



T.C.

HARRAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANABİLİM DALI

**KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE FİNANSAL
KRİZ İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Muhammed Emin BARUT

ŞANLIURFA-2016



T.C.

**HARRAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANABİLİM DALI**

**KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE FİNANSAL
KRİZ İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Muhammed Emin BARUT

Danışman:

Yrd. Doç. Dr. Ahmet TERZİOĞLU

ŞANLIURFA-2016

T. C.
HARRAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Enstitünüz Maliye Anabilim Dalı 115218011 numaralı Muhammed Emin BARUT' un hazırladığı "Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Kriz ilişkisi: Türkiye Örneği" konulu yüksek lisans tezi ile ilgili tez savunması, 22/12/ 2016 tarihinde, saat 14'da yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABUL (başarılı) olduğuna oybirliği/oy çokluğu ile karar verilmiştir.

22/12/ 2016

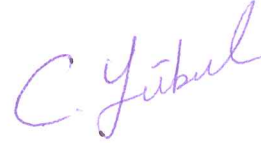
(Danışman)
Yrd.Doç. Dr. Ahmet TERZİOĞLU



Üye
Yrd.Doç. Dr. Mahmut İNAN



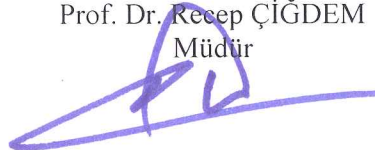
Üye
Yrd. Doç. Dr. Cihan YÜKSEL



Bu tezin Maliye Anabilim Dalında Yapıldığını ve Enstitümüz Kurallarına Göre Düzenlendiğini Onaylarım.

22/12/2016

Prof. Dr. Recep ÇİĞDEM
Müdür



Not: a) Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan alıntılarının, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunundaki hükümlere tabidir.

b) Tez, HÜBAK'tan Bilimsel Araştırma Projesi mali destek Almıştır Almamıştır.



HARRAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ORJİNALLİK RAPORU VE BEYAN BELGESİ

ÖĞRENCİ BİLGİLERİ

Adı-Soyadı : Muhammed Emin BARUT
Öğrenci Numarası : 115218011
Enstitü Anabilim Dalı : Maliye
Programı : Yüksek Lisans
Başlık (Türkçe) : Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal
Kriz ilişkisi: Türkiye Örneği

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Yukarıda başlığı belirtilen Yüksek Lisans Tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 91 sayfalık kısmına ilişkin, 29/11/2016 tarihinde şahsım/ danışmanım tarafından **Turnitin** adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, benzerlik oranı % 27'dir.

Uygulanan filtrelemeler:

- 1- Kabul/Onay ve Bildirim sayfaları hariç,
- 2- Kaynakça hariç
- 3- Alıntılar hariç/dâhil
- 4- 6 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

Yukarıda bilgileri verilen tezli/tezsiz lisansüstü programlarda seminer, dönem projesi, tez vb Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu tarafından kabul edilen lisansüstü orijinallik raporu alınması uygulama esasları ile belirlenen azami benzerlik oranlarını aşmadığını ve bütün bilgilerin, akademik kurallara uygun olarak toplanıp sunulduğunu, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı, blok şeklinde alıntılar yapmadığımı ve tüm alıntıların bilimsel atıf kuralları çerçevesinde kaynağını gösterdiğimi, Yükseköğretim kurulu bilimsel araştırma ve yayın etiği yönergesi ile Harran Üniversitesi bilimsel araştırma ve yayın etiği yönergesinin 8. maddesinde yer alan etik ihlallerden her hangi birisinin yer almadığını, etik ihlal tespiti halinde, Enstitü yönetim kurulunca, diplomamın iptal edilmesini kabul ediyorum.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

01/12/2016
Muhammed Emin BARUT

Yukarıda yer alan raporun ve beyanın doğruluğunu onaylarım. 01/12/2016

Yrd. Doç. Dr. Ahmet TERZİOĞLU

İÇİNDEKİLER

| | |
|-------------------------|------|
| İÇİNDEKİLER..... | I |
| KISALTMALAR..... | V |
| TABLO LİSTESİ..... | VI |
| ŞEKİL LİSTESİ..... | VIII |
| TÜRKÇE ÖZET..... | IX |
| YABANCI DİLDE ÖZET..... | X |
| GİRİŞ..... | 1 |

BİRİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

| | |
|--|----|
| 1.1.1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI | 3 |
| 1.1.2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI..... | 4 |
| 1.1.3. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ..... | 5 |
| 1.1.4. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA OLAN GEREKSİNİM..... | 6 |
| 1.1.5. KREDİ DERECELENDİRME ÇEŞİTLERİ..... | 10 |
| 1.1.5.1. Vadelerine Göre Derecelendirme | 10 |
| 1.1.5.2. Türlerine Göre Derecelendirme..... | 11 |
| 1.1.6. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE BAZI DERECELENDİRME KURULUŞLARININ KULLANMIŞ OLDUKLARI DERECELENDİRME SEMBOLERİNİN ANLAMLARI..... | 12 |
| 1.1.6.1. Moody's Investors Service Sembolleri ve Anlamları..... | 13 |
| 1.1.6.2. Standard and Poor's Sembolleri ve Anlamları..... | 17 |
| 1.1.6.3. FitchIBCA Ratings Sembolleri ve Anlamları | 19 |

| | |
|--|-----------|
| 1.1.7. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ FAYDALARI..... | 23 |
| 1.1.7.1. Derecelendirmenin Finans Kurumlarına Faydaları..... | 24 |
| 1.1.7.2. Derecelendirmenin Firmalara Faydaları..... | 24 |
| 1.1.7.3. Derecelendirmenin Yatırımcılara Faydaları..... | 25 |
| 1.1.7.4. Derecelendirmenin Sermaye Piyasalarına Faydaları..... | 25 |
| 1.1.8. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ DERECELENDİRMEDE ESAS ALDIKLARI KRİTERLER..... | 25 |
| 1.1.8.1. Ülke Riski Kriteri..... | 27 |
| 1.1.8.1.1. Standard and Poor’s Ülke Riski Kriteri..... | 28 |
| 1.1.8.1.2. Moody’s Investors Service Ülke Riski Kriteri..... | 29 |
| 1.1.8.1.3. FitchIBCA Ülke Riski Kriteri..... | 30 |
| 1.1.8.2. Endüstri (Sektör) Riski Kriteri..... | 31 |
| 1.1.8.3. İşletme (Firma) Riski Kriteri..... | 33 |
| 1.1.8.3.1. Standard and Poor’s İşletme (Firma) Riski Kriteri..... | 33 |
| 1.1.8.3.2. Moody’s Investors Service İşletme (Firma) Riski Kriteri..... | 34 |
| 1.1.8.3.3. FitchIBCA İşletme (Firma) Riski Kriteri..... | 35 |
| 1.1.9. KREDİ DERECELENDİRME SÜREÇLERİ..... | 36 |
| 1.1.8.1. Tanıtım Toplantısı | 38 |
| 1.1.8.2. Yöneticiler ile Toplantı | 39 |
| 1.1.8.3. Derecelendirme Kararı | 39 |
| 1.1.8.4. Derecenin Açıklanması..... | 40 |
| 1.1.8.5. Derecenin İzlenilmesi | 40 |

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLER VE DERECELENDİRME KURULUŞLARININ KRİZLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

| | |
|--|-----------|
| 2.1.1. FİNANSAL KRİZ KAVRAMI | 41 |
| 2.1.2. FİNANSAL KRİZLERİN ORTAYA ÇIKIŞ NEDENLERİ VE ÖZELİKLERİ..... | 42 |
| 2.1.3. FİNANSAL KRİZLERİN YAYILMACILIĞI..... | 43 |
| 2.1.4. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ..... | 45 |
| 2.1.4.1. Bankacılık Krizleri..... | 45 |
| 2.1.4.2. Döviz Krizleri..... | 45 |
| 2.1.4.3. Dış Borç (Ödemeler Dengesi) Krizleri..... | 46 |
| 2.1.5. DÜNYA'DA 1990'DAN SONRA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER VE DERECELENDİRME KURULUŞLARININ KRİZLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ..... | 46 |
| 2.1.5.1. Güney Doğu Asya ve Rusya Krizleri..... | 46 |
| 2.1.5.1.1. Güney Doğu Asya ve Rusya Krizlerine Neden Olan Gelişmeler ve Krizin Yayılmacılığı..... | 47 |
| 2.1.5.1.2. Derecelendirme Kuruluşlarının Güney Doğu Asya ve Rusya Krizleri Üzerindeki Etkisi | 48 |
| 2.1.5.2. 2008 Küresel Finans Krizi..... | 52 |
| 2.1.5.2.1. 2008 Küresel Finans Krizine Neden Olan Gelişmeler ve Krizin Yayılmacılığı..... | 52 |
| 2.1.5.2.2. Derecelendirme Kuruluşlarının 2008 Küresel Finans Krizi Üzerindeki Etkisi..... | 54 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER VE DERECELENDİRME KURULUŞLARININ KRİZLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

| | |
|--|-----------|
| 3.1.1. TÜRKİYE’DE KREDİ DERECELENDİRME FAALİYETLERİNİN GELİŞİMİ..... | 58 |
| 3.1.2.1. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Mevzuatından Derecelendirmeye İlişkin Düzenlemeler..... | 59 |
| 3.1.2.2. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun (BDDK) Mevzuatından Derecelendirmeye İlişkin Düzenlemeler..... | 60 |
| 3.1.2. NİSAN 1994 KRİZİ VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI..... | 63 |
| 3.1.2.1. Nisan 1994 Krizine Neden Olan Gelişmeler..... | 63 |
| 3.1.2.2. Derecelendirme Kuruluşlarının Nisan 1994 Krizi Üzerindeki Etkisi..... | 65 |
| 3.1.3. KASIM 2000-ŞUBAT 2001 FİNANS KRİZLERİ VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI..... | 69 |
| 3.1.3.1. Kasım 2000-Şubat 2001 Krizine Neden Olan Gelişmeler..... | 69 |
| 3.1.3.2. Derecelendirme Kuruluşlarının Kasım 2000-Şubat 2001 Krizi Üzerindeki Etkisi..... | 71 |
| 3.1.4. 2004-2016 YILLARI ARASINDA TÜRKİYE’YE VERİLEN DERECELENDİRME NOTLARININ GELİŞİMİ..... | 76 |
| SONUÇ..... | 84 |
| KAYNAKÇA..... | 86 |

KISALTMALAR

| | |
|-------|--|
| SEC | : Securities and Exchange Commission (Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu) |
| NRSRO | : Nationally Recognized Statistical Rating Organization (Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Derecelendirme Kuruluşları) |
| KDK | : Kredi Derecelendirme Kuruluşları |
| UKDK | : Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları |
| ABD | : Amerika Birleşik Devletleri |
| VDMK | : Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme |
| S&P | : Standard and Poor's |
| CBRS | : Kanada Tahvil Derecelendirme Şirketi |
| SPK | : Sermaye Piyasası Kurulu |
| BDDK | : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu |
| IMF | : International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu) |
| GSYİH | : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla |
| GATT | : General Agreement on Tariffs and Trade (Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması) |
| OECD | : Organisation For Economic Cooperation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü) |
| TMSF | : Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu |
| TCMB | : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası |
| ECB | : European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası) |
| FED | : Federal Reserve (Amerikan Birleşik Devletleri Merkez Bankası) |

TABLO LİSTESİ

| | |
|--|----|
| Tablo 1.1. Moody's Investors Service Uzun Vadeli Derecelendirme Sembolleri ve Anlamları..... | 15 |
| Tablo 1.2. Moody's Investors Service Kısa Vadeli Derecelendirme Sembolleri ve Anlamları..... | 16 |
| Tablo 1.3. Moody's Investors Service Uzun Vadeli ve Kısa Vadeli Notlar Arasındaki İlişki..... | 16 |
| Tablo 1.4. S&P Uzun Vadeli Derecelendirme Sembolleri ve Anlamları..... | 18 |
| Tablo 1.5. S&P Kısa Vadeli Derecelendirme Sembolleri ve Anlamları..... | 19 |
| Tablo 1.6. FitchIBCA Uzun Vadeli Derecelendirme Sembolleri ve Anlamları..... | 21 |
| Tablo 1.7. FitchIBCA Kısa Vadeli Derecelendirme Sembolleri ve Anlamları..... | 22 |
| Tablo 1.8. S&P İşletme Riski Değerlendirme Kriterleri..... | 34 |
| Tablo 1.9. Finansal Kriz Sürecinde S&P'nin Güney Kore Ülke Kredi Notu İndirimleri..... | 49 |
| Tablo 1.10. Finansal Kriz Sürecinde S&P'nin Endonezya Ülke Kredi Notu İndirimleri..... | 50 |
| Tablo 1.11. Kriz Sürecinde Fitch Ratings'in Rusya Ülke Kredi Notu İndirimleri..... | 51 |
| Tablo 1.12. Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar..... | 60 |
| Tablo 1.13. Türkiye'de 1992-1998 Yılları Arasındaki Kredi Notlarının Görünümü (Uzun Dönem Yabancı Para Cinsinden)..... | 66 |
| Tablo 1.14. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi Öncesi ve Sonrasında Türkiye'nin Not Görünümü..... | 71 |
| Tablo 1.15. Türkiye'nin 2002 ve 2003 Yılları Arasındaki Not Görünümü..... | 73 |
| Tablo 1.16. Türkiye'nin 2001 ve 2003 Yılları Arasında Dolar-TL Cinsinden Kredi Notlarının Görünümü..... | 73 |

| | |
|---|----|
| Tablo 1.17. 2003 Yılında Dünya Geneline Verilen Kredi Derecelendirme Notları Sıralamasında Türkiye'nin Yeri | 75 |
| Tablo 1.18. Türkiye'ye Verilen Kredi Notlarının Gelişimi (2003-2004)..... | 77 |
| Tablo 1.19. Türkiye'ye Verilen Kredi Notlarının Gelişimi (2005-2006)..... | 75 |
| Tablo 1.20. Türkiye'ye Verilen Kredi Notlarının Gelişimi Uzun Vade TL Cinsi (2007-2010)..... | 78 |
| Tablo 1.21. Türkiye'ye Verilen Kredi Notlarının Gelişimi Uzun Vade TL Cinsi (2010-2015)..... | 80 |



ŞEKİL LİSTESİ

| | |
|---|----|
| Şekil 2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Piyasa Hakimiyeti..... | 7 |
| Şekil 2.2. S&P'nin Ülke Riski Kriterleri..... | 28 |
| Şekil 2.3. KDK'ların Sektör Derecelendirmesinde Göz Önünde Bulundukları Kriterler..... | 32 |
| Şekil 2.4. Moody's İşletme Riski Kriterleri..... | 34 |
| Şekil 2.5. Fitch'in Şirket Derecelendirmesinde Göz Önünde Bulundurduğu Kriterler..... | 36 |
| Şekil 2.6. Standard and Poors Derecelendirme Süreci..... | 37 |
| Şekil 2.7. Moody's Investors Service Derecelendirme süreci..... | 38 |
| Şekil 2.8. Küresel Sermaye Akımlarının Serbestleşmesi..... | 44 |

ÖZET

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE FİNANSAL KRİZ İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Bu çalışmanın konusu, kredi derecelendirme kuruluşları ve finansal kriz ilişkisinin Türkiye örneğinde incelenmesidir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal kriz öncesi verdikleri notlarla finansal krizler sonrası verdikleri notların incelenerek bu notların tutarlılığının tespit edilmesi amaçlanmaktadır.

Çalışma, kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal krizleri etkilediği ve yatırımcıların kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlara göre pozisyon aldıklarını göstermiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının krizleri öngörememe ve ani not değişimleriyle mevcut finansal krizlerin derinleşmesine neden oldukları tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kredi Derecelendirme, Derecelendirme Kuruluşları, Finansal Kriz, Risk Kriterleri, Ülke Riski.

ABSTRACT

THE RELATIONSHIP OF CREDIT RATING AGENCIES AND THE FINANCIAL CRISIS: A CASE OF TURKEY

The research examines the relationship between credit rating agencies and the financial crises in the light of Turkey. It aims to find out the consistency between the grades which the credit rating agencies declare before financial crises and after financial crises.

The study has indicated that the credit rating agencies affected the financial crises and the investors took positions according to the ratings declared by the credit rating agencies. It has been found out that the credit rating agencies cause the financial crises to deepen owing to the sudden change of ratings and not able to foresee the crisis.

Key Words: Credit Rating, Rating Agencies, Financial Crises, Risk Criteria, Country Risk.

GİRİŞ

19. yüzyılda küreselleşmenin gelişmesi ile birlikte ülkeler arasındaki sınırlar ortadan kaldırılmış ticaret ve sermaye akışı önündeki fiziki, hukuki kısıtlamalar son bulmuştur. Küreselleşme sürecinde sermaye piyasaları arasında bütünleşme sağlanarak yatırımcılara kıtalar arasında yatırım yapma imkânı sağlanmıştır. Bütün bu gelişmeler ile beraber uluslararası alanda faaliyetlerini yürüten uluslararası kurum ve kuruluşların sayısında da bir artış meydana gelmiş, birçok kurum ve kuruluş bu küreselleşme sürecinde ortaya çıkmıştır. Ortaya çıkan bu uluslararası kurum ve kuruluşlardan bir tanesi de kredi derecelendirme kuruluşlarıdır.

Kredi derecelendirme kuruluşları, ülkelerin olası temerrüt hallerini ve borçlarını geri ödenme kapasitesini ve istekliliğini değerlendirip, derecelendirirken yatırımcılara da satın almak istedikleri yatırımın güvenli olup olmadığını gösteren ya da bildiren kuruluşlardır. Ülkelerin sahip oldukları ülke kredi notları hem ekonomik hem de finansal açıdan bir göstergedir. Ülkeler ve şirketler, derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlara göre borç almakta ya da borç vermektedirler. Ayrıca risk seviyesinin oluşturduğu derecelendirme notuna göre de ödenen faiz değişiklik gösterebilmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerine başladıkları 1800'li yıllar ile şu anki dönemi karşılaştığımızda, küreselleşmenin en çok katkı sağladığı sektörlerden birinin derecelendirme sektörü olduğunu görebiliriz. Yaklaşık olarak 200 yıldır faaliyetlerini yürüten, kredi derecelendirme kuruluşlarının ve sahip oldukları sektörün gelişmesine katkı sağlayan diğer bir unsur ise uluslararası piyasaların birbirleriyle bütünleşmesidir. Ülkeler, ekonomik ilişkilerini sağlıklı bir şekilde sürdürürken sermaye de uluslararası alanda serbest olarak dolaşabilmektedir. Ekonomisini geliştirmek isteyen, gelişmekte olan ülkeler ve ekonomik işlevini sürdürmek isteyen gelişmiş ülkeler ihtiyaç duydukları fonları uluslararası piyasalardan temin etmektedirler. Sermaye sahipleri ve fon arz edenler de yatırımlarını yaparken ülkenin kredi riskine göre tercih yapmaktadır.

Bu tercihler kredi açılacak ya da yatırım yapılacak ülkenin ekonomik, mali, politik ve sosyal yapısı incelenerek yapılır. Yatırımcılar ve fon arz edenler için bu analizi bireysel olarak gerçekleştirmek hem maliyetli hem de uzun süreli bir işlem olacağından ülke kredi riskinin hesaplanması, diğer ülkelerin riskleri ile karşılaştırılabilecek şekilde açıklanması profesyonel kurumlarca yani kredi

derecelendirme kuruluşları tarafından yapılmaktadır. Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının işleyişi ve finansal krizler üzerindeki etkisi irdelenmiş ve Türkiye örneği ele alınmıştır.

Bu çalışmanın birinci bölümünde kredi derecelendirme kuruluşu ve kredi derecelendirilmesi, kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihsel gelişimi, kredi derecelendirme kuruluşlarına olan gereksinim, kredi derecelendirme çeşitleri, kredi derecelendirme kuruluşlarının amaç ve faydaları, üç büyük derecelendirme kuruluşu, derecelendirme süreçleri, kredi derecelendirme notları ve anlamları yer almaktadır.

İkinci bölümde finansal kriz kavramı ele alınmış finansal krizlerin ortaya çıkış sebepleri, finansal krizlerin bulaşıcılığı, finansal kriz türleri ele alınmıştır. Ayrıca Türkiye'yi doğrudan etkilemiş olan Güney Doğu Asya ve Rusya krizleri araştırılmış ardından 2008 küresel finans krizi incelenmiştir. Daha sonra yaşanmış olan bu finansal krizlerde derecelendirme kuruluşlarının etkisi incelenmiş ve aralarındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde ise Türkiye'de kredi derecelendirme faaliyetlerinin gelişimi ve derecelendirme mevzuatları incelenmiştir. Ayrıca Türkiye'de yaşanmış olan finansal krizler ve derecelendirme kuruluşlarının bu krizler üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Türkiye'de yaşanmış olan Nisan 1994 Krizi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri incelenmiştir. Her iki finansal kriz araştırılmış krizin nedenleri ortaya koyulmuş ve derecelendirme kuruluşlarının krizler üzerindeki etkisi incelenmiştir. Yaşanmış olan bu finansal krizlerin öncesinde ve sonrasında kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar irdelenmiştir. Son olarak üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye'ye vermiş oldukları ülke kredi notlarının tarihsel gelişimi incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

1.1.1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI

Kredi derecelendirme kavramı Angloamerikan dil grubunda çok çeşitli alanlarda kullanılmakta ve “To Rate” fiilinden türetilmiştir. Kredi derecelendirme, en basit ifadeyle not vererek değerlendirme anlamına gelmektedir¹. Türk dil kurumu ise derecelendirmeyi “şirketlerin, taşınır değerlerinin ticari riskine, ülkelerinde de siyasi risklerine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenip sıralanması olarak” ifade etmiştir².

Derecelendirme bir menkul kıymeti satın alma, satma veya elde tutma önerisi olarak tanımlanmamaktadır³. Kredi derecelendirme: Ortakların veya sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve gruplandırılması olarak ifade edilir⁴.

Ayrıca derecelendirme; ödenmeme riskinin göstergesi olarak planlanan analitik ve aynı zamanda öznel bir aşamadır. Bu aşamada tespit edilen derece türleri, yatırım ve yatırım araçlarının kalitesini ve güvenilirliğini tespiti için tarafsız bir yargıyı ifade eden ve gerek yatırımcılar gerekse diğer tüm taraflar için önemli bir bilgi kaynağıdır⁵. Sonuç olarak derecelendirmeyi, bir bireyin ya da bir kurumun sorumluluklarını vakti geldiğinde yerine getirip getiremeyeceği konusunda fikir yürüten kalitatif ve kantitatif verileri sınıflandıran bir yöntem olarak tanımlayabiliriz.

¹ Melek Acar Boyacıoğlu, *Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Amprik Bir Çalışma*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya 2003, s. 40.

² Türk Dil Kurumu, *İktisat Terimler Sözlüğü*, http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bilimsanat&arama=kelime&guid=TDK.GTS.585eab52562848.04434895 , Erişim Tarihi: 21.11.2015.

³ Nesrin Şirvan, “Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi”, 2004, s. 4. https://www.researchgate.net/publication/267771881_KREDI_DERECELENDIRME_VE_TURKIYE_EKONOMISI, Erişim Tarihi: 09.05.2015.

⁴ Murat Duman, “Derecelendirme Kuruluşlarının Uluslararası Finansal Piyasalardaki Yeri”, <http://dumanmurat.blogspot.com/2012/01/derecelendirme-kuruluslarinin-uluslar.html>, Erişim Tarihi: 10.05.2015.

⁵ Orhan Ökmen, “Derecelendirme Kuruluşları Ülkenin Kaderini Nasıl Etkiler”, <http://www.turcomoney.com/yazar/derecelendirme-kuruluslari-ulkelerin-kaderini-nasil-etkiler.html>, Erişim Tarihi: 10.06.2015.

1.1.2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Dünya genelinde 1980'lerden sonra ulusal bazlı şirketler uluslararası piyasalara hızlı bir şekilde entegre olmuş, sermaye piyasalarının önündeki hukuki ve fiziki sınırlandırılmalar kaldırılmış ve bu süreç ivme kazanarak uluslararası kurum ve kuruluşların sayısını artırmıştır. Artmış olan bu kurum ve kuruluşlardan bir tanesi de kredi derecelendirme kuruluşlarıdır. Kredi derecelendirme kuruluşları 1980'lerden sonra bütün dünyada oldukça yankı uyandıran çalışma raporları yayınlamışlardır. Bundan dolayı sermaye piyasaları, kredi derecelendirme kuruluşlarının bankalar, firmalar, kurumlar ve devletler hakkında yayınlamış oldukları bu raporları dikkatli bir şekilde takip etmeye ve incelemeye başlamışlardır⁶. Küreselleşme ile birlikte finans piyasalarında karar alıcıların esas bilgilere her zaman herkese eşit bir şekilde ulaşamaması sermaye piyasalarının işleyişini aksatmaktadır. Bundan dolayı asimetrik bilgi, piyasaların etkinliğini azaltmakta ve çeşitli sorunlara yol açmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları da piyasalardan oluşan güven sorununu çözen ve piyasalarda oluşabilecek risk seviyesini minimize eden yeri geldiğinde bir ülkeyi, bir firmayı ya da bir kurumu çeşitli semboller kullanarak değerlendiren kuruluşlardır⁷.

Kredi derecelendirme kuruluşları belirli kriterler aracılığıyla ilgili kuruluş, ülke veya menkul değeri inceleyen ve bunları belli bir sıralamaya tabi tutan tarafsız kuruluşlardır⁸. Bunun dışında kredi derecelendirme kuruluşları sermaye piyasalarının etkin, istikrarlı ve güvenilir biçimde çalışmasını sağlayan, özellikle piyasaya sunulan bilgileri zamanında ve doğru bir biçimde analiz etme konusunda eksiklikleri bulunan küçük tasarruf sahiplerini koruyan ve kamuoyunu bilgilendirme görevinin işlerliğini kolaylaştıran sermaye piyasalarına yardımcı kuruluşlardan biri olarak tanımlayabiliriz⁹. Kredi derecelendirme kuruluşları bütün bu çalışmalarını, kredi derecelendirmesini yapmış oldukları kurum, kuruluş ve üçüncü kişilere satmış oldukları derecelendirme raporlarından finanse etmektedirler.

⁶ Roger P. Nye, Selda Eke, "Türkiye'de Kredi derecelendirilmesi", *Activeline Dergisi*, Mayıs 2004, s.1.

⁷ Gökben Altaş, "Kredi Derecelendirme Kurumları", *Sermaye Piyasasında Gündem*, Sayı: 84, Ağustos 2009, s. 20.

⁸ TCMB, "Derecelendirme Nedir", Bülten, Sayı:18, Haziran 2010, s. 2.

http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee/Bulten_Turkce18.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee, Erişim Tarihi: 12.06.2015.

⁹ Erkan Eren, "Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği", *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, Cilt: 4, Sayı: 2, Yıl 2010, s. 113.

1.1.3. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ

19. yüzyılda, ABD’de iç piyasaların gelişmesi ve zamanla uluslararası alanda sermaye piyasalarının hızlı bir büyüme eğilimine girmesi, borç para isteyenler ile bu kişilere borç para verenler arasındaki ilişkilerin hukuki alanda gelişmesini sağlamıştır. Tarihte ilk kredi derecelendirmesi New York’lu manifaturacı Lewis Tappan tarafından 1837-1841 yılları arasında ABD ekonomisindeki büyük batışın ve şirketlerin vermiş oldukları sözleri yerine getirememesinin sonucunda gerçekleşmiştir¹⁰. Daha sonra Cincinnati’li bir avukat olan ve borç ödeme sıkıntısı içerisindeki tüccarların davalarına vekillik ettiği sıralarda elde ettiği bilgileri New York toptancılarına satan John Bradstreet, 1849 yılında “Bradstreet Company” şirketini kurdu. 1933 yılında bu iki şirket “Dun and Bradstreet” adlı bir kuruluşta birleştiler ve bu şirket 1962 yılında “Moody’s Investors Service” olarak piyasada yer edindi¹¹.

1900’lü yıllara gelindiğinde John Moody, toplumdaki yatırım ihtiyacını görerek “John Moody & Company” adlı şirketi kurarak Endüstriyel ve Muhtelif Menkul Kıymetler raporunu yayınlamıştır. Yayımlanan bu raporda firmalarla ilgili bilgi ve istatistiklere yer verilmiş ayrıca 1909 yılında da firma borçları için ilk derecelendirme sembollerini kullanmıştır. Kullanmış olduğu bu semboller A-B-C ve D harfleri ile gösterilmektedir. Geri ödenmeme riski olmayan A, geri ödenmeme riski az olan B, C- D ise geri ödenmesi güç olan borcun derecesini ifade etmek için kullanmıştır¹².

1913 yılında ise Fitch Publishing Company kurulmuş ve 1922 yılında tüm tahvil türlerini derecelendirmiştir. 1978 yılında IBCA Ltd adlı derecelendirme şirketi ile birleşen Fitch daha sonra FitchIBCA ismini almış 2000 yılında ise FitchIBCA “Duff & Phelps”, “Thomsom Bank Watc” bünyesine katarak uluslararası piyasalarda

¹⁰ Erdiñ Tutar, Filiz Tutar ve Mehmet Vahit Eren, “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye”, *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı:25, Temmuz-Ağustos 2011, s. 3.

¹¹ Mehmet Yazıcı, “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi”, s. 5. http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/82/Mehmet_Yazici_Kredi_Derecelendirme_Kuruluslari_nin_Onemi_ve_Denetimi.pdf, Erişim Tarihi: 25.06.2015.

¹² Loni Aslan Mukatel, *Ülke Derecelendirme Notlarının Borsa Endekslerine Etkisi: İMBK 100 Endeksi Üzerine Bir Model Denemesi*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul 2006, s. 33-34.

etkinliğini artırmıştır¹³. 1913 yılında şirketlerin performansını yayınlayan bir şirket olarak kurulan Fitch, günümüzde kullanılan üç harfli derecelendirme skalasını 1924 yılında ortaya çıkarmıştır. Derecelendirmeler ABD borsasının çöküşünün ardından ilk kez 1931 yılında düzenleyici amaçlarla kullanılmıştır. 1941 yılında ise Standard and Poor's derecelendirme şirketi kurulmuştur¹⁴.

Küreselleşme ile birlikte sermaye hareketi önündeki engellerin kalkması derecelendirme şirketlerinin faaliyetlerini uluslararası alanda yapmasına olanak sağlamıştır. Moody's Investors Service ilk ülke notunu 1949 yılında ABD 'ye vermiş, Standard and Poor's 1975'te ve Fitch/IBCA ise 1994 yılında ilk ülke derecelendirmesinde bulunmuştur¹⁵. Derecelendirme kuruluşlarının hızlı bir şekilde gelişmesi ve faaliyet alanlarının çeşitlenmesi bu kuruluşların hukuki statüsünün sorgulanmasına neden olmuştur.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının (KDK) işlevlerine yönelik ilk hukuki düzenlemeler bu çalışmaların ilk yer aldığı piyasa olan ABD Sermaye Piyasası Kurulu SEC (Securities and Exchange Commission) tarafından yapılmıştır. SEC, KDK'ların etkinliklerini ve piyasaya giriş çıkışlarını düzenlemek amacıyla, 1975 yılından itibaren piyasalar tarafından güvenilirliği kabul edilmiş olan KDK'lara "ulusal kabul görmüş istatistikî derecelendirme kuruluşları (NRSRO)" ismini vermiştir. 2008 yılı Eylül ayı itibarıyla NRSRO statüsüne sahip 10 KDK bulunmaktadır. Bunlar, Moody's Investor Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings, A. M. Best Company, Dominion Bond Rating Service Ltd., Japan Credit Rating Agency Ltd., R&I Inc., Egan-Jones Ratings Company, LACE Financial, Realpoint LLC'dir¹⁶.

Ayrıca günümüzde derecelendirme faaliyetlerinde bulunan birçok derecelendirme kuruluşu vardır. Uluslararası ödemeler bankası raporuna göre tüm dünyada yaklaşık olarak 150 derecelendirme kuruluşu mevcuttur. Mevcut olan bu derecelendirme kuruluşları arasında piyasada etkin olan ve verdiği kararlar ile piyasaların seyrini değiştiren, dünya genelinde neredeyse bütün ülkeleri derecelendiren ve onlar hakkında raporlar yayınlayan tek kuruluş oldukları için bu üç

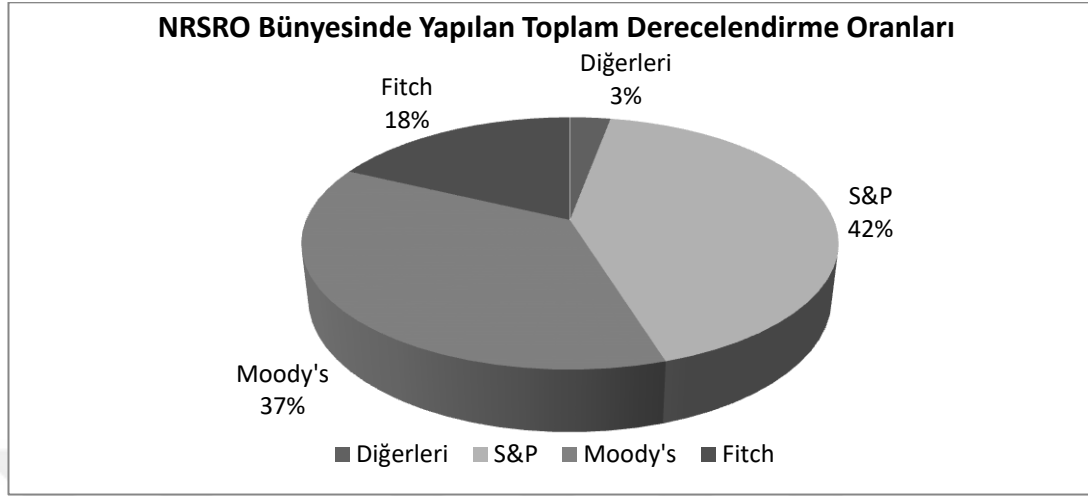
¹³ Boyacıoğlu, s. 45-46.

¹⁴ TCMB, s. 3.

¹⁵ Burhan Kabadayı, *Ülke Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler: Yükselen Ekonomiler ve Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum 2012, s. 5.

¹⁶ TCMB, s. 3.

büyük derecelendirme kuruluşu, Moodys Investors Service, Standard and Poors ve FitchIBCA¹⁷ derecelendirme kuruluşları bu çalışmamızda incelenecektir.



Şekil 2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Piyasa Hakimiyeti

Kaynak:<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0312.pdf>, 29 Kasım 2015.

Şekil 2.1’de gösterildiği gibi NRSRO bünyesinde yapılan derecelendirme faaliyetlerinin % 97’si Moody’s, Standard and Poor’s ve Fitch tarafından yapılmaktadır. ABD kökenli NRSRO bünyesindeki 10 KDK 2010 yılında toplam 2.816.599 adet kredi derecelendirme işlemi yapmış ve bunların 2.734.711 adedi üç büyükler olaraktan bilinen Moody’s, Standard & Poor’s ve Fitch tarafından yapılmıştır. Yapılan bu derecelendirme faaliyeti yaklaşık olarak piyasanın % 97’lik orana denk gelmektedir. Yine bu KDK’ların 2010 yılı içerisinde totaldeki hasılatları da NRSRO içerisinde yer alan tüm KDK’ların hasılatlarının toplamının % 97’si olan 3,5 milyar dolar civarındadır. Şekil 2.1’deki bilgiler küresel piyasalarda yapılan derecelendirme faaliyetleri içerisinde üç büyük derecelendirme kuruluşunun (Moody’s, S&P ve Fitch) kredi derecelendirme sektöründeki etkisini anlamak için yeterlidir¹⁸. Dünyada yapılan her 100 derecelendirme işleminin 97 tanesi piyasaya hâkim olan bu üç kredi derecelendirme kuruluşu tarafından yapılmakta olduğunu görmekteyiz. Bunun temel nedeni hem çok köklü derecelendirme kuruluşları olmaları hem de çok profesyonel bir ekip tarafından yazılan ve ardından yayınlanan raporların olması gelmektedir.

¹⁷ Kabadayı, s. 5-6.

¹⁸ Annual Report on Nationally Recognized, “Statistical Rating Organizations, U.S. Securities and Exchange Commission”, March 2012, s. 9-11.

<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0312.pdf>, Erişim Tarihi: 29.11.2015.

1.1.4. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA OLAN GEREKSİNİM

Yüzyılı aşan bir geçmişe sahip olan kredi derecelendirme kuruluşları özellikle 1980’li yıllardan itibaren neo-liberal politikaların etkinliğinin artması ve finansal liberalizasyon süreçlerinin ulusal piyasaları birbirlerine bağımlı hale getirmesi ile uluslararası bir öneme sahip olmuşlardır. Küreselleşme sürecinin de etkisi ile artan liberalleşme ve finansal bütünleşme eğilimleri sermaye mobilitesindeki artışı hızlandırarak doğru enstrümanlarla doğru alanlara yatırım yapılabilmesini güçleştirmiştir. Bundan dolayı ulusal ve küresel nitelikte güvenilir ekonomik ve finansal bilgilere ulaşılabilmesi önem kazanmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları kamuoyunun söz konusu beklentilerini karşılayacak bilgilerin belirli bir disiplin ve metodoloji ile toplanması, izlenmesi, değerlendirilmesi ve ilgililere servis edilmesi konusunda önemli bir görev üstlenmiş bulunmaktadır¹⁹.

Bundan dolayı gerek yasal, gerekse gönüllü açıklamalar çerçevesinde kamuoyunun bilinçlenmesi çok önem arz etmektedir. Mali piyasalar ile karar alıcılar arasında önemli veri sağlayan aynı zamanda bilgi kirliliğini ortadan kaldıran bir faaliyet olarak ifade edilen kredi derecelendirme işlemi bu ihtiyaçların sonucunda piyasalarda ortaya çıkmışlardır²⁰.

Ayrıca yatırım alanlarının genişlemesi ve finansal araçların çeşitlenmesi, sermaye hareketlerinin hızlanması, kredili işlemlerin yaygınlaşması, finans kurumlarının ekonomik yaşamda etkinliklerinin artması ve finansal risklerin daha karmaşık hale geldiği bir dönemde, yol gösterici, denetleyici, uyarıcı değerlemelere standart, tekdüzelik kazandırıcı kurumların bu gereksinimini derecelendirme kuruluşları karşılamışlardır. Bu yüzden ekonomik yaşamın, finansal faaliyetlerin ve piyasaların bu gereksinimi karşılamaya yönelik kurumların başında, kredi derecelendirme kuruluşları (KDK) yer almışlardır²¹.

Bu gerekliliği ortaya çıkaran nedenlerden diğer bir tanesi ise kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notların piyasa alıcıları için hayati

¹⁹ Murat Demir, Fehiman Eminer, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşünceler”, *EUL Journal of Social Sciences (V:II) LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Aralık 2014, s. 96-97.

²⁰ Erdal Tanas Karagöl ve Ülkü İstiklal Mihçioğur, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar”, *SETA RAPOR*, Eylül 2012, s. 8.

²¹ Öztin Akgüç, “Kredi Derecelendirme Kurumları”, *Cumhuriyet Gazetesi*, 6 Temmuz 2012. http://www.cumhuriyet.com.tr/koseyazisi/355080/Kredi_Derecelendirme_Kurumlari_.html, Erişim Tarihi: 10.07.2015.

öneme sahip olmasıdır. Örneğin derecelendirme notu düşük olan bir kurum uluslararası piyasalarda daha pahalıya borçlanmakta, bu borcu veren taraf ise daha yüksek bir faiz kazanmaktadır. Öte yandan düşük bir not alan ülkenin ihraç mallarına olan talep düşük olacak, risk primi yükselecek ve dış finansman koşulları zorlaşacaktır. Bu durumdaki ihraççı daha pahalıya borçlanacak veya daha yüksek oranda faiz vermek zorunda kalacaktır.

İngiltere, ABD, İsviçre, Fransa, İtalya gibi devletlerin kendi ülkelerindeki finansal kurum/kuruluşları veya diğer şirketlerin faaliyetleri derecelendirme kuruluşlarının notlarına bağlıdır. Belli bir kredi derecelendirme notuna sahip olmayan herhangi bir ülke, banka, şirket veya diğer alanlarda tahvil ve bonolarını değerlendirmek isteyenler İngiltere, ABD, İsviçre, Fransa, İtalya gibi devletlerin sermaye piyasalarında değerlendiremezler. Bu da derecelendirme kuruluşlarının önemini daha da artırmaktadır²². Bu ülkelerde böyle bir hukuki durumun var olması borç talep edenler açısından sorun olabilmekte ve kredi derecelendirme kuruluşlarının objektifliğine gölge düşürebilmektedir. Şöyle ki ABD piyasalarında borç talep edenler NRSRO bünyesinde faaliyetlerini yürüten kredi derecelendirme kuruluşlarından bir tanesinden belli bir not almak zorundadır ama almış olduğu bu derecelendirme notu ile Japonya veya Çin piyasalarında borçlanamamakta ancak bu ülkelerin kendi kredi derecelendirme notunu aldıktan sonra borç talep edebilmektedir. Bu durum bütün ülkelerde değil belli başlı ülkelerde ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının önemini ve gerekliliğini daha çok artırmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları iki farklı şekilde ülkeleri, kurumları veya kuruluşları derecelendirmektedir. Birincisi ülkelerin talepleri doğrultusunda yapılan derecelendirme, ikincisi ise talep olmaksızın yapılan derecelendirme. Ülkelerin veya kurum/kuruluşların talepleri doğrultusunda yapılan derecelendirme işlemlerinde ülke veya kurum/kuruluşlar verilerini derecelendirme kuruluşları ile paylaşırlar ve bunun sonucundan not alırlar ayrıca bu hizmet için derecelendirme kuruluşları belli bir ücret talep etmektedirler. Talep olmaksızın yapılan derecelendirme ise derecelendirme kuruluşlarının herkese açık verilerden yararlanarak yapmış olduğu derecelendirme faaliyetidir bunun için herhangi bir ücret talep etmemektedir.

²² Mukatel, s. 84-85.

1.1.5. KREDİ DERECELENDİRME ÇEŞİTLERİ

Amerika birleşik devletlerinde ve diğer ülkelerdeki ekonomi çevrelerinde meydana gelen gelişmelere paralel olarak kredi derecelendirme kuruluşları, yeni çıkarılan araçların değerlendirilmesine imkân tanımak amacıyla derecelendirme faaliyetinde farklılaştırma zorunluluğu hissetmişlerdir²³. Buna göre kredi derecelendirme faaliyetini vadelerine ve türlerine göre iki gruba ayırmışlardır²⁴.

1.1.5.1. Vadelerine Göre Derecelendirme

Vadelerine göre kredi derecelendirme uzun vadeli derecelendirme ve kısa vadeli kredi derecelendirme olmak üzere iki farklı şekilde sınıflandırmışlardır. Uzun vadeli kredi derecelendirme; ihraççının kurumsal kalitesi üzerinde bulunduğu sektördeki temel ekonomik ve finansal özelliklerine dayanılarak oluşturulur. Bu derecelendirme çeşidinde ekonomik duruma duyarlılık ve çeşitli riskler içeren rekabet, yasal düzenlemeler, teknolojik gelişmeler, talep değişimleri, yönetim kalitesi gibi unsurlardan etkilenme düzeyi göz önünde bulundurulur²⁵.

Kısa vadeli kredi derecelendirme ise; bir yıla kadar olan bütün yükümlülüklerinin karşılanabilmesi için likidite ve sermaye kaynaklarına ulaşma imkânının değerlendirilmesidir²⁶. Derecelendirmeyi uzun veya kısa vadeye göre ayırmaları ülkelerin ve şirketlerin finansal ve reel ekonomi alanında sağlam adımlar atmak istemesinden kaynaklanmaktadır²⁷. Bunlar, piyasaya daha fazla hâkim olma ve kararlı bir şekilde adım atmak için yapılan adımlardır. Vadelerine göre ayırmanın yapılması piyasalar için daha rasyonel veriler sağlamakta ve yatırımcıların risklerini minimize etmeyi sağlar çünkü kısa vadede ödemeler dengesinde sorun yaşamayan ihraççılar uzun vadede ödeme güçlüğü çekebilir ve risk payını daha fazla oluşturabilir. Özellikle uzun vadeli büyük yatırımların günümüzde çoğalması ve yatırım maliyetlerinin büyük meblağlara ulaşması sermaye ihracı gerçekleştirenler için risk ölçümü yapmak ve bunu öngörerek risklerini minimize etmek onlara birçok büyük avantaj sağlayacaktır.

²³ Adalet Hazar, *Bankaların Risk Derecelendirmesi Model Önerisi ve Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2009, s. 10.

²⁴ Ahmet Ulusoy, *Devlet Borçlanması*, 4.Baskı, Trabzon, Aksakal Kitabevi, 2009, s. 177.

²⁵ Ayşe Botan Berker, "Derecelendirme Kuruluşları", s. 2-3.

http://www.fitchratings.com.tr/ftp/derecelendirme/drc_23.pdf, Erişim Tarihi: 10.07.2015.

²⁶ Berker, s. 2-3.

²⁷ Tutar ve Eren, s. 3.

1.1.5.2. Türlerine Göre Derecelendirme

Türlerine göre kredi derecelendirme ise döviz veya yerel para cinsinden yapılan kredi derecelendirme işlemi olarak sınıflandırılmaktadır. Uluslararası döviz cinsinden derecelendirme; bir kurumun ya da ülkenin döviz yükümlülüklerinin döviz kazanarak ödeyebilme kabiliyetinin değerlendirilmesidir. Bu döviz çıkışına sınırlandırma riski ile döviz piyasalarının kapanma riskini gösteren konvertibilite riskinin döviz ile dikkate alınması anlamına gelir²⁸. Yerel para cinsinden derecelendirme ise herhangi bir kuruluşun yerel para cinsi yükümlülüklerini ödeyebilme kabiliyetinin değerlendirilmesidir²⁹. Uluslararası yerel para cinsinden derecelendirme ise kurumun yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme kabiliyetinin uluslararası kriterlere göre değerlendirilmesi olarak tanımlanır. Bu işlemlerde konvertibilite riski hariç tüm ülke riskleri göz önüne alınır³⁰.

Kredi derecelendirmede, ülkelerin ulusal yerel para cinsinden kredi notları ile uluslararası döviz cinsinden notlarının farklı olmasında en önemli etken para politikasının esnekliğidir. Uygulamada genellikle ulusal yerel para cinsinden kredi notlarının uluslararası döviz cinsinden notlarından daha yüksek olması beklenir. Ancak, siyasi koşullar ya da para veya maliye politikasının esnekliği ülkenin sınırları içerisinde uyguladığı politikaları kısıtlıyorsa (parasal birliğe dâhil olunması, yerel işlemlerde bir başka ülkenin parasına bağımlı olunması, uzun süreli ve büyük mali dengesizlikler yaşanması, yerel para cinsinden borçlanma piyasalarının gelişmemiş olması, zayıf politik kurumlar ve politikaların uygulamaya konulmasında karşılaşılan sorunlar nedeniyle) her iki not da aynı olabilmektedir³¹.

²⁸ Hazar, s. 11.

²⁹ Ulusoy, s. 177.

³⁰ Hazar, s. 11.

³¹ Ulusoy, s. 117.

1.1.6. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE BAZI DERECELENDİRME KURULUŞLARININ KULLANMIŞ OLDUKLARI DERECELENDİRME SEMBOLLERİNİN ANLAMLARI

Küreselleşme ile birlikte ekonomik sistemlerde değişiklikler meydana gelmiş, ulusal bazlı bir ekonomi politikası yerine uluslararası ekonomi politikaları benimsenmeye başlanılmıştır. Özellikle 1980’li yıllardan sonra sermaye piyasalarının önündeki fiziki ve hukuki engeller ortadan kaldırılmış ve küreselleşme süreci ivme kazanmıştır. Bu dönemden sonra ülkeler kapalı bir ekonomi politikası yerine uluslararası piyasalar ile bütünleşme politikası, yani serbest piyasa ekonomisini tercih etmişlerdir. Bundan dolayı da KDK’ların önemi artmıştır. Finans piyasalarında derecelendirme faaliyetinde bulunan kredi derecelendirme kuruluşları içerisinde piyasanın % 97’sine hâkim olan Moody’s Investors Service, Standard and Poor’s ve FithIBCA derecelendirme kuruluşlarının kullanmış oldukları not skalaları piyasalar için önem arz etmiştir.

Bu derecelendirme kuruluşları, yaptıkları inceleme sonucunda borçlanma araçlarına ilişkin görüşlerini özet halinde kamuya açıklamak için bazı semboller yardımıyla saptanan risk düzeyini belirlemektedirler. Kullanılan semboller her bir derecelendirme kuruluşları için birbirine yakın olmakla birlikte farklıdır. Diğer taraftan verilen derecelerin anlamları borçlanma aracının türüne göre farklılıklar gösterebilmektedir. Derece tanımlamaları, vadeye (kısa-uzun) göre de değişik sembollerle gösterilmektedir³².

KDK’ların yapmış olduğu analizler bütün yatırım yapmak isteyenlerin kavrayabileceği bir biçimde duyurulmaktadır. Semboller ile gösterilen harflerin kolaylığı ve ifade ettiği anlamların arkasında, bu kuruluşların her derecelendirme işlemi için yaptığı çalışmalar ve elde ettiği bilgiler yer alır. Ayrıca derecelendirme firmaları verdikleri notları harflerle AAA, BBB, CCC veya DDD şeklinde ifade etmektedirler. Bu harflerle birlikte kullandıkları “ + ” (Pozitif), “ - ” (Negatif) işaretleriyle ya da 1, 2, 3 gibi sayılarla ifade ederler. Alfabe de daha önce yer alan harf, daha sonra yer alan harfe göre, daha düşük sayı daha yüksek sayıya göre, pozitif

³²Sinan Özer, *Basel II Çerçevesinde Derecelendirme Modellerinin Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesinde Uygulanabilirliği*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, T.C Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2007, s. 19.

işareti ise negatif işarete göre ilgili kategorideki daha iyi durumu yansıtır³³. Bunun dışında derecelendirme sürecinde kullanılan semboller, yatırım derecesi ve spekülâtif derece olarak kategorize edilir. Buna göre yatırım derecesine sahip olan menkul kıymet ihraççıların finansal yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirebilme gücü yüksek, spekülâtif dereceye sahip olanların ise düşük olarak kabul edilir. Kısa vadede spekülâtif derecelendirilen bir ihraççının, uzun vadede yatırım derecesi alamadığına da sıkça rastlanılmaktadır³⁴. KDK'lar ‘pozitif’, ‘negatif’, ‘durağan’, ‘+’ veya ‘-’ işaretleri birkaç yıl içinde notun değişime uğrayabileceğinin sinyalini belirtmek için kullanırlar.

1.1.6.1. Moody's Investors Service Sembolleri ve Anlamları

Uluslararası piyasalarda derecelendirme faaliyetinde bağımsız bir şirket olan Moody's Investors Service, 1900'lü yıllarda John Moody tarafından kurulmuştur. Moody's ilk kez 1909 yılında 250 büyük Amerikan demiryolu şirketinin 1500'ün üzerindeki tahvilini Aaa'dan C'ye kadar olan derecelendirme sembollerini kullanarak derecelendirmiştir. Moody's 1913 yılında çalışma alanını genişleterek endüstri şirketleri ve kamu kuruluşlarının da derecelendirmesini yapmıştır. Daha sonraları Moody's Investors Service'nin yapmış olduğu derecelendirmelerin tahvil piyasasında önemi artmış ve Amerikan tahvil piyasasının % 100'nü kapsar hale gelmiştir³⁵.

Moody's Investors Service, günümüzde yaklaşık olarak 31 ülkede 8.300 çalışanı ile kredi derecelendirme, araştırmalar ve analizler yapmaktadır. Moody's şirketi 2012 verilerine göre 2,7 milyar dolar gelir elde etmiştir. Ayrıca Moody's Investors Service dünyanın en önde gelen derecelendirme kuruluşlarından biridir. Bir asırlık bir tecrübesi ve uzman ekibi ile mali piyasalara şeffaf ve güvenilir bilgiler sunmaktadır.

Moody's Investors Service'nin merkezi New York'ta olmak üzere Dubai, Çin, Hindistan, Kıbrıs, İspanya, Brezilya, Rusya, Japonya ve Polonya da ofisleri bulunmaktadır. Moody's Investors Service birden fazla şirket ile birlikte çalışmaktadır. Bu şirketler 1992 yılında Çin'de kurulan CCXI, Hindistan'da ICRA,

³³ Mukatel, s. 24.

³⁴ Boyacıoğlu, s. 91.

³⁵ Boyacıoğlu, s. 85.

1986 yılında Kore’de kurulan KIS, Mısır’da MERİS, 2003’te İsrail’de kurulan Midroep, Peru’da Equilibrium, Moskova’da MIRA olarak karşımıza çıkmaktadır³⁶.

Moodys dünya çapında yapmış olduğu derecelendirmeler, analizler ve araştırmalar ile borç verenlere plasman araçlarının taşıdıkları tehlikeleri ve hâlihazırdaki vaziyetleri açısından kolay anlaşılır bilgi sağlar. Ayrıca yapmış olduğu bu hizmet karşılığında şirketlerden belli bir miktar ücret almaktadır. Örneğin herhangi bir firma kredi derecelendirmesi talep ederse şirketinin büyüklüğü ve borç yapısına göre 10.000 \$ ile 60.000 \$ arasında bir hizmet bedelini ödemek zorundadır³⁷. Moody’s Investors Service bu güne kadar; 110 ülkede, 13.000 kurumsal ihraççıları, 26.000 kamu maliyesi ihraççıları, 109.000 yapılandırılmış finansman yükümlülüklerini derecelendirerek yatırımcıları bilgilendirmiş ayrıca piyasaların birbirine uyumlu olmasına yardımcı olmuş bir kuruluştur³⁸.

Moody’s bir ülkeyi derecelendirirken kısa veya uzun vadeli derecelendirme türüne göre değerlendirmelerini yapar ve ona göre notunu belirler. Ayrıca Moody’s birçok alanda derecelendirme faaliyetini sürdürmektedir. Örneğin ülke notu, sektör notu, piyasa notu, banka notu, döviz notu, yerel para notu ve vb. alanlarda derecelendirmeler yaparak not verir. Moody’s uzun vadeli ve kısa vadeli derecelendirme olmak üzere iki farklı derecelendirme sembolü kullanır. Bunlardan uzun vadeli derecelendirme bir yıldan daha uzun bir süreyi kapsayan ve bütün sorumluluklarını yerine getirebilen, sermaye ve likidite kaynaklarına ulaşma olanağının değerlendirilmesi iken kısa vadeli derecelendirme ise bir yıldan daha kısa bir süreyi kapsayan bütün sorumluluklarını yerine getirebilmesi için sermaye ya da likidite kaynaklarına ulaşma olanaklarının incelenmesidir³⁹.

Bu işlemleri yaparken de çeşitli harfler ile sembolize etmektedir. Bu semboller derecelendirmenin vadesine göre değişiklik gösterebilmektedir. Örneğin uzun vadeli derecelendirmede harfler kullanılırken kısa vadeli derecelendirmelerde seviye belirterek derecelendirme yapılmıştır. Moody’s uzun vadeli

³⁶ Moody’s Investors Service, About Us, <https://www.moodys.com/Pages/car002001.aspx>, Erişim Tarihi: 25.07.2015.

³⁷ <http://www.biraz.gen.tr/bankacilik/derecelendirme-kuruluslari>, Erişim Tarihi: 25 Temmuz 2015.

³⁸ Moody’s Role In The Global Capital Markets, s.1. <https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/Moody's%20Investors%20Service%20Descriptor.pdf>, Erişim Tarihi: 25.07.2015.

³⁹ Berker, s. 3.

derecelendirmeleri vadesi bir yıldan daha uzun olan derecelendirmeyi ifade etmek için kullanır ve aşağıdaki gibi sembolize eder.

Tablo 1.1. Moody’s Investors Service Uzun Vadeli Derecelendirme Sembolleri ve Anlamları

| NOT | ANLAMI |
|------------|---|
| Aaa | Bu kategoride yer alan borç senetleri kaliteleri son derece yüksek birinci sınıf menkul kıymetler olarak bilinir. Bu tip menkul kıymetlerde borcun anapara ve faizinin geri ödenmesi tam olarak garanti altına alınmıştır. |
| Aa | Bu kategorideki borç senetlerinin de kalitesi oldukça yüksektir. Buna karşın borcun geri ödenmesine ilişkin güvenlik marjı bir üst kategoriye göre daha düşük olabilir. |
| A | Borcun anapara ve faizinin geri ödenmesi durumu gücü yeterli düzeyde olmakla birlikte gelecekte şartların kötüleşmesinden olumsuz yönden etkilenebilir. |
| Baa | Bu kategorideki borç senetleri orta kalitede menkul kıymetler olarak kabul edilmektedir. Bu tip borç senetlerinden borcun anapara ve faizinin geri ödenme garantisi düşük görünmektedir. Ayrıca bu gruptaki menkul kıymetler yatırım niteliklerinin yanı sıra bünyelerinde spekülasyon özelliği taşımaktadır. |
| Ba | Bu kategoride derecelendirilen borç senetleri tam olarak garanti altına alınmadıkları için spekülasyon özelliği gösterirler. Bu tip borç senetleri açısından borcun anapara ve faizinin geri ödenmesi gücü orta düzeyde olup, gelecekle ilgili bir belirsizlik söz konusudur. |
| B | Bu dereceyi alan borç senetlerinin geri ödenmesine ilişkin güven oldukça düşüktür, bu senetlerin yatırım özelliği azdır ve bunlar daha çok spekülasyon nitelik taşırlar. |
| Caa | Bu gruptaki borç senetlerinin güvenilirliği oldukça düşüktür ve hatta bu senetler ödenmeme riski ile karşı karşıyadır |
| Ca | Bu kategorideki borç senetleri en yüksek spekülasyon özelliği sahiplerdir. Bu menkul kıymetler çoğunlukla ödenmemekte veya borç sözleşmesine ilişkin aksaklıklarla karşılaşmaktadır. |
| C | Bu kategorideki borç senetleri en düşük seviyeye sahiptirler. Ayrıca olağanüstü kötü şartlara haiz olup, gerçek anlamda yatırım değeri taşımamaktadır. |

Kaynak: https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004, Erişim Tarihi: 20 Ağustos 2015.

Moody’s kısa vadeli derecelendirmeyi vadesi bir yıl geçmemek koşuluyla derecelendirir. Yapılan bu derecelendirme ile derecelendirmeye tabi tutulan kurum veya kuruluşun borç yükümlülüğünü yerine getirip getiremediği konusunda bir sınıflandırma yapar. Bu derecelendirmeyi yaparken 4 kategoriye göre sınıflandırır ve ‘prime-1’ en yüksek not kalitesini ifade etmede kullanırken ‘not prime’ ise borç yükümlülüğünü yerine getiremeyeceğini ifade etmekte ve not verilmemektedir.

Moody's'in kısa vadeli derecelendirme sembollerinin hangi anlamları ifade ettiği ise aşağıdaki Tablo 1.2'de gösterilmiştir⁴⁰.

Tablo 1.2. Moody's Investors Service Kısa Vadeli Derecelendirme Sembolleri ve Anlamları

| NOT | ANLAMI |
|------------------|--|
| Prime-1 | Menkul kıymet ihraççısının ya da destekleyen kurumların kısa vadede borç yükümlülüklerini yerine getirme gücü oldukça yüksektir. |
| Prime-2 | Bu kategorideki ihraççıların ya da destekleyen kurumları kısa vadede borçlarını ödeme gücü yüksektir ama bir üst kategoriye göre düşüktür. |
| Prime-3 | Bu kategoride yer alan ihraççılar veya destekleyen kurumlar kısa vadede yükümlülüklerini yerine getirme gücüne sahiptir. |
| Not-Prime | Bu grupta yer alan ihraççı herhangi bir derecelendirme kategorisine girememektedir |

Kaynak: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004_
Erişim Tarihi: 20 Ağustos 2015.

Ayrıca aşağıdaki Tablo 1.3'te ise moody's investors service'nin uzun dönem derecelendirme ile kısa dönem derecelendirme arasındaki bağ gösterilmektedir.

Tablo 1.3. Moody's Investors Service Uzun Vadeli ve Kısa Vadeli Notlar Arasındaki Bağ

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

Kaynak: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004_
Erişim Tarihi: 20 Ağustos 2015.

Moody's Tablo 1.3'te Aaa'dan-Caa'ye kadar olan derecelendirme kategorileri için rakamlar da kullanmaktadır. "1" rakamı kategorideki en üst düzeyi, "2" rakamı orta düzeyi ve "3" rakamı da en düşük düzeyi ifade etmektedir. Not prime ise herhangi bir nota sahip olmadığını ifade etmek için kullanmıştır.

⁴⁰ Moody's Investors Service, "Rating Symbols & Definitions", August 2015, s. 6.

1.1.6.2. Standard and Poor's Sembolleri ve Anlamları

S&P'ün derecelendirme kuruluşunun tarihi 1860'lı yıllara dayanır. 1860'lı yıllarda Henry Varnum Poor tarafından ABD'nin kanal ve demir yollarına ait belgeleri yayınlamış ve prensip olarak da “Yatırımcının Öğrenme Hakkını” benimsemiştir⁴¹. ABD sermaye piyasası komisyonuna göre (SEC) ulusal kabul görmüş derecelendirme kurumu (NRSRO) olarak tanımlanan ilk firmalardan biri olan Standard and Poor's 1906 yılında Standard istatistiki bilgi sağlamak amacıyla kurulmuştur. 1916 yılında firma bonolarını derecelendirmeye başlayan kurum, 1941 yılında finansal bilgi sağlamak için 1860 yılında kurulan Poors yayıncılık ile birleşerek Standard and Poor's (S&P) adını almıştır. 1966 yılından itibaren ise faaliyetlerine MC GRAW-HILL şirketler gurubu altında devam etmektedir⁴².

Standard and Poor's derecelendirme kuruluşu merkezi New York'ta olmak üzere 26 ülkede ofisi bulunmaktadır. S&P 1400'den fazla analist ve uzman ile derecelendirme faaliyetini sürdürmektedir. S&P'ün bünyesinde çalışan bu analizciler küresel piyasalarda ki en başarılı analistlerden ve geleceği çok iyi okuyabilen soyut düşünebilen istatistikçilerden oluşmaktadır. Ayrıca tüm dünya da 127 ülkenin derecelendirmesini yapmaktadır. Toplamda bugüne kadar 47.5 trilyon dolar nominal değerinde 1.2 milyondan daha fazla menkul değer derecelendirmesi yapmıştır⁴³. Moody's gibi S&P derecelendirme kuruluşu da bünyesinde birçok şirketi barındırmaktadır. Bünyesinde barındırmış olduğu en büyük şirket Kanada Tahvil Derecelendirme (Canadian Bond Rating Service) Şirketidir. 31.12.2000 tarihine kadar faaliyetlerini bağımsız şekilde yürüten Kanada Tahvil Derecelendirme Şirketi (CBRS) bu tarihten sonra şirketini Standart and Poor's ile birleştirmiştir 1972 yılından bu yana faaliyette bulunan CBRS şirketi; halen 460 Kanada menşeli şirketi, finansal kurumları, kamu kuruluşları ve diğer finansal kuruluşları derecelendirme portföyünde tutmaktadır. S&P ile birleştikten sonra CBRS şirketinin derecelendirme notları küresel anlamda daha fazla kabul görmeye başlamış ve önemi artmıştır⁴⁴.

⁴¹ Standard and Poor's, Guide to Credit Rating Essentials, s. 1.

http://img.en25.com/Web/StandardandPoors/SP_CreditRatingsGuide.pdf, Erişim Tarihi: 15.08.2015.

⁴² Altaş, s. 27.

⁴³ Standard and Poor's, “The Role of Credit Rating Agencies In The Financial System”, Global Credit Portal, 13. September 2013, s. 1.

⁴⁴ Nadide Sevil Halıcı, *Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, Aralık 2005, s. 81.

S&P'nin uzun vadeli derecelendirdiği firmalara veya ülkelere, vermiş olduğu notlar ve anlamları Tablo 1.4'te gösterilmiştir.

Tablo 1.4. S&P Uzun Vadeli Derecelendirme Sembolleri ve Anlamları

| NOT | ANLAMI |
|-----|--|
| AAA | Borcun anapara ve faizinin geri ödenmesinde olağanüstü büyük bir yeterliliği temsil etmektedir |
| AA | Borcun anapara ve faizinin geri ödenmesinde çok büyük bir gücü ifade eden bu kategori, bir üst derecelendirme sınıfı ile çok az farklılık göstermektedir. |
| A | Anapara ve faizin geri ödenmesinde güçlü olmakla birlikte bir üst dereceye nazaran dış şartlardaki ve ekonomik durumdaki değişikliklerin sürekli etkilerine karşı daha duyarlıdır. |
| BBB | Bu kategoride borcun anapara ve faizinin geri ödenmesi yeterli düzeyde olmakla birlikte bu yeterlilik, şartlarda oluşabilecek değişiklikler nedeniyle zayıflayabilir. |
| BB | Spekülatif olarak derecelendirilmiş diğer menkul kıymetlere nazaran bu gruptaki borçların geri ödenmemesi riski daha düşüktür. Ancak mali ve ekonomik koşullardaki olumsuz değişiklikler, anapara ve faizin zamanında geri ödenmemesi gücünü zayıflatabilir. |
| B | Borcun anapara ve faizinin geri ödenmemesi olasılığı yüksektir. Ancak ekonomik koşullardaki olumsuz gelişmeler borcun geri ödenme gücü ve isteğini büyük ölçüde etkileyebilir. |
| CCC | ödeyememe riskinin çok yüksek olduğu bu kategoride uygun şartlarda vadesi gelmiş borcun anapara ve faizinin geri ödenmesi olasılığı vardır. Buna karşılık olumsuz koşullarda geri ödeme büyük ölçüde güçleşmektedir |
| CC | Bir üst gruba göre daha spekülatif özellik taşıyan bu kategoride, ekonomik koşullardaki olumsuz bir değişiklik borcun geri ödenmesinde oldukça ciddi problemlere neden olabilir. |
| C | Borcun geri ödenmesi kategorisinde sadece bir kademe üstün olan bu grupta borçlu iflas etmiştir. Ancak kredi geri ödemelerini hala devam ettirebilmektedir. Bu not spekülatif derecelerin en yüksek sınıfını temsil etmektedir. |
| D | Borcun geri ödenmemesi veya borçlunun iflası halinde söz konusudur. Bu kategoride vadesi dolmuş borcun anapara ve faizi geri ödenmemektedir. Veya vadesi dolmadığı halde borcun ödenemeyecek olması kesinleşmiştir. |

Kaynak: General Criteria: Understanding Standard & Poor's Rating Definitions

https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/5435305, Erişim

Tarihi: 20 Kasım 2015.

Tablo 1.4'te S&P uzun vadeli derecelendirme notları anlamları ile birlikte verilmiştir. Buna göre "AAA", "AA", "A" ve "BBB" sembolleri yatırımın yapılabileceğini ve herhangi bir tehlikenin olmadığı anlamını taşır iken, bunun gerisinde kalan harflerin ifade ettiği anlam ise tehlike arz eder. Bunun dışında verilen

‘‘C’’ ya da ‘‘D’’ sembolleri firmanın üzerine düşen yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini ifade eder yani firmanı iflas etiğinin göstergesidir⁴⁵.

Vadesi bir yıldan az olan yükümlülüklerin geri ödenebilirlik gücünün derecelendirildiği bu kategoride, finansal yükümlülükler ‘‘A-1’’ en iyi derecelendirmeyi ifade ederken, ‘‘D’’ en kötü derecelendirmeyi ifade etmek için kullanılır. Tablo 1.5’te bu sembollerin ne anlama geldiği açıklanmıştır⁴⁶.

Tablo 1.5. S&P Kısa Vadeli Derecelendirme Sembolleri ve Anlamları

| NOT | ANLAMI |
|-----|--|
| A-1 | Yükümlülüklerin zamanında yerine getirildiği en yüksek derecelendirme kategorisidir. Teminat altına alınmış borçlara (+) işareti de eklenir |
| A-2 | Yükümlülüklerin zamanında yerine getirilmesi gücü yeterli düzeydedir. Ancak borçların teminat seviyesi A-1’e göre daha düşüktür. |
| A-3 | Borcun zamanında ödenebilme gücü yeterli olmakla birlikte bir üst düzeyde karşılaştırıldığında şartlardaki olumsuz gelişmelerden etkilenme olasılığı daha yüksektir. |
| B | Vadesi gelen borçların geri ödenebilmesi olanağı spekülatiftir. |
| C | Borcun zamanında geri ödenebilmesi oldukça şüphelidir. |
| D | Borcun ödenmesi mümkün değildir. |

Kaynak: Standard & Poor’s, Ratings Direct, Standard & Poor’s Ratings Definitions, 20 November 2015. s. 8.

1.1.6.3. FitchIBCA Ratings Sembolleri ve Anlamları

Fitch Ratings, 1913 yılında John Knowles tarafından Fitch Publishing Company adıyla kurulmuştur. FitchIBCA, ilk olarak New York borsasında işlem gören şirketlere yönelik istatistikler yayınlamakla işe başladı daha sonra 1924 yılında ilk finansal menkul derecelendirmesini yaptı ve bugün derecelendirme şirketleri tarafından kullanılan üçlü harf skalasını kullanan ilk şirkettir. Fitch Ratings, 1975 yılında Amerikan menkul kıymet borsası tarafından tanınan üçüncü derecelendirme kuruluşu unvanını alarak etkinliğini artırdı⁴⁷.

FitchIBCA derecelendirme şirketi 1978 yılında ABD’de kurulmuş ve ABD’de tescillenmiş ilk Avrupa menşeli bir derecelendirme kuruluşudur. Daha çok

⁴⁵ Standard & Poor’s Ratings Service, ‘‘Standard and Poor’s Ratings Definitions’’, 20 November 2014. https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352, Erişim Tarihi: 20.11.2015.

⁴⁶ Standard & Poor’s, Ratings Direct, ‘‘Standard & Poor’s Ratings Definitions’’, 20 November 2015, s. 8.

⁴⁷ Fitch Ratings, About Us, <https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp>, Erişim Tarihi: 21.10. 2013.

bankacılık alanında kendisini geliştiren bir şirket olan FitchIBCA ileriki zamanlarda diğer sektördeki firmaların derecelendirmesine de başlamıştır. 1992 yılında Fransız “Centenaire Blanzly” şirketine ait olan FitchIBCA, daha sonra yine bir Fransız şirketi olan FIMALAC- Şirketine satılmıştır. Şirketin asıl merkezi Londra ve New York olup diğer büyük şubeleri Tokyo, Paris ve Barselona’dadır⁴⁸.

Fitch uluslararası alanda en etkin olan derecelendirme kuruluşlarından biridir. Dünya’da 50’den fazla çalışma mekânı olan ve en iyi nitelikte kredi araştırması ve binlerce müşterisine nitelikli derecelendirme hizmeti sunmaya çalışan bir kuruluştur. Hizmet alan firmaların çoğu, hayati önem arz eden kredi kararları verirken, genel olarak Fitch’in yapmış olduğu derecelendirme ve incelemelere itibar etmektedir. Fitch’in soyut düşünme deneyimi ve bilgi birikimi, girişimciler ve risk yöneticilerinin bütün sektörlerdeki sermaye araçlarını çevreleyen yeni para piyasası işlemlerinde gereksinimlerini karşılamaktadır. Fitch Ratings, 150 ülkede, yaklaşık 5.000 civarında banka, portföy yönetim firmalara ve mali kurumlarına ve 2.000’nin üzerinde kurumsal firmalara, ayrıca 1.400 sigorta şirketine kredi derecelendirme hizmeti vermektedir. Bunun dışında bono, kredi, fon, proje finansmanı ve yapılandırılmış finansman ürünlerine özgü kredi risklerini derecelendirmektedir⁴⁹. Bundan ötürü uluslararası bir niteliğe sahip bir firma olan bu kuruluşun piyasalara etkisi çoktur.

Fitch, 100’ün üzerinde devlet fonlarının derecelendirmesini yapmaktadır. Ayrıca, devlet kurumu, firma, banka, aracı kurum, sigorta şirketleri ve leasing şirketleri gibi diğer mali kurumları ve bu kurumların sattığı ürünleri derecelendirmektedir. Varlığa dayalı menkul kıymet, ipotekli tahvil, yapılandırılmış krediler, derecelendirdiği yapılandırılmış ürün gurupları olup çeşitli proje finansmanlarını da derecelendirmektedir. Fitch bu derecelendirmelerin faaliyetlerinin dışında sabit getirili menkul kıymetlerle ilgili geniş bir veri seti bulundurmakta, makroekonomik analiz, yatırım danışmanlığı ve risk analizi gibi hizmetleri de sunmaktadır⁵⁰. Yukarıda verilen bilgiler küresel çapta mali kurum, kuruluş ve ülkelere hizmet sunan fitch’in yapmış olduğu ya da analiz etmiş olduğu raporların uluslararası piyasalarda ne kadar etkili olduğunu ortaya koymaktadır.

⁴⁸ Halıcı, s. 82-83.

⁴⁹ Fitch Ratings, Kurumsal, <http://www.fitchratings.com.tr/kurumsal.asp>, Erişim Tarihi: 21.10.2013.

⁵⁰ Altaş, s. 33.

Derecelendirme, tipik olarak bir kuruluşun mali sorumluluklarını vakti geldiğinde ödeyebilip ödeyemeyeceği konusunda ortaya koyulan objektif bir öngörüdür. Aşağıdaki Tablo 1.6’da Fitch’in uzun vadeli olarak vermiş olduğu derecelendirme notları ve bu notların ne anlam ifade ettiği gösterilmiştir. Fitch Derecelendirme kuruluşu derecelendirmeyi farklı harfler ile yapmıştır. Bu harfler uluslararası alanda geçerlidir. En yüksek notu ifade etmek için “AAA” sembolü kullanılır. Daha sonra “BBB” sembolüne kadar yatırım yapılabilirliği ifade etmek için kullanılır bunun dışındakiler ise riskli olabilirliği ifade eder. En son ve tamamıyla spekülative olan “D” kullanılmıştır.

Tablo 1.6. Fitch/BCA Uzun Vadeli Derecelendirme Sembolleri ve Anlamları

| NOT | ANLAMI |
|----------------------|--|
| AAA | En düşük kredi riskini ifade etmektedir. Finansal yükümlülüklerin zamanında yerine getirilmesi olanağı en yüksek derecelendirmedir. Olumsuz ekonomik koşullardan etkilenmesi hemen hemen imkânsızdır. |
| AA | Çok düşük bir kredi risk beklentisini ifade etmektedir. Finansal yükümlülüklerin zamanında ödenebilme kapasitesi çok güçlüdür. Olumsuz ekonomik koşullardan etkilenmesi son derece düşüktür. |
| A | Çok düşük bir kredi risk beklentisini ifade etmektedir. Finansal yükümlülüklerin zamanında ödenebilme kapasitesi çok güçlüdür. Olumsuz ekonomik koşullardan etkilenmesi son derece düşüktür. |
| BBB | Düşük bir kredi riski beklentisini ifade etmektedir. Finansal yükümlülükleri zamanında ödeyebilme kapasitesi yeterlidir. Ancak olumsuz ekonomik koşullar bu kapasiteyi zayıflatabilir |
| BB | Zaman içerisinde meydana gelecek ekonomik değişiklikler sonucunda kredi riski oluşabilme olasılığı yüksek bir kategoriye ifade eder. |
| B | Bu kategori yüksek bir kredi riskinin varlığını, buna karşılık kısıtlı bir güvenlik marjının mevcudiyetini göstermektedir. Yükümlülüklerin yerine getirilmesi olumlu ekonomik koşullara bağlıdır |
| CCC- CC-C | Bu semboller finansal yükümlülüklerin yerine getirilemeyeceğini gösterir. Finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesi sürekli iyiye doğru giden ekonomik koşullara bağlıdır. CC ödeyememeyi ifade etmekte iken C derecesi ise çok yüksek bir ödeyememe olasılığını gösterir. |
| DDD- DD-D | Bu dereceye çok aşırı spekülative. Finansal yükümlülüklerin yerine getirilemeyeceğini ifade eder. Bu durumda olanlar iflas veya icralık durumunu gösterir. |

Kaynak: <https://www.fitchratings.com/site/definitions/nationalratings.html>, Erişim Tarihi: 25 Aralık 2015.

Fitch ayrıca “-“ veya “+” ifadelerini de verilen sembollün derecesini biraz artırmak veya azaltmak için kullanmıştır⁵¹. Uzun vadeli derecelendirme bir yıldan daha uzun bir süreyi kapsayan bütün sorumlulukların yerine getirilmesi için özvarlığının ve likidite kaynaklarına ulaşma olanağının incelenmesidir⁵².

Kısa vadeli derecelendirme vadesi bir yıldan az olan yükümlülüklerin geri ödenebilirlik gücünün derecelendirildiği bu kategoride, finansal yükümlülükler “F1” en iyi derecelendirme notunu ifade ederken, “D” en kötü notu ifade etmek için kullanılır aşağıda bunların ne anlama geldiği Tablo 1.7’de gösterilmiştir⁵³.

Tablo 1.7. FitchIBCA Kısa Vadeli Derecelendirme Sembolleri ve Anlamları

| NOT | ANLAMI |
|-----|---|
| F1 | Finansal yükümlülükleri zamanında ödeyebilme kapasitesinin oldukça güçlü olduğunu gösteren semboldür. Önüne (+) işareti konulduğunda ise kuvvetli kredi özelliğini ifade eder. |
| F2 | Finansal yükümlülüklerini zamanı geldiğinde geri ödeyebilme kapasitesi iyidir. Lakin bu kapasite bir üst derece kadar yüksek değildir. |
| F3 | Zamanı geldiğinde finansal yükümlülüklerini geri ödeyebilme gücü yeterlidir. Fakat ekonomik koşullardaki kısa vadeli olumsuz değişiklikler, yatırım yapılamaz kategori sınıfına düşürülmesine neden olabilir. |
| B | Spekülatiftir: Finansal yükümlülüklerini zamanında ödeyebilme gücü minimum bir seviyede olup yakın vadeli ekonomik ve finansal şartların değişimine karşı hassastır. |
| C | Yüksek ödeyememe riski mevcuttur. Finansal ve ekonomik koşulların sürekli olarak iyiye doğru gitmesi halinde yükümlülüklerini yerine getirebilir. |
| D | Finansal yükümlülüklerini ödeyememe durumunu gösterir. |

Kaynak: <https://www.fitchratings.com/site/definitions/nationalratings.html>, Erişim Tarihi: 25 Aralık 2015.

⁵¹ The ABCs of Credit ratings, http://www.sec.gov/investor/alerts/ib_creditratings.pdf, Erişim Tarihi: 25.12. 2015.

⁵² Fitch Ratings Definitions, https://www.fitchratings.com/creditedesk/public/ratings_defintions/index.cfm?rd_file=ltr#corp_p_f_oblig, Erişim Tarihi: 25.12.2015.

⁵³ Fitch Ratings, “National Ratings”, <https://www.fitchratings.com/site/definitions/nationalratings.html>, Erişim Tarihi: 25.12.2015.

1.1.7. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ FAYDALARI

Kredi derecelendirme kuruluşları mali piyasalarının etkin, istikrarlı ve güvenilir bir biçimde çalışmasını sağlayan, özellikle piyasaya sunulan zamanında ve doğru biçimde analiz etme konusunda eksiklikleri bulunan küçük tasarruf sahiplerini koruyan ve kamuoyunu bilgilendirme fonksiyonunu ve işlerliğini kolaylaştıran sermaye piyasasına destek veren kuruluşlardan bazılarıdır⁵⁴.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke ekonomilerine, yatırımcılara ve dış ticaretin finansmanı gibi alanlarda faaliyet gösterenlere çeşitli faydalar sağlar. Bu faydaları şu şekilde sıralayabiliriz: (I) Yatırımcılara ve fon sahiplerine anlaşılabilir semboller ile ihraç edilen menkul kıymetin kalitesini ve ne kadar tehlikeler içerdiğini gösterir. (II) Bir firmanın kendi imkânları ile yapamayacağı araştırmaları yapar ve onların yatırımlarına yardımcı olurlar⁵⁵.

Ayrıca derecelendirme kuruluşları; mali piyasaları geliştirmek, para piyasalarında sermaye yeterliliğinin göstergesi haline gelmek, sermaye ve para piyasalarının işlevselliğini arttırmak, kurum ve kuruluşların şeffaflığını öne çıkartarak, yatırımcılar açısından karışık olan şeyleri azaltarak, yönetimin kalitesini ve başarısını ölçerler⁵⁶. Derecelendirme hizmetlerinin gelişmesiyle birlikte kayıt dışı ekonomide ve yolsuzlukta azalma olduğu, derecelendirmenin pazar disiplininin sağlanmasında pozitif katkılar sağladığı gözlemlenmiştir⁵⁷.

Bunun dışında, finans piyasalarına güvence ve istikrar vererek gelişme gösteren finans piyasalarına kazandırmak, ekonominin dış kaynak temini, yerel pazarların uluslararası pazarlar ile bütünleşmesini sağlamak, ekonomide genel tehlikeleri sınırlandırırken mali işlemlerin etkinliğini artırıp büyümenin daha etkin olması için çalışmalar yapmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının faydalarını dört alt başlık şeklinde sınıflandırabiliriz bunlar; finans kurumlarına, firmalara, yatırımcılara veya sermaye piyasalarına olan faydalar olarak sınıflandırılabilir.

⁵⁴ Eren, s. 113.

⁵⁵ Tuba Dilçikik, *Basel II Kapsamında Kredi Derecelendirmesi ve Türk Ekonomisine Muhtemel Etkileri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2010, s. 18.

⁵⁶ Yavuz Akbulak, "Kredi Derecelendirmesi ve Rating: Kavram ve Ölçütler", s. 171.

http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/111malicozum/15_yavuz_akbulak.pdf, Erişim Tarihi: 01.09.2015.

⁵⁷ Akbulak, s. 172.

1.1.7.1. Derecelendirmenin Finans Kurumlarına Faydaları

Kredi derecelendirme kuruluşlarının finans piyasalarına olan faydalarını şu şekilde sıralayabiliriz⁵⁸;

- ✓ Faiz oranlarının riske göre farklılaşmasını sağlar.
- ✓ Risk faktörüne göre mali kurum tercihi yapılmasına imkân verir.
- ✓ Bankalarda mevduat maliyetinde tasarruf sağlar.
- ✓ Mali 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.
- ✓ Bankaların vadeli değerli menkul kıymetlerin (VDMK) ihraçlarında üstlenilen riskin belirlenmesini sağlar.

1.1.7.2. Derecelendirmenin Firmalara Faydaları

Kredi derecelendirme kuruluşlarının firmalara olan faydalarını şu şekilde sıralayabiliriz⁵⁹;

- ✓ Kurumsal yatırımcıları çekerek şirketlerin borçlanma imkânını genişletir.
- ✓ Yapılandırılmış finansman tekniklerini geliştirerek şirketlerin alternatif fon kaynaklarına ulaşabilmelerini, aktif-pasif vade uyumu ve likidite planlaması yapabilmelerini mümkün kılar.
- ✓ Piyasalarda yeterince tanınmayan küçük ve orta ölçekli işletmelerin borçlanma piyasasına girmelerini sağlar.
- ✓ Borçlanma operasyonunda maliyet tasarrufu sağlar ve derecelendirilen şirketleri avantajlı kılar.
- ✓ Şirket yöneticilerini kuruluşlarına daha farklı bakmaları ve stratejik kararlarını yeniden gözden geçirmeleri için zorlar.
- ✓ Yurtiçi ve yurtdışındaki ilgili çevrelere kurumun mali ve mali olmayan yapısı hakkında kapsamlı bilgi sağlar.

⁵⁸ Şirvan, s. 7.

⁵⁹ Şirvan, s. 8.

1.1.7.3. Derecelendirmenin Yatırımcılara Faydaları

Yatırımcılara olan faydalarını şu şekilde sıralayabiliriz⁶⁰;

- ✓ Yatırımcıların bilgi konusundaki eksikliklerini gidererek onları etkin ve doğru bir bilgiye ulaşmasını sağlar.
- ✓ Yatırımcılara yol gösterir, yatırımcıların uygun gördükleri yatırımların risk değerlendirmesini yaparak onlara sunar.
- ✓ Yatırımcıların gelecek hakkındaki belirsizliklerini görmelerine yardımcı olur.
- ✓ Yatırımcıların bilgi açığını kapatmasına vesile olurlar.

1.1.7.4. Derecelendirmenin Sermaye Piyasalarına Faydaları

- ✓ Menkul kıymet alım-satımında bir tavsiye niteliğinde olmamakla birlikte hızlı referans unsuru sağlar.
- ✓ Risk tespitinde standardizasyon sağlar.
- ✓ Menkul kıymet fiyatlarındaki spekülasyon dalgalarını sınırlandırır ve bir denge unsuru oluşturur.
- ✓ Kurumsal yatırımcıları çekerek piyasanın derinleşmesini sağlar.
- ✓ Yabancı yatırımcıların piyasaya girmelerini teşvik eder ve uluslararası piyasalara olan uyumu kolaylaştırır.
- ✓ Uzun vadeli yatırım eğilimini güçlendirir. Özetle derecelendirme, sermaye piyasalarının güvenilirliği ve sağlıklı gelişimi için temel ve zorunlu bir unsurdur⁶¹.

1.1.8. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ DERECELENDİRMEDE ESAS ALDIKLARI KRİTERLER

Kredi değerliliği/kredibilite, fon arz edenlerin (şirket, devlet gibi) ihraç ettikleri borç niteliğindeki menkul kıymetlerin (tahvil, finansman bonusu vb.) anapara ve faizini vadesinde ve eksiksiz geri ödeme yeterliliğine ne ölçüde sahip olduklarını göstermek amacıyla bağımsız kuruluşlar tarafından yapılan değerlendirme sonucunun kategorik ifadesidir. Bir diğer biçimiyle, fon arz edenlere yönelik olarak, fon talep edenleri kendi aralarında geri ödeme güçleri açısından sınıflandırılan

⁶⁰ Diliçiklik, s. 20-21.

⁶¹ Şirvan, s. 5.

sistemin adıdır⁶². Derecelendirme esnasında ele alınacak ve inceleme konusu yapılabilecek temel kıstaslar derecelendirme kuruluşlarına göre farklılık gösterebilir. Örneğin S&P; borcu ödememe olasılığı, borç anlaşmasının içeriği ve borç ödemesini etkileyebilecek durumların incelenmesi konularını dikkate alırken, FitchIBCA ise şirketin finansal tarihi ve beklenen finans durumları ile yönetimin kalitesi gibi kıstasları göz önünde bulundurmaktadır. Göz önünde bulundurulan bu kriterlerin yanı sıra borcu ödeme durumunu etkileyebilecek ekonomik ya da politik gelişmeler, ülkenin ekonomik durumu, döviz yaratma kapasitesi, hükümetin kalkınma ve kaynak dağılımı politikası ve etkinliği ile ülkenin genel ekonomik durumu ve dış borç ödeme kapasitesi de bu konuda göz önünde bulundurulan diğer kriterlerdendir⁶³.

Diğer bir derecelendirme kuruluşu Moody's; derecelendirme kriteri olarak finansal risk, ticaret ve rekabet riski verilerini incelemektedir. Finansal risk için nakit akışı, likidite, borç yapısı, ortaklık sermayesi ve rezervleri değerlendirilmektedir. Rekabet ve ticari risk başlığı altında ise karşılaştırmalı piyasa payı ve rekabet açısından pozisyon, çeşitlilik ve yönetimin kalitesi değerlendirilmektedir. Çeşitlilik başlığı altında ciro, maliyet, kar, satışlar ve siparişler, yasal yapı ve yasal risk, diğer grup firmaları gibi konuları ele almaktadır⁶⁴. Her bir kredi derecelendirme kuruluşu farklı kriterleri göz önünde bulundurarak firmaları, yatırımcıyı ya da ülkeleri derecelendirmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşunun derecelendirme metotları farklılık göstermekte ve farklı piyasa araçları ile şirketleri, ülkeleri ya da kurum ve kuruluşları değerlendirmektedir. Özetle politik, ekonomik ve hukuki kıstasları göz önünde bulundururlar.

KDK'lar derecelendirme yapar iken firma ya da ülkelerin, finansal geçmişlerini, geçerli varlık ve geçerli borçlar gibi mümkün olan bütün nitel ve nicel verilerini değerlendirmeye tabi tutarak bir not vermektedirler. Analizlerin kapsamı ve şekli derecelendirilmesi yapılacak şirket, borç aracı veya ülkeye göre değişiklik arz ediyor olsa da genel olarak üç ana kategoride ele alınmaktadır. Bunlar ülke riski, sektör riski ve firma (işletme) riskidir⁶⁵.

⁶² Ömer Veysel Çalışkan, "Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri", *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Ocak 2002, s. 55.

⁶³ Ulusoy, s. 182-183.

⁶⁴ Yaşar Salcı, *Basel II, Derecelendirme Sistemi ve Türkiye'de Kobi'ler Üzerine bir Uygulama*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2007, s. 48.

⁶⁵ Ayaz, s. 6.

1.1.8.1. Ülke Riski Kriteri

Uluslararası piyasalardan borçlanılması durumunda sadece borçlanan şirketin durumu değil, aynı zamanda ülkenin içinde bulunduğu şartlarında değerlendirilmesi gerekir. Yani faaliyette bulunulan ülkenin borçlarının hepsini zamanı geldiğinde ödeyebilme durumu ve niyet göz önünde bulundurulur. Şirketlere verilen en üst derece notu o ülkenin almış olduğu veya alabileceği derece notu ile sınırlıdır. Bu bir şirketin veya firmanın devletten daha fazla döviz bulma kabiliyetinin olamayacağını ifade etmektedir⁶⁶.

Uluslararası kıstaslar her ülkenin hukukuna, muhasebe tekniklerine, ekonomik koşullarına, rekabet ortamına ve düzenleyici kurallarına göre değişiklik gösterebilmektedir. Herhangi bir ülkenin dış borçlarını eksiksiz ve vaktinde ödeyebilmesi uzun dönemde ihracat gelirlerinin artmasına bağlıdır. Bu amaca yönelik politikaların temelinde ülkenin genel mali yapısı, büyüme hızı ve ülke yönetimi gelmektedir⁶⁷. Kredi derecelendirme kuruluşları, ülke risklerinin belirlenmesinde birçok unsuru göz önünde bulundurlar ama bunların içerisinde en çok üstünde durdukları kriterler politik riskler ve ekonomik risklerdir⁶⁸.

Politik risk; seçim sistemi ve zamanları, dış politika gelişmeleri, yerleşik demokrasi, siyasi lider veya gündemdeki değişimler, koalisyonların yapısı, muhalefetin durumu, merkez bankasının bağımsızlık derecesi biçiminde sıralanmaktadır.

Ekonomik riskte ise, döviz cinsinden nakit akışı, borç oranları, ihracatın büyümesi, ekonominin açıklığı, cari işlemler dengesi (cari açık veya cari fazla), kısa vadeli sermaye akışının uluslararası döviz rezervlerine oranı, rezervlerin durumu ve gelişmesi, büyüme hızı, toplam tasarruflar veya tasarruf oranı, kamu kesimi açıkları, yatırımlar ve enflasyon gibi temel göstergeler olarak dikkate alınmaktadır⁶⁹. Bir ülkede politik risk olduğunda ülkenin ekonomisi kötüye gider ve ülke ekonomik anlamda daralır ve toplumun refah düzeyi düşer. Ekonomik riskler de ülkelerin iç ve dış politikasında etkili olmaktadır. Ekonomik kriz yaşayan bir ülke politik anlamda başarılı olamaz hem iç politikada hem de dış politikada başarısız olma ihtimali çok

⁶⁶ Said Adalı, *Bir Risk Ölçüm Aracı Olarak Kredi Derecelendirme ve Getiri Analizi: İMKB Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2011, s. 41.

⁶⁷ Şirvan, s. 6.

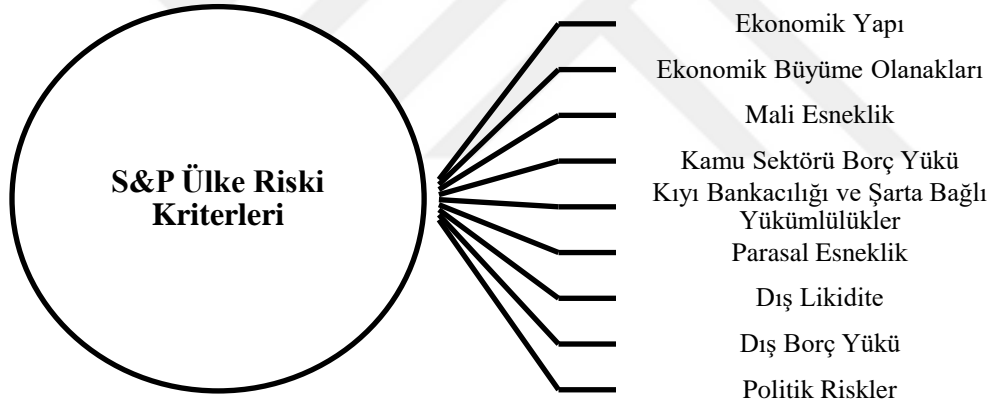
⁶⁸ Ozan Acar, "Yapısal Reformsuz Kredi Notu Artışı Olmaz", *TEPAV*, Ocak 2011, s. 13.

⁶⁹ Akbulak, s. 172-173.

yüksektir. Bundan dolayı kredi derecelendirme kuruluşları her iki faktörü göz önünde bulundurur ve ona göre değerlendirmelerde bulunurlar.

1.1.8.1.1. Standard and Poor's Ülke Riski Kriteri

Standard and Poor's ülke riski derecelendirmesinde kullandığı kriterleri dokuz ayrı kategoriye ayırmakta ve her bir kategori için farklı bir değerlendirme gerçekleştirmektedir. Yapılan her bir değerlendirme için birden altıya kadar not vermektedir. Her bir kategori için dikkat edilecek esaslar ve anahtar öğeler önceden belirtilmiş olup, bu konular göz önüne alınarak not verilmektedir. Fakat bu notların birleştirilmesinde uygulanacak kesin bir formülasyon kullanılmamaktadır. Diğer bir ifade ile kategoriler için kesin bir ağırlık seviyesi belirlenmemiştir. Her kategorinin ağırlık seviyesi zamandan zamana, ülkeden ülkeye veyahut durumdan duruma değişiklik gösterebilmektedir⁷⁰. Bu kategoriler aşağıda Şekil 2.2'de detaylı olarak gösterilmektedir.



Şekil 2.2. S&P Ülke Riski Kriterleri

Kaynak: Hakan Ertürk, "S&P ve Türkiye'nin Kredi Notu Derecelendirilmesi", *Active finans Dergisi*, Mart-Nisan 2010, s. 32.

Ekonomik risk başlığında milli gelir, gelir dağılımı gibi nicel değerlendirmenin yanı sıra kamu sektörünün etkinliği, işgücü esnekliği, yapılan ekonomik reformların devamlılığı gibi nicel olmayan faktörler de ele alınmaktadır. Örneğin S&P 2006 yılında ülkeleri derecelendirirken, kişi başı milli gelir ve kişi başı milli gelirin büyüme oranına ilişkin not skalasını şu şekilde tanımlamıştır. Uzun vadeli derecelendirme notu "AAA" olan ülkelerin kişi başı milli gelir ortalama 40.000\$ civarındayken, notu "B" olan ülkelerin kişi başı milli geliri 5.000\$'ın

⁷⁰ Hakan Ertürk, "S&P ve Türkiye'nin Kredi Notu Derecelendirilmesi", *Active finans Dergisi*, Mart-Nisan 2010, s. 32.

altındadır. Bununla birlikte kişi başı milli gelir büyüme oranlarına bakıldığında en yüksek ortalama oran, ‘‘BBB’’ notu ile derecelendirilmiş ülkelerdedir. Söz konusu dönemde S&P, Türkiye’nin kredi notunu ‘‘BB-’’ olarak vermiştir⁷¹.

Politik riske ilişkin unsurlar sadece kurumsal yapı açısından değil aynı zamanda politik sistem ve süreçlerini de içine alacak şekilde geniş bir alanda değerlendirilmektedir. Şeffaflık ve hesap verilebilirlik demokratik geleneğin bir parçası olduğu ülkelerde, politik bir şok ile karşılaşılması olasılığı düşük olacaktır. S&P, politik unsurların ne derece olumsuz etki yarattığı ve hükümetlerin ne sıklıkla değiştiği gibi hususları yakından incelemektedir. Politik risklerin en ileri örnekleri olarak savaş durumu, isyan, devrim ve rejim değişiklikleri gibi hususlar verilebilir. Bu risk kategorisi için düşük risk grubunda yer alan ülkelerin genel özelliği, politik süreçlerdeki şeffaflık, halkın karar verme süreçlerine yüksek katılımı, iktidar değişim süreçlerinin açık ve demokratik olması ve hükümetlerin değişen politik durumlara cevap vermedeki duyarlılığı ön plana çıkmaktadır⁷². Bu da gösteriyor ki S&P sadece ekonomik göstergelere bakarak derecelendirme notunu belirlememekte, ekonomik göstergelerin dışında en göze çarpan kriter olarak politik riskleri baz almakta ve konjonktürel duruma göre notları güncelleştirip vermektedir.

1.1.8.1.2. Moody’s Investors Service Ülke Riski Kriteri

Moody’s ülke riskini iki ana kriterle değerlendirir. Bunlar; hükümet tahvillerinin derecelendirmesi ile ülke tavanı notunun belirlenmesi şeklindedir. İlki hükümetin borcunu yerel para veya döviz cinsinden ödeye bilme gücünü belirlerken; ikincisi (ülke tavanı notu), gerekli durumlarda hükümetin diğer kurumların borçlarına müdahale etme kabiliyetini ifade eder. Döviz cinsinden tahvil tavanı belirlenirken tüm ülke riskleri ve hükümetin döviz çıkışını sınırlandırma olasılığını ifade eden transfer riski de göz önünde bulundurulur. Bu kapsamda temel olarak hükümetin borç erteleme ilan etme olasılığı incelenmektedir. Borç erteleme riski azaldıkça döviz cinsinden tahvil tavanı yükselmektedir⁷³.

Moody’s ayrıca ekonomideki çeşitliliği ve uzun dönemli yapısını da değerlendirerek ülkenin ekonomik dayanıklılığını ölçer. Ülkenin uzun dönemli ekonomik yapısı; beşeri sermaye yatırımının derecesi, ülkedeki yenilik ve patentlerin

⁷¹ Ataş, s. 29.

⁷² Ertürk, s. 6-7.

⁷³ Ataş, s. 30.

sayısı ve ekonomiye katılımın seviyesine bakılarak değerlendirilir. Kurumsal dayanıklılık için ülkenin kurumsal yapısına ve yönetimine bakılır. Daha çok özel mülkiyet, hukukun üstünlüğü, şeffaflık, hükümet kararlarının etkinliği ve tahmin edilebilirliği gibi niteliksel veriler değerlendirilir. Moody's bir ülkeyi derecelendirirken o ülkenin yönetimine yani rejimine bakmaz o yönetimin ekonomik kredibilitesindeki etkinliğini göz önünde bulundurarak değerlendirir. Eğer o ülke finansal yükümlülüklerini rahatlıkla yerine getirebiliyorsa o ülke demokrasi ile yönetilmese bile yine de o ülkeye en yüksek notu verebilir.

Ayrıca moody's ülkelerin finansal gücünü değerlendirirken, ülkelerin ödemeler bilançosu ve kamu bütçesini inceler. Ülkede yaşanacak olası politik ya da ekonomik olumsuzluklar karşısında ülkelerin borçlarını ödeyebilme yeteneklerinin bundan nasıl etkileneceğini inceler. Kısacası bir risk analizi yaparak ülke notunu belirler⁷⁴. Moody's Standard and Poors'ten farklı bir kriter göz önünde bulundurmaktadır. Moody's için önemli olan ülkenin borçlarını ödeyebilirlik durumudur. Ülkenin hangi rejim ile yönetildiğine bakmaz, tamamıyla olayı parasal açıdan değerlendirir. Örneğin bir ülke despot bir yönetim şekli ile yönetiliyor ama borçlarını ödeyebiliyorsa Moody's o ülkeye en iyi notu verebilir. Diğer taraftan ülke en iyi yönetim şekli ile yönetilse dahi borçlarından doğan yükümlülüklerini yerine getiremiyorsa Moody's bu ülkenin notunu yani derecesini düşürebilir ve en fazla risk ifade eden notu verebilir.

1.1.8.1.3. FitchIBCA Ülke Riski Kriteri

Fitch ülke notunu belirlerken Moody's ve S&P ile benzer yöntemler kullanmaktadır. Makroekonomik gelişmeler, ekonominin yapısal özellikleri, kamu maliyesi, finans sektörünün derinliği ve dış ticaret ele alınan başlıca faktörlerdendir. Fitch ülke notunu uzun ve kısa vadeli olarak yerel ve yabancı para cinsinden yapmakta olup, Moody's gibi ülke tavanını belirlemektedir. Bir anlamda ülkenin yabancı para cinsinden kredi notunu yansıtan ülke tavanı özel durumda aşılabilmektedir⁷⁵.

Yani bir firma ya da yatırımcı kendi ülkesine verilen derecelendirme notundan daha yüksek bir not alabilir, bu bazı özel durumlardan olabilmektedir.

⁷⁴ Kabadayı, s. 21-22.

⁷⁵ Altaş, s. 34.

Çünkü ülke notu tavandır firma ya da kurum ve kuruluşlar bu derecelendirme notundan daha iyi bir not alamazlar.

Fitch ülke riskini değerlendirirken: Tüketici Fiyat Endeksinden Hesaplanmış Enflasyon Oranları, Reel GSYH Büyüme Oranları, Reel GSYH Büyüme Oranlarındaki Oynaklık, Bütçe Dengesi, Toplam Kamu Borcu, Faiz Ödemeleri, Kamunun Yabancı Para Birimine Bağlı Borçları, Ticari Mal Bağımlılığı, Cari Hesap Dengesi ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Toplamı, Toplam Dış Borç, Resmi Uluslararası Rezervler, Finansal Piyasalardaki Derinlik, Kişi Başına GSYH, Yönetim Endeksi, Rezerv Para Durumu ve Moratoryum geçmişi gibi kriterleri dikkate alarak ülke notunu belirlemektedir⁷⁶.

1.1.8.2. Endüstri (Sektör) Riski Kriteri

Endüstri riski; sektörel değişimler, konjonktürel dalgalanmalar, ürünlerin eskimesi, müşteri tercihlerinin değişmesi, teknolojik gelişmeler, pazarların daralması ve rekabetteki artış gibi nedenlerle gelir ve pazar payındaki azalma veya genel anlamda finansal bir düşüş şeklinde tanımlanabilir.⁷⁷

Bir işletmenin sektörden bağımsız olarak tek başına incelenmesi eksik sonuçlar doğuracağı için derecelendirme şirketleri, ülke riskinin analizinden hemen sonra işletmenin faaliyet çevresini incelemeye tabi tutarlar. Burada amaç sektördeki geleceğe yönelik gelişmeleri ve rekabet durumunu tespit etmektir. Bunu yaparken de bu alanda uzmanlaşmış personeller ile çalışırlar. Sektör analizindeki en önemli sorun, işletmenin birden fazla sektörde faaliyet göstermesidir. Bu durumdan dolayı derecelendirme kuruluşları her bir sektörü ayrı ayrı incelemeye tabi tutarak notunu belirler⁷⁸.

Yerel ve uluslararası piyasalarda sektörün rekabet durumunu, sermaye yoğunluğunu, konjonktürel dalgalanmalara açık ve duyarlılık derecesini, sektöre giriş koşul ve kolaylıklarını, sektörün ekonomideki önemini, sektörel yasal düzenlemeleri, teknolojik seviyeyi, maliyet faktörlerini, sektördeki gelişmelerin şirkete olan etkileri gibi şirketlerin faaliyette buldukları sektör grubuna ait temel veriler, not oluşturulmasında dikkate alınan en önemli kıstaslardır⁷⁹. Kredi derecelendirme

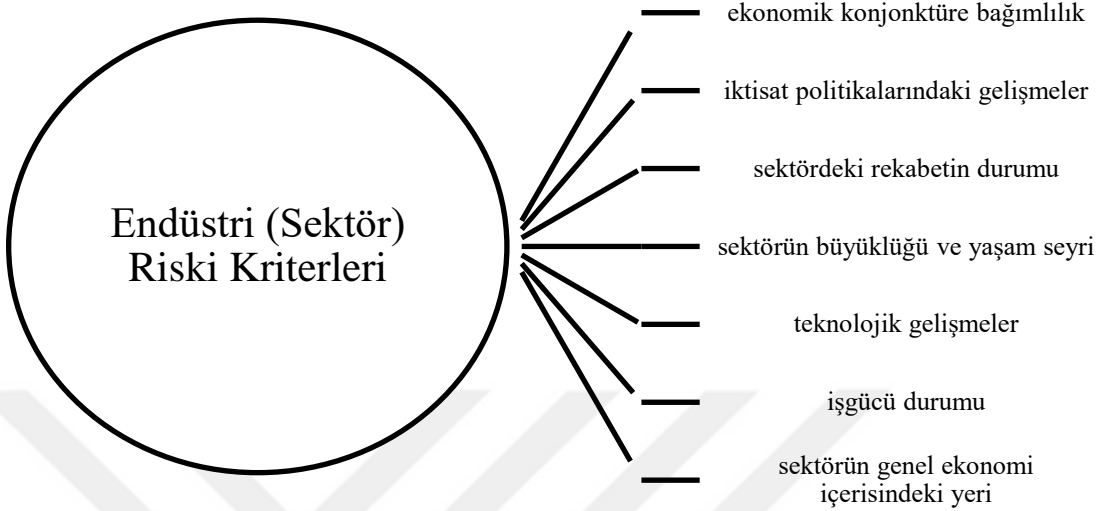
⁷⁶ Kabadayı, s. 24-25.

⁷⁷ TCMB, s. 2.

⁷⁸ Boyacıoğlu, s. 123.

⁷⁹ Akbulak, s. 176.

kuruluşlarının endüstri (sektör) derecelendirmesinde göz önünde bulundurdıkları kriterler aşağıda Şekil 2.3'te gösterilmiştir.



Şekil 2.3. KDK'ların Endüstri (Sektör) Derecelendirmesinde Göz Önünde Bulundurdıkları Kriterler

Kaynak: M. Acar Boyacıoğlu, "Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yıl: 2003, s. 124.

Derecelendirme kuruluşları genel olarak bu kriterler çerçevesinde sektör (endüstri) notunu belirlemektedirler. Moody's, S&P ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşlarının Şekil 2.3'te yer alan endüstri riski kriterleri hemen hemen aynıdır. Şekil 2.3'te görüldüğü gibi ekonomik konjoktüre bağımlılık, iktisat politikasındaki gelişmeler, sektördeki rekabetin durumu, sektörün büyüklüğü, teknolojik gelişmeler, iş gücü durumu ve sektörün genel ekonomi içerisindeki yeri vb. durumlar notun belirlenmesinde göz önünde bulundurulan önemli faktörlerdendir⁸⁰. Derecelendirme kuruluşları ülkeleri veya firmaları çok yönlü olarak ele alırlar ve bunları inceleyerek derecelendirme notunu belirlerler. Çünkü firmaların ya da ülkelerin Şekil 2.3'teki kriterleri bir biri ile uyumlu olduğu zaman daha iyi bir nota sahip olma şansları vardır.

Derecelendirme kuruluşlarının böyle bir sınıflandırmaya yönelmeleri yatırımcılar için daha fazla veri bulundurmakta ayrıca kurum ve kuruluşların bütün yönlerini ortaya koyarak hem notu alan kurum veya kuruluş için hem de sermaye ihracı yapanlar için pozitif faydalar sağlayacaktır.

⁸⁰ Boyacıoğlu, s. 124.

1.1.8.3. İşletme (Firma) Riski Kriteri

İşletmenin risk derecelendirilmesinde firma ya da kurumun taşıdığı tehlikenin incelenmesinde, ülke riskinin ve piyasa riskinin değerlendirilmesi önem taşımaktadır⁸¹. İşletme riski, firmanın da içinde bulunduğu mevcut durumu, sahip olduğu varlıkları ve yetenekleri belirleme sürecidir. Firmanın ekonomik anlamda ne durumda olduğu ve nelere sahip olduğu bu risk kriterleri ile ortaya çıkacaktır. Aynı zamanda, kendilerinin sahip olduğu varlıklar ile rakiplerinin sahip olduğu varlıkları karşılaştırma imkânı bulabileceklerdir⁸². Bundan dolayı derecelendirme kuruluşları bunları tek tek inceleyerek notları belirlerler.

Derecelendirme kuruluşları işletme riskini değerlendirirken iki çeşit analiz kullanırlar. Bunlardan birincisi niceleyici, ikincisi ise niteleyicidir. Niceleyici çözümlemede şirkete bağlı ölçülebilir etkenler tahlil edilir. Niceleyici analizde umuma açık olan en az son beş yılın verilerinden yararlanarak mali çözümler yapılarak firmanın parasal yapısı, karlılığı ve maliyetleri ile alakalı değerlendirmelerde bulunulur. Niteleyici çözümlemede ise, idare ile yapılan istişare sonucunda bulunan bilgilere dayanarak idarenin performansı, stratejiler ve geleceğe ait öngörüler değerlendirilir⁸³.

1.1.8.3.1. Standard and Poor's İşletme (firma) Riski Kriteri

Standard and Poor's işletme (firma) riskini iki ayrı şekilde incelemektedir. Bu incelemeler iş riski ve finansal riskler şeklinde sınıflandırılmaktadır. İşletme riski analizinde firmanın etkinlikte bulunduğu ülkenin ve sanayinin incelenmesi, firmanın durumu (rekabet pozisyonu), kârlılık durumu, teknoloji, pazarlama, yönetim, hukuki yapı ve rekabet durumu gibi etkenler incelenmektedir.

Finansal risk analizinde ise; finansal politikalar, karlılık, sermaye yapısı muhasebe uygulamaları, kurumsal yönetim ve risk anlayışı, mali stratejiler, nakit akım yeterliliği, likidite yapısı, para durumu ve diğer kısa vade faktörleri gibi etkenler analiz edilmektedir. Firmanın iş tehlikesi ve mali tehlikeleri tespit edildikten

⁸¹ Hazar, s. 95.

⁸² Mehmet Yeşil Yaprak, *Katılım Bankalarında Kredi Derecelendirmesi ve Etkin Subjektif Kriterlerin Anket Yöntemi İle Ölçümü*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul-2011, s. 123.

⁸³ Adalı, s. 23-24.

sonra nihai dereceye ulaşılmaktadır⁸⁴. Aşağıdaki Tablo 1.8’de Standard and Poors’un işletme riski analizinde kullanmış olduğu ya da göz önünde bulundurmuş olduğu ölçütler gösterilmiştir.

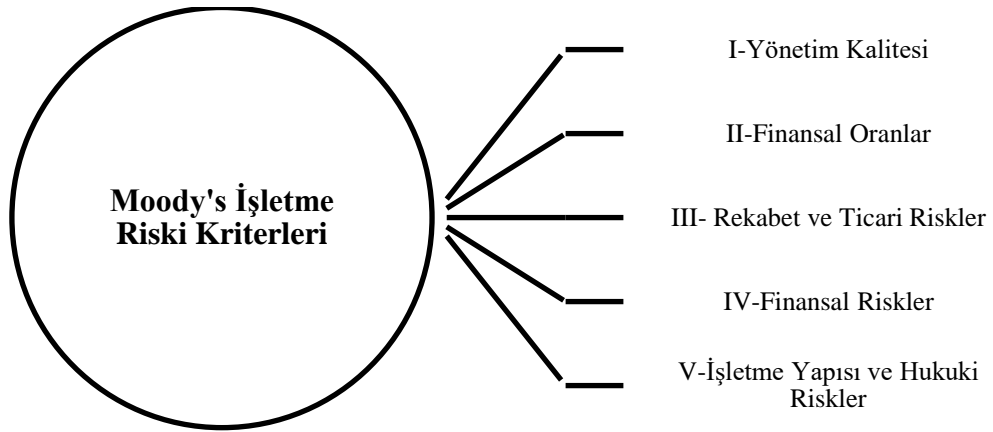
Tablo 1.8. S&P İşletme Riski Değerlendirme Kriterleri

| S&P İŞLETME RİSKİ KRİTERLERİ | |
|---|---|
| <p><u>İş Riski</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Pazarlama • Teknoloji • Etkinlik • Hukuki Yapı • Yönetim • Rekabet durumu | <p><u>Finansal Risk</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Finansal Politikalar • Karlılık • Sermaye Yapısı • Nakit Akımı • Muhasebe Uygulamaları • Finansal Esneklik |

Kaynak: M. Acar Boyacıoğlu, ‘Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yıl: 2003, s. 127.

1.6.3.2. Moody’s Investors Service İşletme (Firma) Riski Kriteri

Moody’s işletme riskini beş temel grupta sınıflandırmaktadır. Şekil 2,4’te Moody’s işletme riski için belirlemiş olduğu kıstaslar gösterilmektedir.



Şekil 2.4. Moody’s İşletme Riski Kriterleri

Kaynak: M. Acar Boyacıoğlu, ‘Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yıl: 2003, s. 127.

(I)-Yönetim kalitesi: ‘Yönetimin felsefesi, başarısı, stratejik eğilimleri, organizasyon yapısının yönetim stratejilerine uygunluğu, iç denetleme ve finansal

⁸⁴ Yeşilyaprak, s. 88.

kontrol sistemleri, finansal politikalarda esneklik derecesi, karlılık, yönetici kalitesi” incelenir. (II)-Finansal oranlarda: “Oran analizleri, işletme faaliyetlerinden, yatırımlardan ve finansal faaliyetlerden elde edilen nakit akım analizleri, finansal politikalar (mali politikaların şirketin amaçları, stratejileri ve rekabet şartlarına uygun olup olmadığı) finansal kaldıraç oranı (borçların toplam aktiflere oranı)” değerlendirilir⁸⁵.

(III)-Rekabet ve ticari riskler ise: “Pazardaki pozisyon, farklı alanlarda faaliyet gösterme, ciro ve karlılık analizi, pazarlama, verimlilik ve maliyet yapısı gibi konuları” kapsamaktadır. (IV)-Finansal risk kriterinde: “Nakit akımları ve likit rezervleri, alternatif likit kaynaklarının mevcudiyeti, borcun yapısı, öz kaynaklar ve rezervler gibi konuları” kapsamaktadır. (V)-İşletme yapısı ve hukuki risklerde ise: “Bağlı işletmeler içerisindeki hukuki işlemler, işletmeler arasındaki likidite tahsisi, üçüncü kişilerin işletmelerden birine yönelik ödeme taleplerinin yerine getirebilirliği, borçlu işletmelerin ve nakit akışı doğuran işletmelerin topluluk içindeki pozisyonu” gibi hususlar incelemeye tabi tutulur⁸⁶.

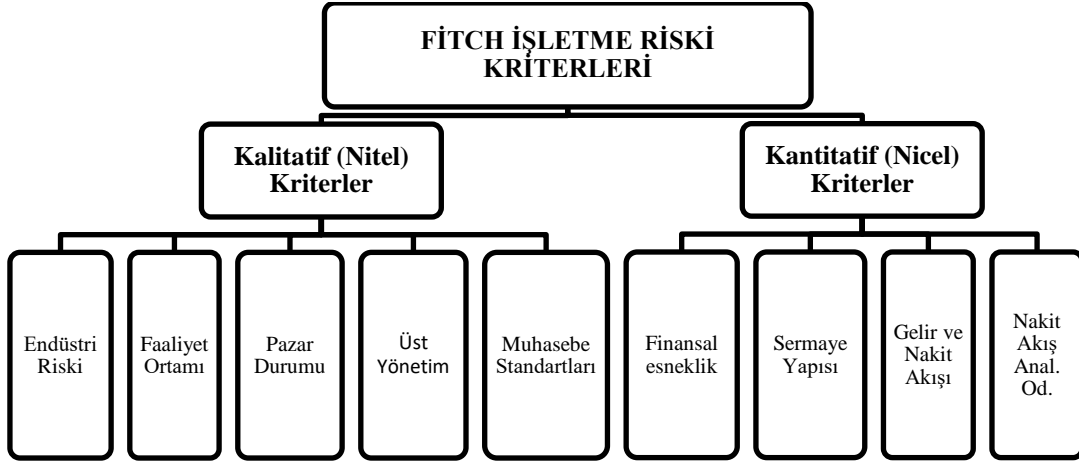
1.1.8.3.3. FitchIBCA'nın İşletme (firma) Riski Kriterleri

FitchIBCA, bir firmayı değerlendirirken stabilize kazançlı, taşınılabilir malların satıcılarının ticari ve finansal tehlikelerini belirlemek üzere niteleyici ve niceleyici çözümlerden faydalanmaktadır. Firmanın minimum geçmişteki beş senelik etkinliği ve mali verileri, firma tarafından sunulan ve Fitch'in kendi hazırladığı ileriye yönelik projeksiyonlar çözümler esnasında analiz edilmektedir. Firmanın göreceli başarımı hakkında daha açık bir fikir oluşturmak için, şirketin başarımı ve mali oranları kendine benzer ulusal ve uluslararası sektör firmaları ve diğer firmalar ile kıyası yapılmaktadır. Bunun dışında, firmanın etkinlik ortamındaki olası değişikliklerle baş edebilme kabiliyeti, duyarlılık tahlilleriyle incelenmektedir. Firmanın faaliyetlerinden nakit yaratma yeteneğinin bir göstergesi olan “mali esneklik” önemli bir derecelendirme unsuru olarak ele alınmaktadır⁸⁷. Fitch'in kendi yapmış olduğu niteleyici ve niceleyici çözümlerinin kapsamı ve analiz edilen değişkenler sektörden sektöre farklılık göstermekle birlikte genel olarak aşağıdaki Şekil 2.5'teki gibi gösterilmektedir.

⁸⁵ Mukatel, s. 15-16.

⁸⁶ Boyacıoğlu, s. 127-131.

⁸⁷ Meydan, s. 76.



Şekil 2.5. Fitch Şirket Derecelendirmesinde Göz Önünde Bulundurduğu Kriterler

Kaynak: Cebrail Meydan, Sebahattin Yıldız, “Şirketlerin Entelektüel Sermayesi ve Kredi Derecelendirme Notu Arasındaki İlişki Üzerine Bir Araştırma”, Yönetim ve Araştırmalar Dergisi, Sayı 23, Yıl 2004, s. 99.

Yukarıdaki Şekil 2.5’te gösterildiği gibi Fitch; firma derecelendirmesinde endüstri riski, faaliyet ortamı, pazar durumu, üst yönetim ve muhasebe standartları, finansal esneklik sermaye yapısı ve benzeri kalitatif faktörleri ve bunların alt unsurları ile nakit akış analizine odaklanma, gelir ve nakit akış analizleri, sermaye yapısı ve finansal esneklik gibi kantitatif faktörleri ve bunların alt unsurlarını incelemektedir.

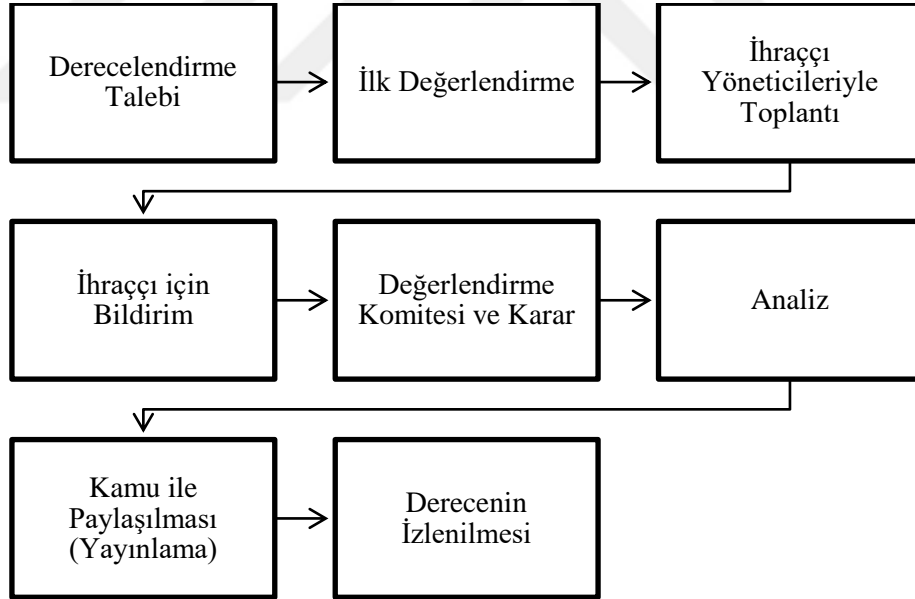
1.1.9. KREDİ DERECELENDİRME SÜREÇLERİ

Derecelendirme süreci firmanın talebi üzerine başlayıp, kamuya açık veriler ile birlikte yönetimden sağlanacak ayrıntılı bilgilerle gerçekleştirilebileceği gibi, derecelendirme kuruluşunun bizzat kendisi ya da yatırımcının inisiyatifi ile sadece kamuya açık veriler ile de yapılabilir. Bu bilgiler doğrultusunda derecelendirme süreci; talep üzerine yapılan ve talep olmaksızın yapılan derecelendirme şeklinde iki kategoriye ayrılırlar. Talep olmaksızın yapılan derecelendirme, ihraççının talebi olmaksızın yapılan derecelendirmede derecelendirme kuruluşunun kendi isteğiyle veya derecelendirme ile ilgilenen gurupların inisiyatifiyle gerçekleştirmektedirler. Bu derecelendirme sürecinde ihraççı firmanın kamuya açık bilgileri göz önünde bulundurulmaktadır.

Talep üzerine yapılan derecelendirme ise, firmanın bizzat derecelendirme kuruluşuna müracaat edip, derecelendirme talebinde bulunmasıyla başlar. Bu iki tip derecelendirme sürecinde Standard and Poor’s ile diğer bir kredi derecelendirme

kuruluşu olan Moody's arasında farklılık meydana çıkmaktadır. Standard and Poor's derecelendirmeyi daha çok yapılan talepler doğrultusunda yapar. Ancak ABD'de bunun tam tersi bir uygulama yapmaktadır. Diğer bir ifade ile talep olmadan da derecelendirmesini yapabilmekte, Moody's ise Avrupa kıtasında ihraççının talep etmesini beklemeden de derecelendirmesini gerçekleştirir. Bu durumda ihraççı firmanın, olumsuz bir derece almamak için derecelendirme şirketleriyle işbirliği yapması kaçınılmazdır. Derecelendirme kuruluşlarının kendi piyasalarını bu şekilde oluşturabilmeleri ne kadar büyük bir güce sahip olduklarının da bir göstergesidir⁸⁸.

Kredi derecelendirme kuruluşları arasında genel olarak derecelendirme süreci ile ilgili temel bir fark bulunmamaktadır. Aşağıda üç büyük derecelendirme kuruluşlarından biri olan Standard and Poors'un derecelendirme süreci Şekil 2.6'da şematik olarak verilmiştir. Süreç, derecelendirme yapılmasını isteyen şirketin derecelendirme şirketine derecelendirme amacı ile başvuru yapmasıyla başlar ve aşağıda gösterilen aşamalardan oluşmaktadır. Bu süreç diğer derecelendirme kuruluşları içinde geçerlidir⁸⁹.



Şekil 2.6. Standard and Poor's Derecelendirme Süreci

Kaynak: Standard and Poor's, *Guite to Credit Rating Essentials*, s. 8.

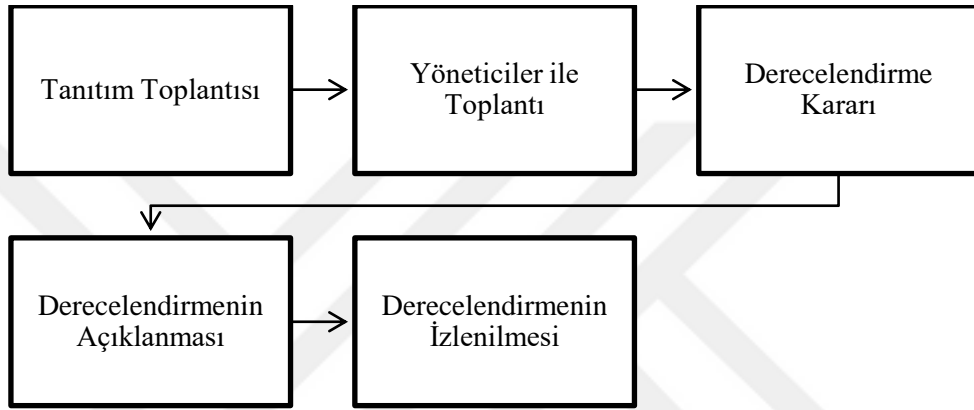
Kredi derecelendirme kuruluşları bir ülkeyi ya da firmayı derecelendirirken uzman bir ekip çalışması ile bu işlemi sürdürürler. Bu çalışmalarına kaynak teşkil edecek bilgileri ya ülke/şirketin kamuya açık verilerinden ya da ülke/şirket

⁸⁸ Boyacıoğlu, s. 102-109.

⁸⁹ Adalı, s. 37.

yöneticileri ile görüşerek onlardan temin ederler. Bu komisyon işletmelerin mali boyutunu, etkinlik başarımını, şirketin stratejilerini ve risk yönetim politikalarını tespit etmek için ülke/şirket yöneticilerinden almış oldukları bilgiler ışığında derecelendirme faaliyetini başlatırlar ve genellikle yukarıdaki Şekil 2.6'da gösterilen süreç çerçevesinde derecelendirmeyi yaparlar⁹⁰.

Moody's firmasının şirketlere yönelik derecelendirme süreci beş aşamadan oluşmaktadır; söz konusu aşamalardaki geçen süreler farklılık gösterebilir. Moody's firmasının derecelendirme sürecindeki aşamalarına aşağıdaki gibi sıralayabiliriz⁹¹.



Şekil 2.7. Moody's Investors Service Derecelendirme süreci

Kaynak: Mehmet Yeşil Yaprak, *Katılım Bankalarında Kredi Derecelendirmesi ve Etkin Sübjektif Kriterlerin Anket Yöntemi İle Ölçümü*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul-2011, s. 83.

1.1.9.1. Tanıtım Toplantısı

Kredi derecelendirme kuruluşu tarafından karşı tarafa izlenecek prosedürün açıklandığı ve ihtiyaç duyulan bilgilerin neler olduğunun görüşüldüğü ilgili şirket üst yönetimi ile yapılan tanıtım ve tanışma görüşmesidir. Bu görüşmenin en önemli hedefi kredi derecelendirme kuruluşunun kredi analizine yaklaşım şeklinin ve bu analizde gerekli olabilecek en önemli bilgilerin neler olduğunun derecelendirme talebinde bulunan firmaya aktarılmasıdır⁹². Yani, firmaya yapacakları analizlerin en çok hangi konuları kapsadığı hakkında bilgi verir ve fikir alışverişinde bulunur.

⁹⁰ Standard and Poor's, *Guide to Credit Rating Essentials*, s. 8.

<https://www.mycreditprofile.standardandpoors.com/mysp/myspservlet?requestName=DownloadHofTopics&blobIdParam=YYYYYXXYYXY>, Erişim Tarihi: 10.07.2015.

⁹¹ Yeşil Bayrak, s. 83.

⁹² Adalı, s. 36.

1.1.9.2. Yöneticiler ile Toplantı

Yöneticiler nezdinde yapılacak olan bu toplantıdan önce derecelendirmeyi yapacak olan uzman firma finansman sorumlusundan çeşitli bilgileri hazırlamasını talep eder. Derecelendirme yapılabilmesi için gerekli veri miktarı açısından en önemli olan, mali verilerin temini için talepte bulunmaktadır. İlk resmi görüşme genellikle kredi talep eden şirketin merkezinde yapılmaktadır. Görüşme şirket performanslarının objektif kriterlere dayandırılması amacıyla mali veriler geçmiş 5 yılı kapsayacak şekilde hazırlanır. Bununla birlikte gelecek birkaç yılı da kapsayacak şekilde tahminler ve görüşler derecelendirmeyi yapacak uzmana verilir⁹³. Verilecek bu bilgiler raporlar halinde düzenli bir şekilde uzman kişiye verilir ve ondan bu raporların incelenmesini talep edilir. Uzman kişi de bu raporları incelemeye tabi tutar ve diğer uzman kişilerin görüşlerini de alarak karar verme sürecine gelinir. Daha sonra kararlarını derecelendirmeyi talep eden firmaya ve kamuoyuna bildirir.

1.1.9.3. Derecelendirme Kararı

Analist gurubu, mevcut tüm verileri ayrıntılı olarak değerlendirdikten sonra derecelendirme komitesine bir rapor sunar. Rapor, şirket ve faaliyet çevresinin analizini, stratejik ve finansal yönetiminin değerlendirilmesini, finansal analizi ve son olarak derecelendirme önerisine ilişkin finansal istatistikleri ve karşılaştırmalı analiz bilgilerini içermektedir.

Derecelendirme komitesi, tüm verileri ayrıntılı olarak inceledikten sonra nihai derecelendirme kararını verir. Komite genellikle beş ila yedi kişilik alanlarında son derece tecrübeli analistlerden oluşmaktadır. Başkan yardımcıları ve uzmanlar dışındaki diğer üyeler, derecelenen firmanın faaliyette bulunduğu sektörle ilgili diğer sektörlerin uzmanları ile diğer kıdemli personeldir. Komisyonunda kararlar oy çokluğuyla alınır⁹⁴. Bu komisyonunda bulunan bütün personeller kendi alanında uzman ve belli bir ağırlığı yani etkinliği olan kişilerden oluşur. Hepsi belli tecrübeye sahip alanında uzman kişilerdir

⁹³ Bayrak, s. 85.

⁹⁴ Kabadayı, s. 106-107.

1.1.9.4. Derecelendirmenin Açıklanması

Derecelendirme komitesi tarafından kabul edilen derecelendirme notu, ihraççı şirkete nedenleriyle bildirilir. İhraççı, şirket derecelendirmenin açıklanmasına karar verirse bu, basın yoluyla dünyanın önde gelen finansal yayın kuruluşlarına açıklanır. Ayrıca şirketle ilgili ayrıntılı bir tanıtım, kredi derecelendirme şirketinin internet sitesinde yayınlanır⁹⁵. Derecelendirme pozitif yönlü ise bir nevi firmanın ya da ülkenin tanıtımı ve reklamı da yapılmış olur ama öte taraftan negatif bir sonuç uluslararası yayın ve kuruluşlarca paylaşıldığı için o firma yada ülkenin prestijini ve hareket alanını kısıtlayabilir.

1.1.9.5. Derecenin İzlenilmesi

Nihai derecelendirmenin kararının ilan edilmesiyle derecelendirme süreci sona ermez. İhraççı firmanın derecelendirme şirketi tarafından sürekli olarak izlenmesi ve verilen derecenin güncelleştirilmesi derecelendirmenin temel ilkelerinden birini oluşturmaktadır. Derecelendirme şirketleri, ihraççı firmayla ilgili gelişmeleri yakından takip etmek ve yeni bilgilerden zamanında haberdar olabilmek için ihraççı ile bağlantılarını devam ettirirler. Bu süreç ihraççı firmanın kendi talebiyle gerçekleşebileceği gibi isteği dışında da olabilir. İhraççıyı sürekli izleme görevini, daha önce derecelendirme sürecine katılan analistlerin oluşturduğu izleme gurubu yürütür⁹⁶.

Şirketlerin finansal durumunun gelişen ekonomik şartlar doğrultusunda değişmesi durumunda verilen derecelerde değişiklikler yapılabilir. İhraççının finansal durumunun zaman içinde beklenmedik şekilde değişmesi bazen mevcut derecenin yeniden değerlemeye alınmasını gerektirebilir. Yani başlangıçta verilen derece sabit değildir. Örneğin; derecesi “A” olan bir ihraççı şirketin finansal durumunda meydana gelen bir değişiklik nedeniyle “A-“ olabileceği gibi “A+”ya da yükselebilir. Değişiklikler S&P’nin “Credit Week”, Moody’s’in “Bond Survey” adlı haftalık yayınlarında kamuya açıklanmaktadır. Bütün derecelendirme şirketleri normal olarak tüm ihraççılarda en az yılda bir kez toplantı düzenlemekte ve ayrıca sürekli iletişim kurmaktadır.

⁹⁵ Adalı, s. 39.

⁹⁶ Boyacıoğlu, s. 108.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLER VE DERECELENDİRME KURULUŞLARININ KRİZLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

2.1.1. FİNANSAL KRİZ KAVRAMI

Yunanlıların ‘‘krisis’’ kelimesine dayalı olarak türeyen ve günümüzde kriz kavramı olarak karşımıza çıkan bu kavram bilim çevrelerince ‘‘aniden ortaya çıkan olumsuz durumlar doğrultusundaki gelişme, bunalım sarsıntı’’ benzeri sözcükler ile aynı manayı ifade etmek için kullanılmaktadır. Yunanlılardan dilimize türeyen kriz kavramı şuan için herkes tarafından onaylanan anlamı ise politik ve ekonomik alanda istikrarsız ve riskli bir hali ortaya koyan zor süreç olarak ifade edilmektedir⁹⁷.

Kriz, normal giden bir şeyin beklenmedik bir biçimde normalin dışına çıkması hali olarak tanımlanabilir. Kişiler için, şirketler için ve toplum için geçerli olabilir. Örneğin bir kişinin beklemediği bir anda işini veya gelirini kaybetmesi ya da bir şirketin yine beklemediği bir anda büyük bir müşteri gurubunu kaybetmesi onlar açısından kriz halidir. Ekonomik krizler ise toplumun tümünün refahını ilgilendiren beklenmedik değişimlerdir. Örneğin bankacılık kesiminin yükümlülüklerini karşılayamaz hale gelmesi ya da devletin borçlarını ödeyememesi birer finansal krizdir⁹⁸.

Ekonomik kriz, yabancı para ve hisse senedi piyasaları gibi mali piyasalardaki güçlü fiyat çalkantıları ya da bankacılık sistemi içerisinde geri gelmeyen kredilerin muazzam bir biçimde çoğalması neticesinde meydana gelen iktisadi olaylardır⁹⁹. Finansal kriz mevzusunda genel kabul gören görüş; krizin koşulları ve belirtileri olduğudur. Fakat krizin net olarak ortaya çıkacağını söylemek ve krizin vaktini önceden kestirmek mümkün görünmemektedir. Dornbusch krizi şöyle tarif etmektedir; ‘‘kriz ancak patladığında görülür.’’ Doğrusu krizin hangi vakitte gerçekleşeceğini bilirse, ona göre alınması gereken tedbirler alınmaya

⁹⁷ Coşkun Can Aktan, Hüseyin Şen, ‘‘Ekonomik Kriz: Nedenleri ve Çözüm Önerileri’’, *Yeni Türkiye Dergisi*, 2002/1, <http://www.scribd.com/doc/53058964/EKONOMİK-KRİZ-NEDENLER-VE-ÇÖZÜM-ÖNERİLERİ>, Erişim Tarihi: 15.04.2012.

⁹⁸ Mahfi Eğilmez, ‘‘*Kolay Ekonomi*’’, 5. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul 2012, s. 167-168.

⁹⁹ Özgür Yaman, *Finansal Krizler ve Erken Uyarı Sistemleri*, Yayınlanmamış Yüksek lisans Tezi, İstanbul-2010, s. 14.

çalışılır ve kriz engellenir, kriz yaşanmasına izin verilmez¹⁰⁰. Kısacası şunu söyleyebiliriz; ekonomik koşullar her ne kadar kötüye gitse de finansal krizin ortaya çıkıp çıkamayacağı konusunda kesin bir bilgiye sahip olamayabiliyoruz. Belki yapılan çalışmalar onu sezebilir ama kesinlik kazandırmaz.

2.1.2. FİNANSAL KRİZLERİN ORTAYA ÇIKIŞ NEDENLERİ VE ÖZELİKLERİ

Finansal krizleri meydana getiren sebeplere göz atığımızda; geçmişten günümüze kadar gelen süreç içerisinde bir birine benzemediğini görmekteyiz. 18. yüzyıla gelene kadar genelde savaşlar, mali vurgunlar, yokluk ve benzeri durumlardan kaynaklanır iken 19. yüzyılın başlarında ve günümüze kadar gelen finansal krizlerin ortaya çıkış nedenleri ülkelerin kapitalist bir ekonomi modelini benimsemeleri ve bu kapitalist ekonomilere bağlı olarak ortaya çıkan faktörler sebep olmuştur. Tarihsel sürece baktığımızda daha önceki finansal krizler kendi bölgesinde ve kısa süreliğine kendini gösterirken 19. yüzyıldan sonra ortaya çıkan krizlerin hem uzun süreli hem de dünyanın birçok bölgesini etkisi altına alabildiğini görmekteyiz¹⁰¹.

Herhangi bir ülkenin mali yapısını finansal mütereddit durumlara sürükleyen farklı nedenler bulunmaktadır. Ortaya çıkan bu nedenleri makro ve mikro olarak ayırtmak imkân dâhilindedir. Bütün çevreler tarafından onaylanmış olan mali tedirginliklerin sebepleri mali yapının serbestleşmesi ve sabit döviz kuru sistemidir. Bu iki görüşe; sürdürülemez makroekonomik politikalar, finansal yapıdaki zayıflıklar, parasal hareketlerdeki aşırı dalgalanmalar, dünya çapındaki malî durum, politik tereddütler, teknolojik ve çevre bilimle ilgili alanlardaki hızlı değişim, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişmeler de ilave edilmektedir¹⁰².

Kriz hiç beklenmedik bir biçimde meydana gelen negatif gelişmeleri ortaya koyan ve belli başlı özelliklere sahip bir kavram iken krizin özelliklerini şöyle sıralayabiliriz¹⁰³;

¹⁰⁰ Ercan Eygur, "Krizden Krize Türkiye: 200 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, No: 2001/1, s. 9.

¹⁰¹ Muharrem Avşar, "Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları", Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi, Haziran 15-17, Eskişehir, 2011, s. 5.

¹⁰² Aktan Coşkun Can ve Hüseyin Şen, "Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri", *Yeni Türkiye Dergisi* Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl: 7, Sayı: 42, Kasım-Aralık 2001, s. 1225-1230.

¹⁰³ Mustafa Gümüş, "2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizlerinin Sermaye Piyasası Aracılık Sektörüne Etkileri", *Sosyo Ekonomi Dergisi*, Yayın No: 2006-1/060102, s. 27.

- ✓ Önceden bilinmemesi ya da öngörülememesi,
- ✓ Kişiler ve organizasyonlar için hem bir tehdit hem de bir fırsat yaratması,
- ✓ Kısa ya da uzun süreli olması,
- ✓ Sirayet yani bulaşıcılık, etkisinin olması

Genel olarak kabul gören finansal krizlerin özellikleri bunlardır. Şüphesiz ortaya çıkan finansal krizlerin özellikleri bunlar olmakla birlikte her ülke farklı nedenlere bağlı mali ve finansal krizler yaşayabilir.

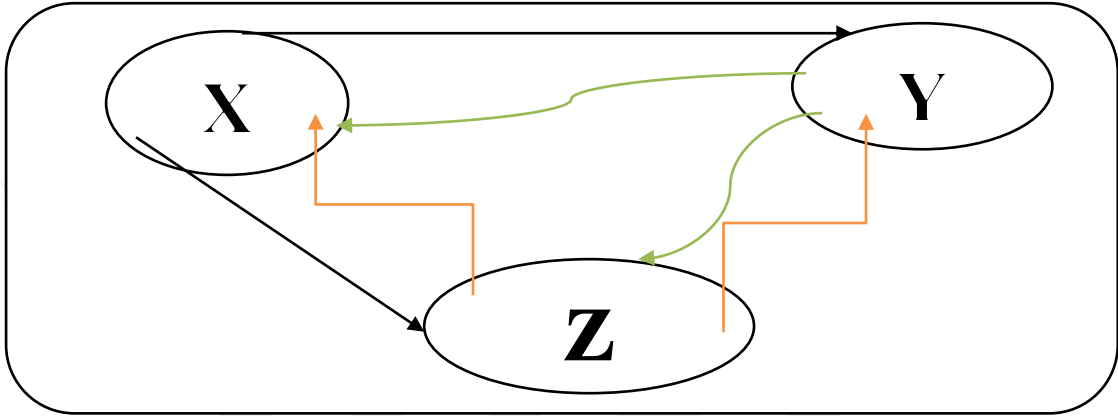
2.1.3. FİNANSAL KRİZLERİN YAYILMACILIĞI

Krizlerin yayılmacılığına baktığımızda küreselleşme ile birlikte etkisini artırdığını görebiliriz. Nobel ödüllü ünlü ekonomist Stiglitz küreselleşmeyi, “ulaşım ve iletişim teknolojilerindeki gelişmelere bağlı olarak iletişim ve ulaşım maliyetlerinin düşmesi ile malların, hizmetlerin ve sermayenin sınırlar ötesi hareketliliğini engelleyen sınırların kaldırılmasıyla ülkeleri ve dünya halklarının daha fazla bütünleşmesi” olarak tanımlar¹⁰⁴. Küreselleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin önündeki engellerin ortadan kalkması ve parasal hareketlenmelerin serbestleştiği küresel sistemde krizlerin globalleşmesine çok daha kolay ve hızlı olmasına olanak sağlamıştır.

Sermayenin serbestleşmesi ile birlikte mali krizlerdeki bulaşıcılık etkisi artmıştır. Şöyle ki, daha önce Japonya’da meydana gelen bir finansal kriz sadece Japonya ile sınırlı kalabiliyordu. Ancak günümüzde globalleşmenin etkisi ile iç içe geçen finansal yapılar oluşmasından dolayı uluslararası alanda faaliyet yürüten bir bankanın, şirket veya kurum/kuruluşun zarar etmesi bütün küresel finans çevrelerini etkileyebilmektedir. Örneğin ABD merkez bankası (FED)’in almış olduğu kararlar, ya da Avrupa Merkez Bankasının (ECB) geliştirmiş olduğu mali politikalar birçok ülkeyi etkileyebilir.

¹⁰⁴ Joseph E. Stiglitz, *Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı*, (çev. Arzu Taşcıoğlu ve Deniz Vural), Birinci Baskı, İstanbul 2002, s. 35.

Şekil 2.8’de küresel sermaye akımları gösterilmiştir. Şekildeki üç ülke (X,Y,Z) arasında sermaye hareketleri serbesttir. Bundan dolayı her üç ülkedeki girişimciler ya da yatırımcılar kendi ülkelerinde olduğu gibi ötekilerde de sermaye yatırımı yapabilmektedirler. Şekilde X ülkesinden Y ve Z ülkelerine sermaye akımları düz oklar ile gösterilmiştir. Y ülkesinden X ve Z ülkelerine sermaye akımları kıvrımlı oklar ile Z ülkesinden ise X ve Y ülkelerine yönelik sermaye akımları kırıklı oklar ile gösterilmiştir.



Şekil 2.8. Küresel Sermaye Akımlarının Serbestleşmesi

Kaynak: Mahfi Eğilmez, *Küresel Finans Krizi Piyasa Sisteminin Eleştirisi*, 8. Basım, Remzi Kitabevi, Kasım 2011, s. 53-54.

Yukarıdaki Şekil 2.8’de gösterildiği gibi sermaye hareketliliğinin akışı mali krizlerin yayılmacılığını beraber ortaya çıkarmaktadır. Örneğin X ülkesindeki müteşebbis, Y ülkesine ticarete bulunmak için Z ülkesindeki bir finansal kuruluştan kredi almış olsun. Ayrıca farz edelim ki Y ülkesinde yaptığı ticari işlem o ülkede ortaya çıkan bir mali kriz ile zarar etmiş ve bu müteşebbisi batma sınırına getirmiş olsun. Bu durumda müteşebbis Z ülkesindeki finans kurumunda aldığı krediyi ödeyemeyince krizi Y ülkesinden Z ülkesine taşımış olacaktır¹⁰⁵. Kısacası mali krizler tüm dünyayı etkisi altına alan, dünyanın herhangi bir ülkesinde ya da bölgesinde meydana gelen ve çıkış nedeni ülke veya bölgedeki finansal çalkantılar ve bu çalkantıların özellikle kötü yönetimler sonucunda dünyada bulunan ülkeleri tıpkı bir sarmaşık bitkisi gibi sararak mali alanlarda ulusları sıkıntıya sokması olarak ifade edebiliriz¹⁰⁶. Bu yayılmacılık etkisi günümüzde kendisini daha çok hissettirmektedir.

¹⁰⁵ Mahfi Eğilmez, *Küresel Finans Krizi Piyasa Sisteminin Eleştirisi*, 8. Basım, Remzi Kitabevi, Kasım 2011, s. 53-54.

¹⁰⁶ Mustafa Sönmez, “Küresel Kriz ve Türkiye”, <http://emrecirak.blogcu.com/kuresel-mali-kriz-uzerine-bir-arastirma/5167862>, Erişim Tarihi: 15.08.2015.

2.1.4. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ

Uluslararası mali piyasalarda ortaya çıkan düşünceye göre, özellikle büyüyen piyasalarda kapsamlı bir şekilde ortaya çıkan finansal krizler; Bankacılık krizleri, Döviz krizleri ve Dış borç (ödemeler) krizleri şeklinde karşımıza çıkmaktadırlar. Ortaya çıkan bu mali ya da finansal buhranlar genellikle ardı ardına geldikleri için bunları net bir şekilde bir birinden ayırtılamamaktadır¹⁰⁷.

2.1.4.1. Bankacılık Krizleri

Ticari bankaların alacaklarının müddetinin uzatılmaması veya herhangi bir süre ile sınırlandırılmayan mevduatlardaki ummadık bir çekme talebini yerine getirememeleri çerçevesinde sermaye güçlüğü çekmeleri ve ardından batması hâlini ifade eder. Hâsılı bankacılık krizleri fiili veya potansiyel banka mevduat çekilmeleri, bankaların sorumluluklarını ertelemeleri veya hükümetin büyük ölçekli finansal yardımlar sağlamak suretiyle bunu önlemeye zorlanmasının teşvik ettiği banka iflasları olarak ortaya çıkar¹⁰⁸.

2.1.4.2. Döviz Krizleri

Döviz kurunda sert bir inişin olması, yönetimin kur ayarlaması (devalüasyon) ilan etmesi, hiç beklenmedik bir şekilde döviz kuru düzenine müdahale etmesi, parasal hareketliliği sınırlaması, kısa bir süreliğine de olsa sermaye piyasalarını kapatması durumunu ifade eder. Döviz krizini diğer mali krizlerden (bankacılık krizi ve dış borç krizi) ayırtıran temel etken krizin ödemeler dengesinde ortaya çıkmasıdır. Döviz krizleri ülkelerin yürütmekte olduğu kur sistemine göre farklı adlar alabilmektedir. Örneğin bir ülkenin merkez bankası, sabit kur sistemini uyguluyorsa ortaya çıkan parasal krize ödemeler dengesi krizi adı verilirken, esnek kur rejimi uygulayan ülkelerde ortaya çıkan krizin adı ise bir döviz krizi olabilmektedir¹⁰⁹. Yani ülkelerin kullanacağı kur sistemine göre krizin adı farklılık kazanabilmektedir.

¹⁰⁷ Kıymayürk, s. 13-14.

¹⁰⁸ Güven Delice, "Finansal Krizler: Teori ve Tarihsel bir perspektif", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 20, Ocak-Haziran 2003, s. 57-81.

¹⁰⁹ Nurdan Aslan, Sinem Dışkaya, "Finansal Krizler", <http://www.marmarakpss.com/sayfa/31/finansal-krizler>, Erişim Tarihi: 28.08.2015.

2.1.4.3. Dış Borç (Ödemeler Dengesi) Krizleri

Dış borç krizleri; herhangi bir ülkede devlete ya da özel kesime ait dış borçlarını geri ödeyememesi durumunu ifade eder. Özellikle devletin dış borçlarının döndürülmesi ve yeni dış kredi bulma konusunda güçlük yaşamaları nedeniyle dış borcun yeni ödeme planlarına bağlanması veya yükümlülüklerin ertelenmesi şeklinde ortaya çıkar. Borçlu, yükümlülüklerini yerine getiremediğinde veya borç vericiler borçların gelmemesi olasılığını hissettiğinde borçluya yeni krediler vermeyip, verilen kredileri tahsil etmeye çalıştıklarında borç krizleri ortaya çıkar. Ortaya çıkan bu krizler hususi veya devlet borcundan dolayı ortaya çıkabilir. Kamu tarafından mükellefiyetlerini yerine getiremeyeceği şeklindeki tehlike hissettirmesi özel sermaye girişlerinde sert bir düşüşe ve bir krize neden olur¹¹⁰.

2.1.5. DÜNYA'DA 1990'DAN SONRA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER VE DERECELENDİRME KURULUŞLARININ KRİZLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

2.1.5.1. Güney Doğu Asya ve Rusya Krizleri

Güney Doğu Asya'nın kaplanları olarak isimlendirilen ve 20. yüzyılın dördüncü çeyreğinde iktisadi anlamda hızlı bir şekilde gelişen Güneydoğu Asya ülkeleri 1997 yılında Tayland başta olmak üzere Malezya, Filipinler, Endonezya ve Güney Kore'yi etkisi altına alan bir finansal kriz yaşamıştır. Yaşanmış olan bu krize Güney Doğu Asya krizi adı verilmiştir. Güney Doğu Asya krizinin ilk ortaya çıkışı şubat 1997 yılına dayanır. Daha sonra Temmuz 1997'de Tayland yetkililerinin para birimi Baht'ın değerini düşürme (devalüasyon) işlemini gerçekleştirmesi sonucunda kriz, bölge ekonomilerine ve dünya geneline yayılmıştır. Finansal krizden birçok ülke etkilenmiştir. Etkilenmiş olan bu ülkelerin başında Tayland, Filipinler, Malezya, Endonezya, Güney Kore ve ardından Hong Kong gelmektedir¹¹¹.

Asya ve Rusya krizleri farklı zamanlarda gerçekleşmesine rağmen krizlere neden olan faktörler aynı olduğu için her iki krizi birlikte ele alacağız. Güneydoğu Asya krizinin hemen ardından 1998 yılında Rusya krizi patlak vermiştir. Rusya krizi

¹¹⁰ Delice, s. 61.

¹¹¹ Yunus Emre Ergeç, "Ekonomik Krizlerin Nedenleri ve çözüm önerileri", http://www.endmuh.com/kariyer/ekonomi/dosyalar/ekonomik_kriz_nedenleri_ve_cozum_onerileri.pdf, Erişim Tarihi: 15.08.2015.

dış müdahalelerden ziyade bir kötü yönetim krizidir. Rusya piyasa ekonomisine geçtiği günden beri makroekonomik dengeleri tutturamamış ve sağlam bir mali yapıyı oluşturamamıştır. Ülkeden yaşanan yolsuzluklar, yüksek vergileme ve Güneydoğu Asya krizinin global ekseninde özellikle gelişen piyasa ekonomilerinde neden olduğu daralma Rusya'da var olan ekonomik sorunların daha da derinleşmesine neden olmuştur. Tüm bunlar sermaye kaçışını da teşvik etmiştir. Ayrıca Rusya Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi, yurtdışında önemli oranda borçlanan bir ülkedir. Yani sermaye kaçı ve borçlanma eş zamanlı olarak gerçekleşmiş ve ekonomik kriz bu nedenlerden dolayı ortaya çıkmıştır¹¹². Rusya'nın liberal ekonomik sisteme tam olarak geçememesi ardından Güneydoğu Asya krizinin getirmiş olduğu külfet ülke ekonomisini olumsuz bir yönde etkilemiştir. Ülke ekonomisinin olumsuz yönde hareket etmesi yabancı yatırımcıların tedirginleştirmiş ve yapmış oldukları yatırımları Güneydoğu Asya krizinden dolayı geri çekmişlerdir. Bundan dolayı Güneydoğu Asya krizi Rusya'ya yayılmış ve ülkede krizin çıkmasına neden olmuştur.

2.1.5.1.1. Güney Doğu Asya Krizi ve Rusya Krizlerine Neden Olan Gelişmeler ve Krizin Yayılmacılığı

1997 yılında Tayland'da başlayıp önce uzak doğu ülkelerine sonra da Rusya'ya yansıyan finansal krizin ortaya çıkış nedenlerini üç başlık altında toparlayabiliriz: Bunları; borç alanların kusurları, borç verenlerin kusurları, bazı uluslararası kurum ve kuruluşların (IMF ve Derecelendirme Kuruluşları) yetersizlikleri ve etkileri olarak sıralayabiliriz¹¹³.

Güneydoğu Asya ve Rusya krizi: Tayland'da başlayıp Malezya, Singapur, Tayvan, Endonezya, Filipinler, Japonya, Çin, Rusya ve birçok uzak doğu veya Asya ülkelerini etkisi altına alan, yayılmacılık etkisi yaratan bir küresel finansal krizdir. Bu küresel finans krizi Güney Doğu Asya'nın belli bölgelerinde var olan ülkelerin muazzam dış açıklar ve menkul kıymet piyasalarında mali sektörün olağanüstü bir şekilde ısınmasının ortadan kaldırılmasında meydana gelen başarısızlıklar neden olmuştur. Bunun yanı sıra mali sektörde ve reel sektörde dış ülkelere borçlanmayı ve şiddetli seviyedeki kur riski taşıyan pozisyon tutmayı çekici hale getiren sabit kur

¹¹² Ulusoy, s. 274.

¹¹³ Eğilmez, s. 64.

sisteminin uzun süre devam ettirmesi, bankaların borç portföyü yapısının hemen bozulmasına yol açan inceleme ve denetim mekanizmalarının iyi işletilememesinden dolayı ortaya çıkmıştır¹¹⁴.

Ayrıca Rusya'da finansal krizin ortaya çıkması; kısa sürede büyük kazanç elde etmek isteyen kısa vadeli yabancı sermayenin spekülatif hareketleri, IMF'nin kaynak aktarımını durdurması ve Rusya'nın kendi yapısal sorunlarından dolayı ortaya çıkmıştır. Rusya'da ortaya çıkan finans krizinin ilk belirtileri dünya petrol fiyatlarında yaşanan düşüş sebebiyle Rusya'nın dış gelirlerinin 10 milyar dolarlık zarara uğraması ve bunun neticesinde piyasalara sunulan kredilerin toplanamaması olarak gösterilmiştir. 1998 yılına gelindiğinde ise Rusya'da firmalar ve finansal kurumlar batmaya başlamış ve mali piyasalarda kırılmalar meydana gelmiştir. Ayrıca Ağustos 1998 yılında Rusya yönetimi özel dış borçları için 90 günlük borç erteleme ilan etmiştir. Borç erteleme yaptıktan sonra Rusya'nın yerel parası Rublenin değerinin düşürülmesi devam etmiş ve ekonomik kriz kendini bariz bir şekilde hissettirmiştir¹¹⁵.

2.1.5.1.2. Derecelendirme Kuruluşlarının Güney Doğu Asya ve Rusya Krizleri Üzerindeki Etkisi

Güneydoğu Asya krizi incelendiğinde makroekonomik dengenin özel sektöre sunulan vadeli borçların giderek hızlı bir şekilde artması, özel sektörün finans kurumlarına olan borçlarının çoğalması, parasal girişler nedeniyle yerli paranın aşırı değer kazanması ve cari işlemler açığının artması finans krizine sebep olan temel nedenler olarak gözlemlenmiştir.

Güneydoğu Asya ülkelerinde finansal krizinin ortaya çıkmasından sonra yerel paraların ve borsalarının çökmesi kredi derecelendirme kuruluşlarının dikkatini çekmiş ve hızlı bir şekilde derecelendirme notlarını indirmişlerdir. Tayland'da baş gösteren finansal kriz birbiriyle aynı ekonomik görüntü ortaya koyan öteki ülkelerin de ekonomilerine ilişkin güven sorununu gündeme getirmiş ve bölgesel bir krize dönüşerek birçok Güneydoğu Asya ülkesini ve Japonya'yı etkisi altına almıştır.

¹¹⁴ Mehmet Özmen, *Kasım 2000- Şubat 2001 Ekonomik Krizleri ve Göller Bölgesi Mermercilik Sektörüne Etkileri*, Yayınlanmamış Yüksek lisans Tezi S.D.Ü. S.B.E. İktisat Anabilim Dalı, Isparta 2003, s. 16.

¹¹⁵ Muhammet Akdiş, "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler", <http://makdis.pamukkale.edu.tr/finans.htm>, Erişim Tarihi: 03.08. 2015.

Yaşanan bu mali buhran esnasında Güneydoğu Asya ülkeleri geçmişten günümüze kadarki süreçte en şiddetli kredi notlarının düşüşünü görmüşlerdir.

Örneğin Güney Kore'nin S&P tarafından verilen 1997 yılı Ekim ayına kadar negatif görünümlü "AA-" olan notu 24 Ekim 1997 tarihinde pozitif görünümlü "A+" seviyesine indirilmiş ve hemen sonrasında art arda notların düşürülmesi devam etmiş ve ülke notu dokuz seviye birden gerileyerek "B+" aşamasına gerilemiştir. Bu ve bunun gibi diğer hâller, Asya ülkelerinde de yaşanmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları Güney Kore'ye vermiş oldukları notları spekülâtif seviyelere indirdiğinde Tayland, Malezya ve Endonezya'ya da yatırım yapılabilir derecenin aşağısında notlar verilmiştir¹¹⁶. Aşağıda Tablo 1.9'da kriz öncesi ve sonrasında Güney Kore'ye verilen derecelendirme notların seyri gösterilmiştir.

Tablo 1.9. Finansal Kriz Sürecinde S&P'nin Güney Kore Ülke Kredi Notu İndirimleri

| Tarih | Uzun Dönem Döviz Cinsi Kredi Notu | Not Görünümü |
|----------------|-----------------------------------|--------------|
| 3 Mayıs 1995 | AA - | Pozitif |
| 24 Ekim 1997 | A + | Negatif |
| 25 Kasım 1997 | A - | Negatif |
| 11 Aralık 1997 | BBB - | Negatif |
| 22 Aralık 1997 | B + | Negatif |

Kaynak: <http://countryeconomy.com/ratings/south-korea>, Erişim Tarihi: 10 Aralık 2015.

Tablo 1.9'u incelediğimizde Güney Doğu Asya krizi yaşanmadan önce Güney Kore S&P tarafından en yüksek not verilerek derecelendirilmiş ve piyasalara güven telkin eden bir not görünümünde iken yaşanan finansal kriz ile birlikte aniden kısa süre içerisinde keskin bir iniş ile notu derecelendirme notu 9 basamak düşürülmüştür. Yapılan bu not indirimleri alıngan olan piyasaya etki ederek krizin boyutunun büyümesine neden olmuştur. Uluslararası piyasalarda kredi notu düşen bir ülkenin dış borçlanması zorlaşır ve yüksek faizli borçlanma koşulları ile borçlanmak zorunda kalmak zorunda kalır buda ülke ekonomisini daha da çıkmaza sokar. Aşağıdaki Tablo 1.10'da ise kriz öncesi ve sonrasında Endonezya'ya verilen derecelendirme notların seyri gösterilmiştir

¹¹⁶ Fatih Bahadır Haspolat, *Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi*, Uzmanlık Tezi, T.C. Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2923, Şubat 2015, s. 31-32.

Tablo 1.10. Kriz Sürecinde S&P'nin Endonezya Ülke Kredi Notu İndirimleri

| Tarih | Uzun Dönem Döviz Cinsi Kredi Notu | Not Görünümü |
|-----------------------|-----------------------------------|----------------|
| 10 Ekim 1997 | BBB - | Durağan |
| 31 Aralık 1997 | BB + | Negatif |
| 9 Ocak 1998 | BB - | Negatif |
| 27 Ocak 1998 | B | Negatif |
| 11 Mart 1998 | B - | Negatif |
| 15 Mayıs 1998 | CCC + | Negatif İzleme |
| 8 Temmuz 1998 | CCC + | Negatif |

Kaynak: http://dose.se/~madman/KR_sovereign_SovRatingsHistorySince1975.pdf, Erişim Tarihi: 10 Aralık 2015. s. 11-12.

Tablo 1.10'u incelediğimizde Endonezya da meydana gelen ekonomik krizden sonra S&P yabancı para cinsinden ülke notunu sürekli düşürdüğünü görmekteyiz. S&P Temmuz 1997 yılından meydana gelen Asya krizi esnasında Endonezya'nın "BBB" "durağan" olan not görünümünü 10 Ekim 1997'de "BBB -" "negatif" olarak düşürmüş ardından 7 defa ülke notunu düşürerek 8 Temmuz 1998'de "CCC +" "negatif" olarak belirlemiştir¹¹⁷. Daha önce yatırım yapılabilir notu alan Endonezya'nın yaşanan ekonomik krizden sonra; önce spekülasyon derecesi, ardından aşırı riskli derece kategorisinde değerlendirilmiştir. Bu not düşürmeler ülkeye girecek olan sıcak para akışının hızını azaltmış, borçlanmada güçlüklerin yaşanmasına sebep olmuş ve yüksek faizler ile borçlanmasına neden olmuştur.

Bu dönemde Güneydoğu Asya ülkelerinde bunlar yaşanırken Rusya'ya KDK'ların diğer gelişmekte olan ülkelere daha yüksek kredi notu vermesi Rusya'daki yönetimin borç almasını kolaylaştırmıştır. Yüksek oranlı kısa vadeli borç stoku, dış finansman sorununun ortaya çıkmasıyla birlikte sürdürülemez bir duruma gelmiş, bu hal yaşanmış olan politik dalgalanmalar ile birleşerek 1997 yılının sonundan itibaren Rusya Federasyonu'na yönelik tassa giderek artmış ve piyasalarda spekülasyon havasının meydana çıkmasına sebep olmuştur. Bütün bu olanlar yüzünden KDK'lar Rusya'nın derecelendirme notunu kısa bir süre içinde keskin bir şekilde düşürmüşlerdir¹¹⁸.

¹¹⁷ S&P, Sovereign Ratings History Since 1975, 03-Jan-2007, s.11.

http://dose.se/~madman/KR_sovereign_SovRatingsHistorySince1975.pdf, Erişim Tarihi: 10.12. 2015.

¹¹⁸ Haspolat, s. 33.

Rusya'daki ekonomik krizin derecelendirme şirketleri tarafından öngörülemediği görülmektedir. Standard and Poor's mali buhranın ortaya çıktığı Ağustos 1998'den önce Rusya'nın yabancı para cinsinden uzun vadeli borçlanma ülke notunu 27 Mayıs 1998'de "BB -" "negatif izleme" olarak açıklamış, finansal kriz baş gösterdiği gibi 9 Haziran 1998'de Rusya'nın ülke notunu "B +" "Durağan" 13 Ağustos 1998'de "B -" "Negatif", 17 Ağustos 1998'de "CCC" ye, 16 Eylül 1998'de ise "CCC-"ye düşürmüştür.¹¹⁹ S&P'den sonra Fitch Rating ve Moody's te Rusya'nın ülke notunu düşürmüştür. Aşağıdaki Tablo 1.11'de Fitch Ratings'in Rusya'ya vermiş olduğu derecelendirme notlarının seyri gösterilmiştir.

Tablo 1.11. Kriz Sürecinde Fitch Ratings'in Rusya Ülke Kredi Notu İndirimleri

| Tarih | Uzun Dönem Döviz Cinsi Kredi Notu | Not Görünümü |
|-----------------|-----------------------------------|--------------|
| 12 Şubat 1998 | BB + | Negatif |
| 10 Mart 1998 | BB + | |
| 5 Haziran 1998 | BB + | Negatif |
| 7 Haziran 1998 | BB | Negatif |
| 30 Temmuz 1998 | BB - | |
| 17 Ağustos 1998 | B - | Negatif |
| 27 Ağustos 1998 | CCC | |

Kaynak: <http://countryeconomy.com/ratings/russia>, Erişim Tarihi: 10 Aralık 2015.

Tablo 1.11'de görüldüğü gibi Rusya'nın Fitch Ratings tarafından 12 Şubat 1998 tarihinde "BB +" olan kredi derecelendirme notu, 27 Ağustos 1998 tarihinde, diğer bir ifade ile yaklaşık altı aylık bir süreçte yedi puan düşürülerek "CCC" düzeyine indirilmiştir¹²⁰. Yukarıdaki tablo, yatırım yapılamaz seviyesinin en üst noktasında yer alan bir notun, yani spekülasyon olan bir notun aşırı riskli hale geldiğini ifade eder. Bu da yatırımların kesilmesi, dar boğazdan olan ülkenin daha da çıkmaza girmesi ve ülkeye girebilecek doğrudan veya dolaylı yatırımların ülke dışına hızlı bir şekilde çıkmasına neden olmuştur. Ayrıca yatırımların durmasına ve faizlerin artmasına neden olmuştur.

¹¹⁹ S&P, Sovereign Ratings History Since 1975, 03-Jan-2007, s. 20.

http://dose.se/~madman/KR_sovereign_SovRatingsHistorySince1975.pdf Erişim Tarihi: 10.12.2015.

¹²⁰ <http://countryeconomy.com/ratings/russia>, Erişim Tarihi: 10.12.2015.

2.1.5.2. 2008 Küresel Finans Krizi

2008 Küresel krizi ABD’de 2007’nin sonlarına doğru ortaya çıkan ve büyük risk taşıyan gayrimenkul kredilerinin neden olduğu ve bilhassa Kanada, Japonya ve İngiltere’deki¹²¹ mali piyasalardan başlamak üzere reel sektöre açılan ve süreç içerisinde bütün ülke ekonomilerini etkisi altına alarak büyüyen finansal bunalımı ifade etmek için kullanılır¹²².

2007 yılında Amerika’da yaşanan kriz, muazzam bir şekilde değer kazanmış konut bedellerinin dengelerine doğru dönme eğilimi ve bu eğilimin yarattığı spekülasyon hali ifade eder. Özellikle 1990’lı yıllardan sonra ABD ekonomisini enerjik tutabilmek için küçük faiz oranı-çok para politikası özümsemiş, faiz oranları gayrimenkul fiyat oranlarındaki artışların altına düşünce borçlanarak gayrimenkule sermaye yatırmak “kârlı” hale gelmiştir. Bu karlardan faydalanmak isteyenler gayrimenkul yatırımlarına yönelmeye başlamışlardır. Yapılan bu işlem gayrimenkul fiyatlarının daha çok arttırmasına neden olmuş, hızlı artan fiyatlar gayrimenkul kazançlarını daha da arttırmış ve bu da yeni yatırımcılar çekmiştir. Bütün bu olanlar, “artan kazanç-yeni talep-artan kazanç” döngüsünü başlatmıştır. Bu piyasalarda ortaya çıkan hal, asırlarca gözlemlenen ve bilinen bir gerçektir. Mali piyasalarda para ile para kazanma altında bu döngü oluşmakta ve krizlerle sonuçlanmaktadır¹²³. 2008 finansal krizi yüz yıllarca süre gelen ve tekrar eden bir ekonomik buhranın yeniden inkişaf etmesi olayıdır.

2.1.5.2.1. 2008 Küresel Finans Krizine Neden Olan Gelişmeler ve Krizin Yayılmacılığı

2007 yılında ortaya çıkan ve 2008 yılında bütün dünyaya tesir eden global mali krizin ortaya çıkış sebebi ABD’de 2007 yılında ortaya çıkan mortgage yani gayrimenkul buhranıdır. Sektör yapısı, piyasa aksaklıkları ve bu süreçte takip edilen stratejiler sonucunda kestirilemeyen olumsuzluklar meydana gelmiştir. Yaşanan bu küresel finans krizine neden olan faktörler üç esas etkene sahiptir. Bunlar

- ✓ Finansal yeniliklerin yanlış yönetilmesi,

¹²¹ Ömer Faruk Batırel, “Ekonomik Kriz ve Türk Kamu Maliyesi”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Yıl:7, Sayı:13, Bahar-2008, s. 1.

¹²² İzzetin Önder, “Küresel Kriz ve Türkiye Ekonomisi”, s. 12.

<http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/238/2.pdf> Erişim Tarihi: 18.04. 2015.

¹²³ Özer Ertuna, “Dünya Ekonomik Krizi ve Türkiye’nin Durumu”, s. 26.

<http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/256/3.pdf> Erişim Tarihi: 18.08.2015.

- ✓ Gayrimenkul (konut) fiyatları balonu ve
- ✓ Mali kurumların bilançolarındaki bozulma olarak ifade edebiliriz.

2008 küresel krizin çıkmasına sebep olan sadece finans kurumlarının yanlış politikaları veya hırsları değil, mali piyasaların deflasyon sorunundan kurtarılması için borç kullanma çabaları da finansal krizi körükleyen nedenler arasında yer almaktadır. Temel sorunda, büyük bir borç tabanı ve sorun teşkil eden mali varlık yatırımları olmadan gelişmeyen bir ekonomidir¹²⁴.

2008 Küresel finans krizinin nedenlerini iki farklı kategoride incelemek gerekir. Bu iki kategoriden birincisi Temmuz 2007'de başlayarak 15 Eylül 2008'e dek mali piyasalarda meydana gelen spekülasyon sürecidir. Bu süreçte Amerika'da 2006'nın başlarında konut fiyatlarındaki artış ve minimize edilen faiz oranları, ipotek kredilerinin kayda değer miktarda çoğalmasına neden olmuştur. Tüketiciler gelirlerine göre büyük oranda harcama eğilimi içine girmişlerdir. Bundan dolayı Amerika'da hane halklarının kredi piyasalarından ve malî olmayan kuruluşlardan borçlanmalarının GSYİH'ya oranı 1994 ve 2007 yılları arasında % 118 iken % 173'e yükselmiştir. Hane halklarının kredi borçları, 2000 yılından itibaren adeta sıçrama yapmış ve 2000 ve 2007 yılları arasında harcanabilir kişisel gelirin % 98'inden % 136'sına yükselmiştir. Bu oran aynı dönem aralığında İngiltere'de % 120'den % 180'e, Euro bölgesinde ise % 71'den % 91'e yükselmiştir. İngiltere'de konut fiyatlarının benzeri görülmemiş düzeyde artması ise birden fazla gelişmekte olan ülkede benzer patlamaların olmasına yol açmıştır. 2006'nın sonlarına doğru durum tersine dönmeye başlamış, konut fiyatlarındaki olumlu düşüşün yanı sıra satılmayan konut stokunun da 1993'ten günümüze en yüksek düzeye çıktığını gözlemlemekteyiz. Bu zaman dilimi içerisinde konut inşaatı % 18 azalmıştır. Düşük kredi döneminin kapanmasıyla birden fazla ipotek kredisi alan borçlu daha fazla aylık ödemek zorunda kalmıştır. Borçlardan doğan yükümlülüklerini yerine getiremeyenler ve icra yoluyla satışa çıkarılan konut sayıları, trajik bir şekilde artmış ve değişken faizli ipotek kredisinin faiz oranları daha da yükselmiştir. Bilhassa değişen faiz oranlarının söz konusu olduğu kredileri kullananlar çok sorun yaşamışlardır. Bu sorun beraberinde hacizleri getirmiş ve ABD'de 2006 yılının son çeyreğinde artış göstermeye başlamış ve 2007 ile 2008 yıllarında global bir buhranın

¹²⁴ Serdar Öztürk, Bekir Gövdere, "Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", *S.D.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:15, Yıl:2010, Sayı:1, s. 382.

güdüleyicileri arasında yer edinmiştir. IMF tarafından yapılan son tahminlere göre Amerikan kaynaklı ipotekli konut kredileri ve diğer kredilerden kaynaklanan zararların 1,4 trilyon dolara ulaşması beklenmektedir. Bu zarar İkinci Dünya Savaşından beri ulaşılan en büyük zarar olarak kaydedilmiştir.

Küresel finans krizi 2008 Eylül ayından itibaren finans kurumları ve bankaların bilhassa büyük yatırım bankası Lehman Brothers'ın iflasıyla birlikte ikinci ve farklı bir sürece girmiştir. Bu iflaslarla birlikte Amerikalılar iki gün içerisinde tahmini 150 milyar doları sermaye piyasaları fonlarından çekmişlerdir. Ekim 2008'de Amerika Merkez Bankası ve diğer merkez bankaları piyasalara 2,5 trilyon dolar tutarında likidite enjekte etmişlerdir. Yapılan bu parasal enjekte geçmişten günümüze kadar ki en büyük parasal müdahaledir. ABD yönetimi ve Avrupa yönetimleri 1,5 trilyon dolar tutarında direk hisse senedi yatırımı taahhüdünde de bulunmuşlardır¹²⁵. 2008 yılında meydana gelen küresel mali buhranın nedenleri detaylı olarak anlatıldıktan sonra bu nedenleri şu şekilde sıralayabiliriz¹²⁶;

- ✓ Likidite bolluğu ve özensiz krediler,
- ✓ Menkul kıymetleştirme ve Saydamlık eksikliği
- ✓ Kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyetleri,
- ✓ Denetleyici ve düzenleyici kuruluşların süreci iyi değerlendirememesi olarak sıralayabiliriz.

2.1.5.2.2. Derecelendirme Kuruluşlarının 2008 Küresel Finans Krizi Üzerindeki Etkisi

Herhangi bir derecelendirme kuruluşu bir ihraççıyı değerlendirirken, iki şekilde bu hizmeti yapmaktadır. Birincisi ya bu kurumların yani firma veya ülkelerin talepleri doğrultusunda belli bir ücret karşılığında karşılıklı olarak yaparlar. İkincisi ise herhangi bir ülke ya da firmanın talebi olmaksızın kredi derecelendirme kuruluşlarının bunu ücretsiz kendi edindiği veya firmanın kamuya yayınlamış olduğu bilgiler ışığında yapar. Gelişen ekonomik şartlar, beraberinde piyasalarda detayı getirmiştir. Piyasalardaki türev ürünlerin çoğalmasıyla, derecelendirme etkinlikleri

¹²⁵ Pelin Ataman Erdönmez, "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi", *Bankacılar Dergisi*, Sayı 68, 2009, s. 86.

¹²⁶ Doğan Alantar, "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", s. 14 http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf, Erişim Tarihi: 03.05.2015.

türev ürünleri de içine almıştır. Böylece KDK'ların faaliyet alanları ve rolleri gelişme göstermiş, bu da bütçelerinin büyümesini sağlamıştır. Türev piyasaların derecelendirilmesiyle büyüyen bütçelere sahip olan KDK'lar objektifliğini yitirmiş ve aşırı iyimser ya da aşırı kötümser derecelendirme notu açıklama yoluna başvurmuşlardır.

Bunun dışında KDK'lar değerlendirme ve inceleme vadeleri uzun olduğundan ve uluslararası alanda çalışmalarına rağmen yeterli olmayacak kadar profesyonel kişileri çalıştırmalarından ötürü oluşabilecek herhangi bir tehlike krize dönüştüğünde fark etmekte ve krizin akabinde negatif incelemelerde bulunmaktadır. Bundan dolayı bireylerin o kuruluşlar hakkında asimetrik bilgiye sahip olup ters seçim yapmalarına sebep olmaktadır. Bu sebeplerden ötürü uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ulusal ya da uluslararası alanda meydana gelen finansal krizlerin ortaya çıkmasına ve krizlerin büyümesine neden olmuşlardır. ABD'de meydana gelen ve bütün dünyayı etkileyen 2008 mali buhranı, bu söylediklerimize en iyi şekilde özetlemektedir¹²⁷.

KDK'ların ABD'de ortaya çıkan finansal kriz üzerindeki etkisi önemlidir. KDK'lar, ABD'de ihraççı yatırım bankaları tarafından piyasaya sürülen, mülke dayalı menkul kıymetler ve teminatlı borç piyasaya ihracı sürecinde ihraççılara bir nevi danışmanlık hizmeti vermişlerdir. İhraç edilen finansal kâğıtların yüksek derecelendirme notları almaları için yol göstermişlerdir. Moodys gelirlerinin %40'ından fazlası mülke dayalı menkul değerler ve teminatlı borç senetlerinin derecelendirilmesinden sağlamaktadır. Örneğin bir yatırım bankasıyla anlaşan Moody's, 430 milyon dolarlık çoğu ABD'nin Kaliforniya eyaletinde olan 2393 tane eşik altı XYZ (Derecelendirme notu yatırım yapılabilir derecenin altında olan kâğıtlar) emlak bonosunu tekrardan derecelendirmiş ve bunların %70'den fazlası AAA kredi notu almıştır. 2008 yılının ilk aylarında derecelendirilen XYZ bonolarının kredi notları Moody's tarafından 5 puana kadar düşürülmüştür. XYZ bonolarının %27'si spekülâtif dereceye kadar düşürülmüştür.

2008 yılının son çeyreğinde ise emlak piyasasındaki saadet sistemi tıkanmış ve Dünya Büyük Buhranla kıyaslanan küresel bir kriz tecrübe etmiştir. ABD'nin önemli yatırım bankalarında Lehman Brothers iflas ettirilmiş, önemli sigorta şirketi

¹²⁷ Derya Tütüncü Hasbi, *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafında Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniv. S.B.E., İktisat Anabilim Dalı, Aydın- 2012, s. 64-65.

AIG batmış ve Merrill Lynch satışa zorlanmıştır. Bu trajedik durumun yaşanmasında KDK'lar da sorumlu tutulmuştur. Bu gelişmeler dâhilinde KDK'ların şirket derecelendirme süreçleri eleştirilere maruz kalmıştır. Yapılan araştırmalara göre, eğer derecelendirme kuruluşları emlaka dayalı menkul değerler ve teminatlı borç senetlerinin derecelendirmesinde ihtiyatlı davranırsalardı, 2008 emlak krizi yaşanmayabilirdi¹²⁸.

ABD'de meydana gelen finansal krizin hemen ardından, ABD temsilciler meclisi başkanı ve kongrenin önde gelenleri, uluslararası alanda etkinliği elinde bulunduran KDK'lardan Moody's, Standars And Poor's ve Fitch'in, mortgage destekli menkul değerler için kasten, bilinçli bir şekilde notları yüksek verdiğini dile getirmişlerdir. Bu Temsilciler Meclisi KDK'ların üst yönetimini inceleyerek, resmi şirket belgelerini sorgulamış ve bu kurumların güveni olumsuz yönde kullandıklarını dile getirerek sert bir şekilde Moody's, Standars And Poor's ve Fitch'i eleştirmişlerdir. Yapılan incelemeler sonucunda mortgage kredilerini inceleyen ve değerlendirme notu verenlerin, bu değerli kâğıtlara bireysel olarak para yatırdıkları ve bunun sonucunda kendi çıkarları için paralarını yatırmış oldukları mortgage kağıtlarına yüksek not verip krizin ortaya çıkmasına sebep oldukları görülmüştür. Ayrıca derecelendirme kuruluşlarının üst düzey yöneticileri de bu yaşananlardan haberdar olup, kendi çıkarları için uluslararası mali piyasaları krize sokmaktan çekinmemişlerdir.

Bütün bu yaşananlardan dolayı ortaya çıkan finansal krizin öncesinden ve sonrasında not indirimi gerçekleştirilmeyen kredi derecelendirme kuruluşları yatırımcıyı asimetrik yönlendirmeye sevk etmiş ve sağlıksız kararların alınmasına neden olmuşlardır. Mortgage kredilerinden şirket hisse senetlerine hatta devlet tahvilleri gibi birden fazla varlığın reel değerinin üzerinde notlara sahip olmasının piyasada balonların şişmesine neden olduğu bunun da küresel finans krizini tetiklediği iler sürülmüş, krizin faturası kredi derecelendirme şirketlerine çıkarılmıştı. Finansal buhrana sebep olan mortgage kredilerine dayalı yatırım araçları, kredilerde başlayan geri ödeme sorunu sonrası adeta pul olmuş, finans kurumları karlı yatırım olduğu için satın aldıkları bu varlıkları ellerinden bir an önce çıkarmak için panik olmuşlardır. Bütün bu yaşananlara rağmen KDK'lar bu hisseler herkesin gözünün

¹²⁸ Kabadayı, s. 57-58.

içine baka baka en yüksek yatırım seviyesini ifade eden ‘‘AAA+’’ gibi derecelendirme notlarını vermeye devam etmişlerdir¹²⁹.

Bütün yapılan bu işlemlerden dolayı kredi derecelendirme kuruluşlarına ciddi anlamda eleştiri okları yöneltilmiş ve bu kuruluşların hukuki sorumlulukları irdelenmeye başlanmıştır. Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafsız, nesne ve objektif olmadıkları ve kendi çıkarları için kimi yöneticilerin topluma yanlış bilgiler verdiğini ifade etmişlerdir. Bu yanlış istatistiki verilerden dolayı yatırımcılar ya da bireyler kandırılmış ve küresel finansal krizin çıkmasında ciddi anlamda etki etkilerinin olduğu kanısına varmışlardır.



¹²⁹ Sıla Özçelik, ‘‘Not indirimi dalgası hızlandı, Bernanke ve King tetikte’’, 12.12.2009.
http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=133973, Erişim Tarihi: 10.12. 2015.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER VE DERECELENDİRME KURULUŞLARININ KRİZLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

1990'lı yıllardan sonra dünya üzerinde yaşanmış olan finansal krizleri incelediğimizde, yaşanmış olan bazı krizlerin kaynağı başka ülkeler olmasına rağmen Türkiye'yi dolaylı olarak etkilediğini görmekteyiz. Bu bölümde Türkiye'de kredi derecelendirme kuruluşlarının gelişim süreci ve bu süreç içerisinde ülkemize verilen kredi notları incelenmiştir. Ayrıca kredi derecelendirme notlarının Nisan 1994 krizi ve Kasım 2000- Şubat 2001 krizleri üzerindeki etkisi incelenmiştir.

3.1.1. TÜRKİYE'DE KREDİ DERECELENDİRME FAALİYETLERİNİN GELİŞİMİ

Türkiye'de kredi derecelendirme faaliyetinin başlangıcı 1991 yılına dayanmaktadır. 1990'lı yılların başlangıcından itibaren parasal dolaşımın serbest bırakılmasıyla birlikte ülkemize yüklü miktarda yabancı sermaye akışı artmaya başlamıştır. Bunların dışında ilk kez küresel piyasalara girilmeye çalışılmış ve bu konuda başarılı olunmuştur. Başlangıçta ABD'nin savunma amaçlı kredilerine tanınan, finansman fırsatıyla başlayan dış piyasalarda tahvil satışı, gitgide yaygınlaşmıştır. Küresel mali piyasalarda borçlanmaya başlanması ile Türkiye'nin kredi derecelendirme serüveni böylece başlamıştır¹³⁰.

Türkiye'de derecelendirme kuruluşlarının faaliyeti, gözetim ve denetimi ile ilgili düzenlemeler SPK ve BDDK tarafından yapılmaktadır. Türkiye'de derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır. Derecelendirme, Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılmaktadır¹³¹.

¹³⁰ Karagöl ve Mihçioğur, s. 18.

¹³¹ TCMB, Bülten, s. 3.

3.1.1.1. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Mevzuatında Derecelendirmeye İlişkin Düzenlemeler

Derecelendirme hakkında SPK; 1997 yılında yaptığı ilk yasal düzenlemenin ardından 4 Aralık 2006 tarihli Seri: VIII, No: 40 sayılı Tebliğ ile 24 Mayıs 2006 tarihli Seri: VIII, No: 47 sayılı “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına İlişkin Tebliğ” yayınlamıştır. Sermaye Piyasası Kurulu son olarak 12.7.2007 tarihli ve 26580 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri: VIII, No: 51 sayılı “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği”ni yayınlamıştır. Bu tebliğ ile daha önce yayımlanan tebliğler yürürlükten kaldırılmıştır¹³².

12.07.2007 tarihli “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” altı bölümden oluşmaktadır. Bu tebliğin birinci bölümü; derecelendirmenin amaç, kapsam, dayanak ve tanımlardan oluşmaktadır. İkinci bölüm, derecelendirme faaliyetlerinin kapsamı ve bu faaliyete bulunabilecek kuruluşlar yer almaktadır. Tebliğin üçüncü bölümde ise ülkemizde faaliyet gösteren KDK’ların yetkilendirilmesi ve listeye alınması yer almaktadır. Dördüncü bölümde derecelendirme sözleşmesi ve bilgi paylaşımı sözleşmesi tanımlanmaktayken beşinci ve altıncı bölümde ise sırasıyla derecelendirme faaliyetinde uyulacak ilke, esas ve diğer hükümler yer almaktadır.

Birinci bölüm, amaç ve kapsam;

Madde 1- (1) Bu Tebliğin amacı, sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetine, bu faaliyette bulunmak üzere kurulca yetkilendirilecek derecelendirme kuruluşlarına, bu kuruluşların çalışanlarına ve kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarına ilişkin ilke, usul ve esasları düzenlemektir.

İkinci bölüm kredi derecelendirilmesi;

Madde 5- (1) Kredi derecelendirme: Firmaların tehlike koşulları ve yükümlülüklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası aygıtlarının ana sermaye, faiz ve benzeri sorumluluklarını, sürelerinde yerine getirebilirliğini derecelendirme kuruluşları tarafından objektif, bağımsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak tanımlanmıştır.

¹³² Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:VIII, No:51), 12.07.2007 tarihli ve 26580 sayılı Resmi Gazete.

İkinci bölüm, kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları;

Madde 8- (1) Kurul, bu tebliğe göre derecelendirme faaliyeti yapabilecek uluslararası derecelendirme kuruluşlarını, Kurula başvurmaları halinde faaliyetlerinin kapsamı ve süresi, müşterileri, faaliyet gösterdikleri ülkeler ile bu ülkelerin yetkili otoriteleri tarafından kabul görüp görmedikleri ve kredibiliteleri bakımından değerlendirmeye tabi tutarak, uygun gördüklerini Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşu olarak listeye alır. (2) Kurul, listeye aldığı uluslararası derecelendirme kuruluşlarını, listeye alınma sırasında değerlendirilen ve bu maddenin birinci fıkrasında belirtilen hususlarda önemli değişiklikler olması durumunda ve/veya Türkiye’de gerçekleştirdikleri faaliyetlerine ilişkin yapacağı inceleme sonuçlarına bağlı olarak listeden çıkarabilir. Bu derecelendirme faaliyetini yürütecek olan kuruluşlar aşağıdaki Tablo 1.12’de gösterilmiştir.

Tablo 1.12. Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar

| SPK Tarafından Yetkilendirilen Kredi Derecelendirme Kuruluşları | |
|--|---|
| Türkiye’de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları | Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları |
| <p>1- Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.</p> <p>2- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. (http://www.jcravrasyarating.com/)</p> <p>3- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (http://www.saharating.com/)</p> <p>4- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (http://www.kobirate.com.tr/)</p> <p>5- TURKRATING İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (http://www.turkrating.com/)</p> | <p>1- Standards and Poor's Corp. (http://www.standardandpoors.com/)</p> <p>2- Moody's Investor Service Inc. (http://www.moody.com/)</p> <p>3- Fitch Ratings Ltd. (http://www.fitchratings.com/)</p> |

Kaynak:<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=6&pid=10&subid=1&submenuheader=10> , Erişim Tarihi: 10 Aralık 2015.

3.1.1.2. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun (BDDK)

Mevzuatında Derecelendirmeye İlişkin Düzenlemeler

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından derecelendirme faaliyetine ilişkin yasal düzenleme, 17 Nisan 2012 tarih ve 28267 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan “Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik” ile

yapılmıştır¹³³. Bu yönetmenlik 6 bölüm 36 madde 'den oluşmaktadır. Madde 1'de yönetmenliğin amacı; derecelendirme kuruluşlarının yetkilendirilmesine, yetkilerinin geçici veya sürekli olarak kaldırılmasına ve faaliyetleri ile derecelendirme faaliyetleri kapsamında yapılacak mesleki sorumluluk sigortasına ilişkin usul ve esasları düzenlemek olarak tanımlanmaktadır.

Birinci Bölüm Amaç ve Kapsam;

Madde 1 – (1) Bu Yönetmeliğin amacı, derecelendirme kuruluşlarının yetkilendirilmesine, yetkilerinin geçici veya sürekli olarak kaldırılmasına ve faaliyetleri ile derecelendirme faaliyetleri kapsamında yapılacak mesleki sorumluluk sigortasına ilişkin usul ve esasları düzenlemektir.

Madde 2 – (1) Bu Yönetmelik 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ve bu Kanuna istinaden çıkarılan düzenlemelerde öngörülen derecelendirmeye bağlanmış uygulamalarda kullanılacak derecelendirmeler ile bu derecelendirmeleri yapacak derecelendirme kuruluşlarını kapsar.

İkinci Bölüm Derecelendirme Faaliyetlerinin Kapsamı;

Madde 5 – (1) maddenin üçüncü fıkrasında yer alan ana ve alt varlık kategorilerinin kapsamına giren müşterilerin, yapılacak inceleme ve analiz sonucuna dayanılarak kredi değerliliğinin ve dolayısıyla derecelendirme notunun belirlenmesi sürecini içerir. (2) Kredi değerliliğinin belirlenmesi, müşterinin; a) Kullanacağı krediyi geri ödeyebilme gücünün veya b) Borçluluğunu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerini vadelerinde yerine getirememe riskinin, yetkili derecelendirme kuruluşu tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi, sınıflandırılması ve uygun derecelendirme notunun verilmesi faaliyeti olarak tanımlanmıştır.

Meslek İlkeleri;

Madde 6 – (1) Yetkili derecelendirme kuruluşlarının, kalite güvencesi sisteminden sorumlu yönetim kurulu üyeleri, derecelendirme komitesi üyeleri ve derecelendirme uzmanları objektiflik, bağımsızlık/tarafsızlık, uluslararası erişilebilirlik/şeffaflık, açıklama yükümlülüğü, kaynak yeterliliği, piyasada kabul görme/itibar gibi mesleki yeterlilik ilkelerine uygun davranma zorunluluğu getirilmiştir.

¹³³ BDDK, “Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik”, Resmi Gazete, Sayı:28267, 17 Nisan 2012.

Üçüncü Bölüm Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesi;

Madde 13 – Türkiye’de yetkilendirilecek derecelendirme kuruluşlarının anonim şirket şeklinde kurulmuş olması ve hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması, esas sözleşmelerinde sadece derecelendirme faaliyetinde bulunacaklarına ilişkin ibarenin bulunması, ticaret unvanlarında derecelendirme ibaresinin bulunması, derecelendirme faaliyetini gerçekleştirebilecek ölçüde yönetim yapısına, yeterli sayı ve nitelikte derecelendirme uzmanına, gerekli teknik donanımına, belge ve kayıt düzenine sahip olunması ve kalite güvencesi sisteminin oluşturulması ya da oluşturulmasına yönelik planların sunulması, verecekleri hizmetlerden doğabilecek zararları karşılamak amacıyla mesleki sorumluluk sigortası yaptıracaklarını taahhüt etmesi, yurt içinde veya yurt dışında derecelendirme faaliyetinde bulunma yetkisinin iptal edilmemiş olması, ortaklarının, yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, yöneticilerinin, denetçilerinin ve derecelendirme komitesi üyelerinin derecelendirme faaliyeti sırasında bağımsızlıklarının ortadan kalkması durumunda müşteriye verilen derecelendirme hizmetinden çekileceğini taahhüt etmesi şartlarının arandığı belirtilmektedir.

Dördüncü Bölüm Derecelendirme Kuruluşlarının Faaliyetleri, Sırların Saklanması;

MADDE 24 – (1) Yetkili derecelendirme kuruluşunun ortakları, yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri ile derecelendirme komitesi üyeleri ve derecelendirme uzmanları, 5 inci maddenin birinci fıkrasında belirtilen derecelendirme faaliyetleri sırasında öğrendikleri, bu Yönetmelik uyarınca kamuoyuna açıklanması zorunlu olan bilgiler hariç olmak üzere, bankalar ile bankaların müşterilerine ait sırları ve diğer müşterileri ile yapacakları derecelendirme sözleşmelerinde kararlaştırılacak sır kapsamındaki bilgileri açıklayamaz, kendilerinin veya üçüncü kişilerin menfaatlerine kullanamazlar. Yetkili derecelendirme kuruluşları sır niteliğindeki bilgilerin korunmasına yönelik her türlü tedbiri almakla yükümlüdür.

3.1.2. NİSAN 1994 KRİZİ VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Türkiye ekonomisinin 1980'lerin sonlarında daralmaya başladığı bilinen bir gerçektir. Ortaya çıkan bu daralmaya çözüm bulmaya yönelik finansal stabilizasyon programını uygulamaya geçirememesinden dolayı 1994 yılının ilk çeyreğinde ülkemiz bir mali buhranın içerisine girmiştir. Uzun bir süre stabilize görünen Dolar-TL karşılığı etkili bir şekilde tahrif olmuş, enflasyonist beklentiler muazzam bir şekilde artış göstermiş, hazine iç borçlanmayı yapamaz hale gelmiştir¹³⁴. Bundan dolayı dışa açılma (liberal) politikalar izlemeye başlamaya çalışmıştır.

Türkiye, 1980'lerden sonra dünya ülkeleri ile beraber liberal politikalara yönelmiş; ekonomi politikasını ve mali yapısını müdahaleci ekonomi politikası yerine, liberal ve serbest bir ekonomi politikası şeklinde yürütmeye başlamıştır. Liberal ekonomi politikası piyasa ekonomisine dayanmakta ve devletin ekonomiye direk olarak müdahale etmesini sınırlandırmaktadır. Bunun yerine düzenleyici ve denetleyicilik görevini devlete yüklemektedir. Devletin ekonomiye müdahale etmesinden dolayı ekonomik dengeler bozulmuş ve ekonomik kriz ile karşı karşıya kalınmıştır. Ülkemizde yaşanmış olan Nisan 1994 krizi de bu nedenlerden dolayı ortaya çıkmıştır 1990'lı yıllarda devletin faiz oranlarına, döviz kuruna ve merkez bankasının politikalarına müdahale etmesinden dolayı bu finansal kriz ortaya çıkmıştır¹³⁵.

3.1.2.1. Nisan 1994 Krizine Neden Olan Gelişmeler

1980'li yıllarda uygulanan liberal politikaların temel hedefi kamu kesimini küçültmek idi. Bunun sonucunda liberalleşme süreci; iyi yönetilmediği için ciddi oranlarda kamu açıklarına sebep olmuştur. Bu kamu açıklarını kapatmak amacıyla iç borçlanmaya gidilmiştir. Liberalleşme politikaları sonucu uygulanan arz-yönlü iktisat politikaları doğrultusunda vergi indirimlerine gidilmiş, kamu gelirleri kamu giderlerini karşılayamadığı için kamu açıkları daha da artmıştır. 1993 yılında iç borç stokundaki büyüme geçmiş yıllara göre azalmıştır. Çünkü Hazine borçlanma faizini düşürmek ve vade yapısını değiştirmek amacıyla belirli bir faizin üzerindeki teklifleri

¹³⁴ Mahfi Eğilmez, Ercan Kumcu, *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması*, 12. Basım, Remzi Kitabevi, s. 379.

¹³⁵ Ahmet Ulusoy, *Maliye Politikası*, 4. Baskı, Üç yol Kitabevi, Trabzon 2006, s. 345-347.

karşılamamış ve ilgili ihaleleri iptal etmiştir. Bu tarihe kadar sıcak para kaynakları ile beslenen ülke ekonomisi, faizlerin düşürülmesi ile birlikte sermaye kaynakları azalma göstermiş ve kısa vadeli dış fonlar için ülke cazip olmaktan çıkmış, ülke ekonomisi ciddi anlamda finans sıkıntısı yaşamıştır.

1993 yılında yaşanan bu gelişmeler, 1994 yılının başında Türkiye’de ekonomik bir krizin yaşanmasına neden olmuş, uzun bir süre istikrarlı görünen Dolar-TL değer eşitliği ciddi şekilde bozulmuştur. Türk lirasının dolar karşısındaki değer yüksekliği gündeme gelince ihracatın yeterli düzeyde yapılamaması döviz ihtiyacını artırmıştır. İç borçlanma ile finansman yolunu terk eden hükümet, kısa vadeli borçları azaltarak merkez bankasından alınan kısa vadeli avanslara ağırlık vermeye başlamıştır. O yıllarda hükümetin kısa vadeli avanslara başvurabileceği miktar bütçe ödeneklerinin % 15’i kadardı. Hükümetin 1993 yılının sonunda merkez bankasından aldığı kısa vadeli avans, döviz kaynaklarının aşağı yukarı % 30’una ulaşmıştı. Durum böyle olunca merkez bankası parasal disiplini sağlayacak gücünü belirli bir ölçüde kaybetmiştir. Kamu sektörünün bu davranışı sonucu, özel kesim likidite sorunu ile karşı karşıya kalmış, üretimdeki daralma ve parasal genişleme sonucu enflasyon çok ciddi boyutlara ulaşmış, Türk lirası % 70’e varan bir değer kaybına uğramış, özel sektör üzerindeki kalıcı etkisi ise kötümser beklentiye sürekli hale gelmesi olmuştur. Dolayısıyla iç borçlanma yerine kısa vadeli avansları seçen siyasal tercih, zaten birikmekte olan sorunların büyük bir krize dönüşmesine yol açmıştır¹³⁶. Biriken bütün bu sorunlar ekonomik krizin çıkmasına neden olmuştur.

Nisan 1994 yılında yaşanan ekonomik krizin bir diğer önemli nedeni ise yatırım-tasarruf dengesizliğidir. 1993 yılında tasarruflardaki %18’lik gerilemeye karşın yatırım harcamalarında %10 düzeyindeki bir artış dengesizliği açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Bu hem yatırım-tasarruf açığının büyüdüğü, hem de borç yükünün arttığı anlamına gelmektedir. 1980’li yılların sonu ve 1990’ların başlarında Türkiye’de yaşanan bu olumsuz ekonomik gelişmeler 1994 krizinin çıkmasına neden olmuştur¹³⁷. Türkiye ekonomisinde yaşanan bu gelişmeleri şu şekilde özetleyebiliriz; a) 1993 yılında hem kamu sektörü açığı hem de iç ve dış borç stokunun çok yüksek seviyelerde olması, b) 1993 yılında oluşan cari işlemler açığının kriz öncesi

¹³⁶ Abuzer Pınar, *Maliye Politikası Teori ve Uygulama*, 3. Baskı, Naturel Kitabevi, Ankara 2010, s. 355-358.

¹³⁷ Ulusoy, s. 346.

dönemin en yüksek seviyelerinde olması, c) TL'nin aşırı değerlenmesi, d) Tüketim eğilimi artışı sonucu bankaların kredi miktarlarının artması, e) Bankacılık sektöründe yabancı para cinsinden borçlarda yurt dışından sağlanan ucuz fonlar nedeniyle hızla artış gözlemlenmesi¹³⁸. Türkiye ekonomisinin 1994 yılında esasını kamu kesimi açıklarının ve bunların finansman yönteminin oluşturduğu bir kriz yaşamış ve bu krizin kendini en fazla hissettirdiği alanlar sermaye ve döviz piyasaları olmuştur¹³⁹.

3.1.2.2. Derecelendirme Kuruluşlarının Nisan 1994 Krizi Üzerindeki Etkisi

Hem dünya ile entegrasyon hem de piyasalarda bütünleşmeyi sağlamak amacıyla ikinci Dünya savaşıdan sonra IMF, Dünya Bankası, GATT, OECD gibi kuruluşlara üye olan, 1987 yılında Avrupa Birliği'ne tam üyelik başvurusunda bulunan Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Kuruluşları ile ilişkisi 1990'lı yıllarda başlamıştır¹⁴⁰.

S&P ve Moodys ilk kez 1989 yılında Türkiye'yi değerlendirmek için izin talebinde bulundu. Bilhassa Türkiye, Japonya'daki piyasalardan "özel yatırım" bono ihraçları gerçekleştiriyordu. Borçlanmada yaşanan artıştan dolayı KDK'lar kendilerinden hizmet talep edenler için ülkemizi derecelendirmeye ve not vermeye başladılar. Böylece Türkiye için derecelendirme süreci başlamış oldu. Hem S&P hem de Moodys ülkemize sırasıyla "BBB", "Baa" notunu 1990 yılından sonra vermeye başladılar. Bu verilen not ülkemiz için yatırım yapılabilir eşliğini ifade ediyordu. Türkiye verilen bu derecelendirme notları ile ABD'deki yanke bond piyasasında yüklü miktarda emekli sandıkları kaynaklarına ulaşma imkânı bulmuştur. ABD'deki bu emekli sandıklarının bir bonoya para yatırabilmesi için minimum "BBB" notunu alması lazımdır. Bu süreç içerisinde çıkan konjonktürel durumlardan dolayı "yanke bond" piyasalarına giremedi. Bundan dolayı ülkemize verilen "BBB" seviyesindeki derecelendirme notunun kamuya duyurulması da ileriki bir tarihe ertelendi. KDK'lardan derecelendirme notunun duyurulması sadece bir ihraç işlemiyle sağlanabilir. 1992 yılında "yanke bond" piyasasında Türkiye 200 milyon dolarlık

¹³⁸ Özgür Üstün, *Bankacılık Sistemleri ve Türk Bankacılık Krizleri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli-2007, s. 113.

¹³⁹ Hülya Ardıç, *1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin, T.C.M.B. Bilançosunda Yaratığı Hareketlerin İncelenmesi*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, T.C.M.B. Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara-Aralık 2004, s. 146.

¹⁴⁰ Ahmet Gülmez, "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması Derecelendirme kuruluşları ne kadar objektif?", *PESA RAPOR*, 2015, s. 12.

bono ihraç etiği için daha önce verilen notumuz ‘‘BBB’’ o vakit uluslararası kamuoyuna açıklanmıştır¹⁴¹. Böylece ülkemizin derecelendirme serüveni başlamıştır. Aşağıda Tablo 1.13’te ülkemizin not seyri gösterilmiştir.

Tablo 1.13. Türkiye’de 1992-1998 Yılları Arasındaki Kredi Notlarının Görünümü (Uzun Dönem Yabancı Para Cinsinden)

| Tarih | Standard and Poors | Moody’s | Fitch |
|------------|--------------------|---------------------------------------|------------|
| 04.05.1992 | BBB (durağan) | | |
| 05.05.1992 | | Baa3 | |
| 03.05.1993 | BBB (negatif) | | |
| 08.10.1993 | | Baa3 (olası not indirimi için izleme) | |
| 13.01.1994 | | Ba1 | |
| 14.01.1994 | BBB –(negatif) | | |
| 22.03.1994 | BB (negatif) | | |
| 06.04.1994 | | Ba1 (olası not indirimi için izleme) | |
| 29.04.1994 | B + (negatif) | | |
| 02.06.1994 | | Ba3 | |
| 10.08.1994 | | | B |
| 16.08.1994 | B + (durağan) | | |
| 24.07.1995 | B + (pozitif) | | |
| 26.09.1995 | | | BB - |
| 18.10.1995 | B + (durağan) | | |
| 14.05.1996 | | | BB+ izleme |
| 17.07.1996 | B + (negatif) | | |
| 13.12.1996 | B (durağan) | | BB |
| 20.12.1996 | | | B + |
| 09.01.1997 | | Baa3 (olası not indirimi için izleme) | |
| 13.01.1997 | | B1 | |
| 10.08.1998 | B (pozitif) | | |

Kaynak: T.C. Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Kasım 2003, s. 49.

Tablo 1.13’ü incelediğimizde ülkemizin uzun vadeli kredi notu ilk olarak yukarıda da söylendiği gibi 1992 yılında Moody’s ve Standard and Poor’s tarafından verilmiştir. S&P Mayıs 1992 yılında BBB olarak vermiş olduğu bu notu Moody’s Mayıs 1992 yılında Baa3 olarak verdiği not izlemiştir. Daha sonra üçüncü büyük

¹⁴¹ Mahfi Eğilmez, ‘‘Türkiye’nin 22 Yıllık Reyting öyküsü’’, <http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/turkiyenin-22-yillik-reyting-oykusu.html>, Erişim Tarihi: 15.04.2015.

derecelendirme kuruluğu olan Fitch ise ilk ülke notunu Ağustos 1994 yılında B olarak vermiřtir¹⁴².

Ayrıca KDK'ların 1992 ve 1998 yılları arasında sadece ilk kez uluslararası piyasalardan tahvil ihracı yapmak için yatırım yapılabilir eşiği olan "BBB" ve "Baa3" notunu verdikten sonra sürekli olarak ülkemiz hakkında negatif eksenli notlar yayınlamış olduğunu görmekteyiz. 1994 yılının nisan ayında ülkemizde ortaya çıkan finansal krizden dolayı Moody's ve S&P lkemizin notunu peş peşe indirerek yatırım yapılabilir dereceden (BBB) yatırım yapılamaz dereceye (B+) düşürmüşlerdir. 1995 yılına gelindiğinde ise Fitch lkemizin derecelendirme notunu yatırım yapılabilir seviyeden (BBB) spekülatif seviyeye (BB-) indirmiş ve son olarak 1996'da (B+)'ya dřrmüşür¹⁴³.

Ülkemiz daha önce açıklamış olduğu ekonomik vaatleri arasında özelleştirme yoluna gidileceğini ifade etmiştir. Ancak bu alanda herhangi bir ilerleme kaydetmemesi ekonomi alanında kötü günler yaşaması örneğin yüksek enflasyon ve benzeri durumlardan dolayı Moody's 1993 yılında vermiş olduğu yatırım yapılabilir notunu "BBB" yatırım yapılamaz anlamını içeren "Ba1" seviyesine dşrmüşür. Bu not düşüklüğünün ülke ekonomisini beklenmedik bir şekilde dalgalanmaya sevk etmesi Nisan 1994 finansal krizin nedeni olarak ekonomi çevrelerinde ifade edilmiştir. Moodys'ten sonra diğer derecelendirme kuruluğu Fitch'te ülkemizin notunu düşürerek yatırım yapılamaz durumunu ifade eden notu vermiştir.

Ülkemize verilen bu düşük notlardan dolayı küresel piyasaların ülkemize olan bakış açısı değişmiş ve daha az maliyetli ve uzun vadeli krediler alması gerekirken kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu bu notlardan dolayı küresel piyasalardan borçlanma yapamamıştır. Küresel piyasalardan umduğunu bulamayan Türkiye iç borçlanmaya gitmek zorunda kalmış bütün bu gelişmeler ülke ekonomisine zarar vermiştir. lke yönetiminin iç borçlanma yapmasından dolayı iç piyasalardaki kaynaklar özel sektöre teşvikte bulunamadı ve yüksek oranlı faizler ile bu kredileri kullandırtmak zorunda kaldılar böylece bu yaşananlar reel ekonomiye de

¹⁴² C. Coşkun Küçüközmen, Milli Derecelendirme Kuruluğu Çözüm m?, Ekonomik Çözüm Gazetesi, Haziran 2012. <http://www.cokunkucukozmen.com/wp-content/uploads/2012/01/M%C4%B0LL%C4%B0-DERECELEND%C4%B0RME-KURUMU-KURULU%C5%9EU-%C3%87%C3%96Z%C3%9CM-M%C3%9C.pdf>, Erişim Tarihi: 03.11.2015

¹⁴³ Karagöl ve Mişçioğur, s. 18.

yansımış ve ülkede ekonomik kriz ortaya çıkmıştır¹⁴⁴. 1992-1998 yılları arasında yaşanmış olan bu not değişikliğinin ekonomik kriz bazlı olduğunu ve ülkemizde o dönemde makroekonomik göstergelerinin olumsuz seyir göstermesinden kaynaklandığını söyleyebiliriz.

S&P Türkiye'nin kredi notunu 20 Aralık 1996 tarihinde "B+" seviyesinden "B" seviyesine düşürmüştür. Standard and Poors'un not azaltışı, piyasaları fazla etkilememiş fakat 1997'nin ikinci çeyreğinde Güneydoğu Asya buhranı ve akabinde 1998'in Ağustos'unda ortaya çıkan Rusya buhranı sebebiyle finansal göstergeler bir türlü normalleşmemiştir. Yine o dönemde yaşanan siyasi krizler derecelendirme kuruluşlarının not göstergelerinde etkili olmuştur. Bu dönemlerde ülkenin ekonomik kaybının, o dönemin rakamları ile 250 katrilyonu bulduğu ifade edilmektedir. Güneydoğu Asya buhranı ve Rusya buhranları esnasında bütün gelişmekte olan piyasalarda ortaya çıkan durgunluk eğilimi ve dış borçlanma maliyetinin artması, ülkemiz ekonomisine bir külfet yüklemiş olsa da, ülkemize daha önce verilen derecelendirme notları bakımından bir not düşürülme işlemi yapılmamıştır. S&P 10 Ağustos 1998'de görünümü "pozitif" çevirmiştir¹⁴⁵.

Sonuç olarak diyebiliriz ki uluslararası derecelendirme kuruluşları bu yaşanan ekonomik krize kayıtsız davranmamıştır. Nisan 1994 finansal krizi yaşanmadan önce ülkemize vermiş oldukları derecelendirme notundan değişiklik yapmış olduğunu görmekteyiz. Bu değişikliği hem kademe hem de görünüm olarak yapmış, ardından Nisan 1994 krizi baş gösterince bu not düşürülmeler daha sert olmuştur. Örneğin S&P Mayıs 1993 yılında yatırım yapılabilir "BBB-" olan ülkemizin notunu Nisan 1994 yılında "B-" seviyesine düşürmüştür. Aynı şekilde finansal krizin hemen ardından Moody's "Baa3" olan notumuzu "Ba3" seviyesine indirmiştir. Moody's ve S&P yaşanan finansal krizden dolayı indirilen notların tekrar yatırım yapılabilir seviyeye gelebilmesi için merkez bankasının bağımsızlığı, kamu iktisadi teşkilatlarının özelleştirilmesi ve ekonomik göstergelerin düzeltilmesi gerektiğini ifade etmişlerdir.

¹⁴⁴ Türkiye'nin Kredi Notu Serüveni, 29. Ocak 2013, <http://www.hurriyet.com.tr/turkiyenin-kredi-notu-seruveni-22470075>, Erişim Tarihi: 15.09.2015.

¹⁴⁵ "Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Görünüm ve Not Tarihiçesi", <http://www.dailymarkets.info/turkiyenin-derecelendirme-gorunum-ve-not-tarihcesi/>, Erişim Tarihi: 12.09.2015.

3.1.3. KASIM 2000-ŞUBAT 2001 KRİZLERİ VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Türkiye'nin ekonomisi 1999 yılının sonlarına doğru karamsar bir görünüm içeriyordu. Bu karamsar tabloyu özetlersek: Ekonomik büyüme % 6,1 oranında küçülmüş, enflasyon oranı % 70'lere varmış, bütçe açıkları büyümüş ve kontrol edilemez bir noktaya gelmiş, hazine faizleri yıllık % 106'ya ulaşmış, 1970'li yıllardan beri çift haneli olarak gelişen enflasyon rakamları hiper enflasyona dönüşme beklentisi piyasalara hâkim olmuştur.

Türkiye 2000 yılında bu sorunları yaşarken 2001 yılının şubat ortalarına doğru bir siyasal kriz yaşanmış, yaşanan bu siyasal kriz mali piyasalara sıçramış ve piyasalarda bir güvensizlik ortamı ortaya çıkmıştır. Merkez bankası, bu siyasal sorunlardan kaynaklanan piyasa güvensizliğini ortadan kaldırmak için faiz oranlarını yükseltmiş, yükseltile faiz oranlarına rağmen dövize aşırı talep yaşanmıştır. Bütün bu gelişmeler Kasım 2000- Şubat 2001 krizini ortaya çıkarmıştır¹⁴⁶.

3.1.3.1. Kasım 2000-Şubat 2001 Krizine Neden Olan Gelişmeler

Türkiye'de ortaya çıkan finansal krize baktığımız vakit iki farklı zaman diliminde meydana gelen ekonomik buhranların bir birinden bağımsız olmadığını görmekteyiz. Finansal krizlerin ortaya çıkış nedenlerine baktığımızda hemen hemen bütün ülkelerde aynı olduğunu pek te birbirinden farklı olmadığını söyleyebiliriz. Ülkemizde meydana gelen Kasım 2000- Şubat 2001 finansal krizin esas nedenlerini şöyle sıralayabiliriz¹⁴⁷;

- ✓ Yıllardan beri gelen yapısal ve makroekonomik göstergelerindeki aksaklıkların varlığı,
- ✓ Finansal Kurumlara ait birden fazla aksaklıkların, programla birlikte daha belirgin bir biçimde kendini göstermesi,
- ✓ Sabit kura dayalı istikrar programının getirdiği ve dışsal etkenlerle de yükselen ilave tehlikeler.
- ✓ Yabancı sermaye girişlerinin ve eksik/yanlış liberalleşmenin ortaya çıkardığı sorunlar,

¹⁴⁶ Eğilmez ve Kumcu, s. 384-395.

¹⁴⁷ Gülsün Gürkan Yay, "1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi", *Yeni Türkiye Dergisi*, Yıl:7, Sayı:42, Aralık-Kasım-2001, s. 1234-1248.

✓ Siyasal düzenin tam olarak sağlanamaması (istikrarsızlık) olarak ifade edilebilir.

Ayrıca Türkiye’de meydana gelen Kasım 2000 ve Şubat 2001 finansal buhranın diğer nedenlerine bakacak olursak: TL’nin aşırı değer kazanması, cari açığın kritik sınırın üstünde seyretmesi, mali sektörün sermaye sıkıntısı çekmesi, açık pozisyonlar, kamu bankalarının görev zararları, kamu kesiminin borç stoku/GSYİH’ya olan oranın artması, mali sektörün taşımış olduğu kur ve faiz riskinin artması olarak gösterebiliriz¹⁴⁸. Bunların dışında bankalar arası rekabet, merkez bankasının müdahalede geç kalması, kamu bankalarındaki yapısal sorunların çözümünde hızlı davranılmaması ve bankaların zarar etmesi, mali alanlardaki reformların yapılamaması, ardından 1999 yılında yaşadığımız büyük depremin maliyeti ve kamu üzerindeki yüklerin artmasından dolayı Kasım 2000-Şubat 2001 krizinin yaşanmasına neden olan gelişmelerdir¹⁴⁹.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 yılları arasında finansal krizler sonucunda kurumların sermaye yetersizliği yani (likidite krizi) devalüasyon ile neticelenmiştir. Bu dönemde ülkemizde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu 2000 yılının Eylül ayında kurulmuştur. Yaşanan bu finansal krizden dolayı 2000 yılından önce 81 tane olan banka sayısı Şubat 2001 krizinin ardından kapanmaya başlamış ve 2002 yılında 54 bankaya düşmüş ve birçok banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) tarafından devir alınmıştır¹⁵⁰. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ekonomik nedenlerini yukarıda özetledikten sonra, krizin ülkemize yansıyan bilançosunu şu şekilde sıralayabiliriz¹⁵¹;

- ✓ Ülke ekonomisinin % 9 civarında küçülmesi nedeniyle milli gelir miktarındaki azalmalar,
- ✓ Uluslararası Para Fonundan borçlanılmaya gidilmesi sonucunda büyüyen borç miktarı ve faiz oranları,
- ✓ İç borç ve bunun doğurmuş olduğu faiz yükü, işsizlik artışı,
- ✓ Ekonomideki üretim düşüşü ve kepenk kapatmalar olarak sıralayabiliriz.

¹⁴⁸ Ergenç, s.

¹⁴⁹ Özmen, s. 41-47.

¹⁵⁰ Ertekin, Baştürk, “Türkiye’de 1990 Sonrası Yaşanan Ekonomik Krizlerin Sigorta Sektörünün Fon Yaratma Fonksiyonu Üzerine Etkileri”, *Mevzuat Dergisi*, Yıl:8, Sayı:85, Ocak 2005.

¹⁵¹ Zübeyir Turan, “Türkiye Ekonomisinde Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri”, *TUHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*, Sayı: 5, Cilt: 19, Ağustos 2005, s. 14.

3.1.3.2. Derecelendirme Kuruluşlarının Kasım 2000-Şubat 2001 Krizi Üzerindeki Etkisi

Türkiye’de ortaya çıkan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden dolayı uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen yatırım yapılabilir seviyenin altındaki notlar ülkemizin küresel piyasalarda sıkıntılar yaşamasına neden olmuştur. Özellikle borçlanma ve yatırım çekme konusunda büyük sıkıntılar yaşamış, borçlandığı vakit çok yüksek faiz oranlarıyla ve kısa vadeli borçlanma türünden borçlanmasına sebebiyet vermiştir. Bu da ülke ekonomisini zora sokmuştur.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizinden sonra ülkemizdeki finans sektörü batma noktasına gelmiştir. KDK’ların kriz döneminde vermiş oldukları ülke kredi notunun görünümü ‘‘B-’’ ve ‘‘B1’’ seviyelerine kadar gerilediğini görmekteyiz¹⁵². Aşağıdaki Tabloda 1.14’te Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizi esnasında üç KDK tarafından ülkemize verilen notların uzun vadeli yerli para cinsinden notlarının kriz öncesi ve kriz sonrası notların görünümü gösterilmiştir.

Tablo 1.14. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi Öncesi ve Sonrası Türkiye’nin Not görünümü

| Moody’s | | | S&P | | | Fitch | | |
|------------|------|---------|------------|-----|---------|------------|-----|---------|
| Tarih | Not | Görünüm | Tarih | Not | Görünüm | Tarih | Not | Görünüm |
| 21.10.2003 | B1 | D | 16.10.2003 | B+ | D | 25.09.2003 | B | P |
| 10.07.2002 | B1 | N | 28.07.2003 | B | D | 06.08.2003 | B- | P |
| 15.01.2002 | B1 | D | 07.11.2002 | B- | D | 25.03.2003 | B- | N |
| 06.04.2001 | B1 | N | 09.07.2002 | B- | N | 05.02.2002 | B | D |
| 21.02.2001 | B1 | D | 26.06.2002 | B- | D | 02.08.2001 | B | N |
| 21.12.2000 | B1 | P | 29.01.2002 | B- | P | 02.04.2001 | B+ | NGİ |
| 24.07.2000 | B1 | P | 30.11.2001 | B- | D | 22.02.2001 | BB- | NGİ |
| 30.11.1999 | B1 | P | 11.07.2001 | B- | N | 27.04.2000 | BB- | - |
| 13.03.1997 | B1 | | 27.04.2001 | B- | D | 10.04.2000 | B+ | PGİ |
| 09.01.1997 | Ba3 | | 16.04.2001 | B- | NGİ | 20.12.1996 | B+ | |
| 02.06.1994 | Ba3 | | 23.02.2001 | B | NGİ | 26.09.1995 | BB- | |
| 06.04.1994 | Ba1 | | 21.02.2001 | B+ | NGİ | 10.08.1994 | B | |
| 13.01.1994 | Ba1 | | 05.12.2000 | B+ | D | | | |
| 08.10.1993 | Baa3 | | 25.04.2000 | B+ | P | | | |

D (Durağan), **P** (Pozitif), **N** (Negatif), **NGİ** (negatif Görünümlü İzlenme), **PGİ** (Pozitif Görünümlü İzlenme), **İ** (İzlenme)

Kaynak: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu, Kasım 2003, s. 49.

Tablo 1.14’te baktığımız zaman S&P Türkiye’nin yaşamış olduğu ekonomik krizin öncesinde 25.04.2000 tarihinde ‘‘B+ Pozitif’’ görünümüne sahip olan ülke

¹⁵² Haspolat, s. 121.

notunu Kasım 2000 krizinin kendisini göstermesi ile beraber 05.12.2000 tarihinde ‘‘B+ Durağan’’ görünümüne çevirip ardından 21.02.2001 tarihinde ‘‘B+ Negatif Görünümle İzleme’’ işlemine devam etmekte, Şubat 2001 krizinin ortaya çıkmasıyla beraber bu not açıklama işlemi 27 Nisan 2001’de görünüm durağana ve ardından 11.07.2001 tarihinde negatife çevirmektedir. Yapılan bu not değişikliğinin gerekçesini ise Türkiye’nin kötü yönetilen ekonomi sonucunda ortaya çıkan Kasım 2000 ve Şubat 2001 finansal kriz, ülkedeki siyasi atmosferin negatif bir eğilim kazanması ve finansal kurumlardaki tehlikeler olarak ifade edilmiştir.

S&P’ün ardından Moodys’te ülke notlarında değişikliğe gitmiş ve o da tıpkı S&P gibi notların düşürülmesini Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizine bağlamış ve ülke politikasındaki çalkantılar ve ülke ekonomisinin bu politik çalkantılara aşırı duyarlı olmasından dolayı ülke not görünümünü 24.07.2000 yılında ‘‘B1 Pozitif’’ görünümlü iken 06.04.2001 tarihinde ‘‘B1 Negatif’’ görünümüne düşürdüğünü ifade etmiştir.

Küresel piyasalarda etkin olan Fitch de Türkiye’de yaşanan eko-politik sorunlardan dolayı ülke kredi derecelendirme notunu indirmiştir. Kasım 2000 finansal krizi yaşanmadan önce ülke notu ‘‘BB+’’ görünümünde iken Şubat 2001 krizinden sonra bu not görünümünün 18.07.2001 tarihinde ‘‘B+ Negatif’’ görünümüne düşürüldüğünü görmekteyiz. Ayrıca Fitch Türkiye’nin bütün kredi notlarının düşürülme eğilimi ile izlenmeye alındığını bildirmiştir. Bütün bu olup bitenler doğal olarak ülkemizde yatırımda bulunan yabancı girişimcileri ve sermayedar olanları ürkütmüş bunun ülke ekonomimize yansımaları ise sermaye çıkışını artırması ve yatırımların yavaşlanmasına neden olmuştur¹⁵³.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizinden de görmekteyiz ki kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar uluslararası piyasalarda yankı bulmakta ve yatırımcılar yayınlanmış olan bu notlara göre pozisyon almaktadırlar. Ayrıca verilen notlar dışarıda borçlanmak isteyen ülke/firmalar açısından hayati öneme sahiptir. Çünkü küresel kreditorler borç talep eden ülke yada firmaların derecelendirme notlarına göre faiz oranı ve kredinin vadesini belirlemektedirler. Yaşanan krizden sonra ülke not görünümümüze baktığımızda finansal krizin etkisinin uzun sürdüğünü görmekteyiz. Aşağıdaki gösterilen tablolarda bu süreç içerisinde almış olduğumuz notların nasıl bir seyir izlediğini göstermektedir.

¹⁵³ Tütüncü Hasbi, s.147-152.

Tablo 1.15. Türkiye'nin 2002 ve 2003 Yılları Arasındaki Not Görünümü

| | Moody's | | Standard &Poors | | Fitch | |
|-----------------------|----------------|------------|-----------------|------------|----------------|------------|
| | Değişim Tarihi | Kredi Notu | Değişim Tarihi | Kredi Notu | Değişim Tarihi | Kredi Notu |
| Borçlanma | | | | | | |
| Döviz Cinsi Uzun Vad. | 10.07.2002 | B1 | 07.11.2002 | B- | 25.03.2003 | B- |
| Döviz Cinsi Kısa Vad. | - | - | 23.02.2001 | C | 26.10.1995 | B |
| TL Cinsi Uzun Vad. | 06.04.2001 | B3 | 27.04.2001 | B- | 25.03.2003 | B- |
| TL Cinsi Kısa Vad. | - | - | 23.02.2001 | C | - | - |

Kaynak: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu, Nisan 2003, s. 108.

Tablo 1.15'te Türkiye'nin döviz cinsi uzun vadeli borçlanmasına ilişkin kredi notları tarihsel olarak sıralanmıştır. Söz konusu kredi notlarının 2002 yılından bu yana gelişimi genel olarak incelendiğinde, 2002 Temmuz ayında politik risk ve piyasa risk faktörlerinin etkisi ile 2002 yılbaşına göre negatif yönde bir değişikliğin yaşandığı gözlenmektedir. 2002 yılının üçüncü çeyreğine gelindiğinde, S&P kuruluşu, 7 Kasım tarihinde politik belirsizliğin azalması nedeni ile yaptığı değerlendirme sonucu "Negatif" olan ülke görünümünü "Durağan" olarak değiştirmiş bulunmaktadır. Son olarak, Fitch kuruluşu "B" görünümlü derecelendirme notunu "B-" görünümüne 25.03.2003 tarihinde düşürmüştür, gerekçesi ise ülkemizin borç miktarının artması olarak ifade edilmiştir¹⁵⁴.

Tablo 1.16. Türkiye'nin 2001 ve 2003 Yılları Arasında Dolar-TL Cinsinden Kredi Notlarının Görünümü

| | Moody's | | Standard &Poors | | Fitch | |
|----------------------------|----------------|------------|-----------------|------------|----------------|------------|
| | Değişim Tarihi | Kredi Notu | Değişim Tarihi | Kredi Notu | Değişim Tarihi | Kredi Notu |
| Görünüm | 10.07.2002 | Negatif | 28.07.2002 | Durağan | 25.03.2003 | Negatif |
| Döviz Cinsi Uzun Vad. Borç | 21.12.2000 | B1 | 28.07.2003 | B | 25.03.2003 | B- |
| Döviz Cinsi Kısa Vad. Borç | - | - | 28.07.2003 | B | 26.10.1995 | B |
| TL Cinsi Uzun Vad. Borç | 06.04.2001 | B3 | 28.03.2003 | B | 25.03.2003 | B- |
| TL Cinsi Kısa Vad. Borç | - | - | 28.03.2003 | B | - | - |

Kaynak: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu, Ağustos 2003, s. 48.

Tablo 1,16'ya baktığımızda, küresel piyasalara hâkim olan üç derecelendirme kuruluşundan ikisi yani Fitch ve S&P ülkemizde ekonomik koşullardan dolayı notların görünümünü değiştirmişlerdir. Fitch büyüyen borç miktarından dolayı "B"

¹⁵⁴ T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu, Nisan 2003, s.108.

görünümlü derecelendirme notumuzu 25.03.2003 tarihindeki derecelendirme notunu ‘‘B-‘‘ görünümüne düşürdüğünü ifade etmiştir. S&P ise ekonomideki pozitif gelişmeleri gözlemediğini bundan dolayı ‘‘B-‘‘ görünümlü uzun vadeli borç yapısını 28.03.2003 tarihinde ‘‘B’’ görünümüne yükselttiğini açıklamıştır¹⁵⁵. Moody’s ise herhangi bir değişikliğe gitmemiştir.

Kasım 2000- Şubat 2001 finansal buhrandan sonra ekonomik göstergelerin pozitif yönde olması derecelendirme kuruluşlarının dikkatini çekmiş ve daha önce ‘‘B’’ olan uzun vadeli borç notu 16 Mart 2003’te ‘‘B+’’ görünümüne yükseltmiştir. Ardından Moody’s 21 Mart 2003’te yerli para cinsinde ‘‘B+’’ yabancı para cinsinden borçlanmayı ise ‘‘B Durağan’’ olarak açıklamıştır. Öte taraftan Fitch 25 Eylül 2003’te Türkiye’nin kredi notu görünümünü negatif iken pozitive yükseltmiş ‘‘B-‘‘ görünümlü uzun vadeli yabancı para cinsinden notumuzu ‘‘B’’ görünümüne yükselttiğini açıklamıştır¹⁵⁶. Bundan dolayı derecelendirme kuruluşlarının ülkeleri yakından takip ettiğini ve yaşanan süreçlere yabancı kalmadıklarını görmekteyiz.

Ülkemizdeki kredi derecelendirme notlarının görünümü böyle iken uluslararası piyasalarda faaliyetlerini yürüten borçlanan ve borç veren ülkelerin derecelendirme notlarının nasıl olduğu yani hangi notlara sahip olduğu önem arz etmektedir. Hazine müsteşarlığının açıklamış olduğu verilere baktığımızda derecelendirme sıralamasında her üç kredi derecelendirme kuruluşunun farklı notlar verdiği görülmektedir. Bu tarihte en iyi notları alan ülkeler ile en kötü ülke notlarına sahip olan ülkeler kıyaslandığını görmekteyiz. Derecelendirme kuruluşlarının en iyi ülke notu verdikleri ülkelerden birkaç tanesi İsrail, Birleşik Arap Emirlikleri, Yunanistan, Malta, Kuveyt, Slovenya görünür iken en düşük nota sahip olan yani yatırım yapılamaz notunu alan ülkeler bu tarihlerde Küba, Arjantin, Venezuela, Endonezya, Türkmenistan ve benzeri ülkeler yer almaktadır. Ayrıca tabloyu dikkatlice incelediğimizde verilen notlar farklılık arz etmekte ama aşağı yukarı aynı derecelendirme notları kullanıldığı görülmektedir.

Aşağıda yer alan Tablo 1.17’e baktığımızda Türkiye’nin, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşları tarafında verilen notlar ve bu verilen notlar ile ülkeler temel alındığında hangi ülke kredi notu ile aynı notu aldığımızı ortaya koymaktadır.

¹⁵⁵ T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Ağustos 2003, s. 48.

¹⁵⁶ T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Kasım 2003, s. 108.

Tablo 1.17. 2003 Yılında Dünya Geneline Verilen Kredi Derecelendirme Notları Sıralamasında Türkiye'nin Yeri

| ➤ Moody's | ➤ Standard & Poor's | ➤ Fitch |
|---|---|--|
| A2- BAE, İsrail, Kuveyt, Letonya, Polonya, Yunanistan | A Malta, Slovenya, Yunanistan | A G. Kore, Malta, Slovenya, Yunanistan |
| A3 Çin, Hong Kong, G. Kore, Katar, Malta, Slovakya | A- Çek Cum, Estonya, G. Kore, İsrail, Katar, Macaristan | A- Bahreyn, Çin, İsrail, Estonya, Macaristan, Şili |
| Baa1 Litvanya, Malezya, Şili | BBB+ Letonya, Litvanya, Malezya, Polonya | BBB+ Çek Cum, Malezya, Mısır, Polonya |
| Baa2 G. Afrika, Meksika, Umman | BBB Çin, Slovakya, Tunus | BBB Letonya, Litvanya, Slovenya, Tunus |
| Baa3 Bahreyn, Hırvatistan, Kazakistan, S. Arabistan, Tayland, Tunus | BBB- G. Afrika, Hırvatistan, Meksika, Tayland | BBB- G. Afrika, Hırvatistan, Meksika, Tayland |
| Ba1 Fas, Filipinler, Mısır, Hindistan | BB- Filipinler Mısır | BB- Filipinler, Kazakistan |
| Ba2 Kolombiya, Rusya | BB Bulgaristan, Hırvatistan, Kazakistan, Kolombiya, Rusya | BB Bulgaristan, Hindistan, Kolombiya |
| Ba3 Peru, Ürdün | BB- Peru, Ürdün, Romanya | BB- Azerbaycan, Peru, Romanya, Rusya |
| B1 Türkiye(-), Bolivya, Bulgaristan, Romanya | B+ Brezilya | B+ İran |
| B2 Brezilya, Lübnan, Paraguay, Ukrayna | B Bolivya, Pakistan, Ukrayna | B Brezilya, Endonezya, Ukrayna |
| B3 Endonezya, Pakistan, Uruguay | B- Türkiye (-), Lübnan | B- Türkiye (-), Lübnan, Moldova |
| Caa1 Küba, Venezuela Caa2 Ekvator Caa3 Arjantin, Moldova | CCC- Ekvator, Endonezya Venezuela CCC Uruguay CD Arjantin, Paraguay | CCC+ Ekvator, Venezuela CCC- Türkmenistan, Uruguay DDD Arjantin |
| (+) görünüm olumlu, (-) görünüm Olumsuz | | |

Kaynak: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu, Nisan 2003, s.110.

Yukarıdaki Tablo 1,17'de görüldüğü gibi Nisan 2003 yılı temel alındığında ülkemizin Bolivya, Bulgaristan, Romanya, Lübnan Moldova ile aynı kredi notuna sahip olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu tarihteki kredi derecelendirme ülke notumuzu Moody's 'B1', S&P 'B-' ve Fitch 'B-' olarak belirlemiştir. Bu notlar şu anlamı içeriyor; Türkiye'nin ekonomisine yatırım yapılamaz yatırım yapılsa dahi ülke ekonomisi spekülatif özelliğe sahip ve borcun geri ödenmesi vadesinde sorun teşkil edebilir. Öte yandan Türkiye bu notlar yüzünden dış piyasalarda daha yüksek oranda faiz ile borçlanmakta ve ülke ekonomisi zarar görmektedir. Fakat en yüksek derecelere sahip olan Kuveyt, İsrail ve Yunanistan gibi ülkeler daha uzun vadeli ve daha az faiz oranları ile borçlanabilmekte ve ülke ekonomisine yabancı sermaye veya yatırımcıyı çekebilmektedir.

3.1.4. 2004-2016 YILLARI ARASINDA TÜRKİYE'YE VERİLEN DERECELENDİRME NOTLARININ GELİŞİMİ

Yaşadığımız Kasım 2000-Şubat 2001 krizlerinden sonra finansal buhrandan sonra ülke ekonomisi toparlanmaya başlanmış ve bu pozitif yönlü gelişmeler derecelendirme kuruluşlarınca da gözlemlenmiştir. Dolayısıyla bu gelişmeler ülkemizin notlarına yansımış ve S&P ‘‘B+’’ görünümlü ülke notumuzu 08.03.2004 tarihinde görünümü durağandan pozitive yükseltmiştir. Ardından Fitch ‘‘B Pozitif’’ görünümlü derecelendirme notumuzu 09.02.2004’te ‘‘B+ Durağan’’ seviyesine yükseltmiştir¹⁵⁷.

Tablo 1.18. Türkiye’ye Verilen Kredi Notlarının Gelişimi (2003-2004)

| Tarih | Standard and Poor’s | Moody’s | Fitch |
|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| 2003 Sonu | B+ (durağan) | B1 (durağan) | B (pozitif) |
| 09.02.2004 | | | B+ (durağan) |
| 08.03.2004 | B+ (pozitif) | | |
| 17.08.2004 | BB- (durağan) | | |
| 25.08.2004 | | | B+ (pozitif) |
| Mevcut Durum | BB- (durağan) | B1 (durağan) | B+ (pozitif) |

Kaynak: T.C. Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu, Kasım 2004, s. 32.

Aynı şekilde 2004 yılının üçüncü çeyreğine gelindiğinde, Türkiye’nin kredi değerliliğinde olumlu gelişmeler yaşanmış ve derecelendirme kuruluşları bunları verdikleri notlar ile ifade etmişlerdir. Örneğin Fitch en son ‘‘B+ Durağan’’ görünümlü ülke notunu 25.08.2004’te ‘‘B+ Pozitif’’ görünüme yükseltmiştir. S&P ise yabancı para cinsinden ülke notumuzu ‘‘B’’ seviyesinden ‘‘BB’’ seviyesine yükseltmiştir¹⁵⁸. 2004 yılında ekonomide yaşanan bu olumlu gelişmelere paralel olarak YTL cinsi borçlanma maliyetlerinde önemli düşüşler yaşanmış ve borçlanma vadeleri önemli ölçüde uzamıştır. Buna ilaveten enflasyondaki düşüşün ve YTL’nin geçmiş dönemlere göre kazandığı istikrarın, yatırımcılar açısından YTL cinsi senetlere yatırım yapmanın ortaya çıkarabileceği kur riskini azalttığı görülmektedir. Türkiye’nin Avrupa Birliği ile ilişkiler kapsamında atılan adımların etkisiyle ‘‘convergence’’ ülkeleri kapsamında değerlendirilmeye başlanması nedeniyle YTL

¹⁵⁷ T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Ağustos 2004, s. 22.

¹⁵⁸ T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Kasım 2004, s. 32.

cinsi senetlere olan talep artmıştır. Bu çerçevede 2004 yılı Aralık ayından bu yana, birçok yabancı kuruluş YTL cinsi tahvil ihracı gerçekleştirmiştir. 31 Mart 2005 tarihi itibarıyla yabancı kuruluşların gerçekleştirmiş oldukları Euro tahvil ihraçlarının miktarı 3.870 milyon YTL'ye ulaşmıştır¹⁵⁹. Aşağıdaki Tablo 1,19'da 2005 ve 2006 yılları arasındaki derecelendirme notlarının gelişimi gösterilmiştir.

Tablo 1.19. Türkiye'ye Verilen Kredi Notlarının Gelişimi (2005-2006)

| Tarih | Standard and Poor's | Moody's | Fitch |
|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 13.01.2005 | | | BB- (durağan) |
| 11.02.2005 | | B1 (pozitif) | |
| 10.03.2005 | | | |
| 06.12.2005 | | | BB- (pozitif) |
| 14.12.2005 | | Ba3 (durağan) | |
| 2005 Sonu | BB- (durağan) | Ba3 (durağan) | BB- (pozitif) |
| 23.01.2006 | BB- (pozitif) | | |
| Mevcut Durum | BB- (pozitif) | Ba3 (durağan) | BB- (pozitif) |

Kaynak: T.C. Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu, Mayıs 2006, s. 28.

Bu olumlu gelişmelerin sonucunda Tablo 1.19'da 2005 yılının ilk çeyreğine baktığımızda, ülkemiz kredi notlarında olumlu değişiklikler meydana geldiğini görmekteyiz. Kredi notumuzu 13 Ocak 2005 tarihinde Fitch kuruluşu B+ (pozitif)'ten BB (durağan)'a, 11 Şubat tarihinde Moody's kuruluşu B1 (durağan)'dan B1 (pozitif)'e, yükseltmiştir. 2005 yılının ilk çeyreğinde yapılan söz konusu artırımlar ile ülkemizin döviz cinsi uzun vadeli kredi notu Standard & Poors'u takiben, Fitch'te "B" kategorisinde olan notumuzu "BB" kategorisine yükseltildiğini görmekteyiz. Ayrıca Moody's ve Fitch Türkiye'nin güçlü ekonomiye geçiş programını başarıyla sürdürmesi ve Avrupa Birliği vizyonuna yönelik çalışmaların ülkenin mali yapısına olan güveni yükselttiğini ifade etikten sonra ülke kredi değerliliğini yükseltmişlerdir¹⁶⁰.

Aralık 2004 tarihinden sonra, birçok yabancı kuruluş tarafından YTL cinsinden Euro tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir. 2005 yılı içerisinde ihraç edilen Euro tahvil ihraçları Mart ayı sonu itibarıyla yaklaşık 3,9 milyar YTL'ye, Haziran ayı sonu itibarıyla yaklaşık 5 milyar YTL'ye, Eylül ayı sonu itibarıyla 6,5 milyar YTL'ye ve yıl sonu itibarıyla 8,1 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Bu rakam 2006 yılı ilk çeyrek sonu

¹⁵⁹ T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu, Mayıs 2004, s. 31.

¹⁶⁰ T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Mayıs 2005, s. 30-31.

itibarıyla ise 10,545 milyar YTL'ye ulaşmaktadır¹⁶¹. 2006 yılının ilk çeyreğinde, Standard & Poor's Türkiye'nin kredi notu görünümünü, hükümetin makroekonomik politikaları sürdürmekteki kararlılığı ve başarı dolayısıyla BB durağandan, BB pozitif'e çevirmiştir¹⁶². Tablo 1.20'ye baktığımızda ülkemize 2007 ve 2010 yılları arasında verilen TL cinsi derecelendirme notlarını görebiliriz

Tablo 1.20. Türkiye'ye Verilen Kredi Notlarının Gelişimi Uzun Vade TL Cinsi (2007-2010)

| Tarih | Standard & Poor's | Moody's | Fitch |
|------------------|---------------------|--------------------|---------------------|
| 2007 Sonu | BB - durağan | Ba3 durağan | BB - durağan |
| 03.04.2008 | BB - negatif | | |
| 31.07.2008 | BB - durağan | | |
| 13.11.2008 | BB - negatif | | |
| 2008 Sonu | BB - negatif | Ba3 durağan | BB - durağan |
| 17.09.2009 | BB - durağan | | |
| 18.09.2009 | | Ba3 pozitif | |
| 03.12.2009 | | | BB + durağan |
| 2009 Sonu | BB - durağan | Ba3 Pozitif | BB + durağan |
| 08.01.2010 | | Ba2 durağan | |
| 19.02.2010 | BB pozitif | | |
| 05.10.2010 | | Ba2 pozitif | |
| 24.11.2010 | | | BB + pozitif |
| 2010 Sonu | BB + Pozitif | Ba2 Pozitif | BB + Pozitif |

Kaynak: T.C. Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu, Eylül 2015, s. 25.

2007 yılında siyaset kanalından yaşanan belirsizliklerden dolayı büyüyen politik sıkıntılar, ardından Irak savaşının ülkeye yüklediği maliyetler ülke notlarının düşürülmesine sebebiyet vermiştir. Ayrıca ABD'de yaşanan 2008 küresel krizi sebebiyle küresel finans piyasalarında yaşanan bazı olumsuzlukların sebep olduğu birçok belirsizlik KDK'ların Türkiye'ye yönelik görüşlerinde negatif bir etki ortaya çıkarmıştır. Bütün bu yaşananlar ülke not görünümünü "pozitif"ten "durağana" hatta "negatife" düşürülmesine neden olmuştur¹⁶³. Tablo 1.20'ye baktığımızda 2008 yılında politik cephede artan tansiyon, kötüleşen küresel likidite koşulları ve

¹⁶¹ T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Ağustos 2005, s. 30.

¹⁶² Ulusoy, s. 194.

¹⁶³ Ömer Akçayır, *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, S.D.Ü, S.B.E., İktisat Anabilim Dalı, Isparta 2003, s. 45.

süregelen küresel belirsizlik sebep gösterilerek Türkiye'nin kredi notunun görünümü durağandan negatife çevrildiğini görmekteyiz.

Ayrıca cari işlem açıkları ve doğrudan yabancı sermaye girişlerindeki azalma Türkiye'nin dış risklere karşı kırılganlığının devam etmesine neden olmuştur. Hükümetin küresel krize karşı önlem almada yavaş davranması bir başka not azalımının nedeni olarak gösterilmektedir. Bu yaşananlardan dolayı Moody'sin Eylül 2009 itibarı ile geçerli olan Ba3 notu, "spekülatif" unsurlara sahip ve gelecek hakkında önceden bir tahmin yapılamayacağı" anlamına gelmektedir. Yine bu nota göre, anapara ve faiz ödemelerinde güvenilirlik orta düzeydedir ve gelecekteki gelişmelere göre olumlu ya da olumsuz olabilir. Standard & Poor'sın BB – notu ise en düşük spekülatif dereceye sahip ülke anlamına gelmektedir. Borcun zamanında ödenmesi ekonomideki uygun ortamın devam etmesine bağlanmıştır¹⁶⁴.

2009 yılının Aralık ayında Fitch, global mali buhranın ülke ekonomisinde büyük bir resesyona sebep olsa da ülkenin ödemelerinde bir sorun teşkil etmemesi finansal bir krize neden olmaması ve ülke ekonomisinin krize göstermiş olduğu dirençten dolayı ülkemizin YTL cinsinden kredi notunun seviyesini iki derece artırarak "BB+" ya yükseltmiştir. Ülke tavanı kredi notunu da "BB" seviyesinden "BBB-" yükselterek yaklaşık olarak 15 yıllık serüvenden sonra tekrar yatırım yapılabilir eşiğe yükseltmiştir¹⁶⁵.

2010 yılının Ocak ayında Moody's, Türkiye'nin dünyada yaşanan ekonomik dalgalanmaları içinde süzebilme yeteneğine sahip olduğunu bununda yatırımcıya güven aştığından dolayı Türkiye'nin kredi değerliliğini "Ba3" görünümünden "Ba2" görünüme yükselttiğini küresel piyasalara açıklamıştır. Ayrıca yaşanan krizin geçmiş dönemlerde ortaya çıkan krizlerden daha sert bir yapıya sahip olduğunu ancak özellikle Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizinden sonra yapılan reformlar ve güvenli ekonomiye geçiş programlarının netice verdiğini ve Türkiye'nin finansal kurumları sağlam zeminler üstüne kurulduğunu ifade etmiştir. Uluslararası piyasalara giren Türkiye'nin uzun vadeli borç ihraç etmesi ve yapılan kalkınma ve planlamaların uyumlu olması ekonomik büyümenin güçlü olması, borçların

¹⁶⁴ Ulusoy, s. 194.

¹⁶⁵ "Türkiye'nin kredi notu iki "tık" arttı piyasa coştı, borsa işlem rekoru kırdı", 04/12/2009, <http://www.radikal.com.tr/ekonomi/turkiyenin-kredi-notu-iki-tik-artti-piyasa-costu-borsa-islem-rekoru-kirdi-967383/>, Erişim Tarihi: 23.10.2015.

sürdürülebilirliği ve ödenebilirliği “yatırım yapılabilir” seviyesinde not almasını sağladığını ifade etmiştir¹⁶⁶.

2010 yılının Şubat ayında S&P, Türkiye'nin ekonomik performansının artması ve ekonomisini yönetmesi bakımından pozitif gelişmelerin yaşandığını ve bundan dolayı ülkenin uzun vadeli yabancı para türünden borçlanma notunu “BB” ye uzun vadeli yerli para türünden borçlanma notunu ise “BB+” seviyesine çıkardığını ifade etmiştir. Lakin ülkenin hala büyük oranda yabancı finansmana olan talebi derecelendirme notunun seyri üzerinde tehlike oluşturduğunu ifade etmiştir¹⁶⁷. Tablo 1.21’de 2010 yılından sonra ülkemizin not seyri gösterilmiştir.

Tablo 1.21. Türkiye’ye Verilen Kredi Notlarının Gelişimi Uzun Vade TL Cinsi (2010-2015)

| Tarih | Standard & Poor’s | Moody’s | Fitch | |
|---------------------|----------------------|--------------------|--------------------|-----------------------------|
| 2010 Sonu | BB + Pozitif | Ba2 Pozitif | BB + Pozitif | |
| 2011 Sonu | BBB - Pozitif | Ba2 Pozitif | BB + Durağan | |
| 2012 Sonu | BBB - Durağan | Ba1 Pozitif | BBB + Durağan | } Yatırım Yapılabilir Eşiği |
| 2013 Sonu | BBB - Durağan | Ba3 Pozitif | BBB Durağan | |
| 2014 Sonu | BBB - Negatif | Ba3 Pozitif | BBB Durağan | |
| 08.05.2015 | BBB - Negatif | | | |
| Mevcut Durum | BBB - Negatif | Ba3 Negatif | BBB Durağan | |

Kaynak: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu, Aralık 2015, s. 25.

Tablo 1.21’deki not görünümünün ortaya çıkmasında; ekonomik göstergelerin iyileşmesi, artan ihracat ve azalan ithalat sebebiyle Türkiye'nin önündeki en büyük sorunlardan birisi olan cari açığı ciddi azalış, ülkenin siyasi istikrarının sağlanmış olması ve mevcut dönemdeki Avrupa borç krizine rağmen ülke verilerinin oldukça umut verici olması gibi nedenler yer almaktadır. Fitch 05.11.2012 tarihinde ülkemizin kredi değerliliğini spekülasyon seviyesi olan “BB+” görünümünden yatırım yapılabilir seviye olan “BBB-“ görünümüne yükselttiğini açıklamıştır. Fitch ülkemize 1992 yılından bu yana ilk kez yatırım yapılabilir notu vermiştir. Moody’s 20 Haziran 2012 tarihinde Türkiye'nin notunu, “Ba2”den “Ba1”e artırmış ve

¹⁶⁶ “Türkiye'nin kredi notu yükseldi”, 08/01/2010, <http://www.hurriyet.com.tr/turkiyenin-kredi-notu-yukseldi-13416334>, Erişim Tarihi: 23.10.2015.

¹⁶⁷ S&P Türkiye'nin kredi notunu arttırdı, http://www.ntv.com.tr/ekonomi/sp-turkiyenin-kredi-notunu-artirdi,0crtTTcCwUmCrIM3UIZE6Q?_ref=infinite, Erişim Tarihi: 25.10.2015.

görünümü “pozitif”e çevirmiş, S&P ise 1 Mayıs 2012 tarihinde “BB” olan notu değiştirmemiş aksine görünümü “pozitiften”, “durağana” dönüştürmüştür¹⁶⁸. Tabloyu incelediğimizde 2012 yılından sonra yatırım yapılabilir eşiği yakaladığımızı göstermekte ve hala mevcut olan durum da onu göstermektedir. Bu seviyeye çıkarılması ülkemiz açısından olumlu sonuçların doğmasına sebep olmuştur.

Dünya genelinde yaşanan 2008 küresel finans krizinden en az etkilenen ülkelerden biri Türkiye olmuştur. Çünkü hem istihdam oranlarını hem de büyüme oranlarını yükselttiğini görmekteyiz. Özellikle finansal kurumlardaki sağlamlık ve dış borçlarımızın azalması, küresel piyasalar tarafından pozitif yankı uyandırmış ve ülkemizin risk taşımadığını göstermiş, böylece pozitif gelişmeleri gören kredi derecelendirme kuruluşları bu gelişmeleri onaylamıştır. Bu durum, ülke yatırımlarının artmasına ve Türkiye’nin global piyasalarda ucuz ve uzun vadeli büyük borçlanmalara ulaşmasını sağlayacaktır. Türkiye’nin yatırım yapılabilir eşiği aşmış olmasından dolayı artık küresel piyasalarda risk taşımayan ülke konumuna gelmiş ve bunun neticesinden, doğrudan veya dolaylı yatırımların ülkemize girmesi ve dış borçlanma maliyetimizi azaltacak düşük oranlı faiz ile kredi almamızı sağlayacaktır¹⁶⁹.

2013 yılının Mayıs ayına gelindiğinde Moody’s ülkemizin notunu, görünümünü; mali yapılarıdaki iyileştirmelerden dolayı özellikle borç yükünün GSYH’ya oranının azalması kamu bonolarının uzun vadede gerçekleşmesi ve cari açığın azalmasından dolayı 21 yıl aradan sonra “yatırım yapılabilir eşiği” derecesine yükseltmiştir. S&P ise 2011 yılının son çeyreğinde yerel para cinsinden uzun vadeli borçlanma notunu “BBB- Pozitif” seviyeye yükseltmiştir. Gerekçe olarak da cari açığın azalması, makroekonomik dengenin kuvvetli olması ve finansal yapının sağlamlığı gösterilmiştir.

2014 yılına gelindiğinde ise önceden oluşan pozitif yorumlar yerini negatif açıklamalara bırakmıştır. S&P ülkemizin not görünümünü durağandan negatif seviyeye düşürdüğünü açıklamış, gerekçe olarak da Türkiye'nin net dış finansman ihtiyacını kapsayan rezervlerin azalmasının kredi zayıflığı yarattığını belirtilmiş ve Türkiye'de sert ekonomik iniş riskinin arttığı vurgusunu yapmıştır. S&P'nin ülke

¹⁶⁸ Akçayır, s. 47.

¹⁶⁹ Cevdet Yılmaz, 17.05.2013, <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/content.aspx?List=ae6c539-6ca3-484c-aea6-ea4551a35a71&ID=60&Web=10d22ce1-4526-47c8-a4bc-47bc44ed4c8c>, Erişim Tarihi: 28.10.2015.

riskini yükselten etkenler arasında; politik belirsizlikler ve TCMB'nın bağımsızlığı üzerindeki politik baskıların var olması olarak açıklanmıştır.

Moodys'te diğer derecelendirme kuruluşları gibi düşünmüş ve ülkemizde var olan politik spekülasyon hava, özellikle ülkenin seçimlerden dolayı kutuplaşması, ayrıca dünya genelinde var olan likidite sorununun dış finansman üzerindeki etkisi ve benzeri durumlardan dolayı ülke notunun görünümünü 2015 yılında negatife çevirmiştir¹⁷⁰.

2015 yılına gelindiğinde uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch Türkiye'nin kredi notunun ve görünümünün aynı kalmasında mali disiplinin sürdürülmesinin rol oynadığını ifade etmiştir. Ayrıca Kasım 2012 - Eylül 2015 yılı aralığında ülkemize verilen notu teyit edip uzun vadeli yerli ve yabancı para cinsinden not görünümü BBB – ‘‘durağan’’ olarak teyit ettiğini açıklamıştır. Bu süre zarfından yapılan seçimler ve siyasi belirsizliğe rağmen bu notu teyit etmesinin gerekçelerini ise şöyle sıralamıştır;

- ✓ Mali disiplinin sürdürülmesindeki kararlılık,
- ✓ Türkiye'de bankaların ya da şirketlerin vadesi gelen borçlarının çevrilmesinde herhangi bir sorun olmaması. Sermaye piyasalarının finansman koşullarında ani bir değişiklik olsa bile Türkiye'deki bankaların ve şirketlerin döviz pozisyonlarının tatminkâr olması,
- ✓ Ülkenin jeopolitik konumu,
- ✓ Cari açığın azalması, borçların sürdürülebilirliği ve finansman profilinin iyileşmesinin, notun teyit ettirilmesinde önemli rol oynadığını bildirmiştir.

Ayrıca Fitch Ratings Türkiye'nin not görünümünü de ‘‘durağan’’ olarak teyit etmiş olup; ‘‘durağan görünüm’’ önümüzdeki dönemde Türkiye'nin kredi notunun indirilmesini ya da çıkartılmasını öngörmedikleri anlamına gelmektedir¹⁷¹. Fitch'in ardından diğer bir uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu olan S&P'nin Kasım 2015 tarihinde yayınlamış olduğu raporda Türkiye'nin uzun vadeli yabancı para cinsinden not görünümünü ‘‘BB+ negatif’’ uzun vadeli yerli para cinsinden not görünümünü de ‘‘BBB- negatif’’ olarak teyit ettiğini açıklamıştır. Kuruluş, not teyit kararının esnek kur rejimi ve iyi sermayellendirilmiş bankacılık sistemini yansıttığını bildirmiştir. Ayrıca negatif not görünümünün ise "dış finansman kaynaklarının

¹⁷⁰ Haspolat, s. 122-124.

¹⁷¹ Fitch/Gamble, ‘‘ Notun Sabit Tutulmasında Neden Mali Taraf ’’, 23 Eylül 2015, <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1826554-fitch-direktorunden-gozden-gecirme-sonrasi-turkiye-degerlendirmesi>, Erişim Tarihi: 25.10.2015.

azalması ya da maliyetlerinin artması ile kuvvetler ayrılığında bozulmalar yaşanması" gibi alternatif senaryoları içerdığını ifade etmiştir¹⁷².



¹⁷² ‘S&P Türkiye’nin Notunu Teyit etti’, 06 Kasım 2015.
<http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1833886-gorunum-negatif-olarak-kaldi>, Erişim Tarihi:
25.10.2015.

SONUÇ

18. yüzyılın başlarından ortaya çıkan ve 19. yüzyılın sonlarında etki alanını genişleten kredi derecelendirme kuruluşları, dünyadaki sermaye piyasalarının büyümesi, gelişmesi ve birbirleriyle bütünleşmesi ile birlikte sınır ötesi işlemlerin de artmasının bir sonucu olarak derecelendirme faaliyetini yaygınlaştırmışlardır. Derecelendirme faaliyeti, borçlunun anapara ve faiz yükümlülüklerini ödeme isteğini ve yeterliliğini değerlendirirken, yükümlülüklerin tam ve zamanında yerine getirilip getirilmediğinin de ölçmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları piyasaya aktardığı bilgilerden dolayı reel ekonomiye olan katkıları piyasalar tarafından genel olarak kabul görmüştür. Yapılan bu çalışmada yeterli seviyede derecelendirme notuna sahip olan bir ülkenin, borçlanma gereksinimini uygun koşullarda sağlayabildiği ortaya çıkmıştır. Ayrıca olumlu bir derecelendirme notu alan bir ülke veya şirketin iç borçlanma yerine dış borçlanmaya gidildiği görülmüştür. Çünkü olumlu derecelendirme notundan dolayı maliyeti daha düşük kredi kaynağına ulaşma imkânı bulmuştur.

KDK'ların yaşanmış olan finansal krizler üzerindeki etkisi hem olumlu hem de olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Düşük not alan bir ülke, şirket veya kurum/kuruluşlar bu durumdan olumsuz etkilenmekte, dış piyasalardan borçlanamamakta ya da borçlansa da yüksek faizle borçlanmak zorunda kalmaktadır. Ayrıca düşük not alan bir ülkeye doğrudan ve dolaylı yatırımların oranı azalış göstermektedir. Bu da yaşanmış olan finansal krizlerin boyutunu artırmaktadır. Yüksek not alan ülkeler veya şirketler ise uluslararası piyasalarda düşük maliyet ile borçlanabilmekte ve bu yönde güven telkin etmektedirler. Bundan dolayı yatırım yapılabilir not alan ülke veya şirketlerin uluslararası prestijleri artmakta bu da ülke ya da şirketlerin piyasalardaki etkinliklerinin artmasına ve borçlanma maliyetini azaltarak kar oranlarının artmasına imkân sağlamaktadır.

Yine çalışmamızda görülmüştür ki kredi derecelendirme kuruluşlarının yaşanmış olan finansal krizlerde vermiş oldukları notlarda, tarafsız davranmadıkları görülmektedir. Bu da onlara olan güveni azaltmakta ve hukuki statülerinin tartışılmasına neden olmaktadır. Ayrıca derecelendirme notlarını ücretli olarak yapmaları eleştiri oklarını üzerlerine çekmiş ve eleştiri yapanlar tarafından rasyonel davranmadıkları söylenmiştir.

KDK'ların yaşanan finansal krizleri ön görememiş ve finansal krizlerin yaşanmasından hemen sonra ki süreçte ani ve yüksek not düşürmeleri ile bu krizlerin derinleşmesine neden olmuştur. Güney Doğu Asya ve Rusya krizlerinde Güney Kore'nin finansal kriz öncesinde yüksek not vermesine rağmen, kriz patlak verdiği gibi Güney Kore'nin derecelendirme notunu 9 derece düşürerek yaşanan finansal krizin derinleşmesine neden olmuştur. Yine KDK'lar 2008 yılında ABD'de başlayıp tüm dünyayı etkileyen küresel finansal krizi ve ardından Avro Bölgesinde ortaya çıkan borç krizini öngörememişler bunun ötesinde en yüksek kredi notunu vermiş oldukları şirketlerin batması eleştiriye maruz kalmalarına neden olmuştur. Ayrıca 2008 finansal krizi yaşandıktan sonra gerçekleştirdikleri ani not düşüşleriyle bu krizi daha da derinleştirmişlerdir.

Türkiye, ilk kez 1992 yılında derecelendirme notu ile tanışmıştır. 1992 yılında ilk olarak Standar and Poor's tarafından "BBB" yatırım yapılabilir notu ile değerlendirilmiş ardından Moody's tarafından 1992 yılında yatırım yapılabilir spekülative seviyeyi ifade eden "Baa3" notu ile derecelendirilmiştir. Bu tarihten sonra sürekli olarak yaklaşık olarak 20 yıl boyunca ülke kredi notu sürekli düşürülmüş ve yatırım yapılamaz derecelendirme notu ile 2012 yılına kadar değerlendirmişlerdir. 2007 ve 2012 yılları arasında gelişen ekonomik verileri görmezden gelen kredi derecelendirme kuruluşları eleştiriye maruz kalmış ve tarafsızlığını ve objektifliğini yitirdiği kanısına varılmıştır.

Türkiye'nin kredi notunun, özellikle 2004 yılı sonrasında sürekli bir şekilde olması gerekenin altında kaldığı görülmektedir. Türkiye'nin 2001 yılında yaşadığı bankacılık krizi sonrasında hayata geçirilen makroekonomik reformlar neticesinde bir yandan yüksek ekonomik büyüme oranları elde edilirken diğer yandan kamu mali disiplini korumak açısından önemli adımlar atılmıştır. Özellikle 2008 küresel finansal krizi karşısında oldukça güçlü duran kamu maliyesi ve bankacılık sistemi KDK'lar tarafından da dile getirilmiş fakat bu yapıyı yansıtacak kredi not artışı gözlenmemiştir. Bundan dolayı KDK'lar eleştiriye maruz kalmıştır. KDK'ların hukuki sorumlulukları tartışılarak tarafsız, objektif ve nesnel davranmaları gerektiğinin altı çizilmiştir. Piyasalar için vazgeçilmez olan bu kuruluşların denetleyici, düzenleyici ve hukuki sorumlulukları ortaya koyulursa piyasalar açısından çok daha faydalı kuruluşlar olabilirler öte yandan tarafsız, nesnel, saydam ve objektif olmadıklarında piyasaların işleyişini bozabilmektedirler.

KAYNAKÇA

- Acar, Boyacıoğlu Melek, *Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya 2003.
- Acar, Ozan, *Yapısal Reformsuz Kredi Notu Artışı Olmaz*, TEPAV, Ocak 2011.
- Adalı, Said, *Bir Risk Ölçüm Aracı Olarak Kredi Derecelendirme ve Getiri Analizi: İMKB Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2011.
- Gülmez, Ahmet, *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması Derecelendirme kuruluşları ne kadar objektif ?*, PESA RAPOR, 2015.
- Akbulak, Yavuz, "Kredi Derecelendirmesi ve Rating: Kavram ve Ölçütler", *İSMMM MO Mali Çözüm Dergisi*, Yıl: Mayıs-Haziran 2012, s. 171.
- Akçayır, Ömer, *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)*,Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, S.D.Ü, S.B.E., İktisat Anabilim Dalı, Isparta 2003.
- Akdiş, Muhammet, "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler", *Dış Ticaret Dergisi*, Yıl: 7, Dergi Sayı No: 26, Ekim 2002, ss. 1-45.
- Akgüç, Öztin, "Kredi Derecelendirme Kurumları", Cumhuriyet Gazetesi, 06.07.2012.http://www.cumhuriyet.com.tr/koseyazisi/355080/Kredi_Derecelendirme_Kurumlari_.html, Erişim Tarihi: 10.07.2015.
- Aktan, Coşkun Can ve Hüseyin Şen, "Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri", *Yeni Türkiye Dergisi*, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl: 7, Sayı: 42, Kasım-Aralık 2001, ss. 1225-1230.

- Alantar, Doğan, “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”,http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf, Erişim Tarihi: 03.05.2014.
- Altaş, Gökben, “Kredi Derecelendirme Kurumları”, *Sermaye Piyasasında Gündem*, Sayı: 84, Ağustos 2009, ss. 20-37.
- Annual Report on Nationally Recognized, “Statistical Rating Organizations, U.S. Securities and Exchange Commission”, March 2012, ss. 9-11.
<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0312.pdf>, Erişim Tarihi 29.11.2015.
- Ardıç, Hülya, *1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin, T.C.M.B. Bilançosunda Yaratığı Hareketlerin İncelenmesi*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, T.C.M.B. Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara-Aralık 2004.
- Aslan, Mukatel Loni, *Ülke Derecelendirme Notlarının Borsa Endekslerine Etkisi: İMBK 100 Endeksi Üzerine Bir Model Denemesi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul 2006.
- Aslan, Nurdan, Sinem Dışkaya, “Finansal Krizler”,
<http://www.marmarakpss.com/sayfa/31/finansal-krizler>, Erişim Tarihi: 28.08.2015.
- Ataman, Erdönmez Pelin, “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 68, Yıl: 2009, ss. 85-101.
- Avşar, Muharrem, “Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları”, *Eskişehir Osman Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Yıl: Ekim 2011, ss. 143-171.

Bahadır, Haspolat Fatih, *Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi*, Uzmanlık Tezi, T.C. Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2923, Şubat 2015.

Baştürk, Ertekin, "Türkiye'de 1990 Sonrası Yaşanan Ekonomik Krizlerin Sigorta Sektörünün Fon Yaratma Fonksiyonu Üzerine Etkileri", *Mevzuat Dergisi*, Yıl:8, Sayı: 85, Ocak 2005.

BDDK, "Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik", Resmi Gazete, Sayı: 28267, 17 Nisan 2012.

Botan, Berker Ayşe, "Derecelendirme Kuruluşları", ss. 2-3.

http://www.fitchratings.com.tr/ftp/derecelendirme/drc_23.pdf, Erişim Tarihi: 10.07.2015.

Can, Aktan Coşkun, Hüseyin Şen, "Ekonomik Kriz: Nedenleri ve Çözüm Önerileri", *Yeni Türkiye Dergisi*, 2002/1, Kasım-Aralık, Sayı: 42, Cilt:2, ss. 1-9.

Coşkun, Küçüközmen C., Milli Derecelendirme Kuruluşu Çözüm mü?, *Ekonomik Çözüm Gazetesi*, Haziran 2012. <http://www.coskunkucukozmen.com/wp-content/uploads/2012/01/M%C4%B0LL%C4%B0-DERECELEND%C4%B0RME-KURUMU-KURULU%C5%9EU-%C3%87%C3%96Z%C3%9CM-M%C3%9C.pdf>, Erişim Tarihi: 03.11.2015.

Demir, Murat, Eminer Fehiman, "Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşünceler", *EUL Journal of Social Sciences (V:II) LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Aralık 2014, ss. 96-97.

Delice, Güven, "Finansal Krizler: Teori ve Tarihsel bir perspektif", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 20, Ocak-Haziran 2003, ss. 57-81.

Diliçıkık, Tuba, *Basel II Kapsamında Kredi Derecelendirmesi ve Türk Ekonomisine Muhtemel Etkileri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2010.

Duman, Murat, “Derecelendirme Kuruluşlarının Uluslararası Finansal Piyasalardaki Yeri”, <http://dumanmurat.blogspot.com/2012/01/derecelendirme-kuruluslarinin-uluslar.html>, Erişim Tarihi. 10 Ekim 2015.

Ertuna, Özer, “Dünya Ekonomik Krizi ve Türkiye’nin Durumu”, ss. 26-29, <http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/256/3.pdf>, Erişim Tarihi: 18.08.2015.

E., Stiglist, Joseph *Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı*, (çev. Arzu Taşçıoğlu ve Deniz Vural), Birinci Baskı, İstanbul 2002.

Eğilmez, Mahfi, *Kolay Ekonomi*, 5. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul 2012.

Eğilmez, Mahfi, “Türkiye’nin 22 Yıllık Rejting öyküsü”, <http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/turkiyenin-22-yllk-rejting-oykusu.html>, Erişim Tarihi: 15.04.2015.

Eğilmez, Mahfi, Ercan Kumcu, *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması*, 12. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul 2011.

Eğilmez, Mahfi, *Küresel Finans Krizi Piyasa Sisteminin Eleştirisi*, 8. Basım, Remzi Kitabevi, Kasım 2011.

Emre, Ergeç Yunus, “*Ekonomik Krizlerin Nedenleri ve çözüm önerileri*”, http://www.endmuh.com/kariyer/ekonomi/dosyalar/ekonomik_kriz_nedenleri_ve_cozum_onerileri.pdf, Erişim Tarihi: 15.08.2015.

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

Ertürk, Hakan, ‘‘S&P ve Türkiye’nin Kredi Notu Derecelendirilmesi’’, *Active finans Dergisi*, Mart-Nisan 2010, ss. 30-60.

Eyğur, Ercan, ‘‘Krizden Krize Türkiye: 200 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri’’, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, No: 2001/1, ss. 6-38.

Faruk, Batirel Ömer, ‘‘Ekonomik Kriz ve Türk Kamu Maliyesi’’, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Yıl:7, Sayı:13, Bahar-2008, ss. 1-9.

Fitch Ratings, ‘‘National Ratings,

<https://www.fitchratings.com/site/definitions/nationalratings.html>, Erişim Tarihi: 25.12.2015.

Fitch Ratings Definitions,

https://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_defintions/index.cfm?rd_file=ltr#corp_pf_oblig, Erişim Tarihi: 25.12.2015

Fitch Ratings, About Us, <https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp>, Erişim Tarihi: 21.10.2013.

Fitch Ratings, Kurumsal, <http://www.fitchratings.com.tr/kurumsal.asp>, Erişim Tarihi: 21.10.013.

Fitch/Gamble, ‘‘ Notun Sabit Tutulmasında Neden Mali Taraf ’’ , 23 Eylül 2015, <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1826554-fitch-direktorunden-gozden-gecirme-sonrasi-turkiye-degerlendirmesi>, Erişim Tarihi: 25.10.2015.

Gülsün, Gürkan Yay, ‘‘1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi’’, *Yeni Türkiye Dergisi*, Yıl:7, Sayı: 42, Aralık-Kasım-2001, ss. 1234-1248

Gümüş, Mustafa, ‘‘2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizlerinin Sermaye Piyasası Aracılık Sektörüne Etkileri’’, *Sosyo Ekonomi Dergisi*, Yayın No:1, Ocak-Haziran 2006, ss. 27-46.

Hazar, Adalet, *Bankaların Risk Derecelendirmesi Model Önerisi ve Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2009.

<http://countryeconomy.com/ratings/russia>, Erişim Tarihi: 10.12.2015.

<http://www.biraz.gen.tr/bankacilik/derecelendirme-kuruluslari>, Erişim Tarihi:
25.07.2015.

Kabadayı, Burhan, *Ülke Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler: Yükselen Ekonomiler ve Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum 2012.

Moody's Investors Service, "Rating Symbols & Definitions", August 2015.

Moody's Investors Service, About Us,

<https://www.moodys.com/Pages/car002001.aspx>, Erişim Tarihi: 25.07.2015.

Moody's Role In The Global Capital Markets, s.1.

<https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/Moody's%20Investors%20Service%20Descriptor.pdf> Erişim Tarihi: 25.07.2015.

Nye, P Roger, Selda Eke, "Türkiye'de Kredi derecelendirilmesi", *Activeline Dergisi*, Mayıs 2004, ss. 1-12.

Ökmen, Orhan, "Derecelendirme Kuruluşları Ülkenin Kaderini Nasıl Etkiler",

<http://www.turcomoney.com/yazar/derecelendirme-kuruluslari-ulkelerin-kaderini-nasil-etkiler.html>, Erişim Tarihi: 15.07.2015

Önder, İzzetin, "Küresel Kriz ve Türkiye Ekonomisi", s. 12.

<http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/238/2.pdf>, Erişim Tarihi:
18.04. 2015.

Özçelik, Sıla, "Not indirimi dalgası hızlandı, Bernanke ve King tetikte",

12.12.2009, http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=133973
Erişim Tarihi: 10.12. 2015.

Özer, Sinan, *Basel II Çerçevesinde Derecelendirme Modellerinin Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesinde Uygulanabilirliği*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, T.C Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2007.

- Özmen, Mehmet, *Kasım 2000- Şubat 2001 Ekonomik Krizleri ve Göller Bölgesi Mermercilik Sektörüne Etkileri*, Yayınlanmamış Yüksek lisans Tezi S.D.Ü. S.B.E. İktisat Anabilim Dalı, Isparta 2003.
- Öztürk, Serdar, Bekir Gövdere,“ Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, *S.D.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:15, Sayı: 1, Yıl: 2010, ss. 378-397.
- Pınar, Abuzer, *Maliye Politikası*, 3. Baskı, Naturel Kitabevi, Ankara 2010, ss. 355-358.
- S&P, “Türkiye’nin kredi notunu arttırdı”, http://www.ntv.com.tr/ekonomi/sp-turkiyenin-kredi-notunu-artirdi,0crtTTcCwUmCrIM3UIZE6Q?_ref=infinite, Erişim Tarihi: 25.10.2015.
- S&P, “Türkiye’nin Notunu Teyit etti”, 06 Kasım 2015.
<http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1833886-gorunum-negatif-olarak-kaldi>, Erişim Tarihi: 25.10.2015.
- S&P, Sovereign Ratings History Since 1975, 03-Jan-2007, s.11.
http://dose.se/~madman/KR_sovereign_SovRatingsHistorySince1975.pdf, Erişim Tarihi: 10.12. 2015.
- Salcı, Yaşar, *Basel II, Derecelendirme Sistemi ve Türkiye’de Kobi’ler Üzerine bir Uygulama*, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2007.
- Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:VIII, No:51), 12.07.2007 tarihli ve 26580 sayılı Resmi Gazete.
- Sevil, Halıcı Nadide, *Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, Aralık 2005.
- Sönmez, Mustafa , “Küresel Kriz ve Türkiye”, <http://emrecirak.blogcu.com/kuresel-mali-kriz-uzerine-bir-arastirma/5167862>, Erişim Tarihi: 15.08.2015.

Standard & Poor's Ratings Service, "Standard and Poor's Ratings Definitions", 20 November 2014.

https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352, Erişim Tarihi: 20.11.2015.

Standard & Poor's, Ratings Direct, "Standard & Poor's Ratings Definitions", 20 November 2015.

Standard and Poor's, "The Role of Credit Rating Agencies In The Financial System", Global Credit Portal, 13. September 2013.

Standard and Poor's, Guide to Credit Rating Essentials, s. 1.

http://img.en25.com/Web/StandardandPoors/SP_CreditRatingsGuide.pdf
Erişim Tarihi: 15.08.2015.

Standard and Poor's, *Guite to Credit Rating Essentials*, s. 8.

<https://www.mycreditprofile.standardandpoors.com/mysp/myspservlet?requestName=DownloadHotTopics&blobIdParam=YYYYYXXYYXY>, Erişim Tarihi: 10.07.2015.

Şirvan, Nesrin, "Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi", 2004, s. 4.

https://www.researchgate.net/publication/267771881_KREDI_DERECELENIRME_VE_TURKIYE_EKONOMISI, Erişim Tarihi: 09.05.2015.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Kamu Borç Yönetimi Raporu, Nisan 2003.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Ağustos 2003.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Kasım 2003.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Ağustos 2004.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Kasım 2004.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Mayıs 2005.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, Ağustos 2005.

Tanas, Karagöl Erdal ve Ülkü İstiklal Mihçioğur, *Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar*, SETA RAPOR, Eylül 2012.

TCMB, “Derecelendirme Nedir”, *Bülten*, Sayı:18, Haziran 2010, ss. 1-6.

The ABCs of Credit ratings, http://www.sec.gov/investor/alerts/ib_creditratings.pdf
Erişim Tarihi: 25.12. 2015.

Turan, Zübeyir, “Türkiye Ekonomisinde Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri”, *TUHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*, Sayı: 5, Cilt: 19, Ağustos 2005, ss. 1-18.

Tutar, Erdiñç, Filiz Tutar ve Mehmet Vahit Eren, “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye”, *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı:25, Temmuz-Ağustos 2011, ss. 1-24.

Türk Dil Kurumu, İktisat Terimler Sözlüğü,
http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.52c3137ec18129.06741014, Erişim Tarihi: 21.12.2013.

Türkiye’nin Kredi Derecelendirme Görünüm ve Not Tarihçesi’’,
<http://www.dailymarkets.info/turkiyenin-derecelendirme-gorunum-ve-not-tarihcesi/>, Erişim Tarihi: 12.09.2015.

Türkiye’nin kredi notu iki “tık” arttı piyasa coştı, borsa işlem rekoru kırdı”
04.12.2009, <http://www.radikal.com.tr/ekonomi/turkiyenin-kredi-notu-iki-tik-artti-piyasa-costu-borsa-islem-rekoru-kirdi-967383/>, Erişim Tarihi:
23.10.2015.

Türkiye’nin Kredi Notu Serüveni, 29. Ocak 2013,
<http://www.hurriyet.com.tr/turkiyenin-kredi-notu-seruveni-22470075>, Erişim Tarihi: 15.09.2015.

Türkiye’nin kredi notu yükseldi’’, 08/01/2010.,
<http://www.hurriyet.com.tr/turkiyenin-kredi-notu-yukseldi-13416334>, Erişim Tarihi: 23.10.2015.

Tütüncü, Hasbi Derya, *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafında Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi S.B.E., İktisat Anabilim Dalı, Aydın- 2012.

Ulusoy, Ahmet, *Devlet Borçlanması*, 4.Baskı, Trabzon, Aksakal Kitabevi, 2009.

Ulusoy, Ahmet, *Maliye Politikası*, 4. Baskı, Üç yol Kitabevi, Trabzon 2006.

Üstün, Özgür, *Bankacılık Sistemleri ve Türk Bankacılık Krizleri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli-2007.

Çalışkan, Veysel, Ömer, ‘‘Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri’’, *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Ocak 2002, ss. 54-65.

Yaman, Özgür, *Finansal Krizler ve Erken Uyarı Sistemleri*, Yayınlanmamış Yüksek lisans Tezi, İstanbul 2010.

Yazıcı, Mehmet, ‘‘Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi’’, *Maliye Finans Yazıları*, Sayı: 82, Ocak 2009, ss. 1-17.

Yeşil, Yaprak Mehmet, *Katılım Bankalarında Kredi Derecelendirmesi ve Etkin Subjektif Kriterlerin Anket Yöntemi İle Ölçümü*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul 2011.

Yılmaz, Cevdet, <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/content.aspx?List=aef6c539-6ca3-484c-aea6-ea4551a35a71&ID=60&Web=10d22ce1-4526-47c8-a4bc-47bc44ed4c8c>, Erişim Tarihi: 28.10.2015.

