık gibi nicel veriler ile sektör analizi ve trend analizi dahil olmak üzere bu kriterlerin toplamından oluşan bir puan hesaplayarak işletmenin kredi notunu belirlemişlerdir.

İç ve Yurdakul (2000:1-12)'un yaptıkları çalışmada bankalar için finansal oranları kullanarak kredi değerlendirme modelin geliştirmişlerdir. Analiz yöntemi olarak AHS yöntemini kullandılar. Modeli işletmelerin subjektif kredi değerliliği, faaliyet gösterdikleri sektörün durumu ve kredi teminatları gibi nitel ve nicel kriterleri birlikte kullanarak oluşturmuşlardır.

Sekreter, Akyüz ve Çetin (2004:139-151), İMKB'de gıda sektöründe işlem gören 27 işletmenin verilerini kullandılar. Söz konusu işletmelerin 1996-2001 yıllara ait yıllık finansal tablolarından elde ettikleri finansal oranları kullanarak, işletmelerin kredibilitelerinin derecelendirilmesine yönelik örnek bir model geliştirdiler. Bu model AHS yöntemi yardımı ile oluşturulmuş. AHP ile her bir işletme için tek bir kredibilite skoru hesaplamışlardır.

Kısakürek, Bircan ve Aydın (2013:204-217) yaptıkları çalışmada, İMKB'de işlem gören metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründe faaliyette bulunan 19 işletme incelenmiştir. İşletmelerin kredibilitelerini ölçmek için finansal tablolardan elde edilen

finansal oranlar, Sivas İl'inde bulunan kamu ve özel banka yöneticileriyle yapılmış olan anket sonucunda elde edilen verilerden yararlanılmıştır. Bu çalışmada da çok kriterli verilerin olması nedeniyle AHS yöntemi Expert Choice (EC) 11,0 programı kullanılmıştır. Her bir işletme için tek tek kredibilite skoru elde edilmiş ve sonuçta alınan skora göre de sektördeki işletmelerin kredibilite sıralamasını yapmışlardır.

3.3. Araştırmanın Yöntemi

Son yıllarda çok kriterli karar verme (ÇÖKV) (Multi Criteria Decision Making) yöntemleri hızlı büyüyen alanlardan biri olmuştur. ÇÖKV yöntemi, alternatifleri birkaç çelişkili kriterlere göre en iyi ve en kötü seçeneklerini sıralamaktır. Ayrıca iş dünyasında, teknoloji, bilim ve insan faaliyetlerinin diğer alanlarında karmaşık olan sorunları çözmesini sağlayan teori ve yöntem olmaktadır (Albadvi, Aghadasi, Behzadian ve Kazemzadeh, 2010:198).

Rekabetli ortamda verimli ve güvenli bir şekilde kararlar alma, işletmelerin en önem verdikleri amaçlarından biri olmaktadır. Böylece işletmeler hızla değişen ortam koşullarına uyum sağlayarak gelişme fırsatını elde etmektedir. Bu etkin kararları alabilmeleri için de çok sayıda nicel ve nitel kriter bir arada değerlendirebilen yöntemleri uygulayarak mümkün olmaktadır (Eraslan ve Dağdeviren, 2008:70). Literatürde ÇÖKV'nin kullanıldığı birçok çalışma olmakla birlikte en çok kullanılan yöntemler AHS, TOPSIS, ELECTRE, MAPPAC, PROMETHEE'dir. Bu çalışmada promethee yöntemi uygulanmaktadır.

3.3.1. Promethee Yöntemi

Promethee tam yöntem tanımının baş harflerinin birleştirilmesinden alınan bir kısaltmadan oluşmaktadır: Preference Ranking Organization Method for Enrichment Evaluations. Promethee yönteminin ana unsurları ilk kez Brans (1982) tarafından sunulmuştur. Daha sonra Brans ve Marechal tarafından Gaia gibi uzantıları ilave edilerek geliştirilmiş ve kullanılmaya başlanmıştır. Gaia adı verilen tanımlayıcı yaklaşım, karar vermede problemin temel özelliklerini belirlemeyi sağlamaktadır (Deshmukh, 2013:28).

Promethee yöntemi, alternatifleri farklı tercih fonksiyonları temelinde değerlendirerek ve alternatiflere ilişkin hem kısmi önceliklerin hem de tam önceliklerin elde edilmesini sağlayarak daha ayrıntılı analizlerin yapılmasını sağlamaktadır (Eraslan ve Dağdeviren, 2008:70).

Promethee yönteminin yararları aşağıdaki gibi özetlenebilir (Авдеев Ю.В. и Кравченко Т.К., 2010:4):

1. Yöntem benzersiz bir çözüm bulmak, hem de alternatiflerin hiyerarşik bir listesini oluşturmak olanağını sağlamaktadır.
2. Şeffaf bir seçim yöntemidir.
3. Subjektif, anlamlı ve minimum alternatif kriterlerinin mevcudiyeti.
4. Kriterleri değerlendirme yaparken karar vericiler için alternatiflerin her birinin güçlü ve zayıf yönlerini görmelerine olanak sağlaması.
5. Sadece tekil değil, aynı zamanda alternatif bir diziyi değerlendirmeyi de sağlamaktadır.

Promethee yöntemini uygulamada ilk alternatifleri, değerlendirme kriterleri ve kriter ağırlıkları belirlenen seçim ve sıralama problemlerine bağlı olarak belirlenmektedir.

Promethee yöntemi yedi aşamadan oluşmaktadır:

1. Aşama: Çok kriterli yöntemlerde, ağırlığı gösteren katsayıyı belirlemek en önemli aşama olarak değerlendirilmektedir. $w=(w_1, w_2, \dots, w_k)$ ağırlıkları ile k kriter $c=(f_1, f_2, \dots, f_k)$ göre değerlendirilen alternatiflere $A=(a, b, c, \dots)$ ilişkin veri matrisi oluşturulmaktadır. Böylece, belirlenen alternatifler, kriterler, kriter ağırlıkları ve alternatiflerin ilgili kriterlere göre aldığı değerler aşağıdaki Tablo 4'te görülmektedir.

Tablo 4. Veri Matrisi

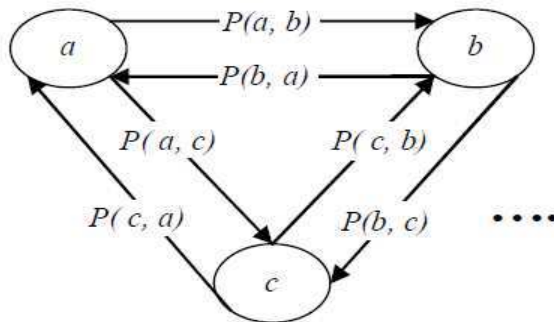
Kriterler	a	b	c	...	w
f_1	$f_1(a)$	$f_1(b)$	$f_1(c)$...	w_1
f_2	$f_2(a)$	$f_2(b)$	$f_2(c)$...	w_2
...
...
f_k	$f_k(a)$	$f_k(b)$	$f_k(c)$...	w_k

2. Aşama: Kriterler için tercih işlevleri tanımlanır. Tercih fonksiyonları kritere bağlı olarak, alternatifler de kriter esasında aranan özelliklere göre belirlenmiş ve 6 farklı tercih fonksiyonu Tablo 5’de gösterilmiştir.

Tablo 5. Tercih Fonksiyonları

Tip	Parametreler	Fonksiyon	Grafik, $p(x)$
Birinci Tip (olağan)		$p(x) = \begin{cases} 0, & x \leq 0 \\ 1, & x > 0 \end{cases}$	
İkinci Tip (U-tipi)	l	$p(x) = \begin{cases} 0, & x \leq l \\ 1, & x > l \end{cases}$	
Üçüncü Tip (V-tipi)	m	$p(x) = \begin{cases} x/m, & x \leq m \\ 1, & x \geq m \end{cases}$	
Dördüncü Tip (Seviyeli)	q, p	$p(x) = \begin{cases} 0, & x \leq q \\ 1/2, & q < x \leq q+p \\ 1, & x > q+p \end{cases}$	
Beşinci Tip (Lineer)	s, r	$p(x) = \begin{cases} 0, & x \leq s \\ (x-s)/r, & s < x \leq s+r \\ 1, & x \geq s+r \end{cases}$	
Altıncı Tip (Gaussian)	σ	$p(x) = \begin{cases} 0, & x \leq 0 \\ 1 - e^{-x^2/2\sigma^2}, & x \geq 0 \end{cases}$	

3. Aşama: Kriterlere göre belirlenen tercih fonksiyonları esas alınarak alternatif kümesinde belirtilen alternatif çiftleri için ortak tercih fonksiyonları belirlenir ve bu aşama Şekil 5’te gösterilmektedir. a ve b alternatifleri için ortak tercih fonksiyonu Eşitlik (1)’deki gibi ifade edilir.



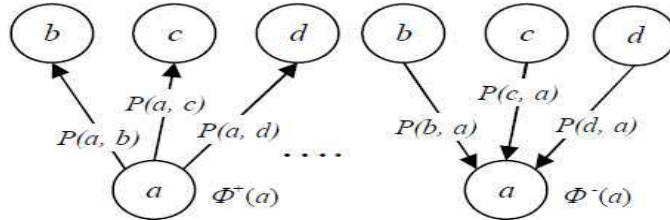
Şekil 5. Ortak Tercih Fonksiyonlarının Şematik Gösterimi

$$P(a,b) = \begin{cases} 0 & , f(a) \leq f(b) \\ p[f(a), f(b)] & , f(a) > f(b) \end{cases} \quad (1)$$

4. Aşama: Ortak tercih fonksiyonuna göre her alternatif çifti için tercih indeksleri tanımlanabilir. w_i ($i=1,2,\dots,k$) ağırlıklarına sahip olan k kritere göre değerlendirilen a ve b alternatiflerinin tercih indeksi Eşitlik (2) de gösterildiği gibi hesaplanır.

$$\pi(a, b) = \frac{\sum_{i=1}^k w_i \times P_i(a, b)}{\sum_{i=1}^k w_i} \quad (2)$$

5. Aşama: Bu aşamada, alternatifler için olumlu (Φ^+) ve olumsuz (Φ^-) ayrıcalıkları tanımlanır. a alternatifi için olumlu ve olumsuz üstünlük şekil olarak Şekil 6'da gösterilmektedir; olumlu üstünlük Eşitlik (3), olumsuz üstünlük ise Eşitlik (4) ile hesaplanır.



Şekil 6. a Alternatifi İçin Hesaplanan Pozitif ve Negatif Üstünlük

6. Aşama: Promethee önceliklerini tanımlar. Böylece alternatifler arasında tercih edilme koşullarının, alternatifler aralarında fark olmayanların ve birbirleriyle karşılaştırılmayacak olan alternatiflerin belirlenmesini sağlamaktadır. a ve b alternatifler için kısmi önceliklerin belirlenmesi aşağıda gösterilen durumlar olmaktadır:

• Aşağıdaki durumlardan biri söz konusu ise, a alternatifi b alternatifine tercih edilir.

i. $\Phi^+(a) > \Phi^+(b)$ ve $\Phi^-(a) < \Phi^-(b)$

ii. $\Phi^+(a) > \Phi^+(b)$ ve $\Phi^-(a) = \Phi^-(b)$

iii. $\Phi^+(a) = \Phi^+(b)$ ve $\Phi^-(a) < \Phi^-(b)$

• Aşağıdaki durum söz konusu ise a alternatifi ile b alternatifi farksızdır.

i. $\Phi^+(a) = \Phi^+(b)$ ve $\Phi^-(a) = \Phi^-(b)$

• Aşağıdaki durumlardan biri söz konusu ise, a alternatifi b alternatifi ile karşılaştırılmaz.

i. $\Phi^+(a) > \Phi^+(b)$ ve $\Phi^-(a) > \Phi^-(b)$

ii. $\Phi^+(a) < \Phi^+(b)$ ve $\Phi^-(a) < \Phi^-(b)$

7. Aşama: Promethee II ile alternatifler için net öncelikler aşağıda gösterildiği gibi hesaplanır. Hesaplanan net öncelik değeri ile alternatif kütesinde yerleşen bütün alternatifler aynı düzlemde ölçekleyerek tüm alternatifleri içeren tam sıralama belirlenir.

$$\Phi(a) = \Phi^+(a) - \Phi^-(a)$$

a ve b alternatif kütesinde yerleşen iki alternatif için hesaplanan net öncelik değerine bağlı olarak aşağıda verilen sonuçlar alınır.

i. $\Phi(a) > \Phi(b)$ ise, a alternatifi daha üstündür,

ii. $\Phi(a) = \Phi(b)$ ise, a ve b alternatifleri farksızdır.

3.3.2. Analizde Kullanılan Veriler

İşletmelerin kredi notlarını belirlemek için kullanılan veriler, nicel ve nitel olmak üzere iki grup olarak ele alınmıştır.

Tablo 6. Modeli Oluşturan Nicel Veriler

Oran Grubu	Alt Oranlar	Formül	Modeldeki Ağırlık Katsayısı
Likidite Oranları (%20)	Nakit Oranı	Hazır Değerler / Kısa Vad. Yab. Kay.	%1
	Asit Test Oranı	(Dönen Varlıklar-Stoklar)/Kısa Vad.Yab.Kay.	%4
	Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vad. Yab. Kay.	%15
Sermaye Yapısı Oranları (%20)	Toplam Borç/Toplam Özkaynak	Toplam Borç / Toplam Özkaynak	%8
	Toplam Borç/Toplam Varlık	Toplam Borç / Toplam Varlık	%8
	Özkaynak/Toplam Varlık	Özkaynak / Toplam Varlık	%4
Faaliyet Oranları (%4)	Aktif Devir Hızı	Net Satışlar/Toplam Varlıklar	%1
	Çalışma Sermayesi Devir Hızı	Net Satışlar/Çalışma Sermayesi	%1
	Alacak Devir Hızı	Net Satışlar/ Ticari Alacaklar	%2
Kârlılık Oranları (%4)	Aktif Kârlılığı	Dönem Net Kârı/Toplam Varlık	%1
	Özkaynak Kârlılığı	Dönem Net Kârı /Özkaynak	%1
	Net Kâr Marjı	Net Dönem Kârı /Net Satışlar	%2
Büyüme Oranları (%2)	Satışlardaki Büyüme	Satışlar _i -Satışlar _{i-1} / Satışlar _{i-1}	%1
	Özkaynak Büyümesi	Özkaynak _i -Özkaynak _{i-1} / Özkaynak _{i-1}	%1

Tablo 7. Modeli Oluşturan Nitel Veriler

Nitel Gruplar	Alt Oranlar	Modeldeki Ağırlık Katsayısı
Sektör Analizi (%20)	Sektördeki Rekabet	%20
İşletme Analizi (%30)	İşletmenin Yaşı	%2
	Pazar Payı	%10
	Kurumsal Yönetim	%18

Modeli oluşturan nicel veriler, işletmelerin yıl sonu finansal tablolarından hesaplanmıştır. Nitel veriler ise sübjektif veriler olmasına rağmen çeşitli dayanaklar, göstergeler ışığında her bir alt değişkene puan verilmeye çalışılmıştır. Modeli oluşturan nicel ve nitel verilere grup olarak %100 üzerinden eşit ağırlık verilerek %50 nicel %50 nitel verilerin ağırlığı alınmıştır. %50'lik dilimi oluşturan nicel veriler içerisinde likidite oranları ödeyebilme gücünü ölçen oranlar olduğu için %20 ve sermaye yapısı oranları da kaynak yapısı bileşimi dikkate alındığı için %20 ağırlıkla en büyük önemi oluşturan kümeler olmuştur. Faaliyet ve karlılık oranları %4'er ile eşit ağırlıkta, büyüme oranları ise %2 ile en düşükmüştür. Tablo 6'da yer alan nicel veriler, beş ana grup altında toplanan oranlardan oluşmaktadır: Likidite oranları, sermaye yapısı oranları, faaliyet oranları, kârlılık oranları ve büyüme oranlarıdır. Likidite oranları, işletmenin ödeyebilme gücünü gösteren oranlardır. Bir işletme, vadesi gelen yükümlüğünü herhangi bir zorunlu satışa girmeden karşılayabiliyorsa o işletmenin, ödeyebilme gücü vardır (Fettahoğlu, A., 2014: 70).

Sermaye yapısı oranları, işletmenin varlıklarını finanse ederken ne kadar yabancı kaynak, ne kadar özkaynak kullanıldığını gösteren oranlardır. Dikey finansman kuralına göre, işletmenin Toplam Borç/Toplam Öz kaynak oranınının 1/1 olması arzu edilir. Çünkü işletmeye ödünç verenler, ödünç verdikleri kaynaklarının geri ödenmesinde problem yaşamak istemediklerinden en azından işletmeye verdikleri ödünç kadar bir özkaynak tutarını işletmede görmek isteyeceklerdir. Bunun yanında borcun bir vergi avantajı da bulunmaktadır. İşletmeler borçlanma seçeneğini kullanarak finansal kaldıraç etkisinden yararlanıp öz kaynak kârlılığını arttırabilirler.

Faaliyet oranları, işletmelerin varlıklarını etkili bir biçimde kullanılıp kullanılmadığını gösteren oranlardır. Genel olarak işletmelerin faaliyet oranlarının yüksek seviyede olması olumlu olarak algılanmaktadır. Kârlılık oranları, işletmelerin faaliyetleri sonucunda yeterince kârlı çalışıp çalışmadığını ve işletmeye yapılan yatırımın verimli olup olmadığını değerlendirmek amacıyla kullanılan orandır.

Bilgi ekonomisinin hakim olduğu bir dönemde bilişim işletmelerinin ekonomik büyümeye önemli katkı sağladıkları düşünülebilir. Türkiye Bilişim Sanayicileri

Derneği(TÜBİSAD)'ın hazırlamış olduğu “Atılım Stratejisi-2023” raporuna göre, Türkiye'nin 2023 yılında dünyanın en büyük 10 ekonomisi arasına girme hedefini gerçekleştirebilmesi için bilgi ve iletişim teknolojileri sektörüne (BİTS) gereken önemi vermesi gerekir. Sektörde rekabet önemli bir düzeydedir. Sektörde başı çeken küresel işletmeler, ürünlerinin çoğunu dış kaynak kullanarak üretmektedirler. Bu eğilim üretimin sınırlı sayıda ülkede toplanmasına neden olmuş ABD, Çin/Tayvan, Japonya ve Kore ile 2-3 ülke dışındaki tüm ülkeler BT donanımlarını ithal etmek durumunda kalmışlardır. Türkiye’de bu ülkelerden biridir. Montaj yapan ülkeler ise düşük kâr payları nedeniyle verimin yüksek olduğu işletmeler kurmaya odaklanmışlardır.(T.C. Kalkınma Bakanlığı, Bilgi Toplumu Stratejisinin Yenilemesi Projesi, 2013:12).

İnceleme kapsamına alınan işletmelerin yaşı, kuruluş tarihleri dikkate alınmış, uzun bir süreden beri var olan bir işletme olup olmadıklarına dikkat edilmiştir. İşletmelerin pazar payları, her bir işletmenin net satışlarının endeksi oluşturan 13 işletmenin toplam net satışlarına oranlanması ile bulunmuştur. Kurumsal Yönetim ilkeleri açısından işletmeler değerlendirilmek istenmiştir. Borsa İstanbul Bilişim Endeksi’nde yer alan 13 adet işletme içerisinde sadece Logo Yazılım A.Ş., BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer almaktadır. Dolayısıyla Logo Yazılım A.Ş. bu kriter açısından diğerlerine göre daha yüksek puan ile değerlendirilmiştir. Diğer 12 işletmenin kurumsal yönetim notları için Cebeci ve Özbilgin(2015:54-55)'nin çalışmasından yararlanılmıştır. Cebeci ve Özbilgin, işletmelerin yönetim kurulu üyelerine ilişkin bilgilere yer verip vermediği, toplantılar konusunda bilgilendirme yapılıp yapılmaması, işletme faaliyetlerinin geçmiş performanslarına göre denetlenip denetlenmediğine ve iç kontrol mekanizmalarının varlığı gibi alt başlıkları incelemişlerdir. İşletmelerin internet siteleri olup olmadığı, bilgilendirme politikası olup olmadığı gibi konular incelenmiştir. Ayrıca menfaat sahiplerine bilgilendirme yapılıp yapılmadığı, çalışanlar arasında ayrımcılık yapılıp yapılmadığı, menfaat sahiplerinin karar mekanizmasında yer alıp almadıkları gibi konu başlıkları incelenmiştir. Son olarak ta pay sahiplerinin bilgilendirmeye yönelik çalışmaların olup olmadığı, kâr dağıtım politikasının olup olmadığı, genel kurula katılımın kolaylaşması için bir çalışma olup olmadığı, toplantı tutanaklarına erişimin olup olmadığı gibi alt başlıklar incelenmiştir.

3.4. Verilerin Analiz Edilmesi

Adım 1: Veri girişi

Tablo 8. Veri Giriş Sayfası

Scenario1	Nakit Oran	Akt-Fest Oran	Cari Oran	T.Borg/T.Öz.	T.Borg/T.Varlık	Özsema... Özsema...	T.Aktif Devir...	Çalışma Ser...	Alacak Devir...	Aktif Karlılg.	Özsema...	Net Kar Marj.	Satışlarda...	Özsema...	Sektördaki R...	Şirketinin Yag	Pazar Payı	Kurumsal Ya...
Unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit	unit
Cluster/Group																		
Min/Max	max	max	max	max	max	max	max	max	max	max	max	max	max	max	max	max	max	max
Weight	0,01	0,04	0,15	0,08	0,08	0,04	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01	0,02	0,02	0,01	0,01	0,20	0,02	0,10
Preference Fn.	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape	V-shape
Thresholds	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute
-Q: Indifference	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
-P: Preference	6,00000000	6,00000000	8,00000000	3,90000000	0,70000000	0,69000000	2,50000000	8,70000000	4,50000000	0,13000000	0,39000000	0,60000000	0,47000000	0,50000000	13,00000000	17	23,00000000	65,00
-S: Gaussian	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Statistics																		
Minimum	0,03250488	0,75592086	0,99823278	0,10138186	0,09112149	0,20110017	0,36854921	1,40989720	-0,01320293	-0,19498020	-0,12164094	0,02601964	-0,07799849	0,47506674	11	0,09380392	6,25	
Maximum	9,45153434	11,31477740	11,33008594	4,04032075	0,79889830	0,90887881	2,99717623	14,24299340	8,31249887	0,13977946	0,19835409	0,63995867	2,14819402	0,77110997	28,50402740	33	36,53704120	72,00
Average	1,24018897	2,58827999	3,06459537	1,78552099	0,50598243	0,49401756	1,50149708	6,05852655	4,01634269	0,04579807	0,08166114	0,10569436	0,32204593	0,19731227	7,69230769	22	7,69230769	53,47
Standard Dev.	2,48395678	2,80617761	3,00824305	1,36386370	0,23014384	0,23014384	0,87390652	3,99887742	1,75369593	0,04380090	0,10787873	0,20182203	0,54951444	0,20255040	7,46789532	6	10,05329937	16,12
Evaluations																		
ALCATEL LUCENT	0,30725854	1,29894892	1,47441069	3,83527663	0,78568990	0,21431009	1,31757824	4,71045810	2,71240668	-0,00971860	-0,06661529	-0,00916588	0,02001964	0,00160235	10,32736228	33	7,67242834	6,25
ANEL TELEKOM	0,13847880	1,73148332	1,96287831	3,11152697	0,61987874	0,38012128	0,55858087	9,39251303	5,12652376	-0,11320293	-0,19498020	0,15052993	-0,07799849	8,78287770	13	2,05768148	68,83	
ARENA BİLGİSAY	0,14262626	1,05729596	1,46802415	2,02274538	0,66675038	0,33324949	3,99717623	9,79232034	5,76388082	0,04854698	0,14594889	0,01617298	0,12329707	0,18519773	13,17180790	25	21,59054710	56,42
ARMADA BİLGİSAY	0,13918149	1,06397486	1,33928511	3,08104010	0,75010678	0,24989302	2,39320501	9,77021238	3,56320644	0,04220318	0,16959074	0,01737844	0,28606938	0,29613806	8,54008262	23	11,38397890	70,64
DATAGATE BİLGİSAY	0,28114289	1,17926542	1,43310217	2,71896138	0,70889117	0,29110882	2,57274384	4,89283768	0,01800249	0,08888442	0,00629214	0,27446303	0,13464844	4,58115099	24	6,56154636	48,31	
DESPEC BİLGİSAY	0,35405318	2,44122810	3,43591690	0,41611894	0,29313459	0,70666541	2,35918358	3,40099566	5,21381710	0,13977946	0,18035409	0,05028749	0,05301558	0,14450864	2,54645162	21	3,38151351	48,31
ESCORT TEKNOLO	0,01250483	0,75592086	0,99823278	1,33903575	0,49461247	0,50538750	1,16369707	6,80915495	3,54474951	0,00796645	0,00482478	0,63895867	2,14819402	0,37579632	5,48767499	22	4,00155248	46,97
INDEXIS BİLGİSAY	0,11120027	0,95974171	1,20489743	0,40320755	0,79889830	0,20110017	2,20113079	14,24299340	3,63080363	0,02288093	0,11943965	0,10788112	0,16087106	0,09000847	20,50402740	27	36,53704120	48,97
KARTEL ELEKTRON	0,65512597	1,38790610	1,96827053	0,91645148	0,47189768	0,52810262	0,64986381	1,80275595	2,33612609	0,05310699	0,10300378	0,08438897	0,15202384	0,11468481	10,87407180	30	3,94703536	62,17
KRON BİLGİSAY	0,77821794	1,80157309	2,85581108	0,83595803	0,39390251	0,69499749	0,67477680	2,50754931	1,49899720	0,03942088	0,15048406	0,02100910	0,05423810	0,77110997	0,69496765	11	0,26009518	58,67
LINK BİLGİSAYAR	9,45153434	11,31477740	11,33008594	0,10138186	0,09112149	0,20110017	0,36854921	1,40989720	1,11345719	0,00000000	0,00000000	0,00000000	0,00000000	0,00000000	0,00000000	0,00000000	0,00000000	0,00000000
LOGO YAZILIM	0,74420774	2,06301928	2,07824083	0,62601461	0,35887050	0,64112930	0,62148361	2,64440092	2,22361230	0,18875793	0,19488168	0,17056278	0,49417606	0,23836452	3,38383753	17	1,18539259	72,00
PLASTIKART AKC	2,98548160	5,62182107	8,29558188	0,16707930	0,14201670	0,85796140	1,64148887	2,68860652	8,11249974	0,03855878	0,04405932	0,02167351	0,05722349	0,04176743	1,43494683	16	1,32785432	48,91

Visual Promethee programında, ölçüt ve seçeneklerin girişi yapılmıştır. Seçeneklerin ölçüt bazında değerleri gerçek değerler olup sektörde 5 yıllık ortalamaları alınarak giriş yapılmıştır.

Ölçütün yapısı ve seçeneklerin aldığı değerlere göre, V-shape tercih fonksiyonu kullanılmasına karar verilmiştir. Sayısal veri örnekleme ilişkin alternatiflerin farklarının daha hassas ölçülebilmesi açısından ve bu çalışmadaki finansal verilerin

yapısına daha uygun düştüğü için V-shape tercih fonksiyonu kullanılmıştır. Bu mutlak bir tercih seçeneği olmayıp veri yığınının daha çok ve daha hassas ölçüm yapılmak istendiğinde Gaussian Tipi fonksiyonu tercih edilebilir. P; olarak ifade edilen kesin tercih eşiği ise veri dağılımına göre, her bir seçeneğin ikili farklarının tercih fonksiyonunda yerleştirilmesinde, farkların ayrıştırıcı bir sıralama vermesi açısından karar vericiler tarafından analiz edilerek atanmıştır. Lineer tercih fonksiyonu temelde, V-shape ile benzer olmasına rağmen Q; kayıtsızlık eşiği ile farklılık gösterir. Araştırmada işletmeler arasındaki en küçük farkın bile değerli olması açısından kayıtsızlık eşiği kullanılmamıştır. Örneğin zorunlu bir yerleşim yeri seçimi veya zehirli madde oranı gibi kesin geçilmemesi gereken bir eşik değer olması durumunda Q değeri kullanımı tercih edilebilir.

Adım 2: Sonuçlar

Promethee I(kısmi)ve II(net) Sıralamalar.

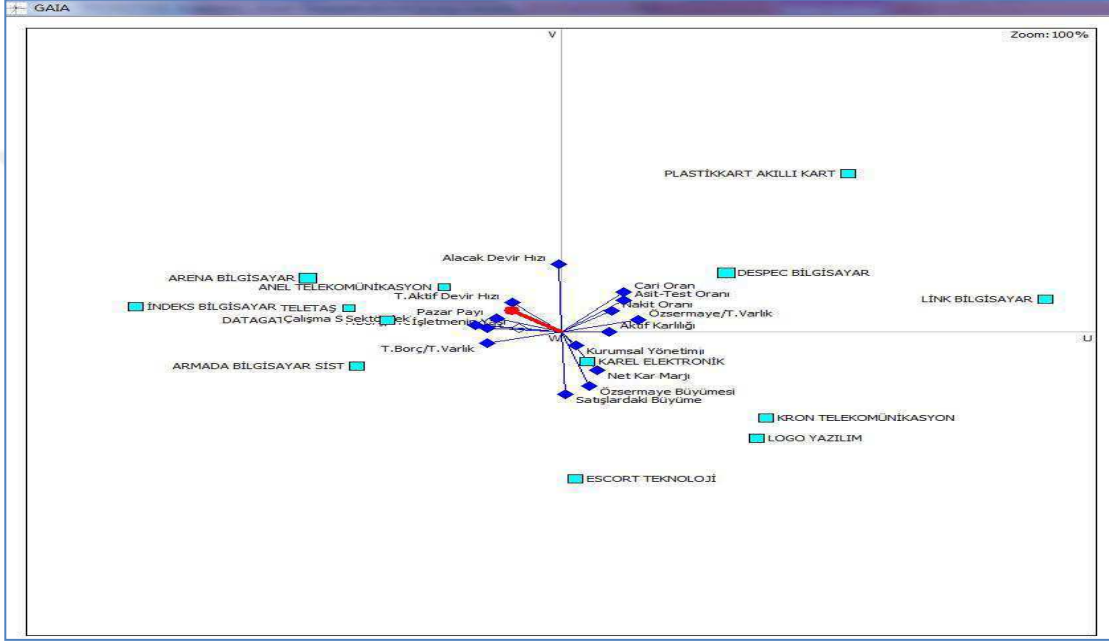
Tablo 9. Promethee I(kısmi)ve II(net) Sıralamalar Tablosu

Rank	action	Phi	Phi+	Phi-
1	İNDEKS BİLGİSAYAR	0,3151	0,4201	0,1049
2	ARENA BİLGİSAYAR	0,1661	0,2806	0,1145
3	ARMADA BİLGİSAYAR	0,1055	0,2237	0,1182
4	ANEL	0,0330	0,1827	0,1497
5	LİNK BİLGİSAYAR	0,0183	0,2699	0,2516
6	KAREL ELEKTRONİK	0,0162	0,1648	0,1487
7	DATAGATE	-0,0500	0,1239	0,1738
8	PLASTİKKART AKILLI	-0,0547	0,2011	0,2559
9	ALCATEL LUCENT	-0,0777	0,1904	0,2681
10	LOGO YAZILIM	-0,0853	0,1218	0,2071
11	ESCORT TEKNOLOJİ	-0,0929	0,1098	0,2027
12	DESPEC BİLGİSAYAR	-0,1263	0,1012	0,2275
13	KRON	-0,1673	0,0863	0,2536

Promethee sıralamasına göre oluşan ilk 6 sıranın net pozitif değerle karar sırasına girdiği görülmektedir. Link ve Karel işletmelerinin birbirlerine çok yakın değerler aldığı

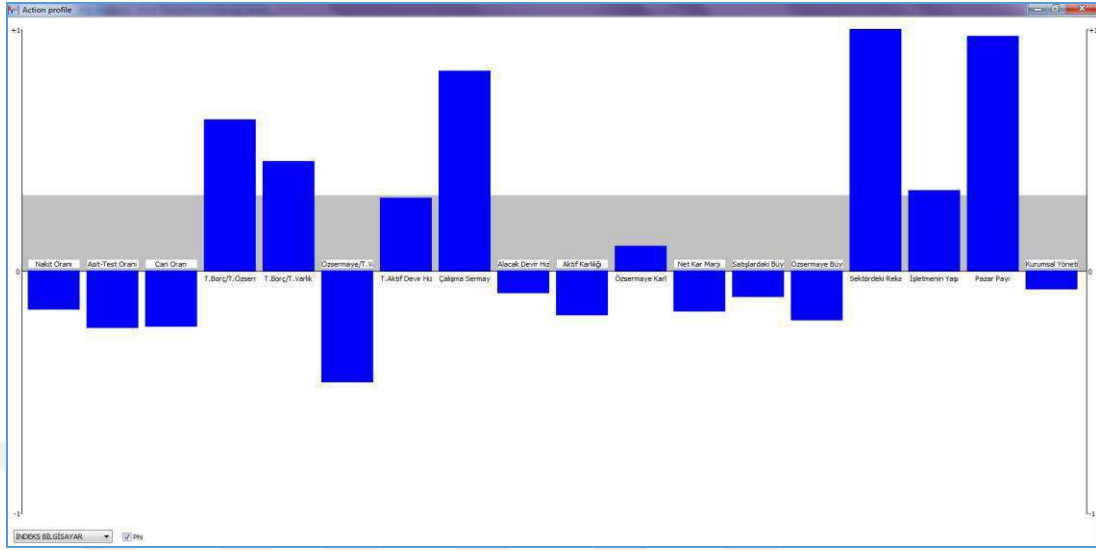
görülmektedir. İndeks işletmesi ise Arena'ya göre neredeyse iki kat önemli bir dereceyle ilk sırayı aldığı görülmektedir.

Adım 3: Duyarlılık Analizleri



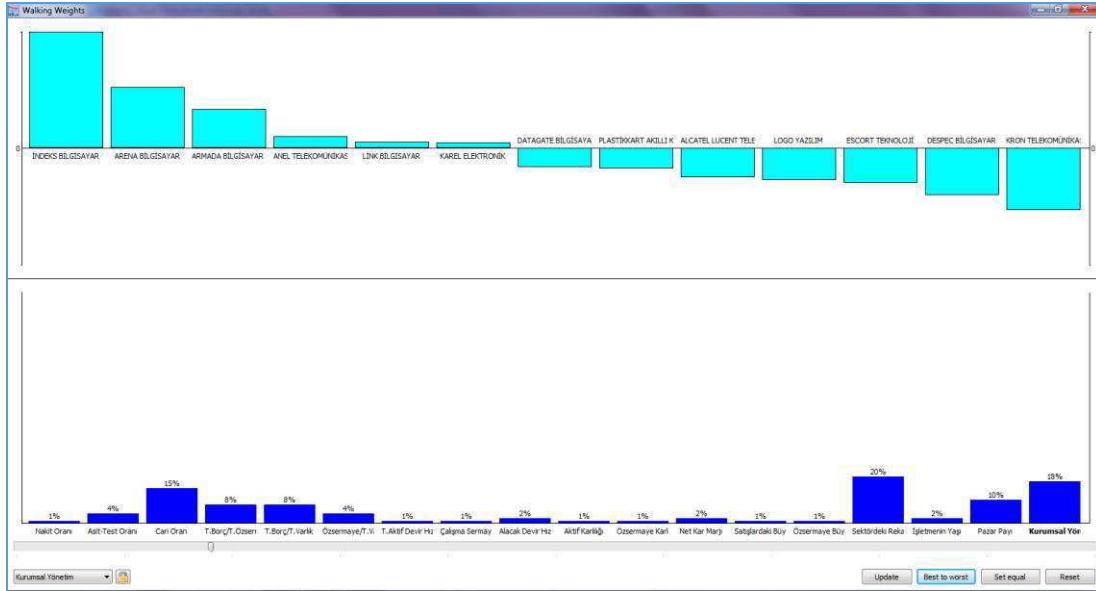
Şekil 7. GAIA Düzlemi (3D)

$\Delta = \sim 0,72$ tutarlılık ölçüsü hesaplanan değerlerin doğruluğunu ölçerek, kırmızı karar eksenini doğrultusunda en uygun karar sıralamasının oluştuğunu gösterebilmektedir. Brans ve Mareschal'a (1994) göre $0,60 \leq \Delta \leq 1,00$ arasında olması doğru bir karar için gereklidir. Ölçütlerin ağırlıkları karar ekseninin doğrultusuna etkisi yüksektir. Farklı durumlarda bu ağırlık karmasının değişimi, tutarlılık ölçüsü ve sıralamaları değiştirebileceği unutulmamalıdır.



Şekil 8. Seçenek Profilleri

Karar sıralamasında ilk sırada yer alan, İndeks bilgisayar işletmesinin net öncelik değerine göre ölçüt bazında önem değerleri şekilde gösterilmektedir. Her bir seçenek için bu değerler görülebilir. Ölçütlerin ağırlıklarında meydana gelebilecek değişimin, ilgili seçeneği nasıl etkileyebileceği görülebilir.



Şekil 9. Ağırlık Değişimi

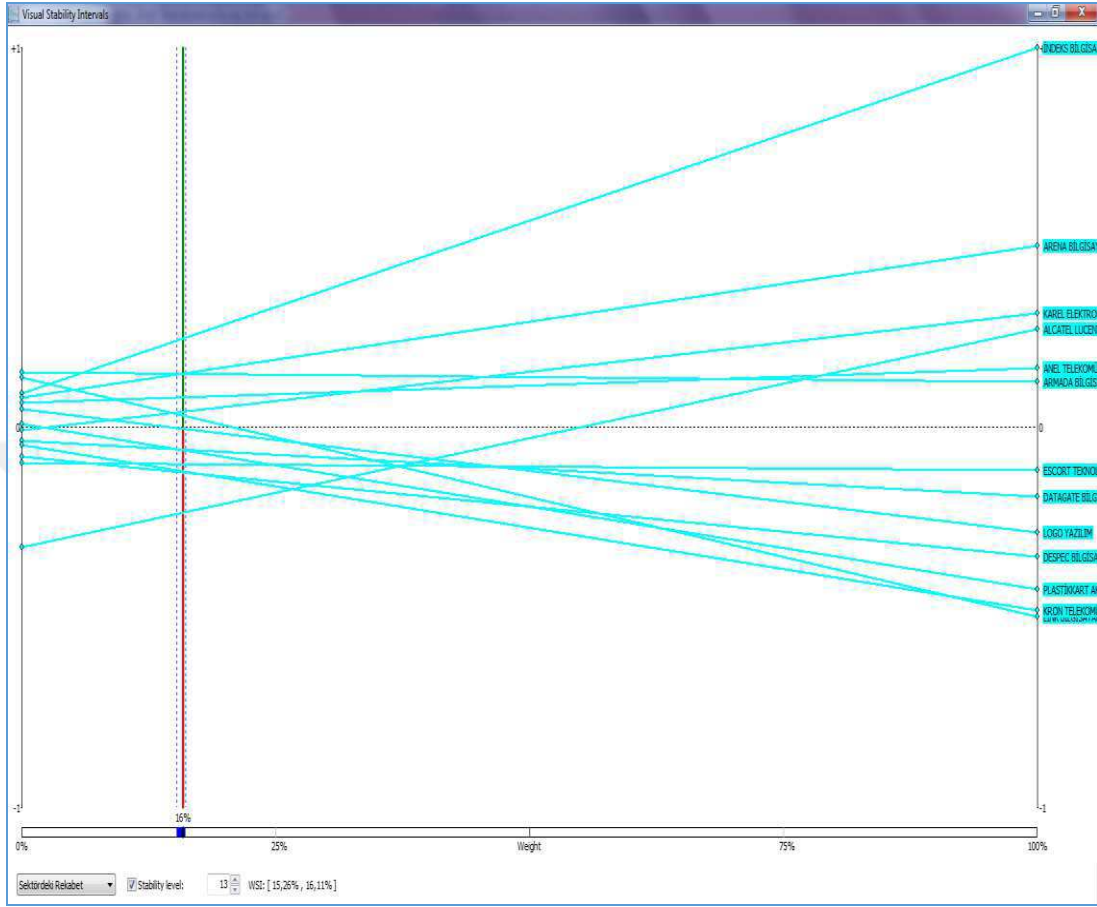
Her bir ölçüt için seçeneklerin sırasının değiştiği görülebilir. Değişken durumlarda ölçütlerin ağırlıklarının değişmesiyle farklı karar sıralamalarına da olanak tanımaktadır.

Tablo 10. Tercih Farklılıkları

	Hakikî Oran	Asit-Test	Cari Oran	T.Borç/T.Özs	T.Borç/T.Varl	Özsermaye/ T.Aktif Devir	Çalışma	Alacak Devir	Aktif Karlılığı	Özsermaye	Net Kar Marjı	Satışlardaki	Özsermaye	Sektördeki	İşletmenin	Pazar Payı	Kurumsal	
ALCATEL LUCENT	-0,1248	-0,1767	-0,1960	0,3694	0,4329	-0,4386	-0,0797	-0,1399	-0,2935	-0,4501	-0,4077	-0,2006	-0,3917	-0,3791	0,2392	0,6765	0,0203	-0,7660
ANEL	-0,1529	-0,1047	-0,1349	0,3683	0,1763	-0,1788	-0,4086	0,4152	0,2677	-0,4769	-0,7606	-0,3880	-0,1268	-0,5379	0,1554	-0,5441	-0,2238	0,2560
ARENA BİLGİSAYAR	-0,1522	-0,2256	-0,1968	0,0659	0,2488	-0,2524	0,6438	0,4650	0,4212	0,0229	0,1767	-0,1593	-0,1847	0,0547	0,4780	0,2059	0,6546	0,0492
ARMADA	-0,1528	-0,2159	-0,2129	0,3399	0,3778	-0,3833	0,3864	0,4622	-0,1045	-0,0288	0,2418	-0,1560	0,1616	0,1300	0,1217	0,0784	0,1817	0,2862
DATAGATE	-0,1291	-0,1969	-0,2012	0,2593	0,3140	-0,3186	0,4642	0,4750	0,2110	-0,2316	0,0199	-0,1748	0,1369	-0,1130	-0,1828	0,1422	-0,0280	-0,0860
DESPEC BİLGİSAYAR	-0,1168	0,0136	0,0593	-0,3004	-0,3294	0,3342	0,3717	-0,3104	0,3863	0,7548	0,3209	-0,0638	-0,3343	-0,0933	-0,3393	-0,0490	-0,1662	-0,0860
ESCORT TEKNOLOJİ	-0,1706	-0,2872	-0,2555	-0,1240	-0,0176	0,0179	-0,1464	0,0935	-0,1086	-0,3141	-0,2113	0,9151	1,0000	0,3867	-0,1131	0,0147	-0,1393	-0,1083
İNDEKS BİLGİSAYAR	-0,1575	-0,2333	-0,2297	0,6255	0,4524	-0,4577	0,3032	0,8283	-0,0895	-0,1826	0,1039	-0,1673	-0,1048	-0,3023	1,0000	0,3333	0,9708	-0,0790
KAREL ELEKTRONİK	-0,0668	-0,1619	-0,1343	-0,2414	-0,0528	0,0535	-0,3690	-0,4941	-0,3333	0,0609	0,0587	-0,0384	-0,1236	-0,1530	0,3012	0,5147	-0,1417	0,1450
KRON	-0,0463	0,0740	-0,0233	-0,2638	-0,1784	0,1728	-0,3582	-0,4131	-0,3830	-0,0531	0,1892	-0,1593	-0,3317	0,9826	-0,4818	-0,6520	-0,3020	0,0867
LİNK BİLGİSAYAR	1,0000	0,9957	0,9472	-0,4670	-0,6411	0,6487	-0,4867	-0,5727	-0,1673	0,4355	0,0607	0,6345	0,0198	0,1291	-0,4987	-0,0490	-0,3092	0,0862
LOGO YAZILIM	-0,0520	-0,0494	-0,1205	-0,3221	-0,2277	0,2310	-0,3813	-0,3977	-0,4022	0,5247	0,3113	0,1171	0,6044	0,0944	-0,2749	-0,3039	-0,2617	0,3079
PLASTİKART	0,3216	0,5482	0,7077	-0,4496	-0,5633	0,5714	0,0607	-0,3911	0,8835	-0,0603	-0,1034	-0,1492	-0,3253	-0,2988	-0,4249	-0,3676	-0,2556	-0,0760

Her bir ölçüte göre net öncelik (Φ) değerlerini görülebilir.

İlgili ölçüt için ifade edilen ağırlık aralığında, seçeneklerin değişmediği görülebilir. Değişken durumlarda her bir ölçüt bazında ağırlık esnekliğine bağlı hareket alanını bize değerlendirme şansı verebilir.



Şekil 10. Değişimin Sabit Aralığı

SONUÇ

Modern pazar ekonomisinde bilgiye erişim o kadar büyük derecede arttı ki, büyük işletmeler bilgiyi işlemekte yeterli kaynak bulamamaktadırlar. Bu durumda kredi derecelendirme, aynı zamanda onu işleyen derecelendirme kuruluşları önemli bir rol almakta. Düzenli incelemelerin ana aracı derecelendirme kuruluşları tarafından sağlanan derecelendirmeler olmaktadır. Bu çalışmada derecelendime işleminin ortaya çıktığı tarihi, süreç, derecelendirme kuruluşlarının tarihçesi ve pazar ekonomisindeki rolleri incelenmiştir.

Derecelendirme kavramı pazar odaklı ulusal ekonomilerde ve uluslararası sermaye pazarlarında, işletmelerin ekonomik verimliliğinin güçlü bir göstergesi olan bir araçtır. Kredi derecelendirme, pazar aktörlerinin bilinçli finansal karar alabilmeleir temelinde ihraç edenin kredibilitesini bağımsız ve güvenilir bir şekilde notlandırmasıdır.

Her geçen gün hızla büyüyen ve hızlı küreselleşen dünyanın gelişmesi için bilişim teknolojiler çok yönlü bir araç haline gelmektedir. Gelecekte ülkelerin her alanda gelişmiş toplum olabilmesi için bilişim önemi tartışılmas olacaktır. Türkiye'nin dışa açılmada başarılı olabilmesi ve uluslararası rekabetin hakim olduğu pazarlarda rekabet gücünü arttırabilmesi bilişim sektörünce kolaylaştırılmaktadır. Yani, Türkiye'nin yurtdışı ile ilgili işlemleri için harcamalarını, ulaşım hızını ve onunla ilgili bütün maliyetlerini düşürme ve kolayca iletişim kurma olanağı sağlamaktadır. Bu nedenle de bilişim sektördeki işletmeler bu çalışmada ele alınmaktadır.

T.C. Kalkınma Bakanlığı'nın hazırladığı 2015-2018 yılı Bilgi Toplumu Stratejisi ve Eylem Planı (2015:115)'na göre, OECD ülkelerinde, 2012 yılı itibarıyla toplam katma değerinin yüzde 5,85'ini, istihdamın ise yüzde 3,68'ini oluşturan Bilişim Teknolojileri (BİT) Sektörü, katma değeri yüksek, dinamik ve nitelikli istihdam oluşturan bir sektördür. BİT Sektörünün gelişimi bu sektörün Gayrisafi Yurt İçi Hasıla (GSYH)'ya yapacağı doğrudan katkının yanı sıra, diğer sektörlerin gelişimi için de önemlidir. BİT ürün ve hizmetlerinin diğer sektörlerle etkisi; ekonominin geneli ve tüm sektörler için yenilik sistemlerinin etkinleşmesi, yeni ürün hizmetlerin üretilmesi, maliyet avantajı, verimlilik artışı elde edilmesi ve yeni pazarlara erişimi mümkün

kılmaktadır. Ekonomideki bu öneminden dolayı analiz kapsamında değerlendirilen işletmeler 2010-2014 yılları arasında Borsa İstanbul Bilişim Endeksi'nde yer alan işletmeleri kapsamaktadır.

Yatırımcılar, işletmeler hakkında genel ve özel bilgilere sahip olmak isterler. Kredi derecelendirme faaliyeti, finansal pazarlarda bilgi asimetrisini azaltmada işletmelerin ödeme güçleri ve kredibiliteleri hakkında önemli bilgilerin yayılması yoluyla yatırımcıları bilgilendirmektedir (An ve Chan, 2008:1).

Kredi derecelendirme, işletmelerin sermaye pazarlarından fon sağlamalarında önemli bir rol oynamaktadır. Kredi derecelendirme sayesinde işletmeler, ihtiyaç duydukları fonları tahvil ihraç ederek yatırımcılardan doğrudan sağlar. Böylece, işletmeler maliyetli olan banka kredilerine başvurmaksızın ucuz fon sağlama olanağına sahip olur. Yatırımcılar, vade sonunda ya da periyodik ödenen faiz gelirlerinden getiri sağlamak amacıyla işletmelerin çıkarmış oldukları menkul değerlere yatırım yaparlar (http://moscowdebt.mos.ru/credit_ratings/about/files/Standard_and_Poors_Все_что_нужно_знать_о_рейтингах.pdf 17.02.2015)

Promethee çok kriterli karar verme modeli kullanılarak işletmelerin kredi derecelendirme durumunun belirlenmesinde, farklı ölçekteki hem nitel hem de nicel veriler ele alınarak veri yığımına uygun tercih fonksiyonu seçme olanağı sağlanabilmiştir. Değişen pazar koşullarına göre duyarlılık analizleri ile doğru karar verebilme olanağı sunabilmektedir. Çünkü her bir değişkenin modele olan etkisi, parametrelerin değiştirilmesiyle ortaya çıkabilecek senaryoların yorumlanmasına olanak tanımaktadır.

Yapılan analiz sonucunda Promethee sıralamasına göre ilk sırada kredi derecelendirme notuna sahip işletme İndeks Bilgisayar olmuştur. 2015 yılı için en büyük 500 bilişim işletmesi sıralamasına göre İndeks Bilgisayar ilk 10 da yer almıştır. Bilgi teknolojileri şirketleri arasında da İndeks Bilgisayar ikinci olmuştur. İndeks Bilgisayar A.Ş. 200'den fazla dünya markasının dağıtımını gerçekleştirmekte, 2001 yılından bu yana Bilişim Teknolojileri sektöründe liderliği elinde bulunduran bir şirketler grubu halini almıştır.

Promethee çok kriterli karar verme modeli ile işletmelerin birbirleriyle belirlenen kriterler ve parametreler doğrultusunda sayısal olarak karşılaştırılabilirleri, derecelendirme sıralamalarının bulunabilmesi mümkün olmuştur. Çalışmada kullanılan parametrelerin öncelikleri ve ağırlıkları sübjektif olarak değerlendirmeye açıktır. Amaç ne ise o doğrultuda parametrelerin ağırlıkları ve puanlaması değiştirilerek elde edilecek sonuçlar değerlendirilip buna göre karar alınabilir.



KAYNAKÇA

Acar O., (2013), **Derecelendirme Kurumları ve Küresel Kriz Sonrası Bu Kurumlara Yapılan Eleştiriler**, <http://www.okanacar.com/2013/02/derecelendirme-kurumlar-ve-kuresel-kriz.html> 10.01.2016

Adalı S., (2011), **Bir Risk Ölçüm Aracı Olarak Kredi Derecelendirme ve Getiri Analizi: İMKB Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama**, Doktora Tezi, İstanbul

Akbolak Y., (2012), “Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler”, **Mali Çözüm Dergisi, İSMMMO**, Mayıs – Haziran, ss:171-184

Akyurt İ.Z., (2011), Ülke Derecelendirme Sisteminin Markov Zinciri İle Analizi, İstanbul Üniversitesi, **İşletme Fakültesi, Üretim Anabilim Dalı**, ss: 45-60

Akyüz G., Çetin İ. ve Sekreter M.S. (2004). Şirketlerin Derecelendirilmesine İlişkin Bir Model Önerisi: Gıda Sektörüne Yönelik Bir Uygulama, **Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi** (8), s.139-151.

Albadvi A., Aghdasi M., Behzadian M., Kazemzadeh R.B. (2010). Promethee: A Comprehensive Literature Review on Methodologies and Applications. **European Journal of Operational Research** 200. 198-215

Albayrak Y.E. ve Erkut H. (2005). Banka Performans Değerlendirme Analitik Hiyerarşi Süreç Yaklaşımı, **İTÜ Dergisi**, İstanbul, s.48-51.

An H., Chan K.C., (2008), “Credit Ratings and IPO Pricing”, **Journal of Corporate Finance**. pp.584-595

Apak S., (1993), **Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler**, Emlak Bankası Yayınları, İstanbul

Aydın Y., Bircan H. ve Kısakürek M.M. (2013). Analitik Hiyerarşi Yöntemi İle Şirket Kredibilite Değerlendirmesi Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektöründe Bir Uygulama, **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, (2), s.204-217.

Ayşe Y., (2014), ‘Kurumsal Yönetim Endeksi ve Altman Z Skoruna Dayalı Lojistik Regresyon Yöntemiyle Şirketlerin Kredi Derecelendirilmesi’, 2014, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.19, S.3, ss.71-89

Başar M., (2007), **Basel II Düzenlemeleri ve KOBİ'ler**, Anadolu Üniversitesi Kütüphane ve Dokümantasyon Merkezi, Eskişehir

Bektaş H., (2011), **Türk Bankacılık Sektöründe Finansal Güç Derecelerinin İstatistiksel Yöntemlerle İncelenmesi**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul. İktisadi Araştırmalar Vakfı Ünal Aysal. Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi

Beyhan Y., (2007), **Kredi Derecelendirme Sistemi**, Şefik Matbası, Ekim

Bilardello J., Gangunin B., (2005), **Fundamentals Of Corporate Credit Analysis**, The McGraw-Hill Compaines, Inc.

Bodur Ç. ve Teker S. (2005). Ticari Firmaların Kredi Derecelendirilmesi: İMKB Firmalarına Uygulaması, **İTÜ Dergisi/b**, (1), İstanbul, s.26-35.

Boyacıoğlu M.A., (2005), **Bankalarda Derecelendirme ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma**, Doktora Tezi, İstanbul, Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi. ss: 69-81

Candan H., Özün A., (2006), "Bankalarda Risk Yönetimi ve Basel II, **Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları**

Cantor R., Frank P., Determinants and İmpact of Sovereign Credit Ratings, **FRBNY Economic Policy Review**, October – 1996

Cebeci G. ve Özbilgin İ.G. (2015). Borsa İstanbul Bilişim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Açısından Değerlendirilmesi, **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, (4), Ankara, ss. 47-64.

Coçkun Z., (2009), **Bankacılıkta Derecelendirme**, İstanbul Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi

Crouhy M., Gala' D., Mark R., (2006), **The Essentials of Risk Management**

Çiloğlu B. (2003), **Ülke Risk Analizleri Metodolojilerinin İncelenmesi**, Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara

Çonkar K., Vurur N.S., (2008), **KOBİ'lerin Basel II Kriterleri Kapsamında Derecelendirilmesi**, I.Uluslararası Sempozyum: **KOBİ'ler ve Basel II, Basel II'ye Geçiş öncesi KOBİ'lerde Genel Durum Değerlendirmesi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Bildiriler Kitabı, İzmir Ekonomi Üniversitesi

Çümen A., Kayalı N., (2011), “Basel II Sürecinde Kredi Derecelendirme ve Bir Tekstil İşletmesinde Uygulama”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Manisa, ss:115-126

Dağdeviren M., Eraslan E., (2008). Promethee Sıralama Yöntemi İle Tedarikçi Seçimi, **Gazi Üniversitesi Mühendislik Mimarlık Fakültesi Dergisi**, Cilt 23, No1, ss: 69-75

Demircioğlu M.Y., Erkan M., (2010), Ülke Derecelendirmesinin Ekonomik Kamu Düzeni Üzerindeki Etkisi, **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi** Cilt:1, Sayı:1. ss:107-130

Derecelendirme kuruluşlarının yetkilendirilmesine ve faaliyetlerine ilişkin esaslar hakkında yönetmelik <http://kanunlar.biz/kanunlar/27230.html>

Derya T.H., (2012), **Kredi derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Derecelendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**, Yüksek Lisans Tezi, Aydın

Deshmukh S.C. (2013). Preference Ranking Organization Method of Enrichment Evaluation (Promethee), **International Jurnal of Engineering Science Invention ISSN**, Volum 2 Issue 11. pp.28-34

Dimitrijevic A., Holmes Z., (2012), **Ülkelerin Kredi Notunu Nasıl Belirliyoruz?**, Standard and Poor's Rating Services, Mart

Eren E., (2010), Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, Cilt:4, Sayı:2. ss:111-144

Eren E., (2010), **Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı Ünal Aysal. Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi

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

Güngör B., Yapraklı S., (2007), “Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, ss.62-2,

Güngör F., (2012), **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ülke Riski**, Yüksek Lisans Tezi, Sivas

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

Hamzo İ.H., (2007), **Kredi Risk Yönetimi**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul

Hasbi T., (2012), **Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri: Türkiye Örneği**, Tez, Aydın

İç Y.T. ve Yurdakul M. (2000). Analitik Hiyerarşi Süreci (AHS) Yöntemini Kullanan Bir Kredi Değerlendirme Sistemi, Makina Mühendisliği Bölümü, **Mühendislik-Mimarlık Fakültesi Dergisi**, (1), Ankara, ss.1-12.

İleri H., Ülke Riski Analizi <http://dergipark.ulakbim.gov.tr/selcuksbmyd/article/view/File/5000084365/5000078460> 06.03.2016

Kara F., (2006), **Ülke Riskinin Finansal Piyasalara Etkisi**, Gazi Üniversitesi **Eğitim Bilimleri Enstitüsü**, Yüksek Lisans Tezi, Ankara

Karagöl E.T., Mihçioğur Ü.İ., (2012), Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar, **Seta Rapor**, No7, Eylül

Kaymaz V., (2012), **Kredi Derecelendirme Sistemi ve Uluslararası Sermaye Hareketleri**, Yüksek Lisans Tezi

Melek S., (2011), **Kredi Derecelendirmesi ve Kredi Derecelendirme Sisteminin Standart and Poor's Sistemiyle Karşılaştırılması**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul

Ovalı S., (2014), Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: AB ile Karşılaştırmalı Analiz, **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt10, Sayı 23, ss:53-80

Ökmen O, (2012), Derecelendirme Kuruluşları Ülkelerin Kaderini Nasıl Etkiler?, <http://www.turcomoney.com/yazar/derecelendirme-kuruluslari-ulkelerin-kaderini-nasil-etkiler.html> 15.03.2016

Özkan Ş. (2012). "Derecelendirme Faaliyetleri ve Etkileri", **Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu**, Çatı No7, İstanbul, 12-15

Öztürk H., (2014), “The Origin of Bias in Sovereign Credit Ratings: Reconciling Agency Views With Institutional Quality”. **The Journal of Developing Areas**, Volume 48, Number 4, pp. 161 – 188 (Article)

Samson S.B., Corporate Ratings Criteria, **Standard And Poor’s**

Şenol Babuşcu, Adalet Hazar, **Kredi Derecelendirmesi ve Finans**, Ankara 2007

Şerif Ö., (2012), Derecelendirme Faaliyetleri ve Etkileri, Çatı 30, **Bilimsel Yayın Organı**,

T.C. Kalkınma Bakanlığı, (2013). **Bilgi Toplumu Stratejisinin Yenilenmesi Projesi**, Bilgi Teknolojileri Sektörü Eksenli Mevcut Durum Raporu.

Tretyakov V., (2004), Kredi Derecelendirme Yatırım Sürecini Hızlandırıcı Aracı Gibi (кредитные рейтинги как ускорители инвестиционных процессов), **Yatırım Dergi** №10 (12), http://www.micex.ru/file/bursereview/article/70081/article_628.pdf ss.15-16

Tursunov T.M., (2010), Derecelendirme Kuruluşları ve Yapılandırılmış Finansman Araçlarının Piyasadaki Rollerini, **Kurumsal Finansman Dergisi**, №3(15)

Yazıcı M., (2007), **Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetim**,

Yörük N., (1999), Ülke Riski ve Türkiye’nin Ülke Riski Derecelerindeki Değişimler, **Gaziosmanpaşa Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları** No:4 Araştırma Serisi No:3, Tokat

Загурский К.В., (2014), **Определение Странового Риска Инвестиционного Проекта: Противоречия и Проблемы В Современной Теории Риск-Менеджмента**

Шепелев О.М., Сутягин В.Ю., (2013), **Страновой Риск в Деятельности Иностранного Инвестора**, Социально-Экономические Явления и Процессы

<http://academidea.com/kredi-derecelendirme-olgusu-ve-kuresel-yerel-piyasalardaki-rolu/> 27.01.2015

<http://cyberleninka.ru/article/n/inostrannye-investitsii-i-stranovoy-risk>

<http://economy-ru.com/upravlenie-finansami-rf/prilojenie-indeks-beri-16555.html>

<http://kalyan-city.blogspot.com/2011/10/benefits-of-credit-rating-to-investors.html>,

Benefits of Credit Rating to Investors

<http://lektsii.net/3-66527.html>

http://moscowdebt.mos.ru/credit_ratings/about/files/Standard_and_Poors_Все_что_нужно_знать_о_рейтингах.pdf

http://moscowdebt.mos.ru/credit_ratings/about/files/Standard_and_Poors_Все_что_нужно_знать_о_рейтингах.pdf ve http://www.micex.ru/file/burse_review/article_70081/article_628.pdf 05.01.2015

<http://publishing-vak.ru/file/archive-economy-2014-6/5-zagurskii.pdf>

http://studme.org/34804/finansy/modeli_metody_otsenki_stranovogo_riska

<http://works.tarefer.ru/68/100344/index.html>

<http://www.beri.com/About-BERI/What-We-Do.aspx>

<http://www.bilgesam.org/incele/230/-uluslararasi-kredi-derecelendirme-kuruluslari-elestirel-bir-bakis/#.ViAEjOy3viA> 02.03.2015

http://www.cfin.ru/finanalysis/risk/risk_management.shtml

<http://www.eulerhermes.com.tr/tr/ekonomik-arastirmalar/Pages/ulke-risk-haritasi.aspx>

<http://www.ra-national.ru/about/history-raiting/p-53bccd80/>

http://www.standardandpoors.com/ru_RU/web/guest/home

http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/resources/ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee/Bulten_Turkce18.pdf

http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/resources/ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee/Bulten_Turkce18.pdf

<https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp>

<https://www.moody.com/Pages/atc001.aspx>, Moody's History: A Century of Market Leadership

https://www.moody.com/pages/default_tu.aspx