

T.C.

Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARINDAKİ GÜVENİRLİLİKLERİNİN SORGULANMASI

Nevzat NARÇİÇEK
15921013

Danışman
Doç. Dr. Bahar BURTAN DOĞAN

Diyarbakır 2018

T.C.
Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARINDAKİ GÜVENİRLİLİKLERİNİN SORGULANMASI

Nevzat NARÇİÇEK
15921013

Danışman
Doç. Dr. Bahar BURTAN DOĞAN

Diyarbakır 2018

TAAHHÜTNAME

SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Dicle Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum "Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Uluslararası Sermaye Piyasalarındaki Güvenirliliklerinin Sorgulanması" adlı tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve tez yazım kılavuzuna uygun olarak hazırladığımı taahhüt eder, tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım. Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

01/06/2018
Nevzat NARÇİÇEK

KABUL VE ONAY

Nevzat NARÇİÇEK tarafından hazırlanan "Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Uluslararası Sermaye Piyasalarındaki Güvenirliliklerinin Sorgulanması" adındaki çalışma, 01/06/2018 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı**, YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak oybirliği ile kabul edilmiştir.

[İ m z a]

Doç. Dr. M. Halis ÖZER

Prof. Dr. Abdulkadir BİLEN

Doç. Dr. Bahar BURTAN DOĞAN

Doç. Dr. Mehmet KAYA

Dr. Öğr. Üyesi Halil İbrahim AYDIN

ÖNSÖZ

Son dönemlerde adlarından sıkça söz ettiren kredi derecelendirme kuruluşları, gerek krizlerin derinleşmesinde gerekse de kendilerine duyulan güvenin düşmesi nedeni ile çokça gündemde yer edinmişlerdir. Özellikle yaşanan küresel krizden sonra eleştirilerin oklarını kendilerine çevirmiş olan derecelendirme kuruşlarının değerlendirilmeye tabi olması gerektiği düşüncesi zihnimde yer ettiğinden dolayı bu çalışmaya yöneldim. Çalışmada "Üç büyükler" olarak bilinen kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notların, sermaye piyasalarına etkileri ve yaptıkları yanlış değerlendirmelerinin güven kaybına yönelik getirmiş oldukları olumsuz etkiler çalışmanın çerçevesini oluşturmaktadır.

Çalışmamın hazırlanmasında bana güven veren ve kendimi motive açısından bana pozitif enerji veren hocam Sayın Doç.Dr. Bahar BURTAN DOĞAN'a sonsuz teşekkür ederim. Ayrıca tez çalışmamda fikir alışverişinde bulunduğum ve fikirlerinden çok yararlandığım dostum Hasan AKAY'a, aynı şekilde tez çalışmamda bana çok yardımcı olan yakın arkadaşım Abdullah Sadık TAZEGÜL'e, çalışmamı hazırlarken bana her konuda yardımcı olan fedakâr eşime ve beni çalışırken gördüğünde gelip benden fazla klavye tuşuna basarak bana enerji veren minik oğluma yürekten teşekkürü bir borç bilirim.

Nevzat NARÇİÇEK
Diyarbakır 2018

ÖZET

Kredi derecelendirme kuruluşlarının mevcudiyeti çok eskilere dayansa da hiç bir dönemde yaşadığımız dönem kadar revaçta olmamışlardır. Sermayenin, sınırları aşıp ulus ötesi bir yapıya bürünmesi, teknolojinin baş döndürücü gelişme düzeyi, para ve finans değeri olan varlıklarının birçok alanda faaliyet icra etmeye başlaması ve elbette ki bu yaşananlarla birlikte her türlü bilginin piyasalarda dolaşması derecelendirme kuruluşlarının öneminin artmasına sebep olmuştur. Derecelendirme kuruluşları bu yönüyle sermaye piyasalarında asimetrik bilginin azaltılması rolünü üstlenmiş ve kılavuz vazifesi görür bir pozisyona gelmişlerdir. Ancak finansal piyasalarda yaşanan belli başlı krizler ve şirketler ya da ülkeler bazında yaşanan olaylar karşısında sergilemiş oldukları tutum, işlevlerini ve güvenilirliklerinin sorgulanmasına sebep olmuştur. Özellikle krizleri öngörmedeki eksik yönleriyle ve finansal piyasalarda vermiş oldukları notlarla tarafsızlıklarının sık sık gündeme gelmesi soru işaretlerini beraberinde getirmiştir.

Bu bağlamda bu çalışmada yaşanan krizlerde ve olaylarda kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları analizler somut olaylar ışığında değerlendirmeye tabi tutularak söz konusu kuruluşların ne kadar güvenli oldukları irdelenmeye çalışılmıştır. Güven problemleri sorgulanırken özellikle finansal sistemde bugüne kadar vermiş oldukları notlar nazara alınmıştır. Bu yönüyle çalışmada literatür taramasıyla birlikte örnek olaydan değerlendirmeye gidilmiştir.

Anahtar Sözcükler

Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Sermaye Piyasası, Derecelendirme, Finansal Sistem

ABSTRACT

The existence of credit rating agencies has not been as popular as the period we have been living in at any time. The fact that capital moves beyond borders and transnational structure, the level of technological progress, the monetary and financial value of its assets begin to operate in many fields and, of course, the circulation of all kinds of information along with those living in the market has increased the importance of rating agencies. In this respect, rating agencies have assumed the role of reducing asymmetric information in capital markets and have come to a position of seeing a guiding duty. However, the major crises in the financial markets and the attitudes they exhibit in the face of events based on companies or countries have led to their questioning their reliability and reliability. In particular, the missing aspects foreseeing the crises brought with it the question marks that the neutrality of their neutrality often comes to the fore with the notes given to them at the financial markets.

In this context, the analyzes conducted by credit rating agencies in the crises and crises experienced in this study were assessed in the light of concrete events and tried to examine how secure these institutions were. When the trust problems are questioned, the notes they have given up to date in the financial system have been taken. In this respect, the literature has been reviewed along with the case study.

Keywords

Credit Rating Agencies, Capital Markets, Rating, Financial System

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖNSÖZ ..... **I**

ÖZET ..... **II**

ABSTRACT ..... **III**

İÇİNDEKİLER ..... **IV**

TABLO LİSTESİ ..... **VIII**

ŞEKİL LİSTESİ ..... **IX**

KISALTMALAR ..... **X**

GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM

DERECELENDİRME KAVRAMI VE DERECELENDİRMEDE DİKKATE ALINAN ÖLÇÜT VE METOTLAR

1.1.DERECELENDİRME KAVRAMI **4**

1.2. DERECELENDİRME TÜRLERİ **7**

1.2.1. Talebin Varlığına Göre Derecelendirme 8

1.2.1.1. Talebe Bağlı Olan Derecelendirme 8

1.2.1.2. Talebe Bağlı Olmayan Derecelendirme 9

1.2.2. Vadesine Göre Derecelendirme 10

1.2.2.1. Kısa Vadeli Derecelendirme 10

1.2.2.2. Uzun Vadeli Derecelendirme 10

1.2.3. Esas Alınan Değere Göre Derecelendirme 11

1.2.3.1. Uluslararası Döviz Cinsinden Derecelendirme 11

1.2.3.2. Uluslararası Yerel Para Cinsinden Derecelendirme 11

1.2.3.3. Ulusal Yerel Para Cinsinden derecelendirme 12

1.2.4. Kuruma Göre Derecelendirme 12

1.2.4.1. Ülke Derecelendirmesi 13

1.2.4.2. Kurumsal Derecelendirme 14
1.2.4.3. İhraç Derecelendirmesi 14
1.2.4.4. Proje Derecelendirmesi 14
1.3. DERECELENDİRMEDE KULLANILAN ÖLÇÜT VE METOTLAR 15
1.3.1. Ülke Riski Unsurları 17
1.3.1.1. İktisadi Risk Unsurları 17
1.3.1.2. Siyasi Risk Unsurları 18
1.3.2. Endüstri Risk Unsurları 19
1.3.3. Firma Risk Unsurları 19
1.3.3.1. Firmanın Yönetim Yapısı 19
1.3.3.2. İşletme Faaliyetlerinin Değerlendirilmesi 20
1.3.3.3. Muhasebe Uygulamaları 20
1.3.3.4. İşletmenin Finans Durumu 21

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI, AMAÇ VE PRENSİPLERİ

2. 1. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI 23
2.2.ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI 24
2.2.1. Moody's Invester Service (Moody's) 28
2.2.2. Standard And Poor's Global Ratings (S&P) 31
2.2.3. Fitch Ratings 34
2.3.ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ AMAÇLARI VE ÇALIŞMA PRENSİPLERİ 37
2.3.1.Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Amaçları 37
2.2.1.1. Kredibiliteyi Değerlendirme İşlevi 38
2.3.1.2. Asimetrik Bilginin Yeniden Dengelenme İşlevi 38
2.3.1.3. Bilgiyi Yayma İşlevi 39
2.3.1.4. Likiditeyi Artırma İşlevi 39
2.3.1.5. Piyasa Etkinliğini Geliştirme İşlevi 40
2.3.1.6. Yatırımın Etkin Bir Şekilde Yapılmasına İmkân Sağlama İşlevi 40
2.3.1.7. İşlem Maliyeti İşlevi 41
2.3.1.8. Ülke Ekonomilerinin Genel Yapısını Değerlendirme İşlevi 41
2.3.2. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri 42

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE PİYASALARI VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SERMAYE PİYASALARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

3.1. SERMAYE PİYASALARI 44

3.2.FİNANSAL PİYASALAR KAVRAMI 45

3.2.1. Sermaye Piyasası ve Fonksiyonları 47

3.2.1.1. Sermaye Piyasası Fonksiyonları 50

3.2.1.2. Sermaye Piyasası Türleri 52

3.2.1.3. Sermaye Piyasasının İşleyişi 53

3.2.1.4. Sermaye Piyasası Araçları 54

3.2.2. Uluslararası Sermaye Piyasaları 55

3.2.2.1. Euro Para Piyasaları 58

3.2.2.2. Euro Tahvil Piyasaları 59

3.3.KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SERMAYE PİYASALARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ 60

3.3.1. Kredi Derecelendirme Faaliyetinin Yatırımcılar Açısından Önemi 64

3.3.2. Kredi Derecelendirme Faaliyetinin Şirketler Açısından Önemi 65

3.3.3. Kredi Derecelendirme Faaliyetinin İhraççı Açısından Önemi 66

3.3.4. Kredi Derecelendirmenin Düzenleyici Otoriteler Açısından Önemi 67

3.3.5. Kredi Derecelendirme Faaliyetlerinin Finans Kurumları Açısından Önemi ... 68

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ GÜVENİRLİLİK AÇISINDAN SORGULANMASI

4.1. ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ GÜVENİLİRLİKLERİNİN SORGULANMASI NEDENLERİ 70

4.1.1. KDK'ların Yeterince Şeffaf Olmaması 72

4.1.2. Piyasaya Giriş Engelleri ve Rekabet Eksikliği 73

4.1.3. Potansiyel Çıkar Çatışmaları 74

4.1.4. Derecelendirme Yapılırken Ülkesel Farklılıkların Göz Ardı Edilmesi 74

4.1.5. KDK'ların Hesap Verilebilirliği 75

4.2. ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI İLE İLGİLİ DÜZENLEMELER 76

4.2.1. Uluslararası Sermaye Piyasaları Düzenleyicileri Örgütü (IOSCO) 77
4.2.2. ABD Menkul Kıymet ve Borsa Komisyonu (SEC) 78
4.2.3. Avrupa Birliği Tarafından Yapılan Düzenlemeler 79
4.3.FİNANSAL SİSTEMDE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ GÜVENİLİRLİKLERİN SORGULANMASINA NEDEN OLAN OLAYLAR 81
4.3.1. Enron Skandalı 83
4.3.2. Worldcom Skandalı 87
4.3.3. Parmalat Skandalı 88
4.3.4. Lehman Brother's Skandalı 89
4.3.5. Alman Sigorta Şirketi Hannover Re Örneği 90
4.3.6. Amerikan Yazılım Şirketi Compuware Örneği 92
4.4. KDK'LARIN ÖNGÖREMEDİĞİ KRİZLER 92
4.4.1. Meksika Krizi 93
4.4.2.Kanada Krizi 94
4.4.3. Asya Krizi 95
4.4.4. Rusya Krizi 96
4.4.5. ABD Mortgage Krizi 97
4.4.6. Yunanistan Krizi 100
SONUÇ 103
KAYNAKÇA 107

TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1: Derecelendirme Türleri 15
Tablo 2: Derecelendirme Ölçütleri 22
Tablo 3: Dünyada Faaliyet Gösteren Kredi Derecelendirme Kuruluşları 26
Tablo 4: NRSRO Olarak Kayıtlı Bulunan Derecelendirme Kuruluşları 28
Tablo 5: Moody's Uzun Dönem Not Sembolleri ve Tanımları..... 30
Tablo 6: S&P Not Sembolleri ve Anlamları..... 32
Tablo 7: Fitch Ratings Not Sembolleri ve Anlamları..... 35
Tablo 8: Uluslararası Kredi Notları ve Anlamları..... 37
Tablo 9: Finansal piyasaların Sınıflandırılması..... 47

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1: Kuruluşa Göre Derecelendirme Çeşitleri 13
Şekil 2: Risk Türleri 16
Şekil 3: Piyasa Tarafları 48
Şekil 4: Sermaye Piyasası Türleri 53

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AB	Avrupa Birliği
AIBD	Association of International Bond Dealers
BIS	The Bank for International Settlements
BRIC	Brazil, Russia, India, China
CESR	Commitee of European Securities Regulators
CEO	Chief Executive Officer
CDO	Collateralized Debt Obligations
DBRS	Dominion Bond Rating Service
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla
IMF	International Monetary Fund
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
JCR	Japanese Credit Rating
KDK	Kredi Derecelendirme Kuruluşları
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Raing Organisation
RMBS	Residential Mortgage-Backed Security
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
S&P	Standard and Poor's
TDK	Türk Dil Kurumu
UKDK	Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları
vb.	Ve Benzeri
vs.	Vesaire
yy.	Yüzyıl

GİRİŞ

1980'den sonra liberalleşme akımının etkilerinin iyice hissedilmesi birçok değişikliği beraberinde getirmiştir. Söz konusu değişiklik kendisini en çok finans piyasalarında göstermiştir. Zira gelişmek isteyen her ülkenin önündeki en önemli basamak finansal sistem açısından iyi bir düzeye ulaşmak gayretidir. Bu da finansal piyasalara ciddi manada yönelmeyi ifade eder. Liberalleşme ile finansal piyasalar sınırlar ötesi bir mahiyete bürünmüş ve küreselleşme furyası ile birlikte her ülkenin piyasalarına girmeye başlamıştır. Küreselleşme, bu yönüyle dünya üzerindeki sınırları adeta kaldırmış, dünyayı bir pencereden izlenilebilir bir boyuta sokmuştur. Teknolojide yaşanan baş döndürücü gelişmeler de liberalleşme akımına ivme kazandırarak küreselleşme boyutuna katkı sağlamıştır.

Küreselleşme, etkilerini birçok alanda göstermekle beraber en büyük etkilerini sermaye alanında göstermiştir. Küreselleşme ile birlikte liberalleşmenin birçok müspet etkilerinin yanında menfi etkileri de olmuştur. Yaşanan menfi etkiler farklı alternatif çözümlerle bertaraf edilmeye çalışılmıştır. Küreselleşmenin sermaye piyasasında oluşturduğu en büyük dezavantaj asimetrik bilgi ve risk olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira sermayenin sınırları aşıp uluslararası piyasada faaliyet icra etmesi ile birlikte bilgiye ulaşma konusunda sıkıntılar meydana getirmekle birlikte risk seviyesini de artırmıştır. Dar bir alanda faaliyet icra ederken üstlenilen risk ne kadar az ve bilgiye ulaşmak ne kadar kolay ise, geniş bir alanda faaliyette bulunmakta da risk seviyesi o kadar yüksek ve bilgiye ulaşmak bir o kadar zordur. Neticede, finansal sistemlerde sermayenin uluslararası bir mahiyet kazanması riskleri de beraberinde getirmiştir ve aynı zamanda bilgiye ulaşmayı da o derece güçleştirmiştir. Bununla birlikte sermaye piyasalarında kullanılan enstrümanların da çeşitlenmesi risk düzeyini daha da derinleştirmiştir.

Derecelendirme kuruluşları, küreselleşmenin etkisiyle sermayenin uluslararası piyasada dolanımına kolaylıklar ve çözümler getiren kuruluşlardır. Derecelendirme kuruluşları sermaye piyasasında oluşan riskleri ve asimetrik bilgiyi analiz etmede en çok başvurulan kuruluşlardır. Zira yukarıda da zikredildiği gibi, uluslararası bir boyut kazanan piyasaları incelemek oldukça güçtür. Bu hem maliyet hem de zaman açısından birçok dezavantajı barındırır. Böyle bir bakış açısı ile bakıldığında derecelendirme kuruluşları, bilgiye ulaşmada ve risk seviyesini belirlemede kriter olma işlevini yerine getirirler.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının geçmişi 19. Yüzyıla dayansa da küreselleşme ile birlikte özellikle 1980'li yıllardan sonra daha çok aktif bir konuma gelmişlerdir. Öyle ki üstlendikleri işlevler itibariyle çok büyük etkilere ve güce sahip olmuşlardır. Özellikle finans sektörleri için olmazsa olmaz denilebilecek bir konum arz etmektedirler. Zira gerek fon arz eden gerekse fon talep eden ve gerekse de aracı olan kuruluşlar açısından bu kuruluşlarının vermiş oldukları notlar bir değer ifade etmektedir. Bu yönüyle verilen notlar borçlanma düzeyini de belirlediği için maliyet açısından öneme haizdir. Verilen yüksek not düşük faizle borçlanmaya imkân sağlarken, verilen düşük bir not da yüksek faizle borçlanmayı netice verir. Hatta bazen notun düşüklüğünden dolayı borç bulma imkânı bile çok güç bir hale gelir. Bu ise yatırım için ve borç bulmak isteyen yatırımcı için ciddi bir sorundur. Bundan dolayı sermaye piyasası aktörleri açısından kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri ve notları büyük etkilere sahiptir.

Kredi derecelendirme kuruluşları, tarafsız ve güvenilir olduğu sürece sermaye piyasalarına olan katkıları tartışılmazdır. Ancak tarafsızlık ve güvensizlik ortaya çıktığında birçok riski de beraberinde getirir. Yaşanan birçok krizde bunların etkileri ciddi manada hissedildi. Enron, Parmalat gibi şirketler bazında takınmış oldukları tutum ve yapmış oldukları değerlendirmeler, güven ve tarafsızlık açısından, tabiri caizse bir enkaz bıraktılar. Aynı şekilde ülkeler bazında ve de küresel bazda meydana gelen birçok krizde yaptıkları yanlış analizler ile çok taraflı tartışmaya sebebiyet vermişlerdir. Bunun yanında krizleri öngörememeleri ile birlikte kriz ortamında verdikleri notlarla krizlerin daha da derinleşmesine sebep olmaları, artılarının ve eksilerinin de tartışma konusu olmasına neden olmuştur.

Bu çalışmada özellikle derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notların etkileri açısından güvenilirlikleri sorgulanmaya çalışmıştır. Böyle bir pencere ile olaya bakmanın en önemli nedeni objektif bir bakış açısı ile verilen notları değerlendirmeye tabi tutmaktır. Zira en güçlü delil her zaman kişi ya da kuruluşun kendisi için beyan ettiği delildir. Bundan dolayı bu çalışmada, kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirlikleri ve tarafsızlıkları irdelenirken kendilerinin vermiş olduğu notlar ile olaylar analiz edilip bir yargıya varılmıştır. Bu bağlamda çalışmanın ilk bölümünde Kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyetleri açısından önem arz eden derecelendirme kavramı üzerinde durularak derecelendirmede dikkate alınan ölçüt ve metotlar detaylı bir şekilde ele alınmıştır. Zira derecelendirme ve derecelendirmede kullanılan ölçütler, kredi derecelendirme analizi açısından önem arz etmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, kredi derecelendirme kuruluşları ve bu kuruluşlarının amaç ve çalışma prensipleri ile ilgili bilgilere yer verilmiştir. Özellikle derecelendirme pazarının neredeyse tamamını elinde bulunduran üç büyük kuruluşa detaylı yer verilip not sistemleri analiz edilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise kredi derecelendirme kuruluşları açısından çok önemli bir çalışma alanı olan sermaye piyasalarına yer verilerek, derecelendirme kuruluşlarının sermaye piyasaları üzerindeki olası etkileri irdelenmiştir.

Çalışmanın son bölümü olan dördüncü bölümde, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenirliliği sorgulanmaya çalışılmıştır. Söz konusu kredi derecelendirme kuruluşları güvenilirlik açısından sorgulanırken örnek olay üzerinden değerlendirme yoluna gidilmiştir. Öncelikle mevcut olay verilmiş, ardından olay karşısından derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar çerçevesinde yargıya gidilmiştir. Bu yönüyle verilen notların ne derece tarafsız ve tutarlılık arz ettiği test edilmeye çalışmıştır. Netice itibariyle bu tez çalışmasının amacı, etkileri birçok alanda hissedilen ve finansal piyasalara yön veren derecelendirme kuruluşlarının güvenli olup olmadıkları sorusunun cevabı bulunmaya çalışılmıştır. Sorunun cevabına ulaşma metodunda ise darbı mesel tabiri ile akla kapı aralanmış ancak kesin yargıya gidilip irade elden alınmamıştır. Bunun sebebi ise tarafsız bir şekilde güvenilirlik sorusunun cevabının gösterilmek istenmesidir.

BİRİNCİ BÖLÜM
DERECELENDİRME KAVRAMI VE DERECELENDİRMEDE DİKKATE ALINAN ÖLÇÜT VE METOTLAR

1.1.DERECELENDİRME KAVRAMI

Derecelendirme, 19. yüzyılda, ABD'de fon ya da borç talep edenlerle bu kişi ya da işletmelere fon temin edenler arasındaki ilişkilerin resmi anlamda gelişmesini sağlamak amacıyla ortaya konulan bir enstrüman olarak ortaya konulmuştur. Bu şekilde, bir yandan borç ihtiyacı olan kişilere kolaylık sağlayıp ihtiyaçlarını karşıladığı için diğer yandan ise fonlarını kullandırmak isteyen kişiler ile fon talep edenleri bir araya getirdiği için zamanla iç piyasaların gelişmesini sağlamıştır. Aynı şekilde, derecelendirme, bahsedilen faaliyetinden dolayı uluslararası alanda da sermaye piyasalarının hızlı bir gelişme eğilimine girmesine olanak sağlamıştır (Babuşcu, 1997:5).

19. yy. 'deki derecelendirme faaliyetleri, 1829'da ilk defa "Baring Brothers & Company" işletmesinin, kredi riskini araştırmak amacıyla emekli bir tüccar olan Boston'lu Thomas Wren Ward adlı şahsı gezici muhabir olarak işe almasıyla başlamıştır. İlk olarak ABD'de borç talep edenler ile fon kullandırmak isteyenleri bir araya getirmeyi gaye edinen derecelendirme işlemi, zamanla uluslararası piyasalarda gelişmiş ve sermaye piyasaları araçlarının çeşitlenip gelişme kaydetmesiyle birlikte sık sık başvurulan bir enstrüman haline gelmiştir (Akçayır, 2013:6).

Derecelendirme sözlük anlamı itibariyle, Şirketlerin, taşınır değerlerinin ticari riskine, ülkelerin de siyasi risklerine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenip sıralanmasıdır (TDK, 2018). TDK'nin yaptığı bu tanım çerçevesinde düşünüldüğünde bir derecelendirme işlemi, öz itibariyle; risk ve

güvenilirlik terimlerini içinde barındıran ve bu iki terim kapsamında değerlendirme yapma faaliyetidir.

SPK'nin yaptığı kredi derecelendirme faaliyeti tanımı ise şöyledir: İşletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir (SPK, 2018). Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılan bu tanımda derecelendirme faaliyetinin risk kavramı öne çıkmaktadır. Derecelendirmeye bu bakış açısı ile bakıldığında derecelendirme, yatırımcının üstleneceği riski ortaya çıkaran bir değerlemedir. Bu işlem ise genellikle ulusal ve uluslararası banka ve işletmelerin hem menkul kıymet ihracından hem farklı sebeplerden kaynaklı borçlanmalarından doğan sorumluluklarını değerlendirmek maksadıyla yapılır. Farklı bir bakış açısıyla derecelendirme, ihracatçının borç ödeme gücünün, şirketin tahvile ilişkin yükümlülüklerini zamanında yerine getirmeme riski, tahvilin ihraç şartları ve şirketin mali yapısı, iflası veya finansal krize girmesi durumunda tahvil sahibine sağlanan haklar gibi unsurlara dayalı olarak değerlendirilmesidir. Bu kapsamda fonlarını kullandırmayı isteyen ya da kredi vermeyi kabul eden kuruluşlar, üstlenecekleri bu sorumluluklarından dolayı risklerini hesaplayabilmek için talepte bulunan ülkenin ya da kuruluşların kredi değerliliklerini ölçmeye çalışırlar. Bu ölçme işletmelere bir tür yol gösterme mahiyetindedir. Çünkü daha yüksek bir derece, yükümlülüklerin zamanında ödeneceği konusundaki fikirleri güçlendirirken daha düşük bir derece ise daha büyük bir riski ifade etmesi açısından istenilmeyen bir durum olarak ortaya çıkmaktadır (Hamzo, 2007:29).

Kredi notları ya da derecelendirme bir çeşit göreceli kredi riskinin ölçüsüdür. Bu risk ölçüsü kredi derecelendirme kuruluşlarının, bir kredi varsayılanının, yani borç, faiz veya anapara toplamlarının ödenmeme veya geç ödeme yapılma ihtimaline ilişkin sergilenebilecek davranış tutumlarının sembolik olarak ifade edilmesidir (Kruck, 2011:20).

Derecelendirme işlemine genel bir bakış açısı ile bakıldığında derecelendirme, mevcudun veya menkul kıymetin performansı hakkındaki

görüşlerdir. Kredi Derecelendirme kuruluşları çeşitli finansal, endüstri, piyasa ve ekonomik bilgileri bir araya getirir ve bu bilgileri analiz ederek, yatırımcıların kendi kendilerine yaptıkları analizlerden daha bağımsız, güvenilir ve profesyonel analizler ortaya çıkarmaktadır. Söz konusu bu analizler sonucunda yapılacak derecelendirme faaliyeti için uygulanacak bir model belirlenmelidir. Belirlenen bu model çerçevesinde derecelendirmeye tabi tutulan değerin geçmişteki verileri kullanılarak risk faktörlerini ölçme çalışmaları yapılır. Derecelendirme faaliyetlerini gerçekleştirmek için, yeterli sayıda veri ve kritere sahip olmak gerekir (İltaş, 2010:14-15).

Derecelendirme kapsamında yapılmış tanımlar analiz edildiğinde, derecelendirme işlemi, bir kredinin kalitesini belirlediği görülür. Bundan dolayı derecelendirme bir menkul kıymetin alınıp satılması konusunda tavsiye niteliği taşımaz. Bu yönüyle derecelendirme işlemi yatırım kararı sürecinin sadece bir parçası ve fonksiyonudur. Dolayısıyla derecelendirme işlemi tüm yatırım kararı alma sürecinde düşünülmesi gereken etkenlerden sadece birisi olarak göz önüne alınmalıdır. Bu anlamda menkul kıymetin piyasa fiyatı veya yatırımcının risk tercihi gibi diğer faktörleri de dikkate almaması nedeniyle yatırım kararı almada tek başına etkili olamaz (Halıcı, 2005:9).

Derecelendirme işlemi genel itibariyle ulusal ve uluslararası menkul kıymetler, ticari işletmeler, finans kurumları ve bankaların gerek menkul kıymet ihracından gerekse diğer bir takım borçlanmalarından doğan yükümlülüklerini değerlendirmek amacıyla yapılmaktadır. Yapılan değerlendirmeler sonucunda, derecelendirme firmaları elde ettikleri bilgileri, borçlanmadan doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi gücünü çeşitli semboller aracılığı ile kamuoyuna duyurmaktadır. Bu semboller, uluslararası kabul görmüş ve kolay anlaşılır sembollerdir (Melek, 2011: 49).

Derecelendirme, ihraççının borç ödeme kabiliyetinin, kurumların tahvile yönelik sorumluluklarını zamanında yerine getirmeme riski, tahvilin ihraç şartları ve şirketin mali yapısı, iflası veya finansal krize girmesi halinde tahvil sahibine sağlanan haklar gibi unsurlara ilişkin olarak değerlendirmesidir. Kısaca derecelendirme, menkul kıymet ihraç eden bir şirket veya kuruluşun, anapara ve faiz

yükümlülüklerini zamanında yerine getirip, getiremediğinin bağımsız bir şekilde değerlendirilmesi işlemini ifade etmektedir (Çelik, 2004:4).

Değişen dünya şartlarında uluslararası piyasalarda rekabet edebilmek için standartlara uygun, kaliteli mal ve hizmet üretiminin yapılabilmesi zorunlu bir durum haline gelmiştir. Yaşanan değişimler kapsamında bilgi ve üretim teknolojilerindeki gelişme ile küreselleşme sürecinin hızlı yaşandığı günümüz koşullarında standartlar, uluslararası ticarette kullanılan ortak bir dil haline gelmiştir. Dolayısıyla derecelendirme mal ve hizmet kalite standartlarını yansıtan bir işlev icra eder hale gelmiştir. Amaç çeşitli finansman araçlarına ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yerine getirilme yeterliliklerini değerlendirerek bir sonuca ulaşmak ve ulaşılan bu sonuçları kolay ve anlaşılır ifadelerle yatırımcıların bilgisine sunmaktır (Halıcı, 2005:8-9).

Derecelendirme işlevi üstlenmiş olduğu misyon gereği mal ve hizmet kalitesinin belli standartlar düzeyinde sürdürülebilmesi açısından yatırımcılar için kılavuz olması yönüyle bir kolaylıktır. Bundan dolayı yatırım fonksiyonunu icra eden tüm kesimler içi önem arz eder. Ancak derecelendirme işlemi her ne kadar yatırımcılar açısından çok büyük bir önem arz etse de tek başına bir kriter olma özelliği taşımaz. Bunun sebebi ise sadece böyle bir derecelendirme ölçüsüyle piyasada faaliyet yapmaya çalışan yatırımcı, derecelendirme kapsamında yapılabilecek yanlış bir kredi notu sonucunda mevcut değerlerini farklı ya da yanlış bir yöne kanalize etme ile karşı karşıya kalır. Bundan dolayı yatırımcılar veya fon sahipleri yatırımlarını yaparken ya da fonlarını kullandırırken derecelendirme işlemi dışındaki faktörleri de göz önünde bulundurmalılar.

1.2. DERECELENDİRME TÜRLERİ

İlk olarak yerel piyasalarda gelişen derecelendirme, daha sonra gelişerek uluslararası bir boyut kazanmıştır. Özellikle küreselleşmenin kendini iyice hissettirdiği 1980'li yıllar ve sonrası liberalleşme söylemleriyle birlikte farklı finansal piyasalar ve farklı türden finans enstrümanları ortaya çıkmıştır. Bu ise birçok farklı türden derecelendirme faaliyetini beraberinde getirmiştir. Bu kapsamda

derecelendirme türleri genel olarak; talebin varlığına göre, vadesine göre ve esas alınan değere göre derecelendirme olarak sıralanabilir.

1.2.1. Talebin Varlığına Göre Derecelendirme

Derecelendirme faaliyeti öz itibariyle finansman ihtiyacında bulunan kuruluş ya da işletmelerin borçlanma kapasitesini gösterdiği için yol gösterici mahiyetindedir. Bundan dolayı söz konusu hizmetin karşılanması için talep edilecek ücret, ihraççı kuruluşlar tarafından karşılanır. Bu durumda ise yatırımcıların herhangi bir maliyete katlanması söz konusu olmamaktadır. Bununla birlikte, kredi derecelendirme kuruluşları, yatırımcıların taleplerine cevap vermek maksadıyla kendi inisiyatifleriyle de derecelendirme faaliyetinde bulunmaktadırlar. Hatta söz konusu bu kuruluşlar çoğu zaman ülkelerden gelen herhangi bir talep bulunmadığı halde derecelendirme yapmakta ve yaptığı bu derecelendirme sonucunu uluslararası piyasaya duyurmaktadırlar. Bundan dolayı talep edilmeden yapılan derecelendirme faaliyetleri için herhangi bir ücret talep edilmemektedir. Bu bağlamda, derecelendirme; talebe bağlı olan derecelendirme ve talebe bağlı olmayan derecelendirme olarak iki şekilde değerlendirilebilir. Her iki derecelendirme çeşidi de, kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsar (Eren, 2010:12).

1.2.1.1. Talebe Bağlı Olan Derecelendirme

Talebe bağlı derecelendirme söz konusu olduğunda, kredi derecelendirme kuruluşları, derecelendirme faaliyetini işletmelerden ya da ülkelerden gelecek olan talebe binaen yaparlar. Söz konusu işlem talep doğrultusunda olduğundan dolayı talepte bulunan taraf belli bir maliyete katlanmak zorunda kalır. Ancak gelen her talepten dolayı da derecelendirme faaliyeti yapılmayabilir. İhraççı firmanın yeterli verileri sunamaması, ihraç edilen menkul değerlerin derecelendirme kapsamında olmayan bir özellik taşıması, ihraç edilen miktarın belli bir limitin altında kalması ya da ihraççı firmanın hizmet süresinin kısa (ömrünün az olması) olması gibi sebeplerden dolayı derecelendirme doğrultusunda yapılan talep cevap bulmayabilir. Söz konusu bu gibi sebeplerden dolayı kredi derecelendirme kuruluşları talepte

bulunan şirketlerin derecelendirmesini yapmayabilir (Gülmez ve Gündoğan, 2014:68).

1.2.1.2. Talebe Bağlı Olmayan Derecelendirme

Talebe bağlı olmayan derecelendirme yöntemi, derecelendirme kuruluşlarının inisiyatif alması ile gerçekleşen bir süreçtir. Bundan dolayı yapılan derecelendirme hizmeti şirketin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda gerçekleşmez. Yapılan derecelendirme tamamen şirketlerin piyasa ve kamuoyuna açıklamış olduğu bilgilere dayanmaktadır. Kamuoyuna açıklanan bu bilgiler doğrultusunda bir analiz yapılır ve şirketlere not verilir. İnisiyatif alınarak yapılan böyle bir derecelendirme faaliyeti üçüncü kişilerden ya da diğer kurum ve kuruluşlardan gelen istekler doğrultusunda yapılabilir. Ancak derecelendirme şirketi tarafından müşteriden alınan ücretin derecelendirme notu ile birlikte kamuya açıklaması gerekmektedir. Şirketle ilgili olarak yapılan değerlendirmeler ve verilen notların kamuya açıklanması isteğe bağlıdır. Ancak kamuya açıklama yapılacaksa hakkında derecelendirme yapılan şirkete bilgi vermek zorunludur. Tebliğe göre, talebe bağlı olmayan derecelendirme çalışmasına üç hesap dönemi süresince devam edilir ve sonucunda verilen derecelendirme notu 6 aylık dönemler itibariyle gözden geçirilerek kamuya açıklanır (Önder ve Mutlucan Sayın, 2011:112).

Talebe bağlı olmadan yapılacak derecelendirme faaliyeti her kuruluş açısından aynı özellikleri taşımaz, kuruluşlar arasında farklılıklar meydana gelebilmektedir. Örneğin S&P, ABD'de talep olmadan da derecelendirme yaparken, ABD dışında talep olmadan herhangi bir derecelendirme faaliyetine girişmemektedir. Buna karşın Moody's, Avrupa'da herhangi bir talep olmadan da derecelendirme yapıp not verebilmektedir (Boyacıoğlu, 2003:109).

Talebe bağlı olmadan yapılan derecelendirme işlemi, sistematik olarak bazı sıkıntıları da içinde barındırır. Çünkü herhangi bir talep olmadan yapılacak olan bir derecelendirme hizmeti, sadece açık piyasada bulunan verilerle yapılır. Bu da şu soruyu beraberinde getirir: "Yeterince şeffaf olmayan ya da detaylı bilgilerini açıklamayan bir şirket, kurum ya da kuruluş hakkında yapılan bir derecelendirme ne derece sağlıklı sonuçlar verir?" S&P örneğinden yola çıkılırsa; bu derecelendirme

kuruluşu sadece ABD'de talep olmaksızın derecelendirme yapmaktadır. Böyle bir çalışma bir yere kadar doğru görülebilir. Çünkü genel bir intibah şudur ki ABD'de şirketler tarafından kamuoyuna detaylı bilgi akışı söz konusudur. Bunun için böyle bir ülkede yapılacak talepsiz bir derecelendirme faaliyeti fazla eleştirilere maruz kalmaz. Ancak Moody's örneğine bakacak olursak, bu kredi derecelendirme kuruluşu Avrupa'da da talep olmaksızın da derecelendirme faaliyeti yapmaktadır. Bu da en başta Avrupa ülkelerinde eleştiri almaktadır. Çünkü talep olmadan yapılan böyle bir işlemde şirketler, herhangi olumsuz bir not açıklanmasına karşın kredi derecelendirme kuruluşlarıyla anlaşma yoluna gitmektedir. Bu ise her ne kadar istenmeyen bir durum olsa bile piyasada "Ahlaki Sorun" ilkesine yönelik şüpheleri artırır. Diğer bir açıdan ise söz konusu derecelendirme kuruluşları eleştirilere rağmen gücünü daha da pekiştirir. Zira derecelendirme faaliyetine maruz kalan şirket, açıklanma ihtimali olan olumsuz bir not değerlendirmesine karşı derecelendirme kuruluşlarıyla anlaşma yoluna giderler, başka bir ifadeyle anlaşma yoluna girmeleri kaçınılmaz olur.

1.2.2. Vadesine Göre Derecelendirme

Vadesine göre derecelendirme faaliyeti, geleceğe yönelik öngörü ve risklerin durumuna göre iki kategoride toplanılabilir. Bunlar, uzun vadeli derecelendirme notu ve kısa vadeli derecelendirme notudur (Akbulak, 2012:175).

1.2.2.1. Kısa Vadeli Derecelendirme

Kısa vadeli derecelendirme sisteminde, bir yıldan daha az süreli anapara veya faiz ödemelerine yönelik sorumluklarının yerine getirilmesinde sermaye ve para piyasalarına erişim, likidite ve sermaye elde edilmesi hali değerlendirilmektedir. Kısa vadeli değerlendirilmede bir yıla kadar olan tüm yükümlülüklerin yerine getirilebilme olasılığı analiz konusu edilir. Bu derecelendirmede ele alınan unsurlar likidite ve sermaye ile kaynaklara erişebilme durumlarıdır (Eren, 2010:16).

1.2.2.2. Uzun Vadeli Derecelendirme

Uzun vadeli derecelendirmede kredi kuruluşunun, ülke ya da şirketin içinde bulunduğu temel ekonomik ve finansal etkenlere dayanarak uzun dönemli bir

kanaatte bulunma durumu söz konusudur. Böylesi bir kanaate ulaşırken para ve sermaye piyasalarına yönelik farklı alternatifleri göz önünde bulundurma durumu mevcuttur. Söz konusu durum ve alternatifler iktisadi konjonktüre yönelik olan hassasiyet ve çeşitli riskler barından rekabet, yasal mevzuat, teknolojik gelişmeler, talep değişimleri, yönetim kalitesi gibi unsurlardan teşekkül etmektedir. Bu şekilde yapılan bir rating ya da derecelendirme, temerrüde düşme anındaki zarar olasılığı ile ilgilidir (Şirvan, 2004:4). Zaman yönünden derecelendirme sisteminde, genel olarak finansal piyasalarda faaliyet gösteren enstrümanların zamanlaması dikkate alınır. Tahvil, hisse senedi gibi varlıklar uzun süreli olduklarından bunların borçlanmalarına ilişkin yükümlülükler uzun vadede derecelendirilirken, para piyasası araçları kısa vadede değerlendirmeye tabi tutulur (Boyacıoğlu, 2003:68).

1.2.3. Esas Alınan Değere Göre Derecelendirme

Esas alınan değere göre derecelendirme; Uluslararası döviz cinsinden derecelendirme, uluslararası yerel para cinsinden derecelendirme ve ulusal yerel para cinsinden derecelendirme olarak üç kategoriden oluşmaktadır (Şirvan, 2004:4-5).

1.2.3.1. Uluslararası Döviz Cinsinden Derecelendirme

Döviz cinsinden derecelendirmede esas alınan ölçüt, derecelendirme işlemine konu olan şirketin döviz cinsinden olan, diğer bir ifade ile yerel para cinsinden olmayan anapara ve faiz yükümlülüklerini ödeyebilme kapasitesi incelemeye tabi tutulur. İlgili kuruluşun sorumluklarını yerine getirebilmek için döviz temin edebilme potansiyelini ölçmeyi amaçlar. Elbette böyle bir değerlendirme türü oldukça geniş bir ağı içerir. Nitekim döviz kuru işlemleri sadece bir kurum veya şirket ile ilgili olmadığı için ülkenin bulunduğu durum ve uyguladığı döviz kuru politikaları da değişkenler içerisinde yer alır (Akçayır, 2013:12).

1.2.3.2. Uluslararası Yerel Para Cinsinden Derecelendirme

Uluslararası yerel para cinsinden derecelendirme, yerel para temin edebilme potansiyelini uluslararası kriterlere göre ölçmeyi amaçlar. Derecelendirmeye tabi tutulan, kuruluşun yerel para cinsinden anapara ve faiz sorumluluklarını yerine getirebilmesi için yerel para temin etmede uluslararası kriterleri taşıması gerekir.

Böyle bir derecelendirmede, döviz cinsinden derecelendirmeye kıyasen daha dar kapsam analiz edilse de konvertibilite riski hariç tüm ülke riskleri göz önünde bulundurulur (Akbulak, 2012:175).

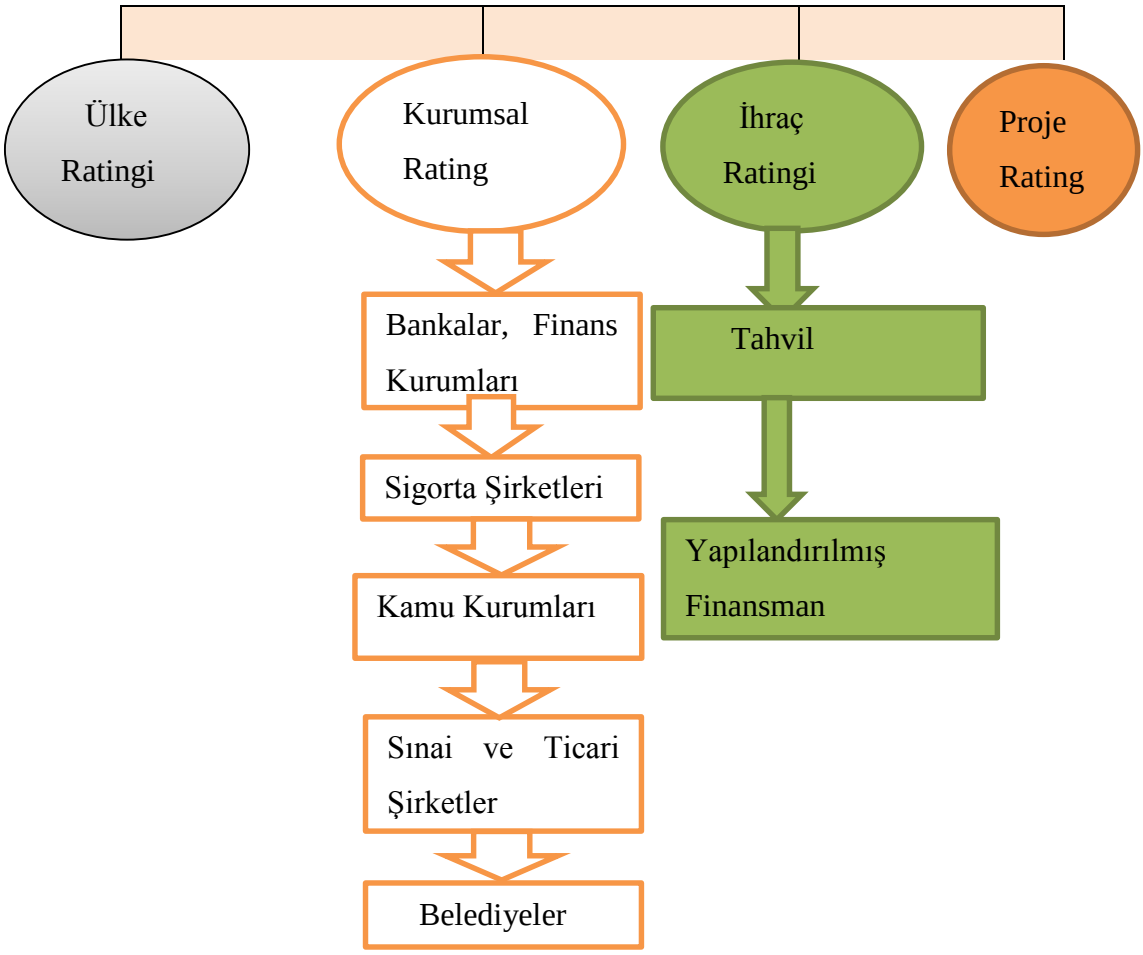
1.2.3.3. Ulusal Yerel Para Cinsinden derecelendirme

Esas alınan değere göre derecelendirme türünde en dar kapsamlı olanı ulusal yerel para cinsinden derecelendirmedir. Bu derecelendirme ölçütünde, derecelendirmeye tabi tutulan işletmenin yerel para cinsinden anapara ve faiz gibi yükümlülüklerini yerine getirebilmek için yerel para temin edebilme potansiyeli test edilir. Bu ise ülke risklerinin barındırmadığı için dar bir çerçeveyi oluşturur (Akçayır, 2012:13). Yerel ve yabancı para birimine göre borçlanmak arasında farklılıklar bulunabilmektedir. Çünkü yerel para cinsinden yapılan bir borçlanma daha az risk barındırdığı için KDK'lar tarafından daha iyimser karşılanabilirken yabancı para ile yapılan bir borçlanmanın, KDK'lar tarafından daha düşük notlarla derecelendirilmesi mümkündür (Kedikli, 2015:15).

1.2.4. Kuruma Göre Derecelendirme

Derecelendirme işleminin derecelendirmeyi yapan kuruluşa göre; dışsal derecelendirme ve içsel derecelendirme olarak iki tipi mevcuttur. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan dışsal derecelendirmede hedef kitle büyük ölçekli firmalardır. Derecelendirme işlemi, derecelendirme kuruluşları tarafından, göreceli olarak büyük ölçekli firmaların sermaye piyasalarından borçlanabilmesini temin etmek maksadıyla yapılan gösterge mahiyetindeki derecelendirme notudur. İçsel derecelendirme işlemi ise, bankaların kendi kriterlerine göre yapmış olduğu değerlendirmedir. Banka, borç talep edenlere kendi mevzuatınca belirlediği içsel değerlendirme kriterleri gereğince kredi notu verir. Yapılan böyle bir değerlendirme faaliyetine içsel derecelendirme denir. (Yazıcı, 2009:3):

Ayrıca derecelendirme kavramının derecelendirme yapılan kuruluşa göre değerlendirildiğinde tablo 1'deki gibi 4 başlık altında gösterilebilir.



Şekil 1: Kuruluşa Göre Derecelendirme Çeşitleri

Kaynak: Şirvan, 2004.

1.2.4.1. Ülke Derecelendirmesi

Uluslararası yatırım analizinde en önemli araştırma konularından birisi ülke derecelendirmesidir. Ülke derecelendirmesi yapılırken ilgili ülkenin politik ve ekonomik riskliliği belirlenir. Ülke riskini incelemek için ise üç kriter mevcuttur. Bunlardan birincisi ekonomik risktir. Ekonomik risk kapsamında yapılan analizlerde devlet bütçe açıklarının milli gelire (GSMH) oranı bir risk göstergesidir. İkincisi, devlet harcamalarındaki etkinliktir. Dış borca bağlı olarak büyüme kaydeden bir ülke için alınan kredilerin çoğunlukla yatırım alanında kullanılmayıp tüketim alanında kullanılması ülke riskini artırır. Son kriter ise ülke kaynaklarıdır. Derecelendirilen ülkenin doğal, finansal ve işgücü kaynaklarının yetersizliği ülke riskini artırır. Ayrıca

ilgili kaynakların azlığı ile birlikte etkin kullanılmaması ülke için dezavantajlı bir durumu gösterir (Çalışkan, 2002:56).

Ülke derecelendirme notu belirlenirken göz önünde bulundurulan en önemli faktör yukarıda denildiği gibi ülke riskidir. Bu risk ise ülkenin ekonomik, politik ve sosyal diye nitelendirilebilecek geniş bir ağı içine alır. Bundan dolayıdır ki ülke notu değerlendirmesinde bulunulurken son derece hassas ve uzmanlaşmış politikalar çerçevesinde derecelendirme notu verilmelidir. Yetersiz ya da dar bir dairede yapılan araştırma neticesinde yapılan bir derecelendirme işlemi, ülkenin gerek para gerekse de sermaye piyasaları üzerinde tahrip edici sonuçlar doğurabilir.

1.2.4.2. Kurumsal Derecelendirme

Kurumsal derecelendirme, başta bankalar olmak üzere diğer finans kurumları, sigorta şirketleri, kamu kurumları, sınai ve ticari şirketler ve belediyeler gibi kurum ve kuruluşların yapısal durumları incelenerek yapılan not değerlendirme işlemidir (Şirvan, 2004:6). Kurumsal derecelendirmede genel itibariyle incelemeye tabi tutulan kurumun özelinde bir analize gidilir. Bu ise kurumun genel yapısı incelenerek yapılır. Değerlendirmede bulunurken kurumun para ve sermaye piyasasında bulunduğu konum, yükümlülüklerini yerine getirebilme potansiyeli, pazar ağı, işletme ömrü gibi ekonomik verileri analiz edilir. Yapılan bu analizler sonucunda kuruma kredi notu verilir (Akbulak, 2012:176).

1.2.4.3. İhraç Derecelendirmesi

İhraç derecelendirmesi işleminde, sadece ihraççının belirli bir borcundan doğan yükümlülüklerinin yerine getirebilmesi kabiliyeti derecelendirildiğinden dolayı diğer kurumsal derecelendirme işlemlerine göre daha dar kapsamlıdır. Böyle bir dereceleme türünde, ihraççının diğer borçları nazara alınmaz (Boyacıoğlu, 2003:67).

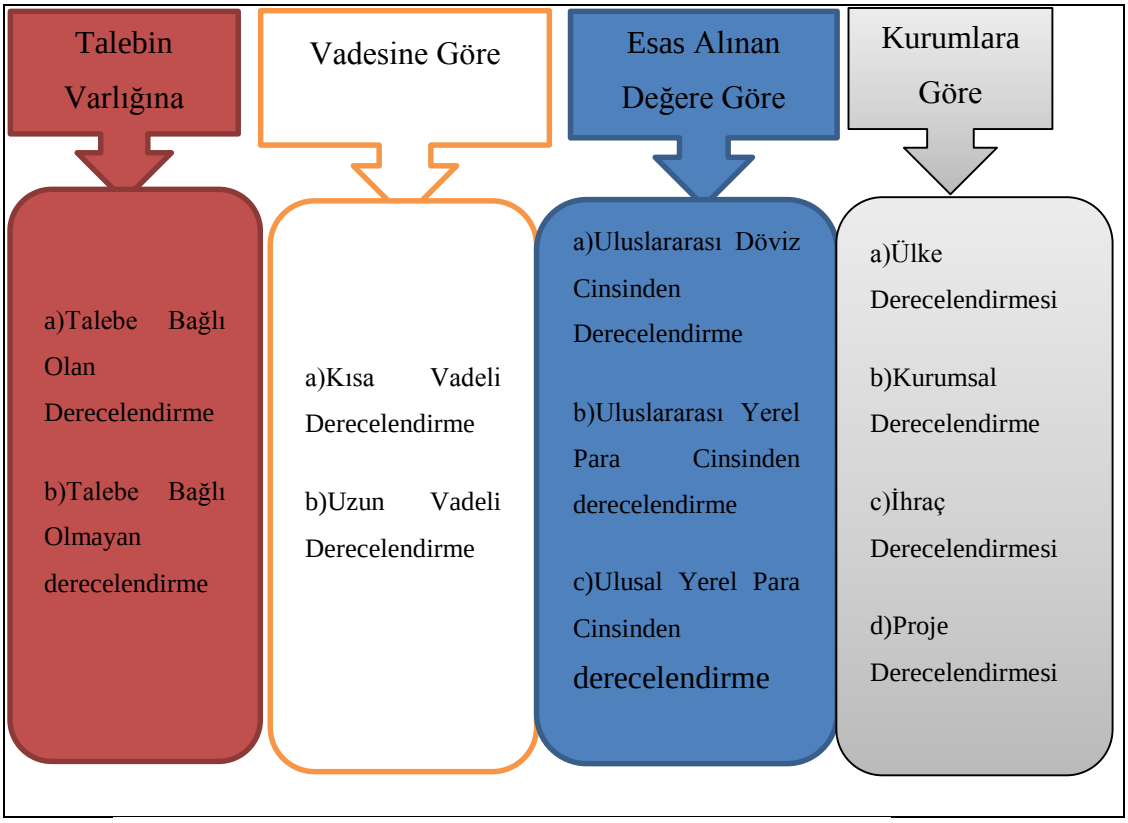
1.2.4.4. Proje Derecelendirmesi

Proje derecelendirmesi, kurumlara göre derecelendirmenin son çeşididir. Böyle bir derecelendirme türünde kamu ya da özel sektör ihtiyaçları, var olan teknik

imkânlarla projenin hayata geçirilebilme potansiyeli gibi ölçüler dikkate alınır. Bunların yanında projenin süresinde tamamlanabilmesi ve projenin taahhütlü olup olmadığı gibi durumlar da dikkate alınan kriterler arasında bulunmaktadır (Ayaz, 2016:6-7).

Derecelendirme türleri her ne kadar çok farklılık arz etse de genel itibariyle yukarıda sıralanan başlıklar altında değerlendirilebilir. Söz konusu derecelendirme türlerinin genel çerçevesi aşağıda Tablo 1' de gösterilmiştir.

Tablo 1: Derecelendirme Türleri



Kaynak: Şirvan, 2004, Akbulak, 2012 ve Boyacıoğlu, 2003.

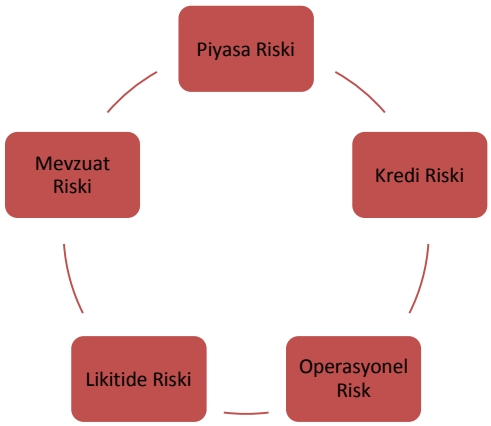
1.3. DERECELENDİRMEDE KULLANILAN ÖLÇÜT VE METOTLAR

Risk kavramı, küresel bir boyut kazanan dünyanın âdete sihirli bir sözcüğü haline gelmiş durumda. Günümüzde hemen hemen her sektör ve alanda çok sıkça

kullanılan ve karşılaşılan bir kavramdır. Bundan dolayıdır ki risk, özellikle mali piyasalar için ayrı bir önem arz etmektedir. Çünkü eksik bilgi veya bilgi asimetrisi ile çalışan mali piyasalarda, işleme konu olan şeyin bizzat kendisi para, bono, hisse senedi gibi araçlardır. Bu enstrümanlar ise değişime tabi olan varlıklardır. Değişim ise her zaman riski içinde barındırır (Sayım ve Er, 2009:7).

Bundan dolayıdır ki kredi derecelendirme kuruluşları, kriterlerini ya da ölçütlerini belirlerken en çok nazara aldıkları enstrüman risk kavramıdır. Çünkü dünyanın herhangi bir yerinde meydana gelen bir ekonomik kriz ya da herhangi bir isimle ile nitelenen bir kriz, küreselleşmenin de etkisiyle bütün dünya ülkelerinin ekonomilerini hızlı bir biçimde etkisi altına alır. Bunun tabi sonucu olarak para ve sermaye piyasalarında risk yönetimi göz ardı edilemez bir zaruriyet hali olarak karşımıza çıkar (Karakuş, 2010:6).

Riskin birçok çeşidi olması ile beraber genel olarak piyasayı etkileyen risk türleri aşağıda şekilde gösterilmiştir. Şekilde gösterilen risklerden farklı risk kavramlarının varlığı elbette ki mümkün (Özbilgin, 2012:87).



Şekil 2: Risk Türleri

Kaynak: Özbilgen, 2012.

Genel itibariyle piyasada faaliyet gösteren finansal kuruluşlar Şekil 2'de gösterilen risk türlerini göz önünde bulundurarak risk yönetimi politikalarını belirler. Elbette derecelendirme kuruluşları da bu riskleri kriter olarak kullanırlar. Bununla beraber kredi derecelendirme kuruluşları daha geniş bir yelpazeden analiz yaptıkları

için elbette kullandıkları risk kriterleri daha geniş olmaktadır. Daha farklı bir söylemle belirtmek gerekirse bu kuruluşlar, risk yönetimini belirlerken bir ülkenin maruz kalabileceği tüm riskleri dikkate alırlar. Bu riskler öz itibariyle ülke riski, endüstri riski ya da sektör risk ve firma riski olarak üç başlık altında incelenebilir.

1.3.1. Ülke Riski Unsurları

Ülke riski analizi yapılırken genel anlamda ölçü, yabancı bir hükümete borç vermek ve o ülkeye yatırım yapmakla üstlenilen risklerin genel adıdır. Ghose' a göre ülke riski, yabancı bir hükümetin uluslararası sorumluluklarını yerine getirmek istemediği ve hükümetin borç alan ülkede ikamet eden kurumlar ve şahısların bu sorumluklarını yerine getirmelerini engellediği zamanlarda ortaya çıkar. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke derecelendirmede kullandığı metodoloji ve dikkate aldığı faktörlerin sayısı ve ağırlıkları farklı olmakla birlikte temelde iki ana başlık altında değerlendirilmektedir. Bunlar politik riskler ve ekonomik risklerdir (Ayaz, 2013).

Ülke Riski, ülke sınırları dışında yapılan yatırımlar ile gerek ihracat, gerekse kredi verilmesinden kaynaklanan alacaklarla ilgili olarak yatırımın yapıldığı, borçlunun bulunduğu veya borçlu ülkedeki olayların neden olduğu zarar ve kayıplarla karşı karşıya kalma ihtimalîdir. Ülke riskini ortaya çıkaran olaylar, bir özel kuruluşun veya fertlerin denetimi altında olmayıp en azından bir ölçüye kadar söz konusu ülke hükümetinin denetimi altındadır (İleri, 1999:115). Bu açıdan bakıldığında ülke riski, ülkelerin dış borçlarını ödeyebilme kabiliyetini gösteren bir kriterdir. Aynı şekilde ülke riski, ülkelerin dış borçlarını ödemede istekliliğini gösteren ekonomik ve politik anlamda geniş bir çerçeveyi oluşturur.

1.3.1.1. İktisadi Risk Unsurları

İktisadi ya da ekonomik risk, bir ülkenin borçlarını ödeyebilme kabiliyetini göstermede önemli bir unsurdur. Bunun için ekonomik risk derecelendirme kuruluşları tarafından, bir ülkenin kredi notunu belirlerken kullandığı önemli ölçütlerdendir. Bu açıdan iktisadi risk, ülkenin makro ve mikro ekonomik faaliyetlerini, ekonomik yeterlilik seviyesini ve borçlarını ödeyebilme kabiliyetini

içine almaktadır. Bu bağlamda ekonomik risk açısından ekonomik göstergeleri gelişmiş ülkeler, yatırımcılar açısından cazip bir durum oluştururken iktisadi durumu gelişmemiş yapılar ise yatırımlar bakımından tehdit unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Böyle bir perspektifte ekonomik risk unsurunu; para arzı, kişi başına düşen milli gelir, GSYİH büyüme trendi, toplam yatırımların milli gelirdeki payı, ihracat gelirleri, enflasyon, faiz oranları, döviz kuru vb. gibi ekonomik dinamikler belirler (Tütüncü Hasbi, 2012:15).

1.3.1.2. Siyasi Risk Unsurları

Siyasi risk veya politik risk olarak adlandırılan risk, ülkelerin dış borçlarını ödemelerine etki eden sosyal ve politik faktörler ile alakalıdır. Böyle bir risk kapsamında borç yükümlülüklerini yerine getirme iradesi gösteren ülkenin söz konusu bu irade kararlılığının ve isteğinin kullanılmasında çeşitli göstergeler mevcuttur. İlgili göstergeler ise şunlardır (Babuşcu, 1997:41-42):

- İktidar partisinin programı ve iktidarda kalabilme süresi,
- Siyasi sistemin karakteri,
- Siyasi yapı itibariyle ülkenin içinde bulunduğu hal,
- Vatandaşların beklentilerinin gerçek hayatta ne derece karşılandığı,
- Ülkeye etki eden veya edebilme potansiyeli olan dış etmenler,
- Dini yapıların ve etnik grupların siyasi hayatta mevcudiyeti,
- Ülke mevzuatı,
- Ülkenin stratejik önemi,
- Yabancı yatırımcıların önündeki bürokratik yapı,
- Ülkenin sınır komşularıyla ve ortaklarıyla olan ekonomik ve sosyal ilişkileri gibi göstergeler siyasi risk unsurunu belirler.

Ayrıca ülkenin yönetim biçimi, seçim sistemi ve zamanları, uluslararası bütünleşme, merkez bankasının bağımsızlık derecesi gibi faktörler de ülkelerin borçlarını geri ödemede gösterdiği kararlığın derecesini ölçmede politik risk unsurları olarak ele alınabilir (TBMM, 2010:2).

1.3.2. Endüstri Risk Unsurları

Kredi derecelendirme şirketleri, geniş anlamda ülke riski analizi yaptıktan sonra çerçeveyi daha da daraltarak firmaların içinde bulundukları şartları daha iyi analiz edebilmek gayesiyle, söz konusu bu firmaların faaliyette bulundukları endüstrileri de ayrıntılı incelemeye tabi tutarlar. Şayet incelemeye tabi tuttukları bu firmalar birden fazla endüstri kolunda faaliyet icra ediyorsa bu endüstri kollarının her birini ayrı ayrı incelemeye tabi tutmak gerekir. Çünkü her endüstrinin bulunmuş olduğu şartlar farklılık arz edebilir. Söz gelimi bu endüstrilerin teknolojik yapıları, rekabet durumları gibi varlıkları birbirinden farklı olabilmektedir. Diğer bir faktör ise her endüstri kolu uluslararası gelişmelerden aynı düzeyde etkilenmez. Bunun için uluslararası pazar rekabetindeki gelişmelerin ulusal ekonomi üzerindeki etkileri de değerlendirilmelidir (Halıcı, 2005:133).

Bundan dolayı endüstri risk unsuru analiz edilirken, meydana gelebilecek değişmeler iyi gözlemlenmelidir. Zira meydana gelen değişimlere olumlu manada uyum, firma ya da endüstri kolunun derecelendirme notunu yükseltebilirken buna karşın değişimler karşısında gösterilecek bir direnç ya da başka bir ifade ile olumlu manada ki değişimlere ayak uyduramama durumu firma notunu aşağı çekecektir. Bunun içindir ki, böyle bir süreç analizinde; endüstrinin ekonomideki önemi, yurtiçi ve yurtdışı rekabet düzeyi, ülke mevzuatı, teknolojik ilerlemeler, maliyet faktörleri, pazara giriş kolaylığı gibi etmenler de detaylı bir şekilde analiz edilip değerlemeye tabi tutulmalıdır.

1.3.3. Firma Risk Unsurları

Firma risk unsurları analiz edilirken; firmanın yönetim yapısı, işletme faaliyetlerinin değerlendirilmesi, muhasebe uygulamaları ve işletmenin finans durumu dikkate alınır.

1.3.3.1. Firmanın Yönetim Yapısı

İşletme yönetiminin değerlendirilmesi genellikle sübjektif kriterlere dayandırılmaktadır. Buna rağmen yine de KDK'lar değerlendirmelerini, şirketin geçmiş dönem göstergelerine bakarak yaparlar. Firmanın geçmiş dönemde göstermiş

olduğu performans bu anlamda yol gösterici bir fonksiyon üstlenir. Önceki yıllarda yaşanmış ciddi krizlerin olup olmadığı, yönetim buna yönelik sergilemiş olduğu tutum ve çözüm yöntemleri, firmanın likit durumu gibi etmenler genel anlamda firma hakkında fikir vermektedir. Önceki yıllara ait başarılı ya da başarısızlık durumlarının hangi oranda firmanın yönetim ve organizasyon yapısından kaynaklandığını tespit etmek zor olsa da gelecekle ilgili tahminde bulunma konusunda fikir verebilir (Halıcı, 2005:128).

Firma ya da kuruluşun üstlenmiş olduğu sorumlukları gereği, taşıdığı riskin analiz edilmesinde firmanın yönetim yapısı, yani yönetimin kalitesinin ve stratejilerinin değerlendirilmesi önem taşımaktadır. Söz konusu bu unsurların analize dâhil edilmesinin sebebi, olası beklenmedik durumlar karşısında şirketin gösterebileceği başarılı reaksiyonların, firma başarısının devamının sağlanmasına yönelik yönetimin ne derece isabetli kararlar aldığının tespiti içindir. Aynı şekilde yönetimin kalitesinin daha net ortaya koyabilmek adına, derecelendirme kuruluşları aynı dalda faaliyet gösteren firmaların karşılaştırmalı analizlerini yaparak firmaların artı ve eksi yönlerini belirlerler. (Babuşcu, 1997:47).

1.3.3.2. İşletme Faaliyetlerinin Değerlendirilmesi

Kredi derecelendirme kuruluşları, borçlanma sürecine giren bir şirketin içinde bulunduğu faaliyet kolunun yanı sıra genel ekonomi içerisinde bulunduğu durumu da ortaya koymak isterler. Bundan murat, ekonominin maruz kalabileceği herhangi olumsuz bir durum karşısında şirketin etkilenme derecesini analiz etmektir. Bu sayede ekonomik kriz ortamında firmanın yükümlülüklerini ne derece yerine getirebileceği analiz edilmiş olur. Yükümlülüklerinin yerine getirilebilmesini tespit etmek gayesiyle de şirketin pazar payı büyüklüğü, göstermiş olduğu büyüme trendi, maliyet yapısı ve temel üretim birimlerinin analizi gibi göstergeler kullanılır (Tütüncü Hasbi, 2012:20).

1.3.3.3. Muhasebe Uygulamaları

Kredi derecelendirme kuruluşları, menkul kıymet ihraç ederek borçlanma yükümlülüğü altına giren şirketin ya da firmanın faaliyette bulunduğu ülkedeki

muhasebe sisteminin uygulamalarını analiz ederler. Bu şekilde ilgili firmanın kullanmış olduğu muhasebe sistemi ile başka ülkelerin kullanmış olduğu muhasebe uygulamaları arasında karşılaştırma yaparlar. Böyle bir kıyaslama yapılmasının derecelendirme faaliyeti açısından birden fazla sebebi olabilir. Ancak en bariz sebep, farklı muhasebe uygulamaları kullanan şirketlerce açıklanan finansal tablolulara yönelik sonuçların, diğer şirketlere göre aşırı düzeyde meydana gelebilecek değişikliklerin önüne geçmektir. Bu sayede gelişmeler sürekli takip edilerek ülkeler arasındaki gerçek değerin ortaya konulabilmesi sağlanır (Babuşcu, 1997:49).

1.3.3.4. İşletmenin Finans Durumu

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından herhangi bir işletmenin finansal durumunu analiz etmesinin sebebi, yüklenmiş olduğu borç sorumluluklarını yerine getirebilmedeki potansiyelinin ölçülmesidir. Bu ise şirketin likidite oluşturabilme gücü ile ilgilidir. Bunun için önemli olan firmanın nakit oluşturma potansiyelidir. Nakit yaratma gücü ölçülürken de finansal bazı analizlerden yararlanılır. Söz konusu bu analizler; oran analizleri, nakit akım analizleri, finansal politikaların değerlendirilmesi ve kullanılan diğer bazı analizlerdir (Babuşcu, 1997:50).

Kredi notları, kredi riski konusundaki düşüncelerdir (www.standardandpoors.com, 2018). Kredi derecelendirme kuruluşları bizzat kendi notunu verirken kullandığı ölçütlerinin risk faktörü olması, risk yönetiminin derecelendirme faaliyetinde ne derece bir öneme haiz olduğunun göstergesidir. Bunun için yukarıda derecelendirmede kullanılan ölçüt ve metotlar sıralanırken bunların çerçevesinin risk etrafında çizildiği görülmüştür. Kullanılan bu ölçütlerin tamamı finansal piyasalar dediğimiz para ve sermaye piyasaları üzerinde çok önemli bir yere sahiptir. Nitekim çok sıradan bir firma sermaye piyasasından menkul kıymet ihraç ederek borç altına girdiğinde artık ilgili firmayı sadece kendi dairesi ilgilendirmeyecektir. Girdiği daire en başta bulunduğu endüstri kolunun bulunduğu endüstri riskidir. Hemen ardından onu ülke riski takip edecektir ve dolayısıyla küresel dünya onun ilgi alanına girmiş olacaktır. Bunun için derecelendirme faaliyetleri icra edilirken gereken ilke ve kriterlere hassasiyet gösterilmesi, özelde sermaye piyasaları genelde ise tüm finansal piyasaları açısından son derece önem taşımaktadır. Derecelendirme faaliyeti âdete bir kartopu şeklindedir. Sadece

bulunduğu alanı etkilemez dokunduğu her alandan muhakkak bir hisse koparır. Bu bağlamda söz konusu risklerin genel bir görünümü aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2: Derecelendirme Ölçütleri

Ülke Riski Unsurları	Endüstri Riski Unsurları	Firma Riski Unsurları
1. İktisadi Risk ● Borç Yükü ● Döviz Rezervi ● Parasal esneklik ● Ekonomik Yönetim ● Ekonomik Beklentiler 2. Politik Risk ● Siyasi Sistem ● Uluslararası İlişkiler ● Sosyal Yapı	1.Endüstri Riski ● Endüstrinin Ekonomideki Yeri ● Yurtiçi ve Yurtdışı Rekabet Düzeyi ● Ülke Mevzuatı ● Teknolojik gelişmeler ● Maliyet Unsurları ● Endüstriye Giriş Kolaylığı	1.Firmanın Yönetim Yapısı 2. İşletme Faaliyetlerinin Değerlendirilmesi ● Pazar Büyüklüğü ● Temel Üretim Birimlerinin Analizi ● Maliyet Yapısı ● Büyüme Trendi 3.Muhasebe Uygulamaları 4. Finans Durumu ● Oran analizleri ● Nakit Akım Analizleri ● Finansla Politikaların Değerlendirilmesi ● Diğer Analizler

Kaynak: Babuşcu, 1997.

İKİNCİ BÖLÜM
KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI, AMAÇ VE PRENSİPLERİ

2. 1. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Kredi derecelendirme, özelde firma, banka ve sair iktisadi kuruluşların, genelde ise ülkelerin anapara ve faiz gibi borç yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyetlerini ölçen bir mekanizmadır. Başka bir ifade ile ilgili kuruluşların ve ülkelerin kredibilitelerinin puanlanması ve ekonomik döngü içindeki işletmelerin geçmişini ve bulunmuş olduğu mevcut iktisadi koşullarını etkileyen faktörlere göre kredi risklerinin değerlendirilmesi işlemidir (Saka, 2014:5).

Derecelendirme faaliyetinin tarihsel seyrine bakıldığında, böyle bir faaliyetin ortaya çıkması için birçok sebebin varlığı görülebilir. Söz konusu sebepler; para ve sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelerle birlikte meydana gelen ekonomik riskler, sosyal ve iktisadi hayati etkileyen küresel savaşlar, gelişen teknolojik gelişmelerle birlikte finansal piyasalarda yaşanan sermaye hareketliliği ve bu hareketlilik ile gelen sermayenin hızlı el değişimi gibi birçok sebep sıralanabilir. Elbette ki tüm bu yaşananların getirmiş olduğu asimetrik bilgi ya da bilgi kirliliği derecelendirme faaliyetinin ve bu faaliyeti yürüten kuruluşlarının doğması için bir alt yapı oluşturmuştur. Bu perspektiften bakıldığında derecelendirme kavramının tarihsel seyri ile derecelendirme kuruluşlarının tarihsel seyri paralellik arz etmektedir. Bu bağlamda derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıktığı tarih olarak kabul edilen 1800'lü yıllar aynı zamanda derecelendirme kavramının da meydana çıktığı yıllar olarak kabul edilir (Kab, 2015:10).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıkışı 1800'lü yıllara dayanır. Aynı şekilde kredi kuruluşları ilk değerlendirme faaliyetlerini yine bu yıllarda

yapmışlardır. Tabi ki kredi derecelendirme kuruluşlarının ilk etapta yapmış olduğu faaliyetleri günümüz dünyasında ki kadar olmasa da ortaya çıktığı dönemki insanlar tarafından kabul görmüştür. Bu kapsamda ilk derecelendirme hizmeti, 1837 yılında ABD ekonomisinde yaşanan mali krizde kullanıldığı görülür. Nitekim ABD'de o yıllarda yaşanan mali kriz sonucu işletmeler yükümlülüklerini yerine getiremez bir hal almışlardır ve dolayısıyla vermiş oldukları sözleri yerine getiremez hale gelmişlerdir.

ABD'de yaşanan finansal kriz sonrası şirketler tarafından taahhütlerin yerine getirilememesi sonucu, ilk olarak Lewis Tapan tarafında kredi derecelendirme yöntemi geliştirilmiştir. Aynı zamanda kendisi de ticaret yapan New York'lu bir manifaturacıdır. İlk olarak geliştirmiş olduğu derecelendirme yöntemini kendi işletmesi için kullanırken ilerleyen yıllarda bu faaliyeti meslek haline getirerek 1841'de Mercantile Agency adında ilk kredi derecelendirme şirketini kurmuştur (Yıldız, 2014:15).

Daha sonra 1900'da John Moody tarafından yatırımcıların tercihlerini yönlendirmek amacıyla, şirket bilgilerinin derlendiği "Moody's Manual of Industrial and Corporation Securities" (Moody's'in Endüstri ve Şirket Menkul Kıymetleri) isimli el kitabı yayınlanmıştır. 1909 yılında ise Moody's ilk kez firma borcu için derecelendirme yaparak, en yüksek kalitedeki borca "A", orta kalitedekine "B", en düşük kalitedekine "C" derecelerini vermiştir. 1913 yılına gelindiğinde ise şirketlerin performanslarını yayımlayan bir şirket olarak kurulan Fitch, 1924'de günümüzde kullanılan üç harfli derecelendirme çizelgesini piyasaya sunmuştur. Derecelendirmeler ABD Borsası'nın çöküşünün ardından ilk kez 1931 yılında düzenleyici amaçlarla kullanılmıştır. 1932'de Duff&Phelps; 1941'de ise Standard and Poor's kurulmuştur (TCMB, 2010:3).

2.2.ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Dünyada faaliyet gösteren yüzlerce kredi derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen uluslararası piyasalarda kabul gören sadece birkaç derecelendirme kuruluşu mevcuttur. Dünyada kabul gören bu kuruluşlar hem kuruldukları ülkelerde hem de dünyanın farklı ülkelerinde faaliyet göstermekte olup birçok ülkede şubeleri

bulunmaktadır. Derecelendirme alanında farklı ülkelerden yüzlerce derecelendirme kuruluşu olmakla birlikte ABD'de NRSRO bünyesinde sadece 10 adet kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır (Şen, 2014:27).

Yaşadığımız yüzyılda dünya eskiye nazaran bambaşka bir boyut kazanmıştır. Kültürel, ekonomik, teknolojik vs. alanlarında değişim gösteren dünya düzenine ayak uydurmak isteyen bütün ülkeler; gelişme adına, kalkınma adına bu değişime ortak olma arzusundalar. Bunun için yatırımlarına yön vermeye çalışan ülkelerin, kredi derecelendirme kuruluşlarından ayrı bir resim çizmeleri neredeyse imkânsız bir hal almıştır. Kredi derecelendirme faaliyetleri tarafından yapılan bir derecelendirme faaliyeti direk ya da dolaylı olarak herkes için baz alınan kriterler haline gelmiştir. Bunun için gerek yerel gerekse de yerel ötesi birçok kredi derecelendirme kuruluşu ülkeler tarafında kurulmuştur. Söz konusu bu kuruluşların çoğu küçük bir alanı işgal ederken bunlardan üçü hatta dördü küresel ölçekte çok önemli bir pozisyonda bulunmaktadırlar. Adı geçen bu şirketler Moody's İnvester Service (Moody's), Fitch uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu, Standard And Poor's ve Japanese Credit Rating (JCR) şirketleridir. Bu kuruluşlar özellikle 1980 yıllarından sonra küresel dünyada finansal piyasalara yön verir hale gelmişlerdir.

Yukarıda da değinildiği gibi dünya piyasalarındaki kredi dereceleri büyük çoğunlukla, diğer küçüklerin yanında, Standard And Poor's, Moody's İnvestor Sercvice (Moody's) ve Fitch Ratings (Fitch) unvanlı kredi kuruluşları tarafından sağlanmaktadır (Seval, 2017:85). Sayılan bu kuruluşların yanı sıra dünyada faaliyet gösteren diğer kredi derecelendirme kuruluşları Tablo 3'de gösterilmiştir. Bu bağlamda bu başlık altında, mezkûr üç önemli uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları irdelenerek bilgi verilmesi amaçlanmaktadır.

Tablo 3: Dünyada Faaliyet Gösteren Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Kredi Derecelendirme Kuruluşu	Ülke	Kredi Derecelendirme kuruluşu	Ülke
A. M. Best	(ABD)	Baycrop Advantage	(Avustralya)
Bulgarian Credit Rating Agency	(Bulgaristan, AB)	Capital Intelligence	Kıbrıs (Rum Kesimi),(AB)
Capital Standards Rating	(Kuveyt)	Central Avrupaan Ratings Agency (CARE)	(Hindistan),(Avrupa)
Credo line	(Ukrayna)	CreditSiren	(AB)
Credit Rating Information and Services Limited (CRISL)	(Bangladeş), (Asya)	CRISIL ,Ltd	(Hindistan),(Asya)
Dagong Global Credit Rating Co.Ltd	(Çin Halk Cumhuriyeti),(Asya)	Dominion Bond Rating Service	(Kanada), (Kuzey Amerika)
Duporti	(İngiltere)	Egan-Jones Rating Company	(ABD), (Kuzey Amerika)
First Report	(İngiltere)	Fitch Ratings	(ABD/İngiltere)
First Afghan Credit Risk Ratings	(Afganistan) FACRR	Global Credit Ratings Co.	(Afrika),
HR Ratings de Mexico S.A de C.V	(Meksika),(Latin Amerika)	ICRA Limited	(Hindistan)
SME Rating Agency of Hindistan Limited (SMERA)	(Asya)	Japonya Credit Rating Agency, LTD.	(Japonya),(Asya)
Kroll Bond Rating Agency	(ABD)	Moody;s Investors Service	(ABD)
Muros Ratings	(Rusya)	Rapid Ratings International	(ABD), (Okyanusya)
Rating and investment information	(Japonya),(Asya)	Standard & Poor;s	(ABD)
İngiltere Credit Info	(İngiltere)	Weiss Ratings	(ABD)
Onicra Credit Rating Agency of Hindistan Ltd.	(Hindistan),(Asya)	International Islamic Rating Agency, B.S.C.(IIRA)	(Asya)
Agusto & Co	(Afrika)	Veda Advantage	(Okyanusya)
LACE Financial	(Kuzey Amerika)	TheStreet.com Ratings, Inc.	(Kuzey Amerika)
Veribanc, Inc.	(Kuzey Amerika)	Caribbean Information & Credit Rating Services Ltd. (CariCRIS)	(Kuzey Amerika)
Ahbor Rating	(Asya)	Chengxin International Credit Rating Co. Ltd.	(Asya)
China Lianhe Credit Rating, Co. Ltd.	(Asya)	China Financial Ratings Services_Xinhua Finance	(Asya)
Credit Analysis & Research Ltd (CARE)	(Asya)	Credit Rating Agency of Bangladesh, Ltd.(CRAB)	(Asya)
Investment Information and Credit Rating Agency (ICRA)	(Asya)	JCR_VIS Credit Rating Co. Ltd.	(Asya)
Korea Investors Service, Inc .(KIS)	(Asya)	Korea Ratings Corporation	(Asya)
Malaysian Rating Corporation Berhad	(Asya)	National Information & Credit Evaluation, Inc.(NICE)	(Asya)
Pakistan Credit Rating Agency,Ltd.(PACRA)	(Asya)	Philippine Rating Services, Corp.(PhilRatings)	(Asya)
P.T.PEFINDO Credit Rating Indonesia	(Asya)	RAM Ratings (Lanka) Limited	(Asya)

Seoul Credit Rating & Information, Inc	(Asya)	Shanghai Credit Information Services Co. Ltd	(Asya)
Taiwan Ratings, Corp.(TCR)	(Asya)	Türk Kredi Rating (TCRating)	(Asya)
Pacific Credit Rating	(Latin Amerika)	Ecuability,SA	(Latin Amerika)
Thai Rating and Information Services Co.,Ltd.(TRIS)	(Asya)	Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C	(Latin Amerika)
Bank Watch Ratings S.A	(Latin Amerika)	BRC Investor Services S.A.	(Latin Amerika)
Calificadora de Riesgo, PCA	(Latin Amerika)	Clasificadora de Riesgo Humphreys. Ltd.	(Latin Amerika)
Class y Asociados S.A.Clasificadora de Riesgo	(Latin Amerika)	Duff & Phelps de Colombia,S.A.,S.C.V	(Latin Amerika)
Equilibrium Clasificadora de Riesgo	(Latin Amerika)	Feller Rate Clasificadora de Riesgo	(Latin Amerika)
Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. (SCRiesgo)	(Latin Amerika)	Companhia Portuguesa de Rating, SA (CPR)	(Avrupa)
Avrupaan Rating Agency (ERA)	(Avrupa)	Interfax Rating Agency (IRA)	(Avrupa)
Rus Rating	(Avrupa)	Slovak Rating Agency , a.s.(SRA)	(Avrupa)
Credit-Rating, Ltd.	(Avrupa)	TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş	(Türkiye)
Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş	(Türkiye)	Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş	(Türkiye)
TURKRATING İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş	(Türkiye)		

Kaynak: http://ekonomi.haber7.com, 2018.

Tablo 3'de küresel, ulusal veya bölgesel faaliyette bulunan çok sayıda kredi derecelendirme kuruluşu olsa da, küresel ölçekte kabul görmüş üç derecelendirme şirketi bulunmaktadır. Bunlar da Moody's, S&P ve Fitch derecelendirme kuruluşlarıdır. Uluslararası piyasada bu kadar az sayıda derecelendirme kuruluşunun kabul görmesinin nedeni, verilen kredi değerliliğin itibarının bir nevi korunmak istenmesidir. Bundan dolayı 1975 yılında Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerine ve piyasaya giriş çıkışlarına belli bir standart getirmek üzere NRSRO'yu (Nationally Recognized Statistical Raing Organisation) kurarak kuruluşları tek çatı altında toplamıştır (Yazıcı, 2009:6-7).

2018 yılı itibariyle SEC gereği NRSRO olarak kayıtlı bulunan 10 kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bu kuruluşlar aşağıda Tablo 4'te gösterilmiştir.

Tablo 4: NRSRO Olarak Kayıtlı Bulunan Derecelendirme Kuruluşları

A.M. Best Rating Services, Inc.	DBRS, Inc
Fitch Rating, Inc	Egan-Jones Rating Co.
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	HR Ratings de Mexico, S.A.
Kroll Band Rating Agency, Inc	Moody's Investors Service,
Morningstar Credit Ratings, LLC.	S&P Global Ratings

Kaynak: https://www.sec.gov, 2018.

2.2.1. Moody's Invester Service (Moody's)

Moody's derecelendirme sistemi 1909 yılında John Moody tarafından oluşturuldu. Moody's notlarının amacı, yatırımcılara, menkul kıymetlerin gelecekteki göreceli kredibilitesinin ölçülebileceği basit bir geçiş sistemi sunmaktır. Moody's, dünyanın en eski kuruluşu olarak değerleme notları, araştırmalar ve risk analizlerinin önde gelen sağlayıcıları konumundadır. Kredi derecelendirme faaliyeti gösteren pazar piyasasında, en geniş ağa sahip kredi kuruluşudur. 2018 yılı itibariyle 110 ülkede kredi notları vererek analizler yapmaktadır. Aynı zamanda 12.000 ihraççı şirket, 25.000 kamu finansmanı ihraççısı ve 106.000 yapılandırılmış finansman tahvilinden fazlasını içeren borçları izlemektedir. Ve halen dünyada çok sayıda ülkede ofisi bulunmaktadır (www.moodys.com, 2018).

Moody's kredi derecelendirme şirketi, dünya kredi derecelendirme pazarında %40 paya sahiptir. Pazardaki bu büyük pay oranı kuruluşa ciddi bir itibar kazanmıştır. Bundan dolayıdır ki vermiş olduğu notlar dolayısıyla birçok eleştiriye maruz kalmış olsa bile halen vermiş olduğu kredi notları kabul görmektedir.

Genel itibariyle bakıldığında, Moody's derecelendirme şirketi tarafından verilen derecelendirme notlarının mantığı dört ana grupta toplanmıştır (Tutar, Tutar ve Eren, 2011:7):

1- Yeni pazarlardaki derecelendirme hizmetleri için piyasanın bilincini artırmak,

2- Borç kâğıtlarının kredi kalitesinin yanlış anlaşılmasını düzeltmek,

3- Rating örneklerini sunarak daha çok kıyaslama imkânı sağlamak,

4- Önemli miktarlarda yatırım yapan yatırımcının rating sahasını genişletmek için yapılan baskı.

Moody's kredi derecelendirme şirketi, küresel anlamda kabul gören bir konumda bulunduğundan dolayı uluslararası piyasaya girmek isteyen şirketler açısından başvurulan şirketlerin başında gelmektedir. Şöyle ki, dünyaya açılmak isteyen işletmeler, Moody's tarafından yapılan not değerlendirmelerini ciddi manada nazara almaktadırlar.

Yatırımcılar kredi derecelendirme notlarını birçok şekilde kullanmaktadırlar. Yatırımcı şirketler tarafından bu şekilde kullanılmasının sebebi, kredi notlarının ihraççılar için önemli bir değer sunmasından ileri gelmektedir. Kredi notları birçok yatırımcı için ihraçların fiyatlandırılmasında önemli bir unsur olup yatırım kılavuzlarının belirlenmesinde sık sık ölçü olarak kullanılmaktadır. Yatırımcılar kredi riski hakkında güvenilir, küresel çapta kıyaslanabilir görüşlerle daha geniş ihraççılar yelpazesi tarafında yapılacak ihraçların yatırımına açık olabilirler (www.moodys.com Erişim, 2018).

Moody's, not değerlendirmesi yaparken değişik semboller kullanır. Söz konusu bu semboller yatırımcılar için bir kategorilendirme aracıdır. Bu sembollerin her biri ayrı risk seviyesini belirterek yatırımcılar için bir kılavuz niteliği taşır. Bu açıdan Moody's kredi derecelendirme şirketinin derecelendirme sembolleri Tablo 5'te detaylı sunulmuştur.

Tablo 5: Moody's Uzun Dönem Not Sembolleri ve Tanımları

Aaa	**Bu seviye ile derecelendirilmiş bir yükümlü, en düşük kredi riski seviyesindedir anlamına gelir.** **Aynı zamanda yükümlülüklerini yerine getirmek açısından en yüksek kalitede olduğu değerlendirilmektedir. Bu açıdan Aaa seviyesi menkul kıymetlerin anapara ve faizlerinin geri ödenmeme** **riski en düşük olan not seviyesidir.**
Aa	Aa'ya verilen yükümlülüklerin yüksek kalitede olduğu ve çok düşük kredi riski taşıdığı değerlendirilmektedir. Bu nota sahip menkul değerlerin anapara ve faizlerinin ödenmeme riski oldukça düşüktür. Aaa grubundan farkı bu derecelendirme grubunun piyasadan daha fazla etkilenmesidir.
A	A notu verilen borçlar, orta dereceli olarak değerlendirilir ve düşük kredi riski altındadır. A notu da Aaa ve Aa gibi güvenilir not seviyesindir. Ancak az da olsa menkul değerlerin geri ödenememe riski mevcuttur. Bunun sebebi ise meydana gelebilecek olası bir değişiklikten daha çok etkelenmesidir.
Baa	Baa'ya verilen yükümlülüklerin orta dereceli olduğu ve ılımlı kredi riskine tabi olduğu ve bazı spekülatif özelliklere sahip olduğu değerlendirilmektedir. Baa grubu yatırımlar için uygun olmakla birlikte risk seviyesi orta düzeydedir. Başka bir ifade ile meydana gelebilecek olası menfi bir durum karşısında yükümlülüklerin yerine getirilememesi yüksek düzeydedir.
Ba	Ba'ya verilen yükümlülükler spekülatif olarak değerlendirilir ve ciddi kredi riski altındadır. Risk seviyesinin yüksek oranda olması menkul değerlerin gelecek durumunun kestirilememesinden kaynaklanmaktadır.
B	B notu verilen yükümlülükler spekülatif olarak kabul edilir ve yüksek kredi riski altındadır.
Caa	Caa'ya verilen yükümlülüklerin kötü durumun spekülatif olduğuna karar verilmekte ve kredi riski çok yüksektir.
Ca	Ca olarak derecelendirilen yükümlülükler son derece spekülatiftir. Temerrüt ihtimalleri yüksektir. Menkul değerlerin geri ödenme ihtimali neredeyse yoktur.

C	C olarak derecelendirilen borçlar, anapara veya faizin geri kazanılması ihtimali az olmakla birlikte, en düşük notlardır. Bunun için bu seviyedeki menkul değerler geri ödenemez durumdakilerdir.

Kaynak: Moody's Investors Service, 2017

Tablo 5'te de görüldüğü gibi Moody's tarafından yapılan not derecelendirmelerinde, Aaa ve Aa notları yüksek dereceyi gösterirken A ve Baa notları ise orta dereceyi göstermektedir. Aynı şekilde tablodan da anlaşılacağı üzere; Ba ve B seviyeleri spekülatif, Caa, Ca ve C seviyeleri ise neredeyse borçların geri ödenemez durumunu gösterir.

2.2.2. Standard And Poor's Global Ratings (S&P)

S&P, 1860 yılında Henry Varnum Poor tarafından kurulmuştur. 1913 yılında Luther Lee Blake Edward Shattuck'dan Bond Card System ve Bobson Stock'u Edward Shattuck'dan satın almıştır. Finansal piyasalarda hızlı bir büyüme kaydeden Standard Statistics 1914 yılında Standard Statistics anonim şirketi adını almıştır. 1941 yılında "Standard Statistics Company" ve "Poor's Publishing Company" adlı şirketler birleşerek Standard and Poor's derecelendirme kuruluşunu kurmuşlardır. S&P, 1946 yılında bilgileri depolamak ve toplamak için elektronik hesaplama sistemine geçmiştir. S&P'nin hisseleri 1962'de New York borsasında alınıp satılabilen bir resmi şirket haline gelmiştir (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012:12).

S&P derecelendirme kuruluşu yaklaşık 150 yıldır faaliyet gösteren ABD'nin en büyük kredi derecelendirme kuruluşlarından biridir. Kamu, kurumsal, finansal sektör ve yapılandırılmış finans şirketleri ve menkul değerler üzerinde bir milyondan fazla kredi notu işlemleri bulunan bir şirkettir. Dünyadaki 28 ülkede, analist, yönetici ve ekonomistler bulunan S&P, kredi değerliliğini etkileyen faktörleri ve eğilimleri değerlendirmektedir (www.spratings.com, 2018).

S&P'nin ülke kredi derecelendirmelerine dair kriterleri, bir ülkedeki devlet borçlarının vaktinde ve tamamıyla ödenmesi ile ilgili isteklilik ve kapasiteyi etkileyen unsurları kapsar. Yükümlülüklerinin kalitesi ölçülürken sadece mevcut verilerden yola çıkılmaz. Kredi derecelendirmesini incelemeye aldığı ülkenin

ekonomik ve siyasi döngülerdeki performansına ve aynı zamanda gelecekteki ekonomik döngüler boyunca artıp azalabilecek finansal ve parasal esnekliğine işaret eden faktörleri de göz önünde bulundurarak analiz dâhilinde incelemeye tabi tutar. Bu kapsamda S&P analizlerine bakıldığında kuruluşun ülke kredi derecelendirmelerinin temelini oluşturan beş faktör göze çarpar. Söz konusu unsurlar şunlardır (http://www.hurriyet.com.tr ,2017):

- ✓ Politik skorda yansıtılan kurumsal etkinlik ve politik riskler,
- ✓ Ekonomik skorda yansıtılan ekonomik yapı ve büyüme beklentileri,
- ✓ Harici skorda yansıtılan harici likidite ve uluslararası yatırım pozisyonu,
- ✓ Mali skorda yansıtılan mali performans ve esneklik ile devlet borç yükü,
- ✓ Parasal skorda yansıtılan parasal esneklikten oluşan kriterler, Standard And Poor's derecelendirme kuruluşunun ülke analizi yaparken üzerinde durduğu temel yapıları oluşturur.

Tablo 6: S&P Not Sembolleri ve Anlamları

AAA	'AAA' olarak derecelendirilen bir yükümlülük, S & P Global Ratings tarafından verilen en yüksek nota sahiptir demektir. Bunun için Yüklenicinin, yükümlülüğü altına girdiği mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesi son derece güçlüdür. Aynı zamanda semboller arasında en yüksek not derecesini ifade eder.
AA	'AA' olarak derecelendirilen bir yükümlülük, mali taahhütlerini yerine getirmek açısından çok güçlü bir kapasiteye sahiptir demektir. 'AAA' derecelendirmesinden çok az farklılık arz eder.
A	'A' olarak derecelenen bir yükümlülük, koşulların ve ekonomik koşulların üst düzey kategorilerdeki yükümlülüklerden daha olumsuz etkilenmesine biraz daha duyarlıdır. Bununla birlikte, borçlunun mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesi hala güçlüdür.
BBB	'BBB' olarak derecelenen bir yükümlülük, yeterli koruma parametrelerini sergilemektedir. Bununla birlikte, olumsuz ekonomik koşullar ya da koşulların değişmesi, yükümlülüğün yükümlülüğüyle ilgili mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesini zayıflatır. Bu yönden olası değişiklikler karşısında bir kırılganlık mevcuttur.
BB	'BB' olarak derecelendirilen bir yükümlülük, diğer spekülatif konulardan daha fazla ödemeye açık değildir. Bununla birlikte,

	yükümlülüğe ilişkin finansal taahhütlerini yerine getirmek için yükümlülüğün yetersiz kalmasına yol açabilecek belirsizlikler veya olumsuz iş, mali veya ekonomik koşullara maruz kalma ile karşı karşıyadır.
B	'B' olarak derecelenen bir yükümlülük, 'BB' olarak derecelendirilen yükümlülüklerden borçların geri ödenme konusunda daha savunmasız bir yapıya sahiptir. Ancak yükümlü hala üzerindeki mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesine sahiptir. Buna rağmen olumsuz ticari, mali veya ekonomik koşullar, yükümlülüğün yükümlülüğüyle ilgili mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesini veya istekliliğini muhtemelen zayıflatacaktır.
CCC	'CCC' olarak derecelendirilen bir yükümlülük hâlihazırda borçlarını ödeyememeye açıktır ve finansal taahhütlerini yerine getirebilmesi için olumlu manada seyreden iş, mali ve ekonomik gibi koşulların mevcudiyeti gerekir. Olumsuz ticari, mali veya ekonomik koşullar durumunda, borçlu, yükümlülüğü altına girdiği mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesine sahip olmayacaktır.
CC	'CC' olarak derecelendirilen bir yükümlülük, borçlarını yerine getirmeye karşı savunmasızdır. Bunun için taahhütlerin yerine getirilememesi riskini barındırır. Diğer bir ifade ile yükümlülüklerinin yerine getirmede zorlanmalarla karşı karşıya kalınma durumunu ifade eder.
C	'C' olarak derecelendirilen bir yükümlülük şu anda ödememeye açıktır ve yükümlülüğün daha yüksek derecelendirilmiş yükümlülüklerle karşılaştırıldığında daha düşük iyileşme beklenmektedir.
D	Böyle bir derecelendirme notu yükümlülüklerin yerine getirilememesi anlamını taşır. Mali taahhütlerin yerine getirilmesi imkanı yoktur
NR	Bu, herhangi bir derecelendirmenin talep edilmediğini veya derecelendirmeye ilişkin yeterli bilgi bulunmadığını veya S & P Global Ratings'in belirli bir yükümlülüğü politika konusu olarak değerlendirmediğini gösterir.

Kaynak: S&P Global Ratings, 2017.

S&P'nin kullanmış olduğu derecelendirme sembolleri Moody's ile büyük oranda benzerlik göstermektedir. Tablo 5 ve Tablo 6'ya bakıldığında aradaki farkın S&P'de mevcut olan D ve NR sembolünün Moody's'in derecelendirme sembolleri içinde bulunmadığı görülür. S&P'nin vermiş olduğu notlardan "AAA" notu en yüksek kaliteyi gösterirken, "D" notu en düşük derecelendirmeyi ifade eder. "D" notu alan bir yükümlülük taahhütlerini yerine getiremez durumdadır.

S&P tarafından verilen notlardan AAA'dan BBB'ye kadar olan aralık, yatırım yapılabilir düzey olarak kabul edilir. S&P, notları kendi içinde ayrıca + ve – olarak kategorize etmektedir. BB ya da 60 üzeri derecelendirme yatırım yapılabilir düzeyi ifade eder (Çalışkan, 2002: 61).

2.2.3. Fitch Ratings

Fitch derecelendirme kuruluşu, 1913 yılında New York'ta kurulmuş ilk Avrupa menşeli derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen ABD de genel kabul görmüştür. Kuruluş ilk derecelendirme skalasını AAA – D olarak 1924 yılında tanıtmıştır. Uzmanlık sahası olarak ilk defa bankaların derecelendirme işlemlerini yapmıştır daha sonra farklı sektörlerin derecelendirme faaliyetlerini de yapmaya başlamıştır. 1975 yıllarına gelindiğinde Fitch, S&P ve Moody's ile birlikte ulusal firma olarak tanınan kredi derecelendirme kuruluşlarından biri olmuştur. 2000'de Fitch derecelendirme kuruluşu, 1932 yılında kurulan Duff and Phelps ile 1989 yılında kurulan IBCA şirketleri ile birleşmiştir. Bunun üzerine Fitch IBCA ismi almıştır ancak 2002 yılında ismini Fitc Ratings olarak değiştirmiştir. Kuruluşun asıl merkezi New York ve Londra'dır ancak farklı yerlerde de büyük şubeleri bulunmaktadır. Dünyada büyük bir pazar payına sahip olan kuruluş halen 50'den fazla ülkede ofisini bulundurmaktadır. Bununla birlikte bugüne kadar 5.500'den fazla finans kurumunu, 1.800 anonim şirketi, 700 sigorta şirketini derecelendirmiş ve buna ilaveten 104 ülkenin derecelendirmesini yapmayı sürdürmektedir (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012:12).

Fitch derecelendirme kuruluşu, kredi kuruluşları arasında dünyada sahip olduğu pazar payı itibariyle kabul gören bir kuruluş olduğunu başarmıştır. Özellikle 2000 yılında Duff&Phelps adlı derecelendirme şirketini bünyesine katmakla uluslararası ölçekte varlığını artırmıştır (Bostancı, 2012:98).

Fitch derecelendirme kuruluşu, dünyanın önde gelen iki kredi derecelendirme kuruluşu olan Moody's ve S&P gibi not değerlendirmelerini kısa vadeli ve uzun vadeli olarak da yapmaktadır. Bu yönden kuruluşun kullanmış olduğu not skalası Standart and Poor's ile aynı özelliklere sahiptir. Kredi notu skalası açısından farklı bir yöntem kullanan Moody's derecelendirme şirketidir. Farklılık arz eden noktaları

ise kullanmış olduğu sembollerin şekilsel değişikliklerinden ibarettir (Demir, 2014:37).

Bütün kredi derecelendirme kuruluşları gibi Fitch derecelendirme kuruluşu da derecelendirme hizmetinde bulunurken, kredi riski dışındaki herhangi bir riski doğrudan ele almamaktadır. Kredi notları, Fitch'in sermaye girişi veya yeniden finansman olasılığı gibi kredi riskiyle ilgili görüşünü etkileyebilecek olsa da, derecelendirme araçları için piyasa fiyatının veya piyasa likiditesinin yeterliliği hakkında yorum yapmaz (www.fitchratings.com, 2017).

Tablo 7: Fitch Ratings Not Sembolleri ve Anlamları

AAA	**Son Derece Güçlü:** 'AAA' Derecelendirmeleri, ödemelerin durdurulması veya kesilmesinin en düşük beklentisini ifade eder. Bunlar, poliçe sahibi ve sözleşme yükümlülüklerini yerine getirmek için olağanüstü güçlü kapasite olması durumunda verilir. Bu kapasitenin, öngörülebilir olaylardan olumsuz şekilde etkilenmesi muhtemel değildir.
AA	**Çok Güçlü:** 'AA' Derecelendirmeleri, ödemelerin durdurulması veya kesilmesinin çok düşük bir beklentisini ifade eder. Poliçe sahibi ve sözleşme yükümlülüklerini yerine getirme konusunda çok güçlü bir kapasiteye işaret ediyorlar. Bu kapasite, öngörülebilir olaylara karşı önemli derecede savunmasız değildir.
A	**Güçlü:** 'A' Derecelendirmeleri, ödemelerin durdurulması veya kesilmesinin düşük bir beklentisini ifade eder. Bunlar, poliçe sahibi ve sözleşme yükümlülüklerini yerine getirme konusunda güçlü bir kapasiteye işaret etmektedir. Bununla birlikte, bu kapasite, daha yüksek derecelendirmeler için olduğu gibi, şartlardaki veya ekonomik koşullardaki değişikliklere karşı daha savunmasız olabilir.
BBB	**İyi:** 'BBB' Derecelendirmeleri, şu anda kesilen veya kesilen ödemeler için düşük bir beklentinin olduğunu göstermektedir. Poliçe sahibi ve sözleşme yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilme kapasitesi yeterli kabul edilir, ancak şartlardaki olumsuz değişiklikler ve ekonomik koşullar bu kapasiteyi etkilemektedir.
BB	**Kısmen Zayıf:** 'BB' Derecelendirmeleri, özellikle zaman içinde olumsuz ekonomik veya piyasa değişikliklerinin bir sonucu olarak, ödemelerin durdurulmasına veya kesilmesine karşı yüksek bir güvenlik açığı olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, sigortalının ve sözleşme yükümlülüklerinin zamanında yerine getirilebilmesi için işletme veya finansal alternatifler mevcut olabilir.
B	**Zayıf:** 'B' Derecelendirmelerinde yükümlülükler halen zamanında karşılanıyorsa, gelecekte durdurulan veya kesilen ödemelerin gerçekleşebileceği konusunda ciddi bir risk oluşturur ancak sınırlı bir güvenlik marjı kalır. Ancak bunun sürdürülebilmesi ekonomik

	koşullara bağlıdır.
CCC	**Çok Zayıf:** Yükümlülükler hala zamanında karşılanıyorsa, gelecekte durdurulan veya kesilen ödemelerin gerçekleşebileceği gerçek bir olasılığı vardır. Sürekli ödemelerin devam etmesi için kapasite, olumlu bir iş ve ekonomi ortamı ve olumlu piyasa koşullarına bağlılık söz konusudur.
CC	**Oldukça Zayıf:** Yükümlülükler hâlâ zamanında karşılanıyorsa, durdurulan veya kesilen ödemelerin gelecekte gerçekleşeceği muhtemeldir. Diğer bir ifade ile temerrüt yüksek ihtimal ile söz konusu olabilir.
C	**Sıkıntılı:** Yükümlülükler hâlâ temelden karşılanıyorsa, durdurulan veya kesilen ödemeler gelecekte olacaktır. Böyle bir durumda borcun ödenememe durumu ihtimal dâhilindedir

Kaynak: Fitch Ratings, 2018

Tablo 7'den de anlaşılacağı üzere Fitch derecelendirme kuruluşu tarafından verilen notlardan en yüksek kredi kalitesine sahip olan AAA baremidir. Bu seviyeye sahip yükümlülüklerde risk neredeyse hiç yoktur, anapara ve faizin geri ödenmeme gibi bir durumu söz konusu değildir. Buna karşın CCC baremi kredi notu açısından en düşük seviyeyi gösterir. Böyle bir durumda risk maksimum düzeydedir. Yükümlülüklerin, çok az da olsa yerine getirilebilme mevcudiyeti olsa bile sıkıntılı bir duruma işaret ettiği için piyasalarda meydana gelebilecek her hangi olumsuz bir durum karşısında aşırı derecede etkilenme söz konusu olacaktır. BBB ise orta derecede bir kaliteyi belirtir. Böyle bir düzeyde yükümlülüklerin yerine getirilmesi yeterli düzeyde kabul edilir. Ancak değişen şartlara göre meydana gelebilecek ekonomik olumsuzlara karşı duyarsızlık mevcuttur.

Tablo 8: Uluslararası Kredi Notları ve Anlamları

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Baremleri		S&P	Fitch	Moody's
Yatırım Yapılabilir seviye	Prime	AAA	AAA	Aaa
	Üst Seviye	AA+	AA+	Aa1
		AA	AA	Aa2
		AA-	AA-	Aa3
	Orta-Üst Seviye	A+	A+	A1
		A	A	A2
		A-	A-	A3
	Alt-Orta Seviye	BBB+	BBB+	Baa1
		BBB	BBB-	Baa2
		BBB-	BBB-	Baa3
Yatırım Yapılamaz- Spekülatif		BB+	BB+	Ba1
		BB	BB	Ba2
		BB-	BB-	Ba3
Düşük Seviye	Son Derece Spekülatif	B+	B+	B1
		B	B	B2
		B-	B-	B3
	Önemli Riskler	CCC+	CCC	Caa1
	Aşırı Spekülatif Riskler	CCC	CCC	Caa2
	Kurtarılması Gereken İflas Eşiği	CCC-	CCC	Caa3
		CC	CCC	Ca
		C	CCC	Ca
	İflas / Batık	D	DDD/DD/D	C

Kaynak: http://www.finhat.com,2018.

2.3.ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ AMAÇLARI VE ÇALIŞMA PRENSİPLERİ

2.3.1.Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Amaçları

Kredi derecelendirme kuruluşları her ne kadar kurulduğu dönemlerde dar bir çerçevede, sınırlı amaçlar için faaliyette bulunmuş olsalar da değişen dünya düzeninde çok farklı ve geniş fonksiyonlar icra etmeye başladılar. İlk kurulduklarında sadece belli bazı şirketleri değerlendiren bu kuruluşlar ilerleyen yıllarda kapsamlarını genişletmişlerdir. Kredi derecelendirme kuruluşları bu açıdan analiz edildiğinde, temel amaçlarının gerek ulusal gerekse uluslararası ekonomik durumu, belirlenen ve tüm dünyada kabul görmüş sembollerle ortaya koymaktır (Tütüncü Hasbi, 2012:8-9).

KDK'lar borçlunun kredibilitesini, yükümlülüklerini tam ve zamanında ödeyebilme kapasitesini ve ödeme istekliliğini ölçmektedir. UKDK'lar, finansal piyasaların istikrarlı ve etkin bir şekilde işlemesine yardımcı olmaktadır. Bununla birlikte, finansal piyasalarda meydana gelebilecek asimetrik enformasyon problemini önleyerek tasarruf sahiplerinin bilgilendirilmesi ve kamunun aydınlatılması işlevlerini de yerine getirirler (Tufaner, Sönmezler ve Çelik, 2017:328).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının amaçları, genel çerçevede finansal piyasalarda etkinliği sağlamak, saydamlık ölçüleri dâhilinde piyasalar hakkında bilgi üretimi sağlamak, ülke ve şirketlerin yönetim performanslarını ölçmek gibi faaliyetleri icra etmektir. Bu genel çerçeve ile birlikte söz konusu bu kuruluşların amaçlarının iyi irdelenebilmesi için işlevlerine göz atmakta yarar vardır. Bu bağlamda Kredi derecelendirme kuruluşlarının işlevleri aşağıdaki başlıklar altında incelenebilir.

2.2.1.1. Kredibiliteyi Değerlendirme İşlevi

Bir derecelendirme, bir borçlu veya bir borç aracının kredi riskinin bir değerlendirmesini temsil eder. Özellikle borçlunun, bir borç yükümlülüğü üzerinde faiz veya anapara ödemesini zamanında tamamlamaması riski değerlendirmeye tabi tutulur. Derecelendirme kuruluşları, şirketlerin ve hükümetlerin göreceli kredi değerliliklerini (egemen veya ulusal, eyalet ve belediye düzeyinde) değerlendirmede uzmanlaşmaktadır. Uzmanlaşan kredi derecelendirme kuruluşları bu açıdan kredibilite değerlendirme faaliyetine fon talep eden ve fon arz edenler açısından değerlendirirler. Kredi değerliliğinin değerlendirildiği üç temel yol vardır. Bunlar; kredi puanlaması, geleneksel (istatistiksel) yaklaşım ve piyasa temelli olan modern yaklaşımlardır. Kullanılan yöntemler, ajanslar arasında farklılık gösterse de, yaklaşımların ortak metodolojik özellikleri vardır (Schroeder, 2015:13).

2.3.1.2. Asimetrik Bilginin Yeniden Dengelenme İşlevi

Asimetrik bilgi, finansal piyasalarda rol üstlenen tarafların bilgiye ulaşmada eşit koşullara sahip olmama durumunu ifade eder. Asimetrik bilginin bulunduğu bir ortamda taraflardan genellikle daha az bilgiye sahiptir. Bu yönüyle taraflar arasında

bir bilgi dengesizliği mevcuttur (Fidan, 2011:43). Bilginin dengesizliği, bir tarafın işlemle ilgili riskleri tam olarak bilmediği ve bu nedenle bu riskleri üstlenmek için altına girdiği yükümlülüklerin yeterince telafi edilemeyeceği bir durum oluşturur. Kredi derecelendirme kuruluşları ise, genel itibariyle piyasa verilerine daha sağlıklı erişim sağlamaktadırlar. Her ne kadar halka açık olmayan alanlar olsa da, bilgiler ajanslar tarafından analize tabi tutulur ve bu bilgiler derleme olarak derecelendirilir. Bu şekilde derecelendirme kuruluşları, potansiyel borçluların yatırımcılara bilgi akışını kolaylaştırır (Schroeder, 2015:15).

2.3.1.3. Bilgiyi Yayma İşlevi

Kredi derecelendirme kuruluşları, uluslararası serbest piyasalarda yatırımcıların ve diğer piyasa aktörlerinin bilgi açığını kapatan aracılardır. Piyasalara bilgi enjekte etme görevi ile piyasaların etkin işleyebilmeleri için önemli bir sorumluluk üstlenmişlerdir. Derecelendirme finansal sistemden faaliyet gösteren piyasa aktörlerine yol gösteren bir araçtır. Aynı şekilde bu aktörlerin yatırımlarını uygun gördükleri risk grubunda değerlendirebilmelerini sağlar (Toraman ve Yürük, 2014:129).

Derecelendirme bir yandan bilginin paylaşılmasını kolaylaştırırken diğer yandan finans sistemlerinde hüküm süren asimetrik enformasyon problemine de çözüm sağlayarak taraflar arasındaki çelişkileri azaltmaktadır (Demir ve Eminer, 2014:100). Ayrıca yapılan derecelendirme işlemlerinin sonuçları kamuoyuna açıklanır ve derecelendirmeye neden olan faktörlere dair gerekçeler sunulur. Bilginin bu şekilde piyasaya yayılması, yatırımcılar için bir ön değerleme işlevini yerine getirir. Böylece finansal piyasa aktörleri olan fon arz edenler ve fon talep edenler, kredi derecelendirme kuruluşlarının böyle bir işlevi yerine getirmesinden dolayı daha doğru kararlar verme imkânı elde ederler.

2.3.1.4. Likiditeyi Artırma İşlevi

Derecelendirmelerin, bilgi asimetrisini azaltarak ve böylece belirsizliğin azaltılması yoluyla yatırımcıların güvenini artırarak finansal piyasaların likiditesini artırdığı düşünülmektedir. Bu şekilde derecelendirme sonucu yatırımcının güveninin

desteklenmesiyle, yatırımcılar kendilerini daha rahat his ederler. Bunun neticesinde borçlanma veya mevcut borçlanma araçlarında pozisyon almanın teşvik edilmesiyle likiditenin artırılma ihtimali mevcut hale gelir (Schroeder, 2015:16).

2.3.1.5. Piyasa Etkinliğini Geliştirme İşlevi

Derecelendirme faaliyeti ulusal ve uluslararası ölçekte; ekonomiye güvenilir ve istikrar içinde gelişen mali piyasalar kazandırmak işlevini yerine getirir. Aynı şekilde ekonominin dış kaynak teminini, piyasaların uluslararası piyasalarla bütünleşmesini sağlamaktadır. Diğer taraftan düşük tasarrufların yatırıma dönüşmesinde derecelendirme, önemli bir fonksiyonu yerine getirerek tasarrufların daha kolay mobilize edilmesi sağlamaktadır. Piyasa etkinliğini sağlama adına diğer bir fonksiyonu ise, ekonomideki genel risk düzeyini sınırlandırırken mali işlemlerin etkinliğini artırmakta ve büyümenin daha etkin finansmanını sağlamaktadır. Menkul kıymetlerin fiyatlarının daha ekonomik ve istikrarlı oluşması da tutarlı, objektif bir derecelendirme faaliyeti gerçekleşecektir (Erkan ve Demircioğlu, 2010:110).

2.3.1.6. Yatırımın Etkin Bir Şekilde Yapılmasına İmkân Sağlama İşlevi

KDK'ların ülkeler için belirledikleri notlar, yatırımcıların fonlarını yönlendirmeleri için yol gösterici bir özelliğe sahiptir. Bundan dolayı, kredi notu aracılığıyla yatırım yapılabilmenin düzeyine ölçen UKDK'lar, ülkelerin yatırım düzeyine ve gelişme düzeylerine etki edebilmektedir. Bu süreçte, borçlanmak isteyen ülkeler faiz oranlarını belirleyerek borçlanma maliyetini oluşturmaktadır. Elinde fon bulunan tasarruf sahipleri faiz oranlarının yüksek olduğu ülkelere yatırım yapma iradesinde olurken, ülkeler ise faiz oranlarını düşürebileceği en alt düzeye indirerek borçlanma maliyetlerini azaltma eğiliminde olurlar (Tufaner, Sönmezler ve Çelik, 2017:328). KDK'lar tarafından ülkelerin yatırımlarına yönelik yapılan değerlendirmeler piyasa aktörlerince analiz edilip değerlendirilir. Analizler sonucunda yatırımcılar, kendilerine en iyi getiriyi sağlayacak olan alanlara yöneldiklerinden dolayı yatırımlarını daha etkin alanlara tahsis etme elde etmiş olacaklar.

2.3.1.7. İşlem Maliyeti İşlevi

Finansal piyasa sistemlerinde işlemleri gerçekleştirmek için gereken bilgilerin sağlanması belirli bir işlem maliyeti doğurmaktadır. Özellikle bu piyasalarda işlem maliyetlerinin önemli bir kısmı ihtiyaç duyulan bilgilere için yapılan harcamalar oluşturmaktadır. Piyasadan bilgi edinme aşamasında yapılan harcamaların yüksek olması işlem maliyetini artırmaktadır. İşlem maliyetlerinin yüksekliği piyasa işleyişlerini de bozabilmektedir. Özellikle böyle bir durum düşük tasarruflara sahip fon sahipleri için dezavantaj oluştur. Bundan dolayı bilgilere yüksek işlem maliyetinden dolayı ulaşamadıklarından yapmak istedikleri işlemleri gerçekleştiremezler. Böyle bir durum ise piyasanın daralmasına sebep olur (Halıcı, 2005:12). Ancak kredi derecelendirme kuruluşlarının araştırmaları neticesinde kamuoyuna açıkladığı veriler, belirsizliği ve riski minimum düzeye indirerek, menkul kıymet fiyatlarının belirlenmesinde büyük önem taşırlar. Böylelikle piyasa aktörleri, daha geniş kapsamlı yatırımlara yönelme imkânı bulurlar (Tütüncü Hasbi, 2012:11). Açıklanan bu veriler aynı zamanda yatırımcıları bilgi elde etme maliyetinden kurtardığı için işlem maliyetini azaltır ve zaman tasarrufu sağladığı için de ayrıca maliyetleri düşürür.

2.3.1.8. Ülke Ekonomilerinin Genel Yapısını Değerlendirme İşlevi

Mevcut kredi derecelendirme şirketleri tarafından yapılan borçla ilişkili derecelendirme, ekonominin genel sağlık ve yönetim kalitesinin örtülü bir değerlendirmesidir. Ortaya konulan ekonomik veriler ışığında her ne kadar belli şeyler sarf edilse de, bir ekonominin ve finansal sisteminin sağlığının nasıl değerlendirileceği konusunda fikir birliği yoktur. Ancak günümüz koşullarında daha iyi bir yöntem gelene kadar, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan borç üzerindeki derecelendirmeler bir nevi vekil olarak kullanılmaktadır. Bunun için piyasaya girme konusunda başvuru kılavuzu işlevine sahiptir. Bu değerlendirmeler kapsamında yapılan derecelendirmelere göre bazı şoklara ya da zayıf ekonomik ve mali yönetimlere atfedilen zayıf ekonomik koşullar, durgun büyüme, enflasyon zayıf mali pozisyonları yansımaktadır. Egemen borç notları, diğer bütün tahvil araçlarının değerlendirildiği kıyaslamayı da sağlar. Bu bağlamda yapılan bu tarz değerlendirmeler piyasaya egemen konumda olduğu için kuruluşların bir ülke

hakkındaki derecelendirme notları, ülkenin bir açıdan genel sağlığını gösterir (Schroeder, 2015:17).

Yukarıda sekiz başlık altında sıralanan amaçlar dışında da kredi derecelendirme kuruluşlarının farklı amaçları sıralanabilir. Lakin genel çerçeve bu döngüde olacaktır. Bu bağlamda kredi derecelendirme kuruluşlarının risk dereceleri, bir ülkenin veya şirketin borç anapara ve faizini geri ödeme kabiliyetini ve istekliliğini ya da pazar paylarını kaybetme olasılığını içerdiğinden dolayı derecelendirme kuruluşları derecelendirme faaliyetlerinde şeffaf ve tarafsız olmalılar. Burada üzerinde önemle durulması gereken husus, derecelendirme işleminin tarafsız olması yaklaşımıyla yapılmasıdır. Tarafsızlık ile neticelenen sonuçlar ancak güven oluşturur. Aksi takdirde elde edilen sonuçlar güvensizlik oluşturacağı için inandırıcılıktan uzak olurlar ve neticede bir mana ifade etmekten beri olmuş olurlar (Babuşcu, 1997:11). Nitekim ülkemizin kanunlarında bile bu husus üzerinde önemle durulmuş ve kredi derecelendirme tanımı yapılırken SPK'nın 51 No'lu genel tebliğinde tarafsızlığının önemine vurgu yapılarak şu şekilde tebliğ metnine işlenmiştir (SPK, Md.5): Kredi derecelendirmesi;

a) İşletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya

b) Borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir.

2.3.2. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri

Derecelendirme kuruluşları, ülke veya şirketlerin geçmiş ve mevcut zamanın verilerinden yola çıkarak gelecekle ilgili kısa ve uzun dönemli tahminlerde bulunurlar. Bu tahminler bir kehanetten öte reel hayatta ve reel piyasada işlev gördüğünden dolayı son derece kritik öneme sahiptirler. Çünkü söz konusu tahminler, ülkelerin veya kuruluşların risk düzeyi ve sorumluklarını yerine getirebilmesi ile ilgilidir. Bundan dolayı derecelendirme kapsamında verilecek bir

not çok hassas bir çalışmanın ürünü olmalıdır. Bundan dolayı bir kredi derecelendirme şirketi tarafından yapılan derecelendirmenin doğruluğu ve tutarlılığı şirket açısından çok önemlidir. Çünkü malumdur ki ileriye dönük yapılan tahminlerin gerçekleşme ihtimalinin tespiti zordur. Doğru puanlanmayan bir risk, kredi kuruluşlarının itibari için son derece önemlidir ve aynı şekilde ciddi zarar verici bir yapıya sahiptir. Bundan dolayı derecelendirme kuruluşları sıkı prensiplerle çalışırlar. Söz konusu prensiplerden bazıları şunlardır (Ökmen, 2012):

- Kredi derecelendirme kuruluşların, borçluların geri ödeme potansiyellerini değerlendirirken bağımsız bir statü ile bu değerlendirmeyi yapmaları,
- Derecelendirme hizmetlerinin, ülkeler ve sektörler bazında karşılaştırılabilir bir norm yapısına göre verilmesi
- Fon arz eden ya da borç veren veyahut da yatırım yapan kişi ve kurumların üstlenecekleri risklerin tanınmasına aracılık etmeleri,
- Derecelendirme hizmetinin bir öneri mahiyeti taşımaması, diğer bir ifade ile menkul kıymetlerin satılması ya da elde tutulması gerekliliğini ifade etmesi, kredi verilmesi gerekliliğini gibi herhangi bir öneride bulunmamaları,
- Derecelendirme sonuçlarının sembollerle ifade edilmesi
- Şeffaflığa vurgu yaparak bu ilke çerçevesinde çalışmaları gibi hususlar kredi derecelendirme şirketlerinin çalışmalarında temel aldığı prensiplerdir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
SERMAYE PİYASALARI VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SERMAYE PİYASALARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

3.1. SERMAYE PİYASALARI

Finansal piyasalarda karar alma mekanizmalarını harekete geçirecek bilginin her zaman bütün piyasalara eşit koşullarda ulaşamaması ya da eşit koşullarda dağıtılamaması, piyasaların işleyişlerini sekteye uğratır. Bilgi kirliliği ya da asimetrik bilgi piyasaların etkin bir şekilde faaliyet sürdürmesini azaltmakta ve aynı şekilde çeşitli sorunlara yol açabilmektedir. Piyasaların bu şekilde risklere maruz kalması, işlevlerini tam manasıyla icra edememesine sebebiyet verdiğinden bu noktada derecelendirme faaliyeti yürüten kredi derecelendirme kuruluşları önemli rol oynamaktadır. Derecelendirmenin en önemli faktörlerinden birinin asimetrik bilgiyi ortadan kaldırmayı amaç edinmesi düşünüldüğünde bu noktadaki önemi anlaşılır. Zira derecelendirme, finansal piyasalarda yatırımcılar ile ihraççılar arasındaki asimetrik bilgiyi azaltarak bilgi paylaşımını hedeflediğinden sermaye piyasaları ile arasındaki bağı kuvvetlendirmektedir. Bundan dolayıdır ki finans piyasalarındaki gelişmelere paralel olarak, bilgiye olan ihtiyacı karşılamak babında derecelendirmeye olan talep artmış ve derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme kapsamına aldığı ürünler yaygınlaşmıştır (Altaş, 2009:20).

21. Yüzyılda teknoloji baş döndürücü bir şekilde gelişme kaydetmektedir. Teknolojinin gelişmesi ile birlikte hayata geçirilişindeki dengesizlikler de artmaktadır. Dengesizlik ise asimetrik bilginin piyasada vücut bulmasının önünü açar. Bundandır ki Acemoğlu: “Modern dünyadaki eşitsizliğin kaynağı teknolojinin dağılımında ve hayata geçirilişindeki dengesizliktir” der (Acemoğlu ve Robinson,

2013:57). Bu gerçek, böyle bir dengesizliğin ortadan kalkması adına insanı doğru bilgiye ulaşmak için harekete geçirir. Eğer ki derecelendirme faaliyeti asimetrik bilgiyi azaltma faaliyeti görüyorsa (ki varlıkları sorgulandığında tüm kuramlar bunu kabul etmektedir) tam bu noktada sermaye piyasaları devreye girer. Nitekim sermaye piyasaların en çok ihtiyaç duyduğu şey ilgili piyasalar hakkında sağlıklı bilgi ya da sağlıklı verilere ulaşmaktır. Bu hizmeti ise globalleşen sermaye hareketi için derecelendirme kuruluşları yerine getirmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından açıklanan notlar kamuoyuna açıklandığından dolayı geniş bir kesim tarafından kullanılmaktadır. Sermaye piyasasında menkul kıymetleri işlem gören firmalar da söz konusu menkul değerlerini derecelendirmeye tabi tuttuklarından güvenirlik ve etkinlik açısından ilgili menkul kıymetlerinin değer artışları için çaba gösterirler. Menkul kıymetlerin derecelendirme faaliyetlerine tabi tutulmasından dolayı elde ettiği başka bir kazanç ise spekülatif dalgalanmaları sınırlandırılmasıdır (Doğan, 2011:15).

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan not değerlendirmeleri birçok alanı ve kuruluşu kapsamaktadır. Başta ülkeler olmak üzere piyasalarda faaliyet icra eden neredeyse tüm kurum ve kuruluşları ve bunların ihraç ettikleri menkul değerleri kapsamaktadır. Bu kapsam içine tahvil, finansman bonosu gibi birçok değişik özelliklere sahip menkul kıymetler girmektedir. Bundan dolayı kredi kuruluşları ile sermaye piyasaları arasındaki ilişkiyi tam olarak ortaya koyabilmek amacıyla bu bölümde ilkin kısaca finansal piyasalara değinildikten sonra bu piyasaların önemli bir ayağını oluşturan sermaye piyasaları hakkında detaylı bilgi verilecek, ardından derecelendirme faaliyetlerinin sermaye piyasaları açısında önemi irdelenerek etkileri üzerinde durulacaktır.

3.2.FİNANSAL PİYASALAR KAVRAMI

Piyasa, alıcı ile satıcıların karşılıklı iletişim içinde oldukları ve para ve mal değişiminin gerçekleştiği yerdir. Başka bir ifade ile arz ve talebin kesiştiği alanlardır. Piyasa alanı fiziki bir ortam olduğu gibi aynı zamanda teknolojik çağımızda elektronik ortamlar da olabilmektedir. Bu yönden arz ve talebin karşılaştığı mekânlar olan borsalar buna en güzel örnektir (SPL, 2014:4).

Bir ekonomide piyasaları, reel piyasalar ve finansal piyasalar olarak iki grupta toplamak mümkündür. Reel piyasaları; mal ve hizmet alım-satımının gerçekleştiği mal ve hizmet piyasaları ile mal ve hizmetlerin üretiminde kullanılan üretim araçlarının alınıp satıldığı piyasalar oluşturmaktadır. Finansal piyasalar ise, fon açığı veren birimlerle fon fazlası veren birimlerin karşılaştığı ve fon transferinin gerçekleştiği ortamlardır. Finansal piyasalar; fon arz eden birimlerle, fon talep eden birimleri karşılaştırarak her iki tarafın da ihtiyaçlarının giderilmesine, refah düzeylerinin artmasına ve neticede ekonominin gelişmesine olanak sağlamaktadır. Finansal piyasalarda fonların, arz edenlerden talep edenlere aktarılmasında etkin işleyen bir sisteme ihtiyaç vardır. Finansal sistemin etkinliği arttığı ölçüde fon arzının ve talebinin uygun koşullarda, uygun fiyatlarla karşılaşma olanağı artmaktadır. Finansal piyasalar sadece üretime yönelik harcamalar için değil aynı zamanda tüketim harcamaları için gerekli fonların da temin edildiği piyasalardır (Aydın ve diğ., 2013:3-4).

Dünyada tüm piyasalar içerisinde en ilginç ve en önemli olan piyasalar finansal piyasalardır. Finansal piyasalar çok sıkı bir şekilde diğer piyasalarla ilişkilidir aynı zamanda ekonomideki her birey ile ilişkilidir. Tüketiciler, bireysel yatırımcılar ve firma sahipleri aktif veya pasif bir şekilde finansal piyasalarda rol alırlar (Başoğlu, Ölmezoğulları ve Parasız, 2001: 18).

Finansal piyasaları farklı açılardan sınıflandırmak mümkündür. Aşağıda tabloda daha çok benimsenen sınıflandırmalar yer verilmiştir (Aydın ve diğ.. 2013:6).

Tablo 9: Finansal piyasaların Sınıflandırılması

Finansal Varlığın Niteliğine Göre	Finansal Varlığın Süresine Göre	Finansal Varlığın İlk kez Alınıp Satılmasına Göre
➢ Borç Piyasaları ➢ Öz Sermaye Piyasaları	➢ Para Piyasaları ➢ Sermaye Piyasaları	➢ Birincil Piyasalar ➢ İkincil piyasalar
Ödemelerin Hemen ya da Gelecekte Yapılmasına Göre	Örgütlenme Durumuna Göre	
➢ Nakit ya da Spot Piyasalar ➢ Vadeli Piyasalar	➢ Örgütlenmiş Piyasalar ➢ Örgütlenmemiş Piyasalar (Tezgah üstü Piyasalar)	

Kaynak: Aydın ve diğ., 2013.

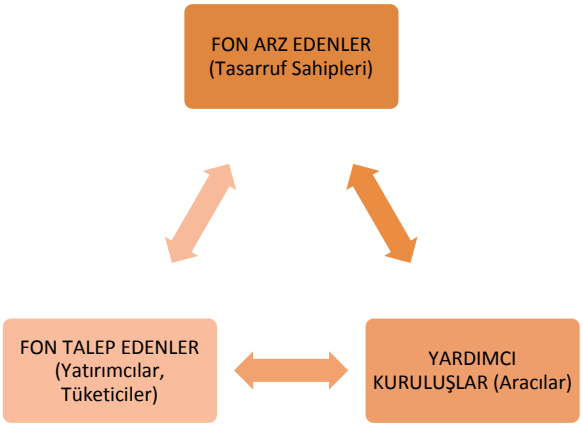
Yukarıdaki tabloda genel itibariyle benimsenmiş olan finansal piyasalar yer almaktadır. Ancak burada konu itibariyle finansal varlığın süresine göre sınıflandırılan kısımda yer alan sermaye piyasaları üzerinde duracağız. Elbet her piyasa ekonomik açıdan son derece önemlidir. Ancak sermaye piyasaları derecelendirme ile ilişkilendirildiğinde uzun vadeli bir piyasa olmasından dolayı risk barındırmaktadır. Risk ise, asimetrik bilgiyi beraberinde getirir. Risk ve asimetrik bilginin buluştuğu ortamda ise, derecelendirme faaliyetinin önemi daha da artar. Çünkü derecelendirmenin en önemli amaçlarından biri riski ölçmek ve asimetrik bilgiyi azaltmaktır. Risk ve asimetrik bilgi ise doğrudan sermaye piyasasını ilgilendirir.

3.2.1. Sermaye Piyasası ve Fonksiyonları

Piyasa, alıcı ve satıcıların birbirleri ile karşılıklı iletişim içinde oldukları ve değiş tokuşun meydana geldiği yerdir. Piyasa genellikle teorik ve mekândan soyutlanmış bir kavramdır (Sayın, 2009:7). Piyasa, eğer bir ülkenin sınırları içerisinde ise ve söz konusu ülkede yapılan işlemleri kapsıyorsa iç piyasa, ülke sınırlarını aşan işlemler yapılıyorsa uluslararası piyasa adını alır (Bektaş, 2013:3).

Sermaye piyasaları, küreselleşme ile birlikte sınırların ortadan kalkması ve dünya ticaretinin giderek daha etkili olmaya başlayan çok uluslu şirketlerin faaliyetlerini daha geniş coğrafyalarda icra etmeye başlamalarıyla etkinliğini daha çok arttırmış ve giderek artan fon ihtiyaçlarının karşılanması için kritik önem kazanmıştır (Bekar, 2007:64).

Sermaye piyasaları fon sahibi kişiler ile fon ihtiyacı olan kişilerin karşılaştığı piyasalardır. Sermaye piyasalarındaki bu karşılaşmayı da aracı kurumlar sağlamaktadır. Aracı kurumlar fon arz edenler ile fon talep edenleri bir araya getirip fon alım-satımını sağlayan kurumlardır. Söz konusu sermaye piyasası tarafları şekil 3'te gösterilmiştir (Çukacı ve Çenberlitaş, 2017:178).



Şekil 3: Piyasa Tarafları

Kaynak: Çukacı ve Çemberlitaş, 2017.*
* Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Piyasanın varlığı için gerekli olan taraflar Şekil 3'te de görüldüğü gibi üç kısma ayrılmaktadır. Piyasa için kaynak sunan taraf, fon arz eden tasarruf sahipleridir. Tasarruf sahiplerin amacı, ellerinde bulunan fazla tasarrufu piyasaya enjekte edip gelir elde etmektir. Piyasanın diğer bir tarafı ise fon talep eden yatırımcılardır. Yatırımcılar ise genellikle işletme veya devlet kurumlarıdır. Fon talep eden taraf belli bir bedel ile elde ettiği fonları yatırıma kanalize ederek ekonomiye hem canlılık kazandırmaktadır hem de kendileri belli bir gelir elde etmektedirler.

Piyasada diğer bir aktör olan aracı kurumlar ise, fon arz edenler ile fon talep edenler arasında köprü vazifesi görürler. Bu açıdan, bu kuruluşlarının temel görevi tasarrufları yatırımlara yönlendirmektir. Piyasada bu üç mekanizmanın düzgün işlemesi ülke ekonomisine bir dinamizm kazandırır.

Finansal piyasalardan olan sermaye piyasası, uzun ve orta vadeli fon arz edenler ile fon talep edenlerin karşılaştığı piyasa türüdür. Sermaye piyasasının para piyasasından en önemli farklarından birisi, para piyasaları kısa vadede işlem görürken sermaye piyasaları ise uzun vadeli işlemlerin karşılaştığı piyasaları oluşturur. Sermaye piyasalarında bir yıldan daha uzun süreli finansal varlıklar işlem görürler (Yıldırım, 2013:6). İşletmeler para piyasası araçlarını döner varlıklarını finanse etmek için diğer bir ifade ile bir yıldan daha kısa süreli varlıklarını finanse etmek için kullanırken, sermaye piyasası araçlarını orta ve uzun vadeli yatırım projelerini finanse etmek ya da yatırımlarını geliştirmek ve artırmak için kullanırlar (Yalta, 2011:52). Sermaye piyasası ile para piyasası arasındaki diğer farklar risk ve likiditede ortaya çıkar. Para piyasası kısa vadeli piyasa olduğundan dolayı risk, sermaye piyasasına nispeten daha düşüktür. Diğer bir fark olan likidite ise, finansal varlıkların kısa süre içerisinde kolaylıkla ve mevcut değerinden herhangi bir eksilme olmadan alım-satım işine konu olmasıdır. Para piyasasının likiditeye dönüşme hızı sermaye piyasasından daha yüksektir (Aydın ve diğ., 2013:7-8).

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkeler, menkul kıymet değerlerini seri bir şekilde yatırımcıların ve küçük tasarruf sahiplerinin eline geçmesine ortam hazırlarlar. Böyle bir işlevin yerine getirilmesinde, söz konusu ülkelerde faaliyet gösteren menkul kıymet borsaları önemli fonksiyonlar üstlenirler. Zira yastık altında bulunan değerlerin borsalar vasıtasıyla piyasalara enjekte edilmesi ekonomik yapıya canlılık kazandırır. Bu perspektiften bakıldığında sermaye piyasalarının mevcudiyeti için iki unsur gereklidir. Bu unsurlardan biri ilgili piyasalardan fon talep eden ekonomik birimler ya da yatırımcılardır. Bu vazifeyi ifa edenler ise kamu sektörü ve anonim ortaklıklardır. Diğer ikinci unsur ise ellerinde artan tasarruflarını, anonim ortaklıkların ve kamu sektörünün çıkardıkları menkul değerlere yatırmak isteyen kişi ya da kuruluşlardan oluşan fon arzı sahipleridir. Bunlar, sermaye piyasasına kaynak sağlayarak fon arzı tarafını oluştururlar (Şamiloğlu ve Akçalı, 2018:2).

Herhangi bir ekonomide kullanıma hazır bulunan bir finansman kaynağının büyüklüğü ve söz konusu bu ekonomik kaynağın büyüklüğü ekonomiye bir can suyu vazifesi görür. Ancak ekonomiye kaynak teşkil etmesi bakımından büyümeye katkıda bulunabilecek fonların yatırımlarla hayata geçirilip piyasaya enjekte edilmesine bağlıdır. Kullanıma hazır halde bulunan ekonomik kaynakların verimliliği hayata geçirilme kavramıyla doğru orantılı bir seyir izler. Ekonomik kaynaklar ile hayata geçirilme kavramları arasındaki bu bağ sermaye piyasaları enstrümanları sayesinde piyasaya aktarılır. Bu yönüyle sermaye piyasalarının üstlenmiş olduğu işlevler son derece önemlidir. Zira sermaye piyasasının, hazır halde bekleyen ekonomik kaynaklara ulaşması ve piyasada değerlendirmesi kuşkusuz ki ekonominin de gelişmesine ve büyümesine sebebiyet verir. Ancak sermaye piyasasının söz konusu kaynaklara ulaşması kadar önemli olan başka husus da tasarruf sahiplerinin ellerindeki tasarruflarını bu piyasalarda değerlendirme isteğidir (Güler, 2009:67).

3.2.1.1. Sermaye Piyasası Fonksiyonları

Sermaye piyasalarının en önemli fonksiyonu, tasarrufların işletmelere tahsisini sağlamaktır. Piyasalarda faaliyet gösteren işletmeler, mallarına ve hizmetlerine olan talep arttığı ölçüde kapasite artırımına giderek yeni yatırımlara yönelirler. Genel bir fonksiyon olarak görülen böyle bir fonksiyon dışında, gelişmiş ve etkin bir şekilde faaliyet gösteren sermaye piyasalarının dolaylı ya da dolaysız birçok fonksiyonu mevcuttur. (Korkmaz ve Ceylan, 2017:51).

a) Tasarrufları değerlendirme fonksiyonu: Bir ülkede ekonominin gelişmesi şartlarından birisi de tasarrufların üretken yatırım projelerine aktarılmasıdır. Sermaye piyasasının tasarrufları özendirme fonksiyonu, güvenli ve likiditesi yüksek finansal araçların tasarruf sahiplerinin emrine sunulması ile yatırım yapma düşüncesi olmayanları yatırıma teşvik ederken, yatırım yapanları daha fazla yatırım yapmak için tasarruflarını artırmaya yönlendirmektedir. Ayrıca sermaye piyasası küçük tasarruf sahiplerini bir araya getirerek daha büyük projelerin geliştirilmesine imkân sağlar (Bektaş, 2013:7).

b) Ülke tasarruflarının verimli kullanımını sağlama fonksiyonu: Sermaye piyasası birimlerin ülke ekonomisinde kullanılmasına imkân sağlar. Bu sayede birikimlerin ülke ekonomisinde kullanılması sağlanmakta ve birikimlerin

menkul değerlere yatırılarak halkın ekonomik kalkınmaya katkısı da temin edilmektedir. Neticede bu şekilde mülkiyetin tabana yayılması sağlanır. Etkin işleyen bir sermaye piyasasında eldeki birikimlerin verimli kullanıldığını gören hane halkı iç birikime katkı sağlar. Bu tarz gelişmelerin yaşanması, tasarruf bilincini geliştirerek eksikliği çekilen tasarruf birikimine katkı sağlar ve birikimlerin kullanılması sonucunda da ülke kalkınması ivme kazanır. Böyle bir fonksiyon ile sermaye piyasası bir yandan tasarruf sahiplerini ödüllendirirken diğer yandan sermaye birikimi sağlayıp, sermayeyi verimli alanlara yönlendirerek kalkınmayı da temin eder (Fettahoğlu, 2017:12).

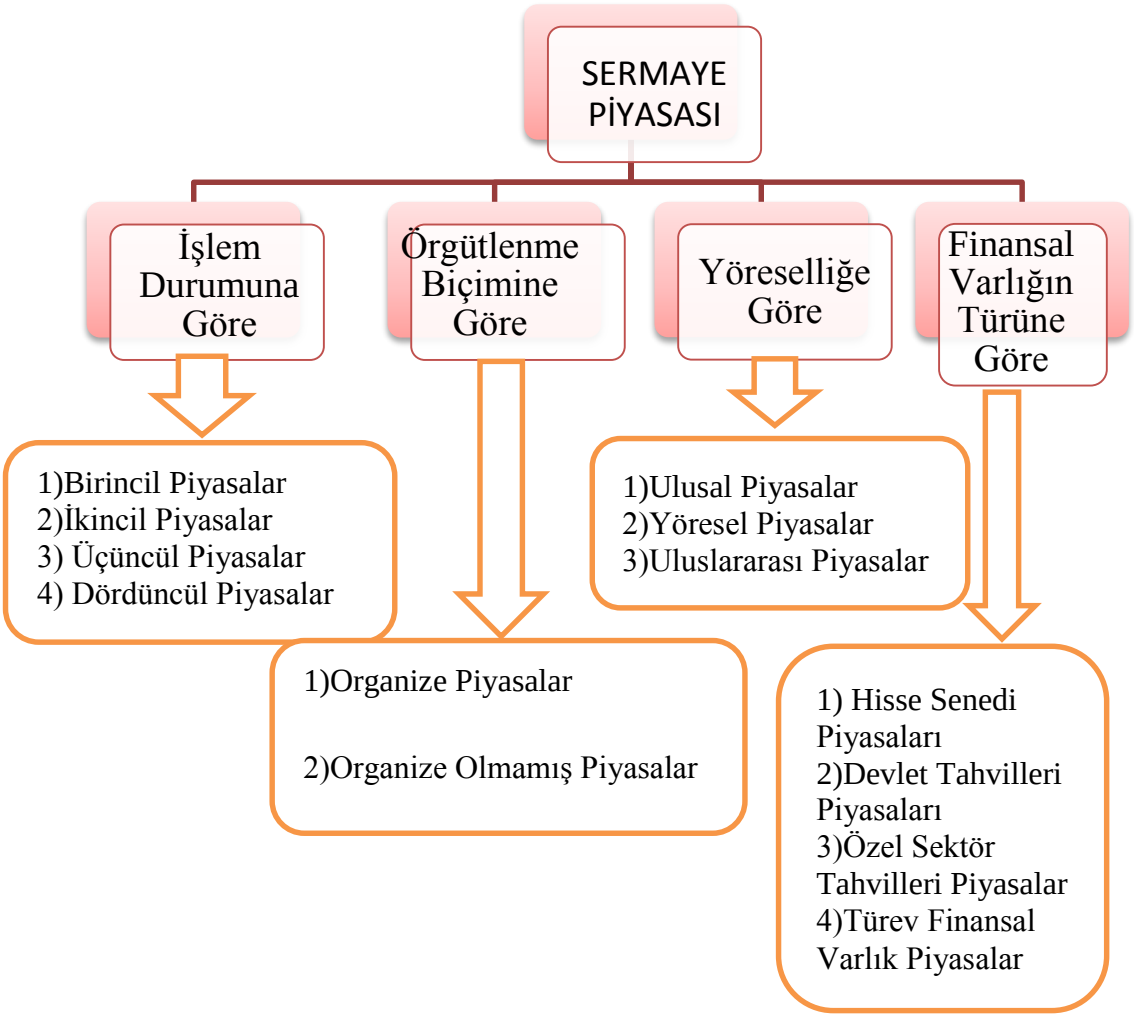
c) Üretken yatırımlarda bulunacak işletmelere düşük maliyetli fon sağlama işlevi: Sermaye piyasası vasıtasıyla şirketler herhangi bir aracı ihtiyacı duymadan tahvil ve pay gibi finansal varlıkları yatırımcılara doğrudan satarak daha düşük maliyetli fon temin edebilirler. Tahvil satışı ile elde edilen kredi için yapılan ödemeler vergi matrahından gider olarak düşülebildiğinden finans maliyeti düşebilmektedir. Arada herhangi bir aracı kuruluş olmadığı, vergiden istisna kavramların varlığı olduğu için maliyet düşmektedir. Bu gibi unsurlar işletmeler adına fon temininde maliyeti düşürücü etki yapar (Korkmaz ve Ceylan, 2017:52).

d) Sermayeyi tabana yayma işlevi: Sermaye piyasası açık ve şeffaf bir piyasadır. Dolayısıyla herkes sermaye piyasasına herhangi kayda değer bir giriş veya çıkış engeli olmadan katılabilir. Aynı zamanda piyasadaki işlem hacmi veya işlem hızından dolayı bilginin yayılması ve katılımcıların hepsine eşit biçimde ulaşması sermayenin daha hızlı yayılmasına imkan tanır (Okyere, 2016:27).

e) **Ülkenin kalkınmasına katkıda bulunma işlevi:** Sermaye piyasasının amacı küçük tasarruf sahiplerinin, bireysel yatırımcıların ellerindeki fonlarının ülkedeki en verimli yatırım alanlarına yönelmesini sağlamaktır. Ayrı ayrı olarak tasarruf sahiplerin ellerinde biriken sermayeler, sermaye piyasasına geldiğinde bunlar en yüksek faiz getirisi veren veya en fazla kar eden kurumların hisse senetlerine yöneleceklerdir. Bu şekilde, gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerindeki kıt tasarruflar en verimli yatırımlara yöneleceğinden yatırımcılar ülkenin kalkınma sürecine daha etkin şekilde katkıda bulunacaklardır. Bireysel tasarrufların verimli alanlara yönelmesi ise ekonominin gelişmesini hızlandırıp ülkenin kalkınmasına katkıda bulunur (Gülseven, 2008:8).

3.2.1.2. Sermaye Piyasası Türleri

Sermaye piyasası kavramı para piyasası kavramından daha geniş anlamda kullanılmaktadır. Sermaye piyasası çoğu zaman para piyasasını da içine alacak şekilde kullanılmaktadır. Günümüzde para ve sermaye piyasaları ayrı ayrı kullanılabildiği gibi, sermaye piyasası, para piyasasını da içerecek şekilde birlikte ve geniş anlamda da kullanılabilmektedir. Sermaye piyasasında fonların el değiştirmesi, menkul kıymet olarak adlandırılan finansal varlıklar yoluyla olur. Sermaye piyasasının en belirgin özelliği piyasanın orta ve uzun vadeli fonlardan oluşmasıdır. Bundan dolayı sermaye piyasasını çeşitli kriterlere göre sınıflandırmak mümkündür (Sarıkamış ve diğ., 2004:5).



Şekil 4: Sermaye Piyasası Türleri

Kaynak: Sarıkamış ve diğ., 2004*.
*Yazar tarafından oluşturulmuştur.

3.2.1.3. Sermaye Piyasasının İşleyişi

Finansal sistemde fon arz edenler ve fon talep edenler, birbirlerinden farklı oldukları için genellikle birbirleriyle bağlantısı olmayan kişiler ya da kurumlardır. Sermaye piyasası söz konusu bu iki taraf arasında bağlantı kurma cihetiyle köprü görevi üstlenmiştir. Bu piyasa aynı zamanda dönüştürme ve eşgüdüm yeri olma vazifesi görmektedir. Sermaye piyasasının köprü olma görevini üstlenen kesimler ise kurum ve kuruluşlardır. Diğer bir ifade ile alanında uzmanlaşmış aracı kurumlardır. Aracı olan kurum ve kuruluşlar bu hedeflere ulaşmak üzere faaliyette bulunurlar. Bunlar, aracı kuruluşlar olarak kaynak sunanlara karşı borçlu, yatırımcılara karşı alacaklı durumda ortaya çıkmaktadır. Bu görevi ifa eden aracı kuruluşlar ise

bankalar, bankerlik eden kurumlar vb. kuruluşlardır. Bu kuruluşlar, belirli yatırımların yerine getirilmesinde uzmanlaşmış ve birbirlerine karşı alacaklı ve borçlu konuma düşebilmektedir. Ayrıca; menkul değer çıkarımı ve ticareti, bazı önemli örgütsel yapıları ve kuruluşları da meydana getirmiştir. Kuramsal olarak sermaye piyasası, bu çerçeve içinde ortaya çıkan kredi istemini faiz ve diğer koşullar yardımıyla var olan kredi sunumuna indirgeyerek işlevini yerine getirmektedir (Fettahoğlu, 2017:15).

3.2.1.4. Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasaları genel itibariyle, menkul kıymet, türev araçlar ve diğer sermaye araçları olmak üzere üç kategoriye ayrılabilir. Ancak her ne kadar böyle bir kategori mevcut ise de sermaye piyasası araçları dendiğinde akla ilk gelenler hisse senedi ve tahvildir. Sermaye piyasası araçları dünyada genel hatları itibariyle vade yönünden bir yıldan uzun olan finansal araçlar olarak tanımlanmaktadır. Lakin yerel mevzuatlarda sermaye piyasası araçları farklılık arz edebilmektedir (Sancak, 2012:16).

Menkul kıymetler; pay ve pay benzeri diğer diğer menkul kıymetler, borçlanma araçları ve menkulleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları olarak üç gruba ayrılmıştır. İşletme finansında menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayan varlıklar olarak ifade edilir. Alacaklılık hakkı sağlayan menkul kıymetler ise, ihraççının satışa sunduğu tahvil ve benzeri her türlü borçlanma araçlarıdır. Genel anlamda vadeleri bir yıldan uzun olan bu gibi menkul değerler sermaye piyasası araçları olarak adlandırılır. Genel itibariyle aşağıdaki gibi sıralanabilir (Korkmaz ve Ceylan, 2017:237-238):

- ✓ Paylar (hisse senetleri),
- ✓ İmtiyazlı paylar,
- ✓ Tahviller,
- ✓ Gayrimenkul sertifikaları,
- ✓ İpotek teminatlı ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler,
- ✓ Varlık teminatlı veya varlığa dayalı menkul kıymetler,
- ✓ Kira sertifikaları,

- ✓ Borsalarda işlem gören türev araçlar,
- ✓ Borsa yatırım fonu katılım payları,
- ✓ Yatırım kuruluşu varantları ve sertifikaları,
- ✓ Ortaklık varantları,
- ✓ Sertifikalar,
- ✓ Kar ve zarar ortaklığı belgeleri,
- ✓ Katılma intifa senetleri,
- ✓ Gelir ortaklığı senetleri,
- ✓ Eurobond,
- ✓ Oydan yoksun paylar.

Sermaye piyasası araçların en önemli ortak noktası hepsinin vadelerinin uzun olmasıdır. Vadenin uzun olmasından kasıt bir yıldan daha uzun sürede likiditeye dönüştürülmeleredir. Uzun vadeli olmalarından dolayı sermaye piyasası araçlarının maruz kaldığı riskler daha fazladır ve buna bağlı olarak getirileri para piyasasına oranla daha değişkenlik arz eder.

3.2.2. Uluslararası Sermaye Piyasaları

Uluslararası sermaye piyasaları sınırlar ötesi piyasalar olarak kabul edilmektedir. Finansal sistemlerde iki tarafın aynı ülkede yerleşik olması durumunda ulusal piyasalardan söz edilirken, buna karşın taraflardan birinin farklı ülkede ikamet ediyor olması veya iş merkezinin başka yabancı bir ülkede olması uluslararası işlemleri gündeme getirir. Ancak yapılan mali işlem her ne kadar uluslararası piyasa statüsünde yapılan bir işlem sayılsa da genel itibariyle ulusal bir işlemdir. Zira mali piyasalarda fon taleplerinin ve fon arzlarının büyük bir çoğunluğu yerli tasarruf sahiplerinden sağlanmaktadır. Bunlardan çok az kısmı uluslararası bir nitelik taşımaktadır. Böyle bir özelliğe sahip olmaları ise yabancı bir tarafın mevcudiyetinden kaynaklanmaktadır. Bundan dolayıdır ki en büyük uluslararası piyasa olarak kabul edilen mali merkezlerde bile sınır ötesi işlemlerin payı oldukça düşüktür (Seyidoğlu, 2003:682).

Uluslararası sermaye piyasaları, devletsiz paraların yerel sınırların dışında oluşturdukları piyasalardır. Dolayısıyla uluslararası sermaye piyasaları, ülke sınırlarını aşan piyasalar olarak karşımıza çıkmaktadır. Sınırlar ötesi fonların ticareti

bu piyasalarda yapılır. Dolayısıyla uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası düzeyde fon istem ve sunumu karşı karşıya gelmektedir. Uluslararası sermaye piyasa merkezleri, bir yandan ulusal fon fazlalıklarını diğer yandan uluslararası devletsiz fonları, gereksinim duyan kişi ve kuruluşlara aktaran merkezlerdir. Bu merkezlerden en önemlileri; İsviçre, New York, Batı Almanya, İngiltere ve Japonya gibi önemli uluslararası finans merkezleridir (Fettahoğlu, 2017:19).

1980 liberal akımlardan sonra finansal piyasaların uluslararası statü kazanmaları hızla artmıştır. 20. yüzyılda ABD finansal piyasaları hızlı bir büyüme oranı yakalayarak dünyanın en büyük finans piyasaları haline gelmiştir. Ancak son 20 yılda ABD dışında da finansal piyasalarda hızlı bir büyüme eğilimi başlamıştır. Bunun nedenleri arasında Japonya, Avrupa ve "BRIC" diye kısaltılan Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin gibi gelişmekte olan ülkelerde tasarrufların artması ve finansal piyasaların yabancı yatırımcılara açılmasını sayabiliriz. 1980'ler sonrası dünya piyasalarının artan oranda entegrasyonu piyasaların küreselleşmesine neden olmuştur. Sonuç olarak giderek küreselleşen para ve sermaye piyasaları sayesinde şirketler yabancı piyasalardan fon temin etme imkânına kavuşurken yatırımcılar da yabancı menkul kıymetleri alıp daha etkin portföy çeşitlendirme olanağına sahip olmaktadır. Artan küreselleşme sonucu döviz piyasalarında ve borsalarda işlem hacmi inanılmaz boyutlara ulaşmış, uluslararası kurumsal yatırımcıların rolü yerli yatırımcıların önüne geçmiştir (Aydın ve diğ., 2013:186).

Finans piyasalarında küreselleşme akımının alt yapısı incelendiğinde küreselleşmeye sebep olan gelişmeler, genellikle, 1970'lerin başında Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla başladığı görülür. Sabit kur sisteminin ortadan kalktığı ve esnek kur sisteminin ortaya çıkması ile paralar arasındaki kur değişimlerinden para kazanma olanağı oluşmuştur. Finansal sistemin gelişmesi ile birlikte hızla artan döviz işlemleri neticesinde devâsa bir döviz piyasası ortaya çıkmıştır. Yirmi dört saat açık olan, dünyanın bu en büyük piyasasında, bilgisayar teknolojisindeki gelişmelerle birlikte, bir anda bir paradan diğerine geçmek mümkün hale geldi. Böylece, uluslararası sermaye hareketleri hızla arttı ve ulusal finans piyasaları arasında karşılıklı bağımlılık ve entegrasyon büyüdü. Ulusal piyasalar artık, adeta tek bir küresel piyasanın şubeleri haline geldi (Ganiev, 2014:119).

Uluslararası sermaye piyasalarında, uluslararası ticaretin hızla gelişmesinin birçok sebebi var elbette. Yukarıda bunların birçoğu zikredildi. Söz konusu bu sebeplerin çoğu çağımızın teknolojik ve iletişim çağı olmasından ileri gelmektedir. Lakin uluslararası ticaret ve yatırımların hızlanmasına neden olan tarihi birkaç olayı şöyle sıralayabiliriz (Akdiş, 2000:26):

- 1970'li yıllarda büyük hedeflerle kurulan aynı zamanda katı prensiplere sahip olan Bretton Woods sisteminin çökmesiyle birlikte sabit kur düzeninden esnek ya da değişken kur sistemine geçilmesi,
- 1980'li yıllarda liberalleşme akımının zirve noktasına ulaşması ve bu dönemde hükümet politikalarının da liberalleşmeye eğilim göstermesi,
- Bazı daha büyük ekonomilerin dış ödemeler dengesinde ortaya çıkan yapısal dengesizlikler,
- Üçüncü dünya ülkelerinin borçlanmalarına yardım konusunda banka ve diğer ödünç veren kurumların oldukça gönüllü olmalarından etkilenmiştir.

Küreselleşme ile birlikte dünyada 24 saat açık kalan finansal sistem sayesinde sermaye piyasalarının küreselleşmesi de hız kazandı. Sermaye piyasalarının bu şekilde gelişme kaydetmesi döviz işlemleri için de çok geniş bir döviz piyasasını oluşturmasına zemin hazırladı. Nitekim uluslararası sermaye hareketleri hızla arttı ve bunun sonucunda ulusal finans piyasaları arasında karşılıklı bağımlılık ve bütünleşme de giderek arttı. Dolayısıyla uluslararası piyasaların yanında ulusal piyasalar da uluslararası düzeyde fona gereksinim duyanların kaynak sağlama yerlerine dönüştü (Fettahoğlu, 2017:21).

Finansal piyasaların küreselleşmesiyle birlikte uluslararası faaliyet icra eden finansal merkezler arasında rekabetin artması, menkul değerlerin elde etme maliyetini aşağıya doğru çekmeye sebebiyet verdi. Ayrıca ülkelerin finansal piyasalarla ilgili politikaların da esnemesine sebep oldu. Zira küresel ölçekte faaliyet gösteren kuruluşlar gevşek politikalar çerçevesinde faaliyet gösteremeseler uluslararası düzeyde rekabet etmeleri de güçleşir (Seyidoğlu, 2003:683).

Küresel boyutta artan rekabet koşulları değişik ülkeleri, küreselleşmenin etkisiyle finansal piyasalarını dünyaya açmaya itmektedir. Teknolojik olarak sağlanan hızlı ilerleme dünya piyasalarının birbiriyle bağlantısını artırmaktadır. Özellikle iletişim ve internet teknolojisindeki ilerlemeler menkul kıymet fiyatlarının eş zamanlı olarak dünyanın her yerine yayılmasını olanaklı kılarak çok sayıda işlemin kısa zamanda gerçekleşmesine imkân sağlamaktadır (Aydın ve diğ., 2013:187).

Uluslararası finansal piyasalardan söz ederken bunları genel anlamda iki başlık altında toplayabiliriz**:**

3.2.2.1. Euro Para Piyasaları

Euro para, kendi ülkesindeki bankalar dışındaki bankalarda bulunan paralardır. En önemlisi Amerika dışındaki bankalarda bulunan Amerikan doları cinsinden mevduatları ifade eden Euro Dolar'dır. Her ne kadar bu terim başlangıçta sadece Avrupa'daki dolarlar için kullanılmış olsa da, daha sonra, ulusal kendi milli sınırları dışında işlem gören diğer paralar da Euro-para olarak adlandırıldı. Euro-para piyasası, işlemlerin telefon, faks veya internetle yapıldığı tezgâh üstü piyasalara örnektir. En önemli Euro-para piyasaları Londra ve New York'ta bulunur. Londra Euro-para piyasasında bankalar arası piyasada geçerli olan faiz oranına LIBOR denir (Yalta, 2011:62).

Euro para piyasasını yabancı para mevduatına dayalı bir uluslararası banka sistemine benzetmek mümkündür. ABD'nin 1963 ve sonrasında sermaye hareketleri üzerine kontroller uygulaması, dışardan yatırım yapmak isteyen ABD şirketlerini ihtiyaçları olan dolarları temin etmek için Londra gibi Euro dolar ve Euro tahvil piyasalarına itmiştir. İkinci dünya savaşı öncesi ve sonrası Avrupa'da ekonomik büyümenin yaşanması doların bollaşmasına sebep olmuştur. Aynı zamanda Amerikan dış ticaret açıkları ile yatırımcıların dolar mevcutlarını ABD dışında tutma istekleri de Avrupa'da bir dolar piyasasının oluşmasına zemin hazırlamıştır. Nitekim Avrupa'da kambiyo kontrol uygulamalarının azalması, paraların konvertibl kılınması ve dolar bolluğu dönemine geçilmesi üzerine Euro para piyasası gelişmiştir. Bu

piyasaların gelişmesine diğer bir etken ise Sovyetler Birliğinin ihtiyaçlarıdır (Akdiş, 2000:21-22).

Euro dolar piyasası bankalar arası bir piyasadır. Ancak sadece bu piyasalarda bankalar faaliyette bulunmaz. Bankaların yanında finansman şirketleri ve döviz ticaretiyle uğraşanlar da bu piyasalarda faaliyette bulunurlar. Euro para piyasasında da aynen sermaye piyasaları gibi fon arz eden ve fon talep eden iki tarar vardır. Fonları arz edenler tarafını; Merkez Bankaları, finansal kuruluşlar, bireysel yatırımcılar, bankalar ve finansal olmayan kuruluşlar oluşturur. Buna karşın fonları kullananlar ya da fon talep eden tarafını ise; ticari bankalar, kıymetli evrak komisyoncuları, resmi kurumlar, ulusal ve uluslararası firmalar, ihracatçılar ve ithalatçılar oluşturur. Euro para piyasalarının para yaratma mekanizmasında, uluslararası faaliyet gösteren bankalar önemli bir role sahiptir. Euro para iki şekilde yaratılabilir: Bir ülkenin parası bir başka ülkedeki bankaya mevduat olarak yatırılabilir ya da mevduatlar farklı ülkelerdeki bankalara transfer edilebilirler. Dolayısıyla, bir banka mevduatının Euro para olabilmesi için iki şart gereklidir: İlki, Euro para kabul edecek tarafın banka olması gerekir. Bu nedenle, Euro para bir bankacılık işlemidir. İkincisi, mevduat kabul eden bankanın ilgili paranın ait olduğu ülke dışında bulunması gerekir (Aydın ve diğ., 2013:192).

Finansal sistemlerde yaşanan küreselleşme furyası ile birlikte Euro piyasalara olan eğilim de çok fazla arttı. Özellikle teknolojide yaşanan gelişmeler ve dünyanın her tarafındaki işlemlere çok kolay erişilebilirlik işlem maliyetini çok aşağılara çekmeye sebep olmuştur. Bu ise Euro piyasaların hızla gelişmesinin önünü açan nedenlerin başında gelmektedir (Başoğlu, Ölmezoğulları ve Parasız, 2001:33).

3.2.2.2. Euro Tahvil Piyasaları

Euro tahvil piyasaları, uzun vadeli olarak çıkarılan Euro- tahvillerin oluşturduğu piyasalardır. Euro tahviller ulusal sınırlamalara ya da denetimlere tabi olmadan oluşturulan konsorsiyumlarca çıkarılmaktadır. Banka konsorsiyumları, tahvil emisyoncusuna fon sağlamak üzere çeşitli ülkelerden banka veya finans kurumlarından oluşturulan topluluktur. Bu türdeki kuruluşlar topluluğuna Kredi Sendikasyonları da denmektedir. Dolayısıyla Kredi Sendikasyonları tarafından

yüklenilen Euro tahviller, birden çok ülkede pazarlanmaktadır. Tahvilin çıkarılma zamanının seçimi ve koşulları, borçlu ile konsorsiyum arasında ortaklaşa belirlenmektedir. Bu koşulların belirlenmesinde var olan piyasa özellikleri de dikkate alınmaktadır. Ancak bu piyasanın kendi kendini düzenlemesi için uluslararası bir birlik olan Association of International Bond Dealers, AIBD, oluşturulmuştur (Fettahoğlu, 2017:29).

Euro-tahvil piyasaları, şirket veya devletlerin yurtdışından kaynak sağlamalarını kolaylaştırması bakımından önem taşır. Euro-tahvil piyasasının bu piyasada işlem gerçekleştirenlere sağladığı bazı avantajlar vardır. Bu avantajlardan bazıları: Bu piyasaların katı düzenlemelere tabi olmaması dolayısıyla esneklik ve serbestlik getirmesi, ulusal kontrollerden kaçınmak amacıyla gizlilik ilkesinin uygulanması, bu tahvillerden elde edilen faiz gelirinin stopaj vergisine tabi olmamasıdır (Yalta, 2011:63).

3.3.KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SERMAYE PİYASALARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Dünya, 1980'de başlayan liberalleşme akımlarından etkilenerek 1990'lı yıllardan sonra hızlı bir şekilde küresel hale gelmiştir. Globalleşme ya da küreselleşme için itici güç haline gelen unsurlar ise; finansal piyasalarda sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, aynı zamanda söz konusu sermayenin hacminin artması, küresel hareketlilikte ivme kazanması ve yaygınlaşmasıdır. Sermayenin bu şekilde kendine bir rota seçmesi ve artık ulusal bir nitelik olmaktan çıkması, her ülke için cezbedici bir odak noktası haline gelmesine sebep olmuştur. Çünkü uluslararası bir statü haline gelen sermaye, dünyadaki ülkeler için bir fon kaynağı olmaya başlamıştır. Bunun sonucu olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının raporları, söz konusu sermayenin faaliyet göstermiş olduğu alanlarda önem kazanmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının fon sahiplerine tasarruflarını değerlendirmede kılavuz olması, kamuyu aydınlatması, riskler konusunda asimetrik bilgiyi azaltmaları ve güven ortamının yerleşmesine katkıda bulunması, ilgili kuruluşları finansal sistemde vazgeçilmez bir aktör haline getirmiştir. Ancak yakın tarihte yaptıkları değerlendirmeler sonucunda ise birçok eleştirinin odak noktası haline gelen de yine aynı derecelendirme kuruluşlarıdır. Özellikle ekonomik krizlerdeki değerlendirmeleri

bu eleştirilerde haklılık payının olup olmadığı sorularını da beraberinde getirmiştir (Suadiye, 2006:98).

Kredi derecelendirme kuruluşlarına hangi açıdan bakılırsa bakılsın finansal piyasalar üzerindeki etkisi yadsınamaz. Nitekim vermiş oldukları notlar, çalışmamızın ilerleyen kısmında da görüleceği üzere, ülkeler ve şirketler üzerinde ciddi etkiye sahiptir. Bu etki şirketler üzerinde baskı oluşturma suretiyle kendini gösterir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu notlar her ne kadar öneri niteliğinde olsa da dünyanın birçok ülkesindeki fonlar verilen bu notlarla değerlendirilmektedir. Bu yüzden ilgili değerlendirmeler yatırımcıları teşvik etme ya da caydırma yönünden etkilemektedir (Toraman ve Yürük, 2014:127). Böyle bir perspektiften bakıldığında derecelendirme kuruluşlarının temel amacı, ulusal veya uluslararası sermaye piyasalarına, şirketlerin kredi kaliteleri hakkında tutarlı ve karşılaştırılabilir değerlendirmeler sunmaktır. Bundan dolayı ilgili kuruluşlarının çalışma kıstaslarını belirleyip zikredilen amaç doğrultusunda Uluslararası Sermaye Piyasaları Düzenleyicileri Örgütünün (IOSCO) Teknik Komitesi bünyesinde kredi derecelendirme kurumlarına ilişkin oluşturulan çalışma grubu, Aralık 2004'te "Kredi Derecelendirme Kurumları İçin Çalışma İlkeleri" belirlemiştir. Derecelendirme faaliyetlerinin verimliliğini, şeffaflığını ve tarafsızlığını artırmayı hedefleyen bu ilkeler farklı ülkelerde ve piyasalarda faaliyet gösteren kredi derecelendirme kurumları için hazırlandığından söz konusu ilkelerde standart bir derecelendirme yöntemi belirlenmemiştir. Ancak derecelendirilen şirketlerin faaliyet esasları ile ilgili standartlar belirlenmiştir (Altaş, 2009:20).

Kredi derecelendirme kuruluşların derecelendirmeleri özellikle faiz oranı kanalıyla sermaye piyasalarını etkilemektedir. Yapılan derecelendirme faiz oranı kanalıyla yatırım akışlarını hem teşvik edici hem de istikrarı bozabilecek etkiye sahiptir. Zira düşük notlu bir değerlendirme yüksek faiz oranı ile artı bir maliyet getirip sermaye piyasasında faaliyet gören tarafları sıkıntıya sokarken, yapılan yüksek notlu bir değerlendirme ise cezbedici bir özellik kazandırır ve yatırımları teşvik işlevi görür. Bu yönüyle kredi derecelendirme şirketleri sermaye piyasalarında iki temel etkiye sahiptir. Birincisi, gerekli bilgileri analiz ederek kredi kalitesini değerlendirirler. Bu sayede piyasa katılımcılarına bilgi akışı sağlarlar. Bu bilginin

kullanışlılığı ve aynı zamanda derecelendirmenin zamanlaması kredi notlarıyla yakından ilişkilidir. İkincisi ise, finansal regülasyonları da içerecek şekilde yapılacak sözleşmeleri kolaylaştırmaktadır (Tufaner, Sönmezer ve Çelik, 2017:329).

İhraççı ve ihraç dereceleri, piyasa talebini ve dolayısıyla değerlendirilen firmanın sermaye maliyetini önemli ölçüde etkileyebilir. Söz konusu bu etki, mevcut derecelendirmelerin varlığı ve türüne göre değişir. Etkinin derecesi, bilginin beklenen bir bilgi mi ya da beklenmeyen bir bilgi mi olması ve aynı zamanda bilginin tutarlı oluşuyla ilişkilidir. Normalde, bilgi beklenmedik olduğunda ve diğer değerlendiriciler tarafından sağlanan mevcut bilgilerle tutarlı olmadığında, etki her zaman daha yüksektir (Mattarocci, 2014:30).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının küresel politika ekonomisinde oynadığı temel fonksiyon, verimsiz işlem maliyetlerini düşürmek ve finansal piyasalarda borç alanlar ve borç verenler arasındaki bilgi asimetrilerini azaltmaktır. Aynı zamanda kredi derecelendirme kuruluşları, sermaye arzı ve talebi arasında arabuluculuk yapmaktadırlar. Böylece, sermayenin etkin bir şekilde tahsisinde önemli bir koordinasyon rolü oynamaktadırlar. Böyle bir bakış açısı ile bakıldığında, yatırımcılar için derecelendirme, dağınık bilgilerin toplanması ve işlenmesi için maliyetleri düşürmenin bir aracıdır. Kredi derecelendirme kuruluşları, borçluların finansal durumu ve / veya belirli finansal ürünlerin varsayılan riski hakkında dağınık bilgi toplamak ve göreli kredi riskinin tek bir yaygın ölçüt haline getirmek görevini üstlenirler. Böylece, kredi derecelendirme kuruluşları, sermaye piyasasına yön veren farklı ihraççıların ve finansal ürünlerin karşılaştırılmasını kolaylaştıran önemli ölçütler veya standartlar üretmektedirler (Kruck, 2011:27).

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan değerlendirmeler, sermaye piyasası gelişmiş ülkeler için önemlidir. Zira derecelendirme, yatırım kararı alma ve şirketlerin borç ödeme gücünü ölçebilme açısından sıklıkla başvurulan bir araçtır. Dolayısıyla derecelendirme sermaye piyasaları üzerinde birçok fonksiyonu yerine getirmektedir. Bu açıdan derecelendirmenin sermaye piyasası üzerindeki bazı fonksiyonları aşağıdaki gibidir (Babuşcu, 1997:12-13):

➢ Menkul değerlerin alınıp satılması veya muhafaza edilmesine ilişkin kararların alınmasında risk faktörünün değerlendirilmesi bakımından kolay bir referanstır.

➢ Farklı borçluların ve bunların ihraç ettikleri menkul değerlerin ortak bir kıstasa bina edilmesi ile riskin tespitinde belirli bir ölçü sağlar.

➢ Tam olarak yapılmış bir derecelendirme faaliyeti, fonlama konusunda yatırımcıların daha rahat ve güvenilir bir şekilde yatırım kararı vermelerine yardımcı olur.

➢ Kamuyu aydınlatma ilkesi gereği bilgilerin geniş bir yatırımcı kitlesine yayılması ile borçluların girebileceği sermaye piyasalarını ve dolayısıyla finansman kaynaklarını artırır.

➢ Yatırım kararlarını daha güvenilir bir temele dayandırarak menkul kıymetlerin fiyatlarının daha ekonomik ve istikrarlı oluşmasını sağlar.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının belki de en önemli işlevlerinden birisi de uluslararası sermaye hareketliliği sayesinde dış piyasalardan yerel bir piyasaya yatırımcı girmesini sağlamaktır ya da tam tersi olarak yerel bir piyasanın dış piyasalarda faaliyet göstermesini sağlamaktır. Fon arz eden kesim ya da yatırımcı kendi yerel piyasasındaki durumu kolaylıkla saptayabilir, ancak dış piyasaların durumunu sağlıklı bir şekilde saptayamaz. Bunu ise kredi derecelendirme kuruluşları yapılan derecelendirmeler neticesinde hızlı ve güvenilir bir şekilde edinebilir (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012:23).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının zikredilen tüm bu özellikleri sermaye piyasaları üzerinde şüphesiz olumlu etki yapmaktadır. Bu tarz fonksiyonlara sahip kuruluşların varlığı elbette ki finansal sistem açısından son derece önemlidir ve olması gereken bir durumdur. Ancak şu da bir gerçektir ki üstlenilen fonksiyonlar hayatta icra edildiği ölçüde kıymet kazanmaktadır. Aksi bir durum ise soruları ve eleştirileri beraberinde getirir. Nitekim uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının Alman Şirketi Hannover Re olayında göstermiş olduğu tavır, bu kuruluşların sermaye piyasaları üzerindeki etkilerinin boyutunu göstermesi açısından çok çarpıcı örneklerden sadece birini oluşturmaktadır.

1998 yılında uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Moody's firması, dünyaca ünlü Alman Sigorta Şirketi Hannover Re'ye başvurarak mali durumunu herhangi bir ücret talep etmeksizin incelemeye aldığını bildirir. Ancak şirket, farklı iki kurum ile çalıştığı için bu talebi ret eder. Buna rağmen Moody's yine de Hannover Re'yi incelemeye alır ve yapmış olduğu değerlendirmeleri kamuoyu ile paylaşır. Elbette yapılan değerlendirmeler olumsuz yapılmıştı. Olumsuz değerlendirmeler hissedarları tedirgin ettiğinden dolayı yapılan bu not indiriminden hisselerin piyasa fiyatı birkaç saat içinde yüz milyonlarca dolar değer kaybetti (Karaca, 2005:4).

Sadece bu örnek bile uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının bir şirket özelinden sermaye piyasalarını nasıl etkilediği açısından son derece öneme haizdir. Bundan dolayıdır ki uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının gerek olumlu gerekse de olumsuz etkileri göz ardı edilmeyecek derecededir. Netice olarak şu söylenebilir ki; Sermaye, serbest hareket ettiği sürece ülkeler arasındaki ekonomik ilişkiler devam eder. Zira küresel ekonomide ihtiyaç duyulan fonlar finansal sistemde sermaye akışları yoluyla sağlanır. Bu fonlar da kredi derecelendirme kuruluşlarının firmalara ve ülkelere vermiş olduğu kredi notlarına göre şekillenir. Ayrıca verilen bu notlar borçlanma yani fon sağlama maliyetlerini de aşağı doğru çeker. Ülkelerin vade ve faiz oranı bakımından daha uygun borçlanmalarına olanak sağlar. Bu nedenle herhangi bir ülke ya da firma hakkında ortaya çıkan menfi söylemler, ülkenin mali piyasasını bozarken müspet manadaki görüşlerin yayılması ise, ülkenin ekonomik göstergelerine olumlu bir yansıması olması beklenir. Bu etkiler, aynı zamanda ülkelerin geleceği için de önemlidir (Kızıldere, 2017:265). Bunun için kredi derecelendirme kuruluşlarının sermaye piyasaları üzerindeki bu gerçeğine değindikten sonra ilgili örnekteki eleştirileri çalışmanın son bölümüne bırakıp, derecelendirmenin sermaye piyasası aktörleri üzerindeki önemi incelenecektir.

3.3.1. Kredi Derecelendirme Faaliyetinin Yatırımcılar Açısından Önemi

Derecelendirme faaliyeti esas itibariyle şirket ya da kurumların yükümlülüklerinin yerine getirebilmeleri açısından yapılan analizler sonucundan ilgili şirket veya kurumların finansal ve yönetsel yapısını ortaya koymaktadır. Yapılan değerlendirme sonucu ise yatırımcılar açısından önem arz eder. Zira bu

değerlendirmeler yatırımcıların daha güvenli bir şekilde yatırım yapabilmelerinin önünü açar. Bu şekilde piyasada var olan renk ayrımlarını gözeterek güvenli ve sağlam bir şekilde yatırım yaptıkları için sermaye piyasasının sağlam temeller üzerine inşa edilmesine olanak sağlamış olurlar (Kedikli, 2015:6).

Derecelendirme faaliyetinin yatırımcılar için sunduğu diğer bir fonksiyon karşılaştırma yapma işlevidir. Derecelendirme kuruluşları tarafından menkul kıymetlerin derecelendirilmesi yatırımcılar için bir kıyaslama imkânı doğurduğu için yatırımcılara, yatırımlarını yönlendirebileceği piyasaları önemlilik açısından sıralama imkânı sunar. Diğer yandan derecelendirme sonucu verilen notlar da kolay anlaşılabilir semboller vasıtasıyla, menkul değerlerin kalitesi hakkında bilgi vererek piyasanın risk derecesini anlamalarına olanak sağlar (Yıldız, 2014:9).

Finansal piyasaları gelişmiş ülkeler analiz edildiğinde, yatırımcıların piyasaya girme sürecini ya da yatırım kararı alma süreçlerini etkileyen en önemli unsurun risk derecelendirmesi olduğu görülür. Risk derecelendirmesi bu yönüyle ülkelerin tüm finansal kurumlarını etkileyecek şekilde yayıldığı görülür. Neticede yapılan derecelendirme piyasalara ulaşma açısından bir iletişim fonksiyonunu icra eder. Yatırımcılar için de derecelendirmenin bu noktada iki temel fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, kredi riskinin belirlenmesinde basit ve objektif olunması, diğer bir ifade ile derecelendirme birçok menkul değerin yatırımcının risk kıstasına uygunluğunun belirlenmesinde kullanılır. Diğer fonksiyonu ise, yatırımcının göreceli olarak düşük menkul değerler için yüksek geri ödememe ihtimalini telafi etmek amacıyla, ne kadar risk primi talep etmesi gerektiğinin iyi bir göstergesidir (İltaş, 2010:25).

3.3.2. Kredi Derecelendirme Faaliyetinin Şirketler Açısından Önemi

Derecelendirme, fon sahiplerini finansal sistem içine çekerek, şirketlerin menkul değer ihraçlarını kolaylaştırmalarına olanak sağlayarak fon temin edebilme olanaklarını artırmalarına yardımcı olur. Derecelendirme analizleri sonucunda şirketler mevcut fon kaynakları arasında kıyas yoluyla daha düşük maliyetlerle borçlanma imkânı elde ederler. Ayrıca, fon bulma sıkıntısı yaşayan küçük ve orta ölçekli şirketlerin borçlanma piyasasına girmelerine olanak sağlar (Doğan, 2011:16).

Derecelendirme faaliyeti şirketler açısından birçok etkiye sahiptir. Şirketlerin kredi derecelendirme kuruluşlarından aldığı notlar yükseldikçe şirkete yönelik risk algısı azalır. Risk algısı azalan şirket de, bankacılık sektöründen daha düşük maliyetlerle kredi alma imkânı elde ederken, sermaye piyasalarında da daha düşük faizlerle borçlanma aracı ihraç edebilme avantajına sahip olur (Altan, 2012). Şirketler finansal sistemde önemli bir aktör olduklarından dolayı derecelendirme faaliyetlerinde bağımsız hareket etmeleri zordur. Çünkü bu hiçbir şekilde onlar açısından avantajlı bir durum değildir. Onun için derecelendirme işlevi açısından şirketler hem etkileyen hem etkilenen bir pozisyon sergilerler. Bu açıdan derecelendirme faaliyetlerin şirketlere yararlarını ya da onlar açısından derecelendirmenin önemini şöyle sıralayabiliriz (Şirvan, 2004:8):

- Kurumsal yatırımcıları çekerek borçlanma olanaklarını artırır,
- Alternatif fon kaynaklarına ulaşabilmeye imkân sağlar,
- Finansal piyasalarda fazla etkin olamayan küçük ve orta ölçekli şirketlerin borçlanma piyasasına girmelerine olanak sağlar,
- Karşılaştırma alternatifi sayesinde maliyet avantajı sağlar,
- Şirket yöneticilerinin daha verimli olmaları açısında uyarıcı bir mekanizma işlevi sağlar,
- Şirketlerin otokontrol sistemlerinin gelişmesine katkı sağlar,
- Ulusal ve uluslararası çevrelere şirketin mali ve mali olmayan yapısı hakkında kapsamlı bilgi sağlar.

3.3.3. Kredi Derecelendirme Faaliyetinin İhraççı Açısından Önemi

Finansal piyasalarda kredi derecelendirme faaliyetinin yatırımcıların kararlarını etkileyebilme gücü bulunması, derecelendirmenin ihraççılar için de fonksiyonlarının olduğunu gösterir. Bu fonksiyonlar şunlardır (Aydın ve diğ., 2013:154):

- Derecelendirme, uluslararası fon havuzlarına ulaşmayı sağlayan bir kredi pasaportu niteliği taşır. Menkul kıymetleri derecelenmemiş ihraççılar, mali güçleri ne olursa olsun daha dar bir yatırımcı tabanına ulaşırlar,

➢ İlgili şirketlerin mevcut derecesini ve kredi riskini teyit edecek bir analiz, yatırımcıların endişelerini gidermeye yardımcı olur,

➢ Derecelendirme, gerek ulusal gerekse de uluslararası piyasalara daha kolay ulaşım sağladığından ihraççıya en ekonomik piyasayı seçme olanağı tanıyacak ve borçlanma maliyetlerini düşürecektir.

➢ Derecelendirme, dünya çapında birçok yatırımcıya istikrarlı ulaşım olanağı, ihraççıya kur, vade yapısı ve diğer fonlama ihtiyaçlarını şekillendirme serbestliği sağlar.

3.3.4. Kredi Derecelendirmenin Düzenleyici Otoriteler Açısından Önemi

Kredi derecelendirme, düzenleyici otoriteler tarafından, yatırımcının korunması için bir araç olarak kullanılmaktadır. Düzenleyici otoriteler açısından derecelendirme, para ve finans alanında gözetim ve denetim fonksiyonunu yerine getirdiği için yük hafifletici konumdadır. Bu şekilde sürekli olarak kontrol altında bulunan piyasa mekanizmasının güvenli olarak gelişmesi sağlanabilir. İlave olarak piyasalara şeffaflık getirerek oto kontrol mekanizmalarını devreye sokma işlevi görür. Özetle derecelendirme, kamunun denetim ve gözetim külfetini minimize etmekte, piyasalara bilgi enjekte etme fonksiyonuyla şeffaflık ve etkinlik sağlamaktadır (Halıcı, 2005:38).

Özellikle sermayenin uluslararası bir statü kazanması ile birlikte derecelendirmenin ülkenin ekonomik kamu düzeninin sağlanmasında önemli bir yere sahip olduğu düşüncesi ağırlık kazanmaya başlanmıştır. Günümüzde, kamu düzeni kavramı, artık ekonomik kamu düzenini de ihtiva edecek bir biçimde kullanılmaktadır. Çünkü ekonomik yapı, devlet düzeninin temel esaslarından olması hasebiyle, siyasal ve sosyal özelliklerinden soyutlanamaz bir duruma gelmiştir (Erkan ve Demircioğlu, 2010:109). Derecelendirmenin kamu düzeni açısından kolektif bir yapıya bürünmesi onu düzenleyici otoriteler için bir nevi vazgeçilmez unsur haline getirmiştir. Kamu otoritelerinin yükünü hafifletmesi fonksiyonundan dolayı özellikle son yıllarda başvurulan bir mekanizma olmasını sağlamıştır.

3.3.5. Kredi Derecelendirme Faaliyetlerinin Finans Kurumları Açısından Önemi

Finansal kurumlar açısından risk yönetiminin önemi, özellikle küresel ölçekte yaşanan ekonomik krizlerden sonra daha belirgin bir şekilde ortaya çıkmıştır. Bu tecrübeler bir kez daha göstermiştir ki, hayatta belirsizlikler ve riskler hep vardır. 1990'lı yıllardan sonra uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşanan serbestleşme, dışa açılma ve küresel ölçekte yürütülen politikalar sonucu ekonomik bağımlılık daha da artmıştır. Bu ise ekonomik alanda karşılaşılabilecek belirsizliklerin ve risklerin boyutunu ve etki alanını da artırmıştır. Tüm bu sorunların minimize edilmesi gayesiyle ulusal ve uluslararası bankacılık sistemine etkinlik ve istikrar kazandırmak amacıyla Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) tarafından Basel Komitesi oluşturulmuştur (Gürel, Gürel ve Demir, 2012:17).

Küresel piyasalarda yaşanan ekonomik krizler, derecelendirme faaliyetlerinin önemi daha da artırmıştır. Derecelendirme kuruluşlarının asimetrik bilgileri azaltma, belirsizlikleri giderme ve riskleri öngörebilme işlevleri bunları, finans kurumları açısından önemli hale getirmiştir. Derecelendirme ile başta bankalar olmak üzere diğer finans kurumları, kredi ilişkisine girecekleri muhataplarının niteliksel ve niceliksel yapıları hakkında rasyonel bir analiz elde etmektedir. Bu sayede finansal kurumlar, kredi derecelendirme kuruluşlarının analizleri sonuçlarına göre kredi politikalarını belirlemektedir (Şen, 2014:9).

Yukarıdaki etkiler göz önünde bulundurularak, derecelendirme faaliyetinin finans kurumları üzerindeki fonksiyonları aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Şirvan, 2004:7):

- ➢ Derecelendirme, faiz oranlarının riske göre ayrışmasına olanak sağlar,
- ➢ Risk faktörüne göre mali kurum tercihi yapılmasına imkân verir,
- ➢ Bankalarda mevduat maliyetinde tasarruf sağlar,
- ➢ Finans kurumlarının mali yapısının güçlenmesini sağlayarak risklerin sınırlandırılmasını teşvik eder,
- ➢ Finans kurumlarında mali yapının etkinliğini artırır,

➢ Devlet tarafından verilecek bir güvenceye ihtiyaç duyulmadan sisteme güven duyulmasına olanak sağlar,

➢ Uluslararası finans çevreleri ile ilişkileri artırarak dış kaynak kullanım maliyetinde tasarruf sağlar.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ GÜVENİRLİLİK AÇISINDAN SORGULANMASI

4.1. ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ GÜVENİLİRLİKLERİNİN SORGULANMASI NEDENLERİ

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları yatırımcıların yatırımlarını yönlendirmeleri açısından son derece öneme haiz kuruluşlardır. Yatırımcılar ya da fon sahipleri, herhangi bir şirkete ya da yabancı bir ülkeye yatırım yapmadan önce, ilgili ülkenin ya da şirketin yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğini belirlemeliler. KDK'lar ülkelerin ve şirketlerin kredi konusunda analizlerini objektif kıstaslara göre yaptıklarından dolayı bu konuda başvurulan mekanizmalar konumundadırlar. (Hemraj, 2015:11). 1980 ve sonrasında yaşanan gelişmeler ile birlikte küreselleşme eğilimi ivme kazanmıştır. Küreselleşmenin etkisiyle yaşanan sermaye hareketliliği sonucunda dünya ekonomilerinde ve finansal sistemlerde entegrasyon artmıştır. Küreselleşme ile birlikte yaşanan ekonomik krizlerin olumsuz etkilerinin dünya geneline şamil olması ve her ülkeyi etkilemesi KDK'ların önemini pekiştirmiştir. Nitekim yaklaşık yüz elli yıllık süreçlerinde hiçbir dönemde son 20-30 yılda gündeme geldikleri kadar gündeme gelmemişlerdir. Yaşanan küresel entegrasyon yatırımcıları farklı sermayelere yönlendirmiştir. Sermaye artık ulusal niteliğini aşıp uluslararası bir alana yayıldığı için birçok finansal piyasaların oluşumuna zemin hazırlamıştır.

Finansal piyasaların oldukça çok olmaları, çok olmalarıyla birlikte yapılarının karmaşık olması itibariyle ortaya çıkan bilgi yığını arasında tercih yapma

zorunluluğunu doğurmuştur. Zira finansal piyasalarla bilgi ya da veri toplama yatırımcılar açısından ek bir maliyet ihtiva eder. Bu ise istenmeyen bir durumdur. Tüm bu nedenlerden dolayı KDK'ların piyasaları değerlendirmeleri gerekli bir hale gelmiştir (Ayaz, 2016:2).

KDK'ların esas fonksiyonu, önceki bölümlerde de değinildiği gibi, borçlanmak isteyen şirketlerin aldıkları borçları geri ödeyebilme potansiyellerini ya da kabiliyetlerinin ve geri ödeme isteklerinin değerliliğini ölçmektir. Kuruldukları günden bu yana bazen eleştirilerin merkezi haline gelmişlerdir. Ancak son dönemlerde yaşanan küresel krizlerle birlikte ciddi manada eleştirilerin konusu haline gelmiştir. 2007 yılından yaşanan kriz ile birlikte eleştirilerin dozu daha da artmıştır. Bunun yanı sıra yüksek kredi notu ile derecelendirilen şirket ve devlet tahvillerinin esasında riskler taşıdığının anlaşılması, KDK'ların güvenilirlik açısından sorgulanmasına zemin hazırlamıştır (Haspolat, 2015:23).

Dulnev, 2012 yılında Russıa Beyond'da şöyle bir tabir kullanır: " Derecelendirme eylemleri kitle imha silahları kadar bir etki oluşturabilir. Söz konusu etki ekonomik olabileceği gibi siyasi de olabilmektedir. Bu nerden bakılırsa bakılsın çok önemli bir savdır. Devamında bunu şöyle örneklendirir: Örneğin, büyük bir şirketin notu ani bir şekilde yükseltilse ya da düşürülse, patlayıcı bir büyümeye ya da hisse senedi fiyatlarının ani bir çöküşüne sebep olabilir. Bu şu demektir: Hisse senedi hissedarları birkaç dakika içinde milyarlarca dolar kazanabilir veya kaybedebilir. Bundan dolayı kredi derecelendirme kuruluşlarının ellerinde çok büyük bir güç mevcuttur. Böyle bir gücün denetimsiz olması olası felaketlere kapı aralayabilir. Dulnev iddialarının büyüklüğü boyutunu Lehman Brother's'in iflasıyla teyit etmektedir. Nitekim Lehman Brother's çökme eşiğine gelmesine rağmen hala en yüksek not olan AAA derecelendirmesine sahipti. Ancak iflasından çok kısa süre önce böyle yüksek bir nota sahip olması imparatorluğunun çöküşünü engelleyemedi. Ardından kalan ise KDK'lar ile ilgili olan soru işaretler: İflasın eşiğine gelmiş bir şirket neden AAA notuna sahipti? Bu gerçekten acayip bir durumdu (Dulnev, 2018)…

UKDK'lara en büyük eleştiri belki de yaşanan küresel krizden sonra ABD'den gelmiştir. Üç büyükler olarak nitelenen kuruluşların menşeinin ABD

olması ve yine menfi olarak en büyük eleştirinin de ABD'den gelmesi ayrıca değerlendirilmesi gereken bir mevzuyu oluşturur. Nitekim ABD hükümetinin görevlendirdiği Finansal Kriz İnceleme Komisyonu'nun 2011 yılında şu çarpıcı değerlendirmelere yer verilmişti: Üç kredi derecelendirme kuruluşu, finansal çöküşün tetikleyicileridir. Bu kuruluşlar olmadan kriz çıkmazdı (Karahan, 2018). Böyle bir sonuca varılmasına sebep olan da şudur ki, UKDK'lar, riskli varlıklara verdikleri cazip notlarla global krizin adete tetikleyicileri olmuştur. Bundan dolayıdır ki bu kuruluşlara olan itibar erozyonun belki de en büyük sebebi 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik krizdir.

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları liberalleşen sermayeden dolayı vazgeçilmez unsur haline gelmiştir. Ancak sahip oldukları bu önem onların tamamen güvenilir olduklarını göstermez. Gerçek şudur ki ellerinde çok ciddi bir güç vardır. Ancak yaşanan olaylardan sonra gerek ellerinde bulunan güç gerekse de güvenilirlikleri tartışılır hale gelmiştir. Lehman Brother's, Enron vb. kuruluşların en yüksek nota sahip olmasına karşın iflas etmeleri, küresel krizlerin öngörülememesi bu eleştirileri haklı çıkaracak cinsten. Bu kapsamda bu çalışmanın ana unsurunu oluşturan KDK'ların güvenilirlikleri bu bölümde detaylı analiz edilecektir. Söz konusu analiz ise tamamen örnek olaylar üzerinden yapılacaktır. Bu sayede kredi derecelendirme kuruluşlarının sermaye piyasaları üzerindeki etkileri de daha iyi değerlendirilmiş olunacaktır. Bunun için öncelikle UKDK'ların eleştirilme sebepleri üzerinde durulacak ardından itibar kaybına neden olan somut örneklerle değerlendirmeler yapılıp çalışma desteklenecektir.

4.1.1. KDK'ların Yeterince Şeffaf Olmaması

Kredi derecelendirme kuruluşları muhatapları için derecelendirme faaliyeti yaparken belli analiz ve yöntemler kullanır. Kullanılan yöntem ve veriler, üzerinden para kazanılan bir sektör olduğu için açıklanmamaktadır. Böyle bir durum ise derecelendirmenin nasıl yapıldığı konusunda kör noktaların oluşmasına sebebiyet vermektedir, âdete KDK'ların bir kapalı kutuya dönüşmesine neden olmaktadır. Ticari sır kaygısıyla, derecelendirme işlevi yerine getirilirken hangi değişkenlerin kullanıldığı ve aynı şekilde bu değişkenlerin ne oranda derecelendirmede etkili olduğunun açıklan(a)maması gerek derecelendirilen kuruluşlar gerek- se fon

sağlayanlar açısından eleştiri konusu olmaktadır. Derecelendirme kriterlerinin içerisinde siyasi etkenler ve sosyal etkenler gibi nicelik arz eden girdilerin olması ve bu niceliksel girdilerin ne şekilde derecelendirme notunda etkili olduğu ayrıca eleştirilen bir konu olma özelliğine sahiptir (Haspolat, 2015:24).

4.1.2. Piyasaya Giriş Engelleri ve Rekabet Eksikliği

ABD'de SEC kapsamında NRSRO olarak kabul edilen kredi derecelendirme kuruluşlarına bakıldığından söz konusu piyasaya girmenin ne kadar zor olduğu bariz bir şekilde anlaşılmaktadır. 2018 yılı itibariyle SEC tarafından NRSRO olarak kabul edilen sadece 10 kredi kuruluşu mevcuttur. Genel olarak 150'den fazla kredi derecelendirme kuruluşu olduğu düşünüldüğünde bu sayının çok az olduğu saptanacaktır. Her ne kadar NRSRO olarak kabul edilen 10 kuruluş olsa da piyasanın %80'ni Moody's ve S&P tarafından oluşturulmaktadır. Geriye kalan %15'lik kısım yine Moody's ve S&P gibi ABD menşeli olan Fitch tarafından oluşturulmaktadır. Pazar piyasasında oluşan yığın, her ne kadar rekabeti engelleyici olarak kabul edilmese de böylesi büyük orandaki bir pazar payının sadece üç kuruluş tarafından bölüştürülmesi soru işaretlerini de beraberinde getirmektedir. Böyle bir paya sahip olunması şunu açıkça ifade etmektedir: Sermaye piyasalarında menkul kıymet ihraç etmek isteyen kuruluşlar ister istemez bu üç kuruluştan biri ile anlaşmak zorundadır. Nitekim arzu etmeseler bile bir şekilde bu kuruluşlar not derecelendirmesine gittiğinde uluslararası bir etki uyandıracağının farkındadırlar. Bu yönüyle bu kuruluşlar oligopol bir piyasa mahiyetine bürünmüş durumdadır. Üstelik çok az sayıda NRSRO statüsüne sahip olan KDK, neredeyse 1970 yılından beri aynıdır. Bu perspektiften bakıldığında SEC tarafından kabul edilen NRSRO kıstasları bir anlamda piyasaya girişte aşılmaz ve yapay bir bariyer vazifesini icra etmektedir. Sektördeki rekabet eksikliği; şişirilmiş fiyatlara, engellenmiş yeniliklere, derecelendirmelerin düşük kalitesine ve kontrol edilmeyen çıkar çatışmasına yol açmaktadır (Elkhoury, 2008:13).

4.1.3. Potansiyel Çıkar Çatışmaları

KDK'lar, derecelendirmeye tabi tuttukları şirketlere verdikleri not ve raporlardan gelirlerini elde etmektedir. Ayrıca KDK'lar, analizler sonucu not verme işlemleri dışında risk analizi ve yönetimi konusunda da hizmetler vermektedir. Şirket ve ülkelere yaptıkları işlemler sonucunda veri, analiz ve risk modelleri satmaktadır. Bu yönüyle KDK'lar danışmanlık faaliyetini yürütürler. Danışmanlık yapılan ya da risk yönetimlerinin satıldığı firma ya da ülke notunun düşürülmesi ihtimali de düşük olduğundan çıkar çatışması kaçınılmaz olmaktadır (Haspolat, 2015:27).

2003 yılında, IOSCO tarafından yayınlanan " Analistlerin Çıkar Çatışması Raporu" çıkara dayalı bir ilişkiye dikkat çekmektedir. Bu tarz bir ilişkinin varlığı çıkar çatışmasına yol açtığı gibi ticari ilişkilerin varlığı sebebiyle güvenirlilik sorununu da doğurur. Zira danışmanlık hizmeti daha iyi bir not almak için danışılan konumda olan kredi derecelendirme kuruluşlarını baskı altında tutabilir. Oluşan baskı sonucunda ticari menfaatini düşünen kredi derecelendirme kuruluşları çıkarlarını gözeterek not verebilir (Elkhoury, 2008:27). KDK'ların derecelendirme faaliyeti dışında danışmanlık hizmetini de yapıyor olması birçok spekülatiflere kapı aralayabildiğinden dolayı her daim soru işaretlerini de zihinlerde diri tutacaktır. KDK'lar finansal araçlara not verirken bu araçları piyasaya sürenlerin kendilerine ödedikleri ücretler konusunda ciddi çıkar çatışmaları yaşamaktadır (Gür, 2015:11).

Uluslararası kredi derecelendirme şirketlerinde, paranın da notun da kaynağı aynıdır. Böylesine bir durum yatırımcıların haklarını göz ardı eden bir çıkar çatışmasını çıkarmaktadır. Kredi derecelendirme şirketleri ortaklı yapıları açısından dünyanın en büyük fon yönetim firmalarının, yatırım danışmanlarının iştiraki durumunda bulunmaktadır (Bostancı, 2012:142).

4.1.4. Derecelendirme Yapılırken Ülkesel Farklılıkların Göz Ardı Edilmesi

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, ülkeler ile ilgili not verirken sosyal, ekonomik ve siyasal birçok unsuru girdiler kapsamına alır. Ancak bunlarla ilgili ölçüt oranları her ne kadar belli bir kalıp içindeyse de not verme sonucundan ne

derece etkiye sahip oldukları açıklanmamaktadır. Bu ise şöyle bir soruyu akla getirir: Ülkesel farklılıklar ne derece göz önünde bulunduruluyor? Karagöl ve Mıhçıokur, yaptıkları değerlendirmeler sonucunda böyle bir farklılığın göz önünde bulundurulmadığını vurgulamaktadır. Ülkesel farklılıklar da göz önünde bulundurulmadığından dolayı, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ekonomik şoklara karşı her bir ülkenin vereceği tepkileri kestirmede başarısız olmuşlardır. Örneğin, Türkiye ekonomisinin yakın tarihine bakıldığında yaşanan siyasi ve sosyal olaylar neticesinde görülen ekonomik krizlerde mevduat kaçışı beklenmesine rağmen böyle bir beklenti gerçekleşmemiştir. Buna karşın Latin Amerika gibi ülkelerde ise, yaşanan ekonomik ve siyasi krizler neticesinde bankalardan mevduat kaçışı meydana gelmiştir. Oysa UKDK'lar bu ve buna benzer ülke farklılıklarını derecelendirme kriteri olarak kabul etmemektedir (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012:28).

4.1.5. KDK'ların Hesap Verilebilirliği

Sermaye piyasalarının aktörleri olan yatırımcı ve borçluları, KDK'lar tarafından yapılan hatalar sonucu koruyan herhangi bir mekanizma bulunmamaktadır Hesap verme boşluğu en başta KDK'lar ve piyasa katılımcıları açısından endişe vericidir. Bu yönüyle olası bir hesap verme açığı güvenilirlik üzerinde hasar olucu bir etkiye sahiptir. Başka bir açıdan bakıldığından ise KDK'lar, sermaye piyasaları için çok büyük bir öneme sahiptir. Her ne kadar kredi notları görüş mahiyetinde olsa da sermaye piyasaları aktörleri tarafından yakından izlenmektedir ve onlar için kılavuz niteliği taşır. Bundan dolayı her hangi bir itibarsızlaşmaya karşı hesap verme sorumluluğun varlığı hatalara karşı frenleme vazifesi görecektir (Elkhoury, 2008:15).

Finansal krizlerden sonra gerek ABD'de gerekse de AB'de kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik yapılan düzenlemeler, hesap verme boşluğu olduğunun açık göstergesidir. Geçmişte meydana gelmiş birçok krizde yapılan hatalar sonucu genelde ülkeler, özelde ise birçok şirket zarar görmelerine rağmen söz konusu kuruluşlar hesap verme bağlamında herhangi bir yaptırımla karşılaşmamıştır. Denetim ve hesap vermeden uzak olan bir yapının hata yapmadan çekinmesi ihtimali azalır. Bu ise çıkar çatışmasının ve rekabetin olduğu bir alanda suiistimallere karşı savunmasız olunması manasını ihtiva eder.

4.2. ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI İLE İLGİLİ DÜZENLEMELER

Finansal krizin ve yüksek notlara sahip bazı şirketlerin iflasından sonra yapılan değerlendirmelerde KDK'ların güvenirliği tartışılır olmuştur. Özellikle finansal krizde kredi derecelendirme kuruluşlarının önemli bir rol oynadığı tespit edilmişti. Bundan dolayı hem IOSCO gibi uluslararası kurumların hem de ABD Sermaye Piyasası Kurulu, SEC, gibi yerel otoriteler, KDK'lar hakkında çeşitli düzenlemeler getirmiştir. Aynı şekilde, Avrupa Parlamentosu ve Avrupa Konseyi, 2009 yılında KDK'ların yetkilendirilmesi ve denetlenmesi hakkında AB genelinde uygulanacak olan düzenlemeleri kabul etmiştir (Çikot, 2011: 13).

Enron'un çöküşü ile birlikte özellikle AB'de kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliği üzerine tartışmalar başlamış ve ilgili kuruluşlarla ilgili bir takım düzenlemelere gidilmiştir. Avrupa komisyonu Haziran 2001'de CESR (Commitee of European Securities Regulators), Avrupa Menkul Kıymet Piyasa Düzenleyicileri Komitesi, kurulmuştur. 2004'te Parmalat'ın iflas bayrağını çekmesiyle birlikte komisyon yaptığı çalışmalar neticesinde bir değerlendirmeye giderek KDK'ların AB sınırları içindeki faaliyetlerine yönelik düzenleme ve denetim esaslarını belirlemiştir (Yazıcı, 2009:10).

Finansal sistemde yüklenmiş oldukları misyon gereği önemli bir yere sahip olan ve bir manada finansal piyasalara yön veren KDK'lara ilişkin yapılan düzenlemeler her ülkenin denetim mekanizmaları dahilinde farklılıklar göstermektedir. Bununla birlikte, farklı dönemlerde meydana gelen finansal krizler nedeniyle derecelendirme kuruluşları küresel ölçekte eleştiri topladığı için, bilhassa şeffaflık ve güvenilirliğe ilişkin eleştirilere maruz kaldıklarından dolayı ulusal ve uluslararası yeni düzenlemelere gidilmiştir (Altaş, 2009:21).

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik yapılan düzenlemelerin küresel finansal krizlerden ve yüksek notlara sahip şirketlerin çöküşlerinden sonra olması, ilgili kuruluşları finansal piyasalardaki güvenilirliği açısından ayrıca dikkat edilmesi gereken bir durum meydana getirir. Düzenlemelere yönelik yapılan zamanlamaların öncesi ve sonrası analiz edildiğinde ve yapılan

düzenlemelerin özellikle krizlerden sonra ya da iflaslardan sonra ivme kazanması birçok soruyu beraberinde getirir. En önemli soru ise kredi derecelendirme kuruluşlarının krizlerin ya da iflasların meydana gelmesinde ne tür görevler üstlendiği sorusudur. Başka bir ifade ile krizlerin meydana gelmesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının etkisi var mı? Ya da yüksek notlara sahip şirketler iflas ediyorsa söz konusu derecelendirme kuruluşları neden yüksek not vermiştir bu şirketlere? Yüksek notun iki şekilde izahı olabilir: Ya kredi derecelendirme kuruluşları bu şirketlerin iflasını görecek basirete sahip değillerdi ya da yüksek not verip iflaslarını engellemek istediler. Sonuçlardan birincisi kredi derecelendirme kuruluşlarının varlığının sorgulanmasını gerektirir. İkincisi ise bir etik problemin varlığına delalet eder.

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik değişik sebeplerden dolayı yapılan eleştiriler sonucu yukarıda değinildiği gibi bir takım düzenlemelere gidilmiştir. Bu düzenlemelerin bazılarına aşağıda alt başlıklar halinde yer verilmiştir

4.2.1. Uluslararası Sermaye Piyasaları Düzenleyicileri Örgütü (IOSCO)

IOSCO Teknik Komitesi bünyesinde KDK'lara yönelik çalışma grubu 2004'te "Kredi Derecelendirme Kurumları İçin Çalışma İlkeleri" belirlemiştir. Çalışma grubunun belirlemiş olduğu ilkeler; KDK'lar tarafından yapılan derecelendirme faaliyetlerinin verimliliğini, saydamlığını ve objektifliğini artırmayı hedefleyen ilkelerdir. İlkeler, farklı ülkelerde ve piyasalarda faaliyet gösteren KDK'lar için hazırlandığından söz konusu ilkelerde standart bir derecelendirme yöntemi belirlenmemiştir. Buna karşın derecelendirmeye tabi tutulan şirketlerin faaliyet esasları ile ilgili standartlar belirlenmiştir. Çalışma ilkeleri genel çerçevede üç başlık altında toplanmış ve aşağıdaki kriterler belirlenmiştir (Altaş, 2009:21-22):

- Derecelendirme sürecinin kalitesi ve bütünlüğü,
- Kredi derecelendirme kurumlarının bağımsızlığı ve menfaat çatışmaların önlenmesi,
- Derecelendirme duyurularının şeffaflığı ve zamanında oluşu.

SEC, derecelendirme kuruluşlarının IOSCO yasasına uyumunu şart koşmamaktadır. Ancak NRSRO onay kriteri ticaret kurallarının yönetimi ile ilişkili

olarak yasaya uygunluğu sağlamaktadır. Buna karşın CESR, kredi derecelendirme kuruluşlarının IOSCO yasası ile uyumunu talep etmektedir. Ancak yine de zorlayıcı bir yasa bulunmamaktadır. Bununla birlikte CESR pazarın zorlayıcılığına güvenmektedir (Yazıcı, 2009:12).

4.2.2. ABD Menkul Kıymet ve Borsa Komisyonu (SEC)

Derecelendirme kuruluşlarına yönelik ilk yasal düzenlemeler ABD'de görülmüştür. İlk defa 1975 yılında KDK'lar yasal düzenlemelerde yer almıştır. ABD Menkul Kıymet ve Borsa Komisyonun (SEC), aracı kurumların bilançolarında bulundurması gereken asgari likit varlık miktarını belirlediği düzenlemesinde aracı kurumların kendi adlarına yaptığı menkul kıymet yatırımlarının değerlemesi ancak belirli derecelendirme kuruluşları tarafından yapılabilmekteydi. Ulusal ölçekte kabul gören istatistiki derecelendirme kuruluşu (NRSRO) olarak tanımlanan bu kuruluşlar; S&P, Moody's ve Fitch'den oluşmaktaydı. Başlangıçta sadece bu amaç için düzenlemeye konulan NRSRO kavramı, benzer alanlardaki düzenlemelerde de kullanılmaya başlamıştır (Altaş, 2009:23).

Küresel piyasalarda yaşanan krizler sonrası ve özellikle 2001 yılında ABD'li enerji şirketi Enron ve 2002'de Telekom şirketi Worldcom'un iflasından sonra KDK'lara ilişkin eleştiriler yoğunluk kazanmıştır. Söz konusu eleştirilerin odak noktası ise güvenilirlikti. Güvenilirliğin tartışmaya açılmasının nedeni ise zikredilen şirketlerin iflasından hemen önce derecelendirme şirketleri tarafından ilgili kuruluşlara yüksek notlar vermesiydi. Bundan dolayı ilgili iflasların neticesinde Amerikan Kongresi denetleme faaliyetlerine ilişkin düzenlemelerin gözden geçirilmesini istemiştir. Yapılan değerlendirmeler ile birlikte 2002 yılında Sarbanes-Oxley yasasının belirli bölümlerinde kurumların faaliyetlerinin şeffaflığının artırılması gerektiği belirtilmiştir (Altaş, 2009:24). Özellikle şeffaflık ve tarafsızlık ilkeleriyle piyasaya çıkmış olan KDK'ların, krizlerin sebebi olarak görülüp bizzat yasalarla şeffaflıklarının düzenlemeye konu olması bu kuruluşlar açısından ayrıca bir karanlık noktayı oluşturur.

Ticari devler olarak nitelenen büyük şirketlerin ardından, 2002 yılında yine "Resmi Sorunlar Senato Kurulu (Senate Committe on Govermental Affairs)"

derecelendirme kuruluşlarının başarısızlıkları hakkında analizler yapmış ve bu analizler sonucunda raporlar hazırlamıştır. Rapor sonuçları ise derecelendirme kuruluşları için yine bir başarısızlık öyküsüydü. İlgili raporlarda KDK'ların derecelendirme faaliyetlerinde bulunurken kaliteli davranmadıkları ve aynı şekilde derecelendirme işlevlerini yerine getirirken titiz davranmadıklarına kanaat getirilmiştir (Vergili, 2015:78).

2006 yılından yürürlüğe konulan "Derecelendirme Kurumları Reform Yasası" ise KDK'larla ilgili olarak hesap verebilirliğin azami düzeye çıkarılması, şeffaflığın artırılması ve oligopol yapının azaltılması gibi amaçlar belirlenmiştir. Düzenlemeye göre, ulusal kabul gören tanımına girmek isteyen derecelendirme kuruluşları SEC'in belirlediği verileri açıklamakla yükümlü tutulmuştur (Altaş, 2009:24).

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ABD'de ulusal olarak tanınan NRSRO'ya tabi olmak için SEC'in belirlediği kapsam doğrultusunda güvenlik inceleme koşullarını yerine getirmek zorundadır. SEC koşulları, IOSCO'nun birçok unsurunu ihtiva etmektedir. Aynı zamanda 2008 yılından beri, derecelendirme kuruluşları açıklama yapma konusunda SEC denetimine tabi tutulmuş ve bu yönüyle ilgili kuruluşların sorumlulukları bir nebze artmıştır. İşin ibret boyutu ise söz konusu kuralların kapsamı teşkil etmektedir: Gizli bilgilerin kötüye kullanılması, çıkar çatışmalarının idaresi, bazı uygulama yasakları, uyum görevlisi atanması ve kuruluşların finansal gelişimlerinin açığa çıkarılması gibi kurallar kapsam dâhiline alınmıştır (Vergili 2015:79).

4.2.3. Avrupa Birliği Tarafından Yapılan Düzenlemeler

1975 yılında kurulan NRSRO sistemi ile derecelendirme kuruluşlarına yönelik belirli standartları kapsayan düzenlemeler getirilmiştir. Bundan önce de SEC tarafından bu kuruluşlar tarafından bazı düzenlemeler yapılmıştır. Ancak bunlar çok sınırlı düzeyde kalmıştır. Enron ve Worldcom gibi büyük skandalların gündeme gelmesi ile birlikte yeni düzenlemeler yapılmıştır. Yapılan düzenlemelerden biri de 2006 yılında ABD Kongresinde kabul edilip yasalaşan KDK Reform Kanunu (Credit Rating Agency Reform Act) olmuştur. İlgili yasa düzenlemesi ile KDK'ların NRSRO standartlarına uyumu sağlanmaya çalışılmıştır. Düzenlemelerin ortak

noktasını ise şeffaflığın artırılması, çıkar çatışmalarının önüne geçilmesi ve istismar edici uygulamaların engellenmesi gibi unsurlar oluşturmuştur. IOSCO, NRSRO ve farklı diğer reform yasalar kapsamında yapılan düzenlemelere ek olarak AB de derecelendirme kuruluşları ile ilgili olarak düzenleme yapmak adına 2001 yılında Avrupa Menkul Kıymet Piyasa Düzenleyicileri Komitesi (CESR- Commitee of European Securities Regulators)'ni kurmuştur. CESR kapsamında derecelendirme kuruluşları ile ilgili olarak 2003, 2004, 2006 ve 2008 yıllarında ilave yasal düzenlemeler yapılmıştır (Yıldız, 2016:528).

CESR kurulmasında en önemli etken ise Avrupa'da, Enron'un çöküşü ile KDK'lara yönelik yapılan eleştirilen başlaması olmuştur. Ticaret devi Enron'un iflasıyla birlikte zikredildiği gibi CESR Haziran 2001 yılında Avrupa Komisyonu tarafından kurulmuştur. 2004 yılında Parmalat'ın çökmesi ile birlikte Komisyon değerlendirme çalışmaları yapmıştır. Yapılan değerlendirme neticesinde KDK'ların AB sınırları içindeki faaliyetlerine yönelik düzenlemeler yapılarak kuruluşların denetim esaslarını belirlenmiştir. IOSCO ile uyumlu olarak çalışan CESR yönetimi altında 2008 yılına kadar herhangi bir değişiklik yapılmamıştır (Yazıcı, 2009:10). Ancak 2008 yılında finansal sistemde yaşanan sorunlar işin rengini değiştirmiştir. 2008 yılından itibaren bu sorunlar neticesinde, diğer uluslararası kuruluşlar gibi AB'de de kredi derecelendirme faaliyetlerine yönelik yapılan düzenlemeler gözden geçirilerek revize edilmiştir. Avrupa Komisyonu tarafından 2008 yılında bir taslak hazırlanarak derecelendirme kuruluşlarına yönelik yeni düzenlemeler yapılmıştır (Altaş, 2009:24).

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili olarak yapılan düzenlemelerin hemen hemen hepsinin ortak noktası, kuruluşların kendilerini revize etmeleri gerektiğidir. Küresel finansal sistemlerde yaşanan sorunlardan sonra kuruluşların eleştirileri kendilerine çekmesi akıllardaki soru işaretlerini daha da artırmıştır. Zira yapılan düzenlemelerin tamamın ortak noktaları bu kuruluşların şeffaflıktan uzak bulundukları, çıkar çatışması içinde oldukları ve suiistimallere açık olmalarıdır. Her ne kadar bu ifadeler direk olarak bu şekilde kullanılmasa bile düzenlemelerle kuruluşlardan, şeffaflıklarının artırmalarının istenmesi, bağımsızlığın garanti edilmesinin dile getirilmesi ve çıkar çatışmalarının önüne geçilmesi gerektiği

gibi beyanlar, ilgili kuruluşlarda sayılan hususlarda eksiklik bulunduğunun göstergesidir.

Aynı şekilde UKDK'larla ilgili olarak her kriz ve iflastan sonra yeni yapılanmalara gidilmesi ayrıca kuruluşların varlıklarının sorgulanması gerekliliğini ve alternatif arayışları da gündeme getirir. Her ne kadar finansal sistemde piyasalar üzerinde ciddi etkileri bulunsa da ve gelecekte de bu konumlarının önemi artsa da böyle bir hakikatin varlığı alternatif arayışlara gölge oluşturmaz. Kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili olarak dile getirilen şeyler ne şehir efsanesidir ne de gelişmekte olan ülkelerin bir paranoyasıdır. Çünkü her iki iddiayı ya da realiteyi bizzat gelişmiş ülkelerin yaptığı düzenlemeler çürütmektedir. İşin en ilginç kısmı ise neredeyse piyasada tüm pazar hâkimiyetini elinde bulundurulan kuruluşlara yönelik olarak bu eleştirilerin yapılmasıdır. Daha da ilginç olanı ise bu düzenlemelerin, en gelişmiş ülke konumunda bulunan ve yine bu kuruluşların menşei olan ABD'de yapılıyor olmasıdır.

4.3. FİNANSAL SİSTEMDE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ GÜVENİLİRLİKLERİN SORGULANMASINA NEDEN OLAN OLAYLAR

Ekonomik sistemlerin sağlıklı işleyebilmesi sadece reel etmenlere bağlı değildir. Aynı zamanda bir takım dışsal faktörlere de bağlıdır. Dış faktörler birçok unsurdan oluşsa da bunların başında; güven, sadakat, doğruyu söyleme gibi değerler gelmektedir. Sözü edilen faktörlerin maddi, parasal açıdan herhangi bir şekilde değerlendirilme imkânı yoktur ancak sistemin işlerliğini artıran önemli fonksiyonlardır. Makro ölçekteki ekonomik verilerde başarıyı yakalamak için maddi sermayeye ek olarak sosyal sermayeye de ihtiyaç vardır. Sosyal sermaye ise ekonomik yağıyı ayakta tutan norm ve değerlerdir. Bu normların başında iktisadi nesneler arasındaki güven duygusu gelmektedir. Güven unsuru, maddi olarak ifade edilmediği için basit gibi görünür ancak ekonomik etkileri hesaplanamayacak kadar büyük olan bir unsurdur (Özsağır, 2007:46).

Güven, bireyler ve kurumlar arasındaki ilişkilerde taahhütlerini yerine getirme, içtenlik, dürüstlük ve erdemin etkin olması durumudur. Birey, toplum ve

devlet arasındaki ilişkilerin sağlıklı bir zemine oturmasını sağlar. Güvenin yaygın olduğu bir toplumda işlem maliyeti azalır, sermayenin ve nitelikli emeğin kullanımı mümkün olur (Gökalp, 2003:163). Gökalp'ın ifadelerinden de anlaşılacağı gibi güven, bireysel ve toplumsal mekanizmaların vazgeçilmez bir unsurudur. Güvenin toplumsal rolü olduğu gibi ekonomik rolleri de vardır. Ekonomik yönüyle güven, işlem maliyetlerini azaltıp sermaye yönünden nitelikli emeğin kullanımına imkân verdiği gibi finansal sistemlerde aktörleri bir araya getirip iletişim kurmalarını sağlayan en önemli unsurdur. Bundan dolayıdır ki fon arz eden ya da fon talep eden sermaye piyasası aktörleri güvenin olduğu piyasalara rağbet gösterirken güvenin zedelendiği piyasalardan da kaçış içinde olurlar.

Stiglitz, küresel finans krizin ardından para ve sermaye piyasalarına yönelik hazırladığı raporunun bir bölümünde kredi derecelendirme kuruluşlarına yer vermiştir. Özellikle krizde göstermiş oldukları başarısız performansları neticesinde eleştirilere maruz kaldıklarını belirterek söz konusu kuruluşlarla ilgili yeni reformların gerekliliğinin altını çizmiştir. KDK'ların böyle bir tartışmaya konu olmalarının temelinde ise güven unsuru bulunmaktadır. Diğer bir söylemle yitirmiş oldukları ya da sarstıkları güven unsuru bulunmaktadır (Stiglitz, 2010:97).

KDK'lar tarafından yapılan yanlış değerlendirmeler, finansal sistemde birçok açıdan olumsuz etkilere neden olabilir. Zira KDK'lar tarafından gerçekleştirilen kredi itibari değerlendirmeleri mali piyasalarda yetkili olarak görülmeye başlandığında, bu tür dereceler gelişmekte olan ülkelerin finansmanını olumsuz etkileme durumu söz konusudur. Finansal piyasalarda böylesine büyük bir rol oynamakla birlikte KDK'lar, esas olarak layıkıyla düzenlenmiş durumda değiller. Zira yapılan düzenlemeler bulunmakla birlikte, sorunların ikna edici bir biçimde çözüleceği reformlar bulunmamaktadır. Diğer bir açıdan KDK'ların oligopol piyasa yapısından kaynaklanan sorunlar mevcuttur. KDK'ların oligopol piyasaya sahip olması ve neredeyse pazarın tamamının üç derecelendirme kuruluşunun (S&P, Moody's ve Fitch) hâkimiyetinde bulunması derecelendirmede yapılan başarısızlıkların önemli bir pazar disiplinine yol açmadığı anlamına gelmektedir. Bundan dolayı hükümetlerin KDK'ların başarısızlıklarını cezalandırılabileceği bir mekanizma geliştirmeleri gerekmektedir (Stiglitz, 2010:99).

KDK'ların küresel anlamda göstermiş olduğu başarısızlıklarla birlikte bireysel, kurumsal anlamda verdikleri notlar da ciddi eleştirileri de beraberinde getirmiştir. Söz konusu değerlendirmeler sadece eleştiri düzeyinde kalmadığı için itibar kaybına sebep olmuştur. Şirketler bazında yapılan yanlış ya da kasıtlı olarak yanlış değerlendirmeler güven kaybını da körüklemiştir. Bugün neredeyse her ülkenin ulusal ölçekte kendi derecelendirme şirketlerini kurup geliştirmeye çalışmaları ya da derecelendirme şirketleri dışında farklı arayışlar içinde bulunmaları, egemen kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik olan rahatsızlığın belki de en önemli göstergesidir. Zira birçok ülkede KDK'lara yönelik güven azalmıştır. Bu tarz güven kaybı en üst yönetimler tarafında bile dile getirilmektedir. Bu ise şunu açıkça göstermektedir ki, kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi gelecekte ne kadar artsa bile gerekli reformlar çerçevesinde yeni düzenlemeler yapılmazsa alternatif arayışlar içine girilmesi kaçınılmaz olur. Özellikle küresel dünyada varlıklarını hissettirmeye başlayan gelişmekte olan ülkelerin para ve sermaye piyasaları derecelendirme kuruluşlarından daha çok etkilendiği için, bu ülkeler tarafından alternatiflerin geliştirilmesi ihtimali bulunmaktadır.

4.3.1. Enron Skandalı

Enron, 1985 yılında ABD enerji sektörünün serbestleşmesi ile birlikte Houston Natural Gaz ve Internorth adındaki iki kuruluşun birleşmesi sonucu kurulmuştur. Kuruluşundan iflas dönemi olan 2001 yılına kadar doğalgaz faaliyetinde farklı alanlara da yayılmıştır (Ertikin, 2017:102). Enron enerji şirketini kurduktan sonra ABD'nin en uzun boru hattı şebekesine sahip olmuştur. Daha hızlı bir büyümeyi hedefleyen şirket, çeşitlenme stratejisi kapsamında doğalgaz ticareti ile alakadar olmaya başlamıştır. Hedeflediği amaç doğrultusunda, iş modelini; elektrik, çelik, kâğıt hamuru, kâğıt, kömür, su ve geniş bant fiber optik sanayisinde de finansal aracı ve piyasa düzenleyicisi olmak için uygulama yoluna gitmiştir. 2011 yılına kadar enerji sektöründe hızlı bir büyüme kaydeden Enron şirketi, aynen ticari bir banka gibi çalışan bir gaz bankası kurmuş ve bu sayede doğalgaz piyasasında aracı kuruluş vazifesi gören bir rol üstlenerek aktörlerle uzun vadeli sözleşmeler teklif etmeye başlamıştır. Bu gelişmelerle birlikte izlediği stratejiler doğrultusunda enerji piyasalarının özelleştirildiği piyasalara girmiştir. Enron, Doğu Avrupa, Afrika,

Hindistan, Çin, Orta Doğu, Orta ve Güney Amerika'da farklı bir çok enerji projesi geliştirmiş ve yatırımlar yapmıştır (Sağlar ve Kandemir, 2007:23).

Enron şirketi, kuruluşundan Aralık 2001 yılı olan iflas dönemine kadar geçen 16 yıllık süre zarfından çok ciddi bir büyüme kaydetmiştir. Aralık 2001'de yaşanan çöküş döneminde Enron, dünya çapından 100 milyar doları aşan brüt geliri ve 20.000 çalışanıyla ABD'nin yedinci en büyük şirketi arasında girmişti. 2001 yılının başından Aralık'a kadar olan süreçte neredeyse her ölçüyle, önceki yılın en başarılı ABD şirketiydi. 31 Aralık 2000'de Enron şirketinin hisseleri 83.13 dolar seviyesindeydi, 2000 yılında yaşanan dot.com balonun patlaması olayında bile piyasa hareketlerindeki oynamalardan bağımsız olarak hisseleri artmaya devam etmiştir. Aynı şekilde 2000 yılında piyasa endeksi bir yıl boyunca %10 gibi bir düşme kaydederken, şirketin hisseleri şaşırtıcı bir şekilde yükselmiştir. Bu performans (!) ile Enron birçok başarılı ödül kazanmıştır. Arka arkaya altı yıl boyunca Fortune'un yıllık en beğenilen şirketleri listesinde Amerika'nın "En Yenilikçi" şirketi seçildi. Şubat 2001'de ise Fortune, Enron'u tüm ABD şirketleri arasında "Yönetim Kalitesi" konusunda ikinci sıraya yerleştirdi (Coffee, 2006:18). Enron şirketi ile ilgili olarak dikkat çekici bir başka nokta ise, Enron'un şirketi ile ilgili olarak oluş(turul)an piyasadaki algısı ve finansal raporlamalarının sonucu olarak ortaya konan şirketin başarısı ve ABD borsasındaki başarısı paralellik göstermesidir (Horasan, 2018).

Enron, 1985 yılında kuruluşundan itibaren çok büyük bir büyüme kaydetse de çöküşü de bir o kadar hızlı olmuştur. Nitekim kazanılan bu büyük başarı (!) ancak 16 yıl sürebilmiştir. Enron şirketinin birçok muhasebe yolsuzluğu ve hisse senedi sahtekârlığının meydana çıkmasıyla birlikte Aralık 2001'de şirket, iflas başvurusu yapmıştır. ABD tarihinin en büyük iflası olarak açıklanan Enron'un iflası, yaşanan muhasebe skandallarını da gün yüzüne çıkarmıştır (Ertikin, 2017: 102). Bir hukuk profesörü olan Coffee, "Bekçilerin Başarısızlığı" (Failure of the Gatekeepers) adlı kitabında bu iflası utanç verici olarak niteleyerek, aynı şekilde Enron'un utanç verici bir şekilde kapandığını belirtir. Gerçekten de yaşanan bu iflas gerek ABD'de gerekse de farklı ülkelerde birçok soru işaretlerinin oluşmasına sebebiyet vermiştir. Çünkü yaşanan Enron skandalı her yönüyle şaşırtıcı etkilere sebep olmuştur. 2001 yılı boyunca şirkette hiçbir iktisadi gerileme görülmemiş aksine çok başarılı bir

performans izlenmiştir. Yaşanan krizlerden bile etkilenilecek bir durumun farkına varılamamıştır ve olumsuz bir algı oluşturabilecek herhangi bir etki de saptanamamıştır. Ancak tüm bunlara rağmen iflasın eşiğinde bulunulan bir dönemde, lakin fark edilmeyen, kendi ölçeğine göre çok küçük olan bir kuruluş olan Dynergy şirketiyle aceleyle birleşme yoluna gitti (Coffee, 2006:19).

Enron'un iflasında üst yönetim ile bağımsız denetim firmasının ihmal ve yetersizliklerinin ön plana çıktığı bir hakikattir. Hatta açılan davalar sonucunda mali müşavirlik şirketleri arasında ilk beşte yer alan Arthur Andersen suçlu bulunarak ticari şirketlerin hesaplarını kontrol etmesi yasaklandı (http://www.hurriyet.com.tr, 2018). Ancak ortada olan bir başka hakikat ise, finansal raporlama sürecinin bütün aktörleri ve finansal sistemin bütün unsurlarının Enron skandalında az ya da çok etkisinin bulunmasıdır (Ertikin, 2017:103). Denetim şirketlerinin yanı sıra özellikle kredi derecelendirme kuruluşları tarafından iflasın yaşanmasından hemen önceye kadar verilen yüksek notlar ayrıca derecelendirme kuruluşlarının eleştirilmesine sebep olmuştur. Nitekim kredi derecelendirme kuruluşları, S&P, Moody's ve Fitch, iflasın ortaya çıkmasından dört gün öncesine kadar Enron şirketine "Yatırım yapılabilir" seviyesinde not vermişlerdir. Ancak şirketin iflasına dört gün kala not seviyesini düşürüp "Çöp (Junk)" seviyesine indirmişlerdir (Akçayır, 2013:81).

Enron skandalında yaşananlar ya da suçlamalar, Enron şirketinde işlenmiş olabilir. Ancak sorunun büyüklüğü deyim yerindeyse Coffee'nin tabiriyle bir aptallığa yol açtı. Enron yönetim kurulu, yönetimin çok fazla riskli işlem yaptığını neden fark edemedi? Yaşanan onca şeye rağmen ve yapılan o kadar hilelere rağmen ve aynı şekilde denetim firması tarafından yapılan o kadar sahtekârlık ve yolsuzluğa rağmen bunca şeyin fark edilmemesi akıllara birçok soruyu getirir. Bunlardan en önemlisi ise Coffee'nin sorduğu şu sorudur: bu süreçte kredi derecelendirme kuruluşları sadece uyudu mu? Gerçekten de mahkemeler sonucu suç, bir kişiye isnat edilip (Arthur Andersen) yapılan yolsuzluklar bu kişiye bağlanılsa daha da vahim bir sonuç doğar ki bu en tehlikeli sonuçtur. Bir denetim firması tarafından iflası gelmiş bir firma çok başarılı gösterilebiliyorsa, derecelendirme piyasasında %95 pazar payına sahip olan ve binlerce analist ile birlikte çalışan derecelendirme şirketleri tarafından görülmeyen iflas; ya ticari körlük, ya menfaat ilişkisi ya da Coffee'nin

deyimiyle uyku ile izah edilebilir. Coffee, Enron skandalını analiz ettiği başlığında "Derecelendirme şirketleri uyuyor muydu?" gibi iyi niyetle dile getirdiği sorusundan sonra şu soruyu da sorar: Veya onlar (Enron'un denetçileri, denetçiler, menkul kıymet analistleri ve kredi derecelendirme kuruluşları) çıkar çatışmaları yüzünden uzlaştılar mı (Coffee, 2006:24)? Bu soru ise ayrı bir çöküntüyü beraberinde getirir. Ancak bu çöküntü sadece iflas eden bir şirketin çöküntüsü değil o güne kadar bir itibara sahip olan kredi derecelendirme kuruluşlarının da çöküntüsüdür.

Enron hadisesi kredi derecelendirme kuruluşları açısından bir dönüm noktası olmuştur. Tabiri caizse bu olayla, göstermiş oldukları etkiler yönünden adeta "Kral çıplak" dedirtmiştir. Zira Enron hadisesi neticesinde ABD'de 4.500 kişi dünyada ise 85.000 kişi işini kaybetmiş ve ABD ekonomisine maliyeti yaklaşık 64 milyar dolar olmuştur (Sağlar ve Kandemir, 2007:22). Bundan dolayı birçok kuruluş gibi kredi derecelendirme kuruluşları ciddi manada itibar kaybına uğramışlardır. Zira olay hangi açıdan ele alınırsa alınsın muhakkak bir sıkıntı ihtiva etmektedir. Enron'un iflasına 4 gün kala notunun hala "yatırım yapılabilir" seviyede olması kredi derecelendirme kuruluşları tarafından birçok şaibeli ihtimali de beraberinde getirir. İlk olarak KDK'lar tarafından daha doğru bir ifade ile S&P, Moody's ve Fitch tarafından böyle bir şeyin farkına varılamaması ticari basiretsizliği gösterir. Eğer ticari basiretsizlik söz konusu ise, finansal piyasalarda kılavuzluk vazifesi gören derecelendirme kuruluşları piyasalara nasıl yol gösterebilirler? Bir basiretsizlik söz konusu ise varlık sebeplerinden biri olan asimetrik bilginin ortadan kalkması fonksiyonu bu kuruluşlar tarafından nasıl yerine getirilebilir? İkinci bir ihtimal olarak şayet basiretsizlik durumu mevcut değilse o zaman ortada ya bir çıkar ilişkisi mevcuttur ya da kasıtlı olarak bir not yükseltilmesi durumu söz konusudur. Çıkar çatışmasının varlığı da kasıtlı not yükseltilmesinin mevcudiyeti de kuruluşlara yönelik itibar kaybını beraberinde getirir. Ayrıca finansal sistem açısından ahlaki sorunu da beraberinde getirir. Böylesine bir durumun varlığı ise kredi derecelendirme kuruluşlarının varlık sebebinin tartışılması demektir. Zira eğer kasıtlı olarak bir şirket ayakta tutulmak isteniyorsa söz konusu kuruluşların tarafsızlığı ortadan kalkar. Sadece kendi menfaatleri doğrultusunda pozisyon alırlar gibi bir konuma düşerler. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ilkelerinden olan tarafsızlığın ortadan kalkması demek güvenin yok olması demektir. Bir diğer ihtimal ise, binlerce analistin bu üç

kuruluşun bünyesinde çalışmasına rağmen bir denetim şirketi tarafından yapılan muhasebe hileleri söz konusu analistler tarafından fark edilemiyorsa bu analistlerin tecrübeleri ve piyasayı değerlendirme(me)leri de tartışma konusu haline gelir. Analistler hakkında diğer bir ihtimal ise mevzu bahis olan muhasebe hilelerini bilerek görmezden gelmeleridir. Bu ise finansal sistemde son derece vahim sonuçları doğurabilecek olan ahlaki çöküntüye sebebiyet verir.

4.3.2. Worldcom Skandalı

Telekomünikasyon piyasasında faaliyet gösteren Worldcom şirketi, tıpkı Enron şirketinin yaptığı gibi muhasebe hilelerine başvurarak varlıklarını olduğundan daha çok göstermiştir. Bunu da, masraf kalemlerini varlık hesaplarına aktarmak suretiyle yapmıştı. Bu şekilde yukarıda zikredildiği gibi gelirlerini 3,8 milyar dolar fazla göstermiştir. Şirket, vergi öncesi karlarını da abartılı bir biçimde finansal tablolarında sunmuştur. Bu tarz bir usulsüzlüğün bulunmasına rağmen şirketin denetim raporlarında şirket ve denetçiler arasında herhangi bir görüş ayrılığının bulunmaması da ayrıca dikkat çekicidir (Atmaca, 2012:193).

Worldcom şirketi iflas bayrağını çektiğinde aktifinde 107 milyar dolar mevcuttu. Bu Enron şirketinin iki katı varlık demektir. 2002 Haziran itibariyle değil ABD'de, dünyada yaşanan en büyük iflastı. Worldcom şirketi tıpkı Enron şirketi gibi çok hızlı bir büyüme kaydetmişti. Ama kaderin tecellisi ki çöküşleri de benzer şekilde hızlı olmuştur. Bir başka ortak noktaları ise denetim şirketlerinin de aynı olmasıydı: Arthur Andersen mali denetim şirketi. Bu kadar benzerliğin olması ise dikkat edici bir durumdur (Ceylan, 2013:51).

Worldcom skandalında hiç kuşkusuz ki dikkatler yeniden derecelendirme kuruluşlarına çevrilmiştir. Söz konusu skandalda ne kadar dâhillerinin olduğu bilinmez ama bilinen bir gerçek şudur ki, normal bir vatandaşın televizyon haberlerinden olayı takip eder gibi iflası izlemiştir. Zira Worldcom şirketi Haziran 2002'de iflas bayrağını çektiğinde notu hala güçlüydü. Moody's ve S&P derecelendirme şirketleri, ancak 9 ve 10 Mayıs tarihlerinde sırasıyla, Worldcom'un notunu "Çöp" yani batık hisse durumuna düşürmüştür. Titanik batmıştı, ancak en sadık analistleri Titanik battıktan sonra malumu ilan etmişlerdi (Coffee, 2006:43-44).

Worldcom şirketinin iflasında KDK'ların sergilemiş oldukları tutum Enron şirketinin iflasında üstlenmiş olduğu tutum ile benzerlik göstermektedir. Değerlendirmeleri sonucu şirketlerin iflaslarından birkaç gün önce notları düşürüp "Yatırım yapılamaz" seviyeye çekmeleri malumun ilanından başka bir şey değildir. Her iki iflasın ardından ise piyasalardan şöyle tepkinin ya da sorunun gelmesi gayet doğaldır: İki dev şirket iflasın eşiğine gelmesine rağmen iflaslarını görmemek ne ile izah edilebilir? İzah edilemiyorsa söz konusu kuruluşların varlık sebebi nedir?

4.3.3. Parmalat Skandalı

Parmalat, Parmalat Grubunun temel gıda ve süt ürünlerini satan, İtalya'da faaliyet göstermiş bir firmadır. 31 Aralık 2002 tarihinden 2005 yılına kadar 67 şirketi direkt olarak, diğer bazı şirketleri ise dolaylı olarak kontrolü altında tutmuş dev bir şirkettir. Parmalat, Kasım 2003'te 10 milyar Euro değerindeki bono ödemesini gerçekleştiremediği için iflasın eşiğine gelmiştir. Şirketin borçlarını ödeyemeyecek vaziyete gelmesinin sebebi ise, halka açıldığı yıl olan 1990 ile iflas ettiğini açıkladığı tarih olan 2003 yılları arasında finansal kaynaklarını tüketmesidir. Şirketi iflasa sürükleyen etmenlerin başında ise kuruluş yıl ile iflas ettiği yıllar arasında usulsüzce farklı hesaplara para aktarmasıdır. Şirket, 1998-2003 döneminde elde ettiği 14,2 milyar Euro tutarındaki finans kaynağını; iştirak yatırımlarına, vergi dairesine, bankalara ve şirketinin faaliyetlerinin dışında yer alan offshore kuruluşlarına transfer etmiştir. Yapılan tüm bu usulsüzlük neticesinde şirket, 2003 yılında iflas etmiştir. İşin ilginç yanı ise söz konusu usulsüzlüklerin diğer bir ifade ile hesaplardaki oynamaların tam olarak 15 yıl boyunca devam ettiği tespit edilmiştir(Gökçen, 2010: 115-117).

Parmalat şirketinin iflasıyla birlikte gözler yine KDK'lara çevrilmişti. Zira 15 yıl boyunca süren usulsüzlükleri hiçbir şekilde izleyememiştir. KDK'lar bir muhasebeci gibi hiçbir şirketin hesap akışını izlemez, bu doğrudur. Lakin derecelendirme kapsamında not verdiğinde şirketlerin verilerini kontrol ederek neticesinde bir not verir ve yatırımcılarda finansal sistemlerde bu notlara bakarak ona göre hareket ederler. KDK'ların yapmış oldukları ya da yapacakları bir değerlendirme hatası sermaye piyasası aktörlerini zor durumda bırakabilir ve ciddi

maliyetler altına girebilirler. Her ne kadar notlar görüş niteliğinde olsa da piyasalar üzerinde çok önemli etkilere sahiptir.

KDK'ların Parmalat şirketinde yaptığı en büyük hata ise tıpkı Enron ve Worldcom şirketinin iflaslarını göremedikleri gibi bu şirketinde iflasını görememeleridir. Tabiri caizse burnunun ucundakilerini bile görmekte zorlanmışlardır. Zira S&P, Parmalat şirketinin iflası olan Kasım 2003'ten sadece bir hafta önce şirketin 14 milyar Euro tutarında bir finansman açığı bulunmasına rağmen "Yatırım yapılabilir" notu vermiştir (Hemraj, 2015:213). Böyle bir durum hiç kuşkusuz ki tezlere konu olabilecek bir durumdur. Bundan dolayıdır ki KDK'ların varlık sebebin sorgulanması sadece finans piyasalarında değil akademik arenada da irdelenir hale gelmiştir.

4.3.4. Lehman Brother's Skandalı

İngilizler'in "Titaniği Tanrı bile batıramaz" tabiri Lehman Brothers için de kullanılmıştır. Ancak Lehman Brothers, 15 Eylül 2009 tarihinde iflas ettiğinde 623 milyar dolarlık varlıklarına karşılık 619 milyar dolar borcu vardı. Dünya genelinde 25.000 çalışanı olan banka, ABD'nin Goldman Sachs, Morgan Stanley ve Merrill Lynch'ten sonra en büyükler içinde dördüncü sıradaydı. Kökleri 1850 yılına dayanan banka, 150 yılı aşan tecrübesiyle birçok buhran ve krizi de görmüştü. Ancak 2007 yılında Amerika'da konut piyasasında yaşanan çöküşün ardında da "Batmaz" denilen Lehman Brothers'in çöküşü de gerçekleşmişti (Kaya, 2018).

Lehman Brothers, 2000 yılı ortasında emlak patlamasında yüksek faizli borçların en büyük toplayıcısıydı. Şirket muhasebe kayıtlarında yapmış olduğu hileler neticesinde bilanço tablosunda olduğundan daha güçlü görünmek için elindeki borçların çoğunu Cayman adalarındaki belirli varlıklara sattı. 2007 yılında emlak değerlerinin düşmeye başlamasıyla Lehman Brothers'ın kayıpları meydana çıkmaya başlamıştır. Lehman'ın batışı 691 milyar dolar ile ABD tarihinin en büyük batışı olmuştur ve aynı zamanda küresel krizin de tetikleyicisi olmuştur. Bu batış İzlanda, Letonya ve Pakistan gibi birçok ülkeyi de ciddi manada etkilemiştir (Eroğlu, 2017).

Küresel krizin tetikleyicisi olarak görülen ve uluslararası finansal sistemde birçok olaya etki eden Lehman Brothers'in iflası elbette birçok yönüyle analizlere konu oldu ve olacaktır. Ancak konumuz itibariyle, KDK'lar yönüyle etkileri incelendiğinde her yönüyle bir itibar kaybına sebep olan bir olaydır. Derecelendirme sektöründe pazar hâkimiyetinin %95'ini elinde bulunduran üç büyük derecelendirme kuruluşu, 15 Eylül 2008'e kadar Lehman Brothers iflasını açıklayana kadar bankaya "Yatırım yapılabilir" notu vermişlerdir (Katz, Salinas, ve Stephanou , 2009:7). Bu denli büyük bir bankanın iflasından hemen öncesine kadar en büyük not olan "AAA" notunun verilmesi elbette güven kaybına sebebiyet veren bir olaydır (Akçayır, 2013:85). İlginçtir ki bazen birkaç ay içinde bir ülkeyi ve şirketleri değerlendirmeye tabi tutan kredi derecelendirme şirketleri, Lehman'ın iflasına 5 gün kala bile en yüksek notu vermiştir. Nitekim Moody's, Lehman Brtohers'a, iflası olan 15 Eylül 2008 tarihinden önce, 10 Eylül 2008 tarihinde "A2" notu vermiştir (www.yenisafak.com, 2018). Lehman Brothers'ın çöküşü 2008 küresel krizin tetikleyicisi olarak değerlendirirlerse hiç kuşkusuz ki şirketi tozpembe gösteren KDK'ların da krizde rol üstlendiği sonucu çıkar. Şirketin iflasını görmeyen KDK'lar aynı şekilde krizi de fark edemeyerek ciddi güven kaybına uğramışlardır.

4.3.5. Alman Sigorta Şirketi Hannover Re Örneği

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ne şekilde hareket ettiğinin, daha doğrusu herhangi bir yaptırımla karşılaşmadan nasıl hareket ettiklerinin çarpıcı bir örneği Alman sigorta şirketi Hannover Re'dir. Derecelendirme kuruluşu Moody's, 1998 yılının Mart ayında dünyaca ünlü sigorta şirketi Hannover Re'ye bir mektup göndererek herhangi bir ücret talep etmeksizin şirketin mali durumunu incelemeye karar verdiğini bildirdi. Hannover Re ise gelen inceleme talebini geri çevirdi. Çünkü Hannover Re zaten diğer iki büyük derecelendirme kuruluşu ile çalışmaktaydı. Bundan dolayı yapılacak olan mali inceleme talebini reddetti. Ancak buna rağmen Moody's, şirketi incelemeye aldı. Moody's yaptığı incemeler neticesinde olumsuz değerlendirmeye gitti hem de diğer iki kuruluşun şirket hakkında olumlu değerlendirmelerine rağmen… Moody's aynı zamanda yaptığı değerlendirmeleri yayımladı. Yapılan olumsuz değerlendirmeler neticesinde firma hissedarlarının tedirgin olması sonucu 2003 yılının Mart ayında Moody's son not indirimini yapması

ile birlikte firma hisselerinin piyasa değeri birkaç saat içinde yüz milyonlarca dolar kaybetti (Karaca,2005:4).

Alman Sigorta Şirketi Hannover Re örneğinde çok bariz bir şekilde derecelendirme kuruluşlarının denetim mekanizmasından yoksun hareket ettiği görülüyor. Zira yaptıkları yanlış ya da kasti değerlendirmeler sonucunda herhangi bir yaptırım mekanizması mevcut olmuş olsaydı, ya da var olan mekanizma caydırıcı özelliğe sahip olsaydı, inceleme faaliyetleri yapılırken daha dikkatli bir tutum sergilenmesi gerekirdi. Sadece söz konusu şirket üzerinden yola çıkılsa bile derecelendirme şirketlerinin kendileri için koymuş oldukları kriterler ile çelişkilerinin bulunduğu görülecektir. Örnekte, değerlendirme talebi ret edildiği halde Moody's inceleme faaliyetini icra ediyor ve şirketin anlaşmış oldukları kuruluşlardan olumlu sonuç gelmesine rağmen, kendisi olumsuz değerlendirmeye gidiyor. Bu örnek üzerinden çıkan ihtimaller, derecelendirme kuruluşlarının objektifliğini ve güvenirliliğini tartışmaya açar mahiyettedir. Bu bağlamda, Alman sigorta şirketindeki uygulamadan yola çıkarak şu ihtimallere ulaşabiliriz:

Birinci ihtimal: Moody's ve diğer iki kuruluş arasındaki değerlendirme farklılığıdır. Söz konusu değerlendirme sonucunda eğer Moody's'in yaptığı değerlendirme doğruysa şöyle bir soru gündeme gelir: Bu durumda diğer iki kuruluş şirketle anlaştığı için mi olumlu değerlendirmede bulundular? Böyle bir durum tam bir ahlaki problemin varlığına işaret eder. Yok, eğer Moody's'in değerlendirmeleri değil de diğer iki derecelendirme kuruluşun değerlendirmeleri doğruysa bu durumda da şöyle bir durum ortaya çıkar: Moody's kendisiyle anlaşmayan şirkete bilerek kasti bir not değerlendirmesine gitmiştir. Bu ise ister bilimsel bir tabir ile "Objektiflikten uzak bir değerlendirme" olarak tabir edilsin isterse de avam tabiri ile "Dediğimi yapmazsanız ben istediğimi yaparım" sözüyle izah edilmeye çalışılsın her durumda bir keyfiliği gösterir. Bu ise çok doğal olarak objektifliğin sorgulanmasına sebebiyet verir.

İkinci ihtimal: Kuruluşlar arasındaki çıkar çatışması neticesinde pazar payının artırılmak istenmesidir. Zira kredi derecelendirme kuruluşları, ülkeler ya da şirketler hakkında yaptıkları derecelendirmeler sonucunda ücret alırlar ve gelirlerin birçoğunu bu şekilde karşılarlar. Ancak ilgili örnekte, Moody's herhangi bir ücret talep

etmemektedir. Hatta belli bir maliyet altına girip değerlendirme faaliyetini icra etmektedir. Böyle bir hareket tarzının maksadı hayır yapmak olmadığına göre kuruluşun, diğer iki kuruluş ile rekabet gayesiyle pazar payını artırmak istediğini gösterir. Böyle bir düşünce serbest rekabet sisteminde bir yere kadar doğrudur. Ancak hiçbir etik kuralı gözetmeden sadece bağımsız değerlendirme gücünü elinde bulundurduğundan dolayı bir şirkete birkaç saat içinde yüz milyonlarca dolar kaybettirmek, kesinlikle güven kazandırıcı bir tutum değildir. Aynı şekilde adı ne olursa olsun bir hizmet faaliyeti de değildir.

4.3.6. Amerikan Yazılım Şirketi Compuware Örneği

Yazılım şirketi Compuware örneği, kredi derecelendirme kuruluşlarının kendi ücret politikalarını(!) belirlemede de serbest olduklarını göstermesi açısından önemli bir örnektir. Söz konusu yazılım şirketi, 500 milyon dolar borçlanmayı planladığı için hem S&P hem de Moody's ile belli bir ücret karşılığında anlaşmaya vardı. Ancak anlaşma üzerinde daha bir yıl geçmeden Moody's şirketten yıllık 5 bin dolar ekstra ücret talep etti ve yazılım şirketi de bu tutarı ödemek zorunda kaldı (Karaca, 2005:4).

Amerikan Yazılım Şirketinin anlaşmaya rağmen ilave ücreti ödemesinin belki de en önemli sebebi, derecelendirme kuruluşlarının elinde bulunan hâkimiyetsiz güçtür. Çünkü Moody's tarafından istenilen ekstra ücretin ödenmemesi durumu, şirket için bir tehlikeyi içinde barındırıyordu: Ekstradan istenen meblağ ödenmediğinde, yapılacak olan değerlendirmeler sonucunda olumsuz bir not verilebilirdi. Bu durumda meydana gelebilecek bir kayıp elbette istenen ekstra ücretten çok olacağı için, Compuware yazılım şirketi bu ücreti ödemek zorunda kaldı.

4.4. KDK'LARIN ÖNGÖREMEDİĞİ KRİZLER

KDK'lar, şirket iflaslarına yönelik yapmış oldukları değerlendirmeler ile birlikte eleştirilerin odak noktası haline geldikleri gibi krizlerde de aynı şekilde eleştirilerin merkezi olmuşlardır. Zira şirket iflaslarında yaptıkları yanlış derecelendirmelere benzer yanlışlıkları yaşanan krizlerde de yapmışlardır. KDK'lar,

değerlendirmeleri sonucu krizlere neden oldukları gibi krizlerin derinleşmesine de etki etmişlerdir. Bunun en bariz örneği yakın tarihte yaşanan 2007 Küresel Finans krizidir. Söz konusu krizde KDK'ların oynadıkları rol birçok faktörle birlikte tartışılmıştır. SEC'in kamuya ilan ettiği kredi derecelendirme modelinin varsayımlarını gizlice esneterek yanlış derecelendirme yapması ve yatırımcıları zarara sokması nedeniyle S&P kuruluşunun, ticari konut kredisi destekli menkul değerler piyasasındaki faaliyetler, 21 Ocak 2015-21 Ocak 2016 tarihleri arasında bir yıl süreyle askıya alması dikkatleri tekrar KDK'lara çekmiştir (Bocutoğlu, 2015:68).

KDK'ların krizlerde oynadıkları rol, sadece 2007 küresel finans krizi ile birlikte tartışılır hale gelmemiştir. Geçmiş dönemlerde meydana gelen krizlerde de küresel krizdekine benzer etkilerinden dolayı defalarca sorgulanmışlardır. Zira krizleri öngöremedikleri gibi kriz dönemlerinde ve krizlerden hemen sonra yaptıkları not değerlendirmeleri ile krizlerin derinleşmesine etki etmişlerdir. Bu da şunu açıkça göstermektedir ki derecelendirme kuruluşların elinde çok önemli bir güç bulunmaktadır. Bu güç sayesinde yapılan yanlışlar ya da yapılabilecek herhangi bilinçli bir yanlış değerlendirme, telafisi zor zararlara yol açabilir. Nitekim Kanada için yapılan yanlış değerlendirme, Kanada'nın yedi yılına mal olmuştu. KDK'ların elinde bulundurduğu gücü belki de en güzel şekilde New York Times köşe yazarı Thomas L.Friedman'ın şu sözleri açıklamaktadır: "Bugün dünyada iki süper güç var bence. Bunlardan biri ABD'dir diğeri ise Moody's derecelendirme şirketidir. Birleşik devletler sizi bomba atarak yok edebilir. Moody's ise tahvillerinizin derecelerini düşürerek sizi yok edebilir. İnanın bana, bazen kimin daha güçlü olduğunu kestiremiyorum" (White, 2010: 216).

4.4.1. Meksika Krizi

Meksika, para birimi pesoda meydana gelen büyük çöküş üzerine 20 Aralık 1994 tarihinde pesoyu %15 devalüe etmesine rağmen beklenenden çok daha hızlı bir biçimde peso değer kaybetmeye başlamıştı. Sadece bir gün sonra pesonun kaybettiği değer %39'a yükselmişti. 22 Aralıkta hükümet para birimini dalgalanmaya bıraktıktan sonra S&P, Meksika için kredi notunu 23 Aralık 1994'te BB+ olarak ilan etmiştir. Böyle bir değerlendirme faiz oranlarının yükselmesine sebep olmuş neticede bankların portföylerinin bozulmasını hızlandırmıştır. Döviz rezervleri 1994 yılı

sonunda 25.110 milyar dolardan 6.278 milyar dolara kadar gerilemiştir. S&P, 10 Şubat 1995'te Meksika'nın derecesini BB olarak revize edip 23 Mart 1995'te ise görüşünü negatif olarak değiştirmiştir. Değişiklik sonucunda yatırımcılar fonlarını hızlı bir şekilde çekmişlerdir. Uluslararası fonların, yapılan bu değişiklik sonucu hızla çekilmesi peso krizini meydana getirmiştir (Çevik Tekin, 2016:192). Neticede S&P'nin yapmış olduğu değerlendirme her ne kadar görüş niteliğinde olsa bile sadece yaptığı bir değerlendirme bir krizin meydana gelmesi sonucunu doğurmuş oldu. Ortadaki sonuç ise çok basitti: Derecelendirme kuruluşu, krizi öngöremediği gibi yaptığı ani not düşüşüyle krizin derinleşmesine sebep olmuştu.

4.4.2.Kanada Krizi

Moody's'in 1995 yılında Kanada hükümetinin borçlarını incelemeye alması, Kanada 'da birçok kesimin tepkisine neden olmuştu. Moody's'in bu kararı ülkede faiz oranlarının yükselmesine sebep olmuş ve hükümet devlet tahvillerine fazladan 300 milyon dolar ödemek zorunda kalmıştı. O dönemde Kanada Maliye Bakanı, bütçe konuşmasında ilgili derecelendirme kuruluşunu ağır bir dille eleştirerek ülkesinin borç yükünün ağırlığının farkında olduklarını belirterek Moody's'in söz konusu mevzuda yorum yapma hakkının olmadığını ileri sürmüştü. Fakat her şeye rağmen Moody's tavrında herhangi bir değişikliğe gitmeyerek Kanada'nın iç borç notunu AAA seviyesinden AA-1 seviyesine düşürmüştü. Ülkenin iç borç notunu tekrar AAA seviyesine yükseltmesi yedi yılını almıştı. Kanada, ancak 2002 yılında eski kredisini kazanabilmişti. S&P ise aynı dönemde Kanada'nın iç borç notunu değiştirmezken döviz borçlarına ilişkin notunu negatiften istikrarlıya dönüştürmüştü. Moody's'in Kanada'daki baş analisti Vincent J.Truglia, derecelendirme kuruluşlarının piyasalar üzerindeki etkisinin abartıldığını görüşünü savunsa da (Karaca, 2005:8) durum hiç böyle değildi. Baş analistin ortaya koymuş olduğu tezi hem yaşanan iflaslar hem de küresel krizler sonuçsuz bırakmaktadır. Böyle bir tezin doğru olmadığının birçok hükümet tarafından dile getirilmesi bir yana derecelendirme kuruluşlarının reel piyasadaki etkileri de tezi çürütmektedir. Zira bazen derecelendirme kuruluşlarının sadece bir açıklaması bile yüz milyonlarca doların kaybedilmesine (Alman Sigorta Şirketi Hannover Re Örneğinde olduğu gibi) sebep olabilmektedir. Mevzu bahis etki ister abartılı olarak görülsün isterse de bir

efsane olarak görülsün neticede sebep ne olursa olsun derecelendirme kuruluşları, finansal sistemlerde çok büyük bir güç elde etmişlerdir ya da NRSRO ile yapılan düzenlemelerle oligopol bir pazar elde ettikleri için söz konusu güç altın tepside bu kuruluşlara arz edilmiştir.

4.4.3. Asya Krizi

1997 yılında yaşanan Güneydoğu Asya Krizi, büyük oranda finansal sistemdeki zaaflar ve yönetim hatalarından kaynaklanan sebeplerden ortaya çıkmıştır. Krizle ilgili söylenebilecek en önemli husus, hiç kimsenin Güneydoğu Asya'da bu boyutta bir krizi önceden görememesidir. Ama sebep ne olursa olsun çok açık bir şekilde denilebilir ki krizin etkisi hiç kimsenin düşünemeyeceği kadar şiddetli olmuştur. Krizin etkisiyle ulusal sermaye piyasalarında çöküş, geniş kapsamlı banka iflasları, birçok firmanın iflası ile birlikte daha ciddi bir durgunluk olmuştur. Asya Krizi, 2 Temmuz 1997 tarihinde, Tayland'ın 1997'nin başından giderek yoğunlaşan spekülatif baskılar sebebiyle ulusal para birimi bahtı dalgalanmaya bırakma ve daha sonra IMF'ye başvurma kararı alması ile patlak vermiştir. Tayland merkez bankası söz konusu kararı açıklaması ile birlikte baht, bir anda %15'in üstünde değer kaybetmiştir (Öztürk, 2003:172-173).

1997 yılının Temmuz ayında Tayland'da başlayan kriz, bölgenin diğer ülkeleri olan; Malezya, Endonezya, Filipinler, Hong Kong, Güney Kore ve Singapur'a yayılmıştır (Toraman ve Yürük, 2014:138).

1997 yılında Güneydoğu Asya'da yaşanan kriz birçok kayba neden olmakla birlikte KDK'lar ile ilgili birçok şeyi de gündeme taşımıştır. 1997/98 Asya krizi sırasında birçok gelişmekte olan piyasalar için ülke kredi notlarının KDK'lar tarafından keskin ayarlanmaları, derecelendirme sürecinin doğruluğu ve istikrarı ile ilgili endişeleri artırmıştır. 1997'de kriz başlamadan önce çok az analistler tarafından Asya ülkelerinin finansal sistemdeki zayıf yönleri doğru tanımlanmış olmasına rağmen (Öztürk, 2003:172), krizin başlamasına ramak kala birçok ülke yatırım yapılabilir seviyelere sahipti. Buna rağmen daha sonra kriz döneminde ve krizden sonra çok sert not indirimleri olsa da söz konusu durum gözlemciler tarafından küresel sermayeye bir taktiksel unsur kazandırma çabası olarak yorumlandı. Bundan

dolayı derecelendirme ajansların takındığı tutum eleştiri konusu oldu. Çünkü derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan sert not indirimleri ekonomik dengeleri düzeltmemiş bilakis büyük ölçekli sermaye ve kriz öncesi sürtünme davranışlarını artırarak Asya krizinin ortaya çıkmasından sonraki sermayenin aniden değişmesine sebep olmuştur. Neticede faiz oranlarının aşırı sıkışmasına sebebiyet vermiştir (Kraussl, 2000:2).

Krizin patlak vermesini izleyen altı aylık süreçte, derecelendirme kuruluşları, bölgedeki ülkelere ilişkin kredi notlarında büyük ve hızlı düzenlemeler yapmıştır. Üç büyük derecelendirme kuruluşunun verdiği notlar nazara alındığında; Tayland'ın kredi notu 4, Endonezya'nın kredi notu 5, Güney Kore'nin kredi notu ise 9 kademinin üzerinde düşürülmüştür (Öztürk, 2003:174). Kriz sonunda belli bir yere kadar not indirimi makul görülebilir. Ancak krizden hemen önce söz konusu notların yüksek olması soruları beraberinde getirir. Çünkü krizden hemen önce İnstitutional İnvestor ve Euromoney tarafından yayınlanan piyasa analizcilerinin anketlerinde, iki derecelendirme kuruluşu tarafından yatırım derecelendirmesi tüm Asya ülkelerine yüksek kredi değerliliği notları verdiğini belirtmiştir. Ancak söz konusu puanlar krizden sonra ciddi oranda düşürülmüştür. Bu durum, Asya krizinde piyasaların yanı sıra analistlerin ve derecelendirme kuruluşlarının da finansal sistemde oluşabilecek riskleri öngöremediğini ortaya koyuyor (Krussl, 2000:6).

4.4.4. Rusya Krizi

1991'de Sovyetler Birliği'nin dağılması ile Rusya'da serbest ekonomiye geçişle Ocak 1992 yılında fiyatlar serbest bırakılarak dış ticaret liberalizasyonu sonucunda devlete ait işletmelerin birçoğu özelleştirilmiştir. Ancak Rusya'da 1998 Ağustos ayında rublenin devalüasyonu ile başlayan ve kısa süreli borçların ertelenmesine sebep olan kriz patlak vermiştir. Asya ülkelerinde ortaya çıkan finansal ve dünya enerji fiyatlarındaki düşüş krizin dış etkenleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Merkezi planlı finansal yapıdan liberal ekonomiye geçerken uygulanan politikanın yeterli mali ve yapısal reformlarla desteklenmemesi sonucu bütçe gelirlerini toplamadaki zorluklar, giderlerin dış borçlanma ile karşılanmaya çalışılması, kısa süreli borçların artması ve yatırımlarda yaşanan sıkıntılardan dolayı

üretimin azalması ise krizi oluşturan iç faktörler arasında sayılabilir (Toraman ve Yürük, 2014:141).

Rusya krizinde derecelendirme kuruluşlarının yaptığı hamleler, krizin maliyetini daha da artırmaktan başka bir işe yaramamıştır. Nitekim Moody's, Rusya'nın notunu düşürünce 17 Ağustos 1998 tarihinde Rusya moratoryum ilan ederek 45 milyar dolar tutarında bir borç ertelemesi yapmak zorunda kalmıştır. Bunun sonucunda ruble %15 oranında devalüe edilmiştir. S&P ise 9 Haziran 1998 tarihinde B+ olarak açıkladığı Rusya'nın notunu 13 Ağustos 1998 tarihinde B negatife, 17 Ağustos 1998'de CCC düzeyine, 16 Eylül 1998 tarihinde ise negatif CCC seviyesine düşürmüştür (Çevik Tekin, 2016:194). Kredi derecelendirme kuruluşları, kriz meydana gelmeden krizin emarelerini hiçbir şekilde görmedikleri gibi kriz ortaya çıktığı zaman takındıkları tavır ise itibarlarını kurtarmaktan başka bir mana taşımamaktadır. Ancak üst üste yapılan bu tarz hamleler ancak güven kaybına sebep olur. Aksi halde beş on gün arayla birkaç defa not düzeltmeye çalışmak (!) başka şekilde izah edilemez. Aylarca bazen yıllarca not açıklamayan derecelendirme kuruluşları Rusya örneğinde olduğu gibi (13 ve 17 Ağustos, 16 Eylül) 4 günde bir bile not açıklama başarısı (!) gösterebilmektedirler. Ancak göz ardı ettikleri ise bu kadar hızlı ve ferasetli (!) bir şekilde açıkladıkları notlar sadece ve sadece krizin derinleşmesine katkıda bulunmuştur.

4.4.5. ABD Mortgage Krizi

Dünyada, finansal sistemde yaşanan "Büyük Buhran" krizinden sonraki en büyük kriz 2008 yılından itibaren yaşanmıştır. Kriz ile birlikte ABD ve dünya finansal piyasalardaki güven ortamı ciddi hasar almıştır. Güven ortamının sarsılması ile beraber krizin olumsuz etkileri birçok ülkeyi derinden etkilemiştir. ABD konut ve emlak piyasasından kaynaklanan kriz ortamında, ekonomik şartların zayıflamasıyla birlikte bireysel ve kurumsal geri ödemelerde sorunlar yaşanmaya başlanmıştır. Söz konusu piyasalardaki sıkıntılar hızla finans piyasalarına sirayet etmiş ve zaman içinde reel piyasaları da etkilemiştir. Neticede 2008 küresel krizi gelişmekte ve gelişmiş olan bütün ülke ekonomilerine yayılmıştır. Ağustos 2007'de ABD'de mortgage krizi ile patlak veren finansal kriz, Eylül 2008'den itibaren küresel bir ekonomik kriz halini almıştır. Kriz ile beraber piyasalarda hisse senetleri fiyatları

düşmüş, bankalar iflas eşiğine gelmiştir. Yaşanan olumsuz neticeler ile birlikte hükümetlerin finansal piyasalara müdahalesi kaçınılmaz olmuştur. Bankalar sektöründe bankaların birbirlerine, işverenlere ve tüketicilere kredi vermemesi tüketimi azaltmış, satışları düşürmüş ve ardından üretimde keskin düşüşlerin yaşanmasına sebebiyet vermiştir. Finansal piyasalarda hızlı fon akışı ile reel kesimde büyüme dengeli götürülememiş ve sorunların giderilmesi paralel yürütülememiştir. Daha birçok eksiklikler neticesinde uzun vadeli faiz oranlarında ciddi düşüşler meydana gelmiştir (Sancak ve Demirbaş, 2011:172-173).

2008 küresel krizi ile birlikte yaşanan tüm bu olumsuzluklar sonucunda dünya ekonomisinde de küçülme meydana gelmiştir. Bu yönüyle dünya ekonomisinin 2007 yılından itibaren git gide küçülmesinin en önemli sebebi ABD konut ve emlak piyasasında patlak veren mortgage krizidir. ABD ekonomisi, bu bağlamda dünya ekonomisine yön verebilecek bir büyüklükte olduğu için, ABD'de meydana gelen söz konusu kriz dünya ekonomisini de olumsuz etkilemiştir (Yıldırım, 2010:47).

2008 yılında ABD emlak piyasasında patlak veren küresel kriz birçok yönüyle analiz edilerek tartışma konusu haline getirilmiştir. Şüphesiz ki, "Büyük Resesyon" olarak adlandırılan krizin en belirgin tetikleyicilerinden biri olarak KDK'lar görülmüştür. Bundan dolayı derecelendirme kuruluşları bir kez daha masaya yatırılmıştır. Derecelendirme kuruluşları (Özellikle S&P ve Moody's), hem ipoteğe dayalı menkul kıymetler (RMBS) hem de teminatlı borç yükümlülüklerine (CDO) ait milyarlarca dolarlık senetlere verdikleri yüksek notlarla önce yatırımcıları ve finans kurumlarını daha sonra ise ülkeleri ve bütün dünyayı krize sürükleyen sorumlular listesinin tepesinde yer almıştır (Orhan, Saka ve Yüksel, 2015:68).

Kriz değerlendirme sonucunda ABD Kongre Raporunda, Moody's ve S&P'yi, karmaşık konut kredisi destekli menkul değerlere dağıttıkları şişirilmiş kredi derecelerini aniden düşürdükleri için, yüzyılın en büyük krizinin tetiklenmesinden sorumlu tutmuştur. KDK'lara yönelik yapılan en büyük suçlamalardan birisi ise, Senato Araştırma Panellerinden birinde yapılmıştır. Buna göre KDK, konut piyasası çöktükten sonraki aylarda bile konut kredisi destekli menkul değerlere en yüksek kredi derecelerini vermeye devam etmiştir. Senato Daimi Soruşturma Alt Komitesi

çok sayıda belgeyi inceledikten sonra Moody's ve S&P'yi krizin tetiklenmesinden sorumlu tutmuştur. Yatırım yapılabilir menkul değerlerde kredi derecesi düşürülmesi göreceli olarak pek nadir olması lazım gelirken, 2007'de ABD finansal piyasalarında kitlesel ölçekte beklenmedik kredi derecesi düşürmelerine gidilmiştir. 2007 Temmuz'undan başlayarak, Moody's ve S&P yüzlerce hatta binlerce RMBS ve CDO'nun kredi derecesini düşürmüş, bu kararlarıyla da derecelendirilmiş borç senetlerinin değer kaybetmesine, piyasada elden çıkarılmalarının güçleşmesine ve kaçınılmaz olarak da RMBS ve CDO ikincil piyasalarının çökmesine yol açmıştır. Bu kitlesel derece düşürmeleri; orijinal derecelerin sadece kökünden hatalı olduğunu göstermekle kalmamış aynı zamanda ABD konut kredisi piyasasının daha önce tanıtıldığından daha riskli olduğunu açıkça ortaya koymuştur (Bocutoğlu, 2015:107-108).

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının en büyükleri olan ve derecelendirme pazarının %80'nine yakınını elinde tutan Moody's ve S&P; 2007 Temmuzunda neden kitlesel olarak kredilerde derece düşürme kararı verdiklerini izah edememişlerdir. Aynı şekilde kredi derecelerini nasıl olup da iki gün ara ile düşürdüklerini ve kararlarının finansal piyasalar üzerindeki muhtemel yıkıcı etkilerini esas alan analizleri neden yapmadıklarını açıklayan anlamlı belgeler ve gerekçeler sunamamıştır. İşin ilginç yanı ise Moody's'in CEO'su Raymond McDaniel'e Temmuz ayındaki kredi derece düşürmeleri konusu sorulduğunda, karar verme sürecinin hiç bir aşamasını hatırlayamadığını beyan etmesi, Alt Komiteye kendisine sadece kredi derecelerinin düşürüldüğü şeklinde bilgi verildiğini ve şahsen kararla bir alakasının bulunmadığını söylemesidir (Bocutoğlu, 2015:109).

Hikmeti nedir bilinmez ama kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı değerlendirmeler ne olursa olsun kuruluşların etkinliklerinin artmasına sebep olmuştur. Güneydoğu Asya krizi, Meksika krizi, Rusya krizi, ABD mortgage krizi gibi birçok krizde, krizlerin sorumluları olarak belirlenmelerine rağmen değerlerinden neredeyse hiç bir şey kaybetmemişler. Hatta yapılan analiz, tartışmalar sonucunda KDK'ların etkililiğinin daha da artacağıdır. Neredeyse her 10 yılda bir krizlere sebep olan derecelendirme kuruluşlarına yönelik düzenlemeler olsa bile tabiri caizse vites küçültme mahiyetindedir. Zira yapılan hiçbir düzenleme

kuruluşların sahip olduğu gücü frenlemeye yetmemektedir. Bu ise bu kuruluşlarının hiçbir uyarıyı nazara almadan faaliyetlerine devam etmesi manasına gelmektedir. Ancak gerçek şudur ki bu kuruluşların kararlarından en çok etkilenen piyasalar gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarıdır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının varlığı elbette gereklidir. Lakin elinde bulundurdukları gücün suiistimal edildiği hakikati güneş gibi ortadır. Her ne kadar yaptıkları hataların sebeplerini çeşitli etmenlere dayandırsalar da bu hakikatin örtülmesi imkânsız bir durumda bulunmaktadır. 2008 küresel krizde oynamış oldukları rol bunun en büyük göstergesidir.

Başlangıçta düşük oranlı olup takip eden yıllarda yükselen faiz oranına sahip kredilerin oluşturduğu faiz yükü, geri ödeme potansiyeli düşük kesimlerin temerrüde düşme olasılığını artırırken faiz ve anapara ödemelerinde aksaklıklar meydana getirmiştir. Bu kredilerin %96'sına kredi derecelendirme şirketleri tarafından A seviyesinde notlar verilmiştir. Ancak krizi öngöremedikleri gibi krizden hemen önce bu kadar büyük notlarla şirket ve ülkeleri taltif (!) eden derecelendirme kuruluşları, 2007 yılının üçüncü çeyreğinden 2008 yılının ikinci çeyreğine kadar geçen bir yıllık bir süre zarfında 1,9 trilyon dolarlık mortgage destekli menkul kıymet varlığının notunu düşürmüştür. Bu derece kitlesel bir not indirimine giden kuruluşlar ise tamamen piyasa hakimiyetini elinde bulunduran ve oligopol bir yapı meydana getiren S&P ve Moody's kuruluşlarıdır (Çevik Tekin, 2016:197).

4.4.6. Yunanistan Krizi

Yunanistan ekonomisi, yakın tarihte bütçe açığı ve kamu borçlarının yüksek olmasının yanı sıra diğer birçok sorunla karşı karşıya kalmıştır. Kamu sektörünün büyüklüğü, finansal piyasalardaki rekabet düşüklüğü ve yatırımları ülkeye çekememe gibi faktörler bu sorunların bazılarıdır. Bunda dolayı, uluslararası finansal piyasalarda meydana gelen ve zamanla reel piyasaları da içine alan küresel kriz, Yunanistan'ı önemli derecede etkilemiş olup, bütçe açığı sürdürülebilir olmaktan çıkarak kamu borçlarında yükselişe sebep olmuştur (Orhan, Saka ve Yüksel, 2015:79). Yunanistan, gerek bulunduğu coğrafya nedeniyle gerekse de ekonomik nedenlerle ya da yaşadığı olumsuz ekonomik sorunların çözümü kaygılarıyla Euro bölgesine katılmıştır. Ancak Yunanistan'ın Euro bölgesine katılması ekonomisinde

bir dönüşüme sebep olmamıştır, tersine makroekonomik dengelerinde bozulmalar meydana gelmiş ve ekonomik kırılganlıkları artmıştır. Böylesi bir tablonun birçok sebebi olabilir. Ancak dikkat çeken detay ise ekonomik bozulmaların meydana gelmesine karşın KDK'ların sergilemiş oldukları tutumlardır. S&P tarafından Kasım 1998-Ekim 2003 arası dönemde ülkenin kredi derecelendirmesini 4 çentik artırarak BBB'den A+'ya, Moody's tarafından Aralık 1996-Kasım 2002 arasında ülkenin kredi derecelendirme 3 çentik artırılarak Baa1'den A1'e yükseltilmiştir. Yine Fitch tarafından Haziran 1997-Ekim 2003 arasında Yunanistan'ın kredi derecelendirmesi 4 çentik artırılarak BBB'den A+'ya yükseltilmiştir. KDK'lar tarafından Yunanistan lehine verilmiş olan notlar, Yunanistan'ın borçlanma maliyetinin düşmesindeki en önemli etken olmuştur (Bayar, 2015:51-52).

ABD'de meydana gelen küresel kriz ülke sınırlarına taşmış ve küçük büyük birçok ülkeyi etkilemiştir. Yunanistan küresel krizden en çok etkilenen ülkelerden biridir. Bu etkilenmenin birçok sebebi olsa da KDK'ların sergilemiş oldukları icra faaliyetleri Yunanistan'ı borçtan çıkılmaz bir hale getirmiştir. KDK'lar, diğer tüm krizleri öngöremedikleri gibi Yunanistan'da meydana gelen krizi de öngöremedikleri halde kriz ortamında ve kriz sonrası vermiş oldukları notlar, Yunanistan ekonomisini iflas eşiğine getirmiştir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kötü notlar, her ne kadar krizin tek sebebi olmasa da, Yunanistan ekonomisini borç krizine düşürmeye yetmiştir. Verilen kötü notlar neticesinde finansal piyasalar üzerinde çok büyük spekülatif baskılar oluşmuştur. Yunanistan'da ekonomik göstergelerin 2009 yılından itibaren bozulması ve kötüye doğru gitmesi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkenin notlarının düşürülmesine sebep olmuştur. Böyle bir durumun ortaya çıkması finansal piyasalardaki belirsizliği daha da artırmış ve hükümetin borçlanma imkânlarının daralması sonucunda finansal kriz baş göstermiştir. Neticede malumun ilanı niteliğinde yapılan derecelendirme faaliyetleri, krizin derinleşmesine büyük etki etmiştir (Türk ve Erarslan, 2016:288-289).

Krizden hemen önce hatta kriz ortamında bile çok yüksek notlara sahip olan Yunanistan'ın kredi derecelendirme kuruluşu S&P tarafından Ocak 2009-Şubat 2012 arası dönemde 15 çentik, Moody's tarafından Aralık 2009- Mart 2012 arası dönemde

16 çentik, Fitch tarafından Ekim 2006- Mart 2012 arası dönemde 14 çentik düşürülmüştür. Bu dönem zarfında Yunanistan'ın Ekim 2009'da %4.57 olan uzun dönem borçlanma faiz oranı yükselme trendine girmiş Haziran 2012'de %27.82'ye kadar artmıştır. Yapılan tüm bu not indirimleri zamansız ve ölçüsüz olduğu için Yunanistan ekonomisini daha da etkilemiştir. Yunanistan ekonomisinin zamanında doğru analiz edilememesi sonucu sonradan verilen notlar bir nevi geçmişin telafisi mahiyetini almıştır. Bu tarz bir yöntem ile geçmişi telafi etmeye çalışmak Yunanistan ekonomisinin mevcut zamanını ve geleceğini çok derinden etkilemiştir. Zira art arda çok kısa süre içerisinde yapılan not indirimlerinin geçmiş zamanı telafi etme gayesiyle atılan adımlar dışında bir izahı zor gibi görünmektedir (Bayar, 2015:51-52).

UKDK tarafından Yunanistan'a krizden hemen öncesine kadar verilen çok büyük notların (Moody's A1, S&P A/A2 ve Ftch A-) açıklanabilir sebepleri olsa bile, Yunanistan'ı iflasın eşiğine götüren de yine ölçüsüz ve yanlış analizler sonucunda verilen bu büyük notlar olmuştur. Zira yatırımcılar açısından kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen yüksek notlar ne kadar cazipse düşük notlar da bir o kadar itici pozisyondadır. Yunanistan krizinde bu durum adeta tecelli eder bir mahiyete bürünmüştür. Zira kriz öncesi yüksek notlara sahip olan Yunanistan'ın kriz döneminde notlarının çok sert düşmesi, yatırımcının ülkeden kaçmasına sebep olmuştur. Bu durum ise cari açığı çözülemez bir hale getirerek krizin çok daha derinleşmesine zemin hazırlamıştır. Netice itibariyle kredi derecelendirme kuruluşlarının not düşüşleri Yunanistan'ı iflasın eşiğine getirmiştir.

SONUÇ

Dünyanın globalleşmesi ile birlikte finansal piyasalarda yaşanan etkileşim ve hareketlilik, kredi derecelendirme kuruluşlarının varlığını zorunlu kılar bir hale getirmiştir. Globalleşme ya da küreselleşme, sermayeye çok hızlı el değiştirme imkânı sağlamakla kalmamış aynı zamanda çok geniş bir coğrafyada faaliyet icra etme imkânı sağlamıştır. Bu ise bilgi kirliliği ya da asimetrik bilgiyi beraberinde getirmiştir. Bunun yanında sermayenin etki alanı genişledikçe risk seviyesi, spekülatif piyasa yapısı da aynı oranda artmıştır. Asimetrik bilginin olduğu, risk seviyesinin yüksek olduğu ve spekülatif yapının çok olduğu alanlarda sermaye çekingen hareket eder. Bundan dolayı yatırım yerine atıl kapasite daha çok artar. Kredi derecelendirme kuruluşları sermaye ve para piyasası aktörleri için piyasa yapısını analiz ederek aktörlere yönelik bilgi akışı düzenleyip risk seviyesinin değerliliğini yaparlar. Bu ise gerek fon sahipleri gerek fon talep edenler açısından riskten kaçınma açısından son derece öneme haizdir. Böyle bir bakış açısı ile bakıldığından derecelendirme kuruluşları sermaye piyasası aktörleri için son derece önemli bir işlevi yerine getirirler.

Kredi derecelendirme kuruluşları, finansal sistem aktörleri için birçok alanda kolaylaştırıcı etkiye sahip roller üstlenir. Bu yönüyle yatırımcılara yol göstermek, yaptıkları değerlendirmeler sonucu bir uyarıcı mekanizma görevi görmek, fon arz eden ve fon talep edenler için güven oluşturmak, piyasaların yapısına bağlı olarak riskleri azaltmak gibi birçok fonksiyonu yerine getirirler. Aynı şekilde yatırımcının sahip olmak istediği bilgiyi, bir nevi yatırımcılar için kamuoyuna açıklarlar. Bunu yaparken uluslararası geçerlilik arz eden belirli semboller kullanarak not verirler. Verilen her not yatırımcılar için bir anlam ifade ettiği için yatırım yapılırken söz konusu notlar kılavuz vazifesi görür.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar her ne kadar tavsiye niteliği taşımasa da birçok etkiye sahiptir. Zira yukarıda zikredildiği gibi birçok alanda yatırımları yönlendirmede etken rol oynamaktadır. Derecelendirme kuruluşları tarafından verilen not bir çeşit güven düzeyini belirlemektedir. Notu düşük olan bir ülkenin ya da şirketin piyasalarına güven az demektir. Başka bir tabir ile verilen borcun tam ve geri ödenme risk seviyesi yüksektir. Böyle bir risk seviyesine sahip olan ülkenin ya da şirketin borç bulabilmesi doğal olarak güç olacaktır. Borç bulunsa bile çok yüksek faizle geri dönüşü olduğu için maliyeti çok çok artıracaktır. Böylesi bir eylemin altında yatan temel sebep ise verilen notların makroekonomik göstergeler ve politik unsurlar nazara alınarak veriliyor olmasından kaynaklanır. Makroekonomik göstergeler ve politik unsurlar piyasalara güven verme açısından değer arz eder.

Derecelendirme kuruluşlarının varlığının elzem olması ile birlikte özellikle 1980'li yıllardan sonra krizlerde takındıkları tutumlar ve vermiş oldukları notlar yüzünden eleştirilerin odak noktası haline gelmiştir. Zira bu derece büyük etkilere sahip olan kuruluşlardan her yönüyle güven beklenir. Aksi durumda sadece bir not indirimi çok ciddi maliyetlere sebep olabilmektedir. Ülkeleri zor durumda bıraktığı gibi şirketleri iflasa götürme potansiyeli barındırmaktadır. Bundan dolayı derecelendirme kuruluşlarından beklenen şeffaf olmaları, tarafsız ve güvenli olmalarıdır. Oysa çalışmada verilen birçok örnekte de görülmüş ki tarafsızlık ve güvenilirlik noktasında birçok soru işareti bulunmaktadır. Özellikle çıkar çatışmalarının varlığı, şeffaf olmama, hesap verme mekanizmalarının noksanlığı gibi birçok alanda eleştirilmeye başlanmışlardır.

Kredi derecelendirme kuruluşları açısından önemle üzerinde durulması gereken bir başka nokta, ellerinde bulundurdukları güçtür. Bugüne kadar yanlış olarak vermiş oldukları hiçbir notun karşılığının olmaması ellerindeki gücü daha da pekiştirmiştir. Ellerinde olan güç sayesinde istedikleri gibi not artırımına da ya da indirimine gidebilmektedirler. İlk başta, uluslararası kabul görmüş bu kuruluşlar bu kadar keyfi muamelede bulunmaz gibi düşünceler akla gelebilir. Ancak birçok kriz ve olayda yapmış oldukları değerlendirmeler bunun böyle olmadığı, istedikleri gibi not verebilme eylemlerinde bulundukları gözlemlenmiştir. En bariz örneği;

Yunanistan, iflas etme eşiğine gelmesine rağmen yüksek notlara sahip olması ve krize girdikten sonra çok sert ve çok sık not indirimlerinin yapılması böylesi bir fikrin oluşmasına zemin hazırlamıştır. Yine gelişme düzeyi açısından daha üst seviyede olan ülkelerin daha düşük notlara sahip olması bunun bir göstergesidir.

Derecelendirme kuruluşlarının eleştirilen diğer bir tarafı ise tarafsız olmamalarıdır. Böyle bir düşüncenin filizlenmesi ise özellikle Enron, Parmalat vs. gibi şirketlerde yaşanan iflaslarda olmuştur. Enron şirketinin iflasına 4 gün kala not seviyesi "Çöp" seviyesine indirilebilmiştir. Böyle bir vakada ya bilinçli bir hareket aranır ya da bir basiretsizlik örneği aranır. Her iki durumda sermaye piyasalarında çok büyük etkilere sahip olan derecelendirme kuruluşları için güven kaybı demektir. Aynı şekilde Worldcom Skandalında da yapılan onca muhasebe hilelerini görememeleri, hangi reel kriterlerle şirketleri analiz edip doğru değerlendirme yaptıkları ve yatırımcılara doğru veri akışı sağladığı sorusunu akla getirir. Böylesine bir bilgi eksikliği ya da yanlış, birçok mağduriyete sebebiyet verebilecek bir düzeydedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının eleştirilen diğer bir noktası ise ellerinde bulundurdukları kontrolsüz güçtür. Mevcut derecelendirme kuruluşları içinde bütün pazar payının %90'dan fazlasını sadece üç büyük kuruluş elinde bulundurmaktadır. İlk etapta serbest piyasa açısından bu durum da normal karşılanabilir. Ancak her üç kuruluşun geçmişte verdikleri notlar dolayısıyla, çok büyük maliyetlere katlanmak zorunda kalan ülke ve şirketler düşünüldüğünde bunun normal olmadığı görülecektir. Kanada krizinde talep olmadan zoraki açıklanan bir not, ülkeye ciddi bir külfet oluşturduğu halde ilgili kuruluşun hiçbir yaptırımla karşılaşmaması ilginç bir hal arz etmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının sadece bir beyanı ekonomik manada büyük sonuçlar doğurmaktadır. Bu ise ilgili kuruluşlar hakkında denetim mekanizmasının yoksunluğuna işaret eder. Dolayısıyla yaptırım türünden bir mekanizmanın varlığı kaçınılmazdır.

Derecelendirme kuruluşlarının elzemliğinde hem fikir olunsa da güven kaybettikleri muhakkaktır. Ama ilginç olan, bu kadar güven zedeleyici tutumlara rağmen güçlerinin giderek artmasıdır. Küreselleşme ile birlikte her ne kadar kredi derecelendirme kuruluşlarına olan ihtiyaç artmışsa da bir o kadar da bu kuruluşlara

yönelik denetim mekanizmasının varlığı da zaruri hale gelmiştir. Aksi durumda çok keyfi bir şekilde, hatta ideolojik olarak, birçok ülke etki altında kalabilir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler bu notlardan çok etkilendiği için bir kalbur gibi bu kuruluşları sırtlarında taşımaktadırlar. Bunun için bu kuruluşlarının şeffaflıklarının artırılmasına yönelik adımlar atılarak hesap verebilmeleri sağlanmalıdır. Bu sağlanmadığı sürece alternatif arayışların aranması kaçınılmaz olur. Zira bu iki çözümden birine gidilmediği sürece gelişmekte olan ülkeler hep gelişmekte düzeyinde kalacak, gelişmiş ülkeler de hep gelişmiş seviyesinde kalacaktır.

KAYNAKÇA

Acar Boyacıoğlu, M. (2003). *Bankalarda Derecelendirme (Rating) Ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma.* Yayınlanmış Doktora Tezi. Konya: Selçuk Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Acemoğlu, D. ve Robinson, J.A. (2017). *Ulusların Düşüşü.* 24. Baskı. İstanbul: Doğan Egmont Yayıncılık.

Akbulak, Y. (2012). Kredi Derecelendirmesi Veya Rating: Kavram Ve Ölçütler. *Mali Çözüm Dergisi.* 111, Türkiye, 171-184.

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

Akdiş, M. (2000). *Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye*. (1. Baskı). İstanbul: Beta Basım Yayın.

Altan O. (2012). *Şirketlerde Kredi Derecelendirme*. Erişim Tarihi: 01.02.2018. http://blog.isyatirim.com.tr/sirketlerde-kredi-derecelendirme-rating

Altaş, G. (2009). Kredi Derecelendirme Kurumları. *Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB)*. İstanbul: 84, Türkiye, 20-37.

Atmaca, M. (2012). Muhasebe Skandallarının Önlenmesinde İç Kontrol Sisteminin Etkinleştirilmesi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*. Afyon. 14 (1), Türkiye, 191-205.

Ayaz, B.H. (2016). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları Ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Rolleri. *Seminer.* Adana: Çukurova Üniversitesi, İİBF.

Ayaz, M.S. (2013). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Eleştirel Bir Bakış.* Erişim Tarihi: 17.11.2017, http://www.bilgesam.org/incele/230/-uluslararasi-kredi-derecelendirme-kuruluslari--elestirel-bir-bakis

Aydın, N., Akgiray, V., Turhan, M.İ., Ergincan, Y., Sevil, G., Çoşkun, M., Aydın, H. Ve Gerz, M. (2013). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar*. Eskişehir: Açık Öğretim Kitapları.

Babuşcu, Ş. (1997). *Bankacılık Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması*. (İlk Baskı). Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

Başoğlu, U., Ölmezoğulları, N. Ve Parasız, İ. (2001). *Dünya Ekonomisi: Küreselleşme, Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomi.* Bursa: Ezgi Kitabevi.

Bayar, Y. (2015). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Yunanistan Borç Krizi. *International Journal of Economic and Administrative Studies*. 15, 41-58.

Bekar, Ö.T. (2007). *Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Kurumsal Yönetimin Rolü,* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: İstanbul Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Bektaş, T. (2013). *Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi ve Vergilerin Sermaye Piyasası Araçları Üzerindeki Etkisi,* Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: Beykent Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Bocutoğlu, E. (2015). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve 2007 Küresel Finansal Krizi. *Hak-iş Uluslararası Emek ve Toplum Dergisi.* 4 (10), Türkiye, 66-113.

Bostancı, M.C. (2012). *Küresel krizin Dinamikleri ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredibilitesi.* Yayınlanmış Yüksek Lisans tezi. İstanbul: Marmara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ceylan, E. (2013). *Bağımsız Dış Denetim Ve 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Coffee, J.C. (2006). *Gatekeepers The Professions and Corporate Governance.* (İlk Baskı). New York: Oxford University Press.

Çalışkan, Ö.V. (2002). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri. *G.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi*. 1, Türkiye, 53-66.

Çelik, P. (2004). *Bankaların Risk Derecelendirmesi.* Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.

Çevik Tekin, İ. (2016). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Krizler ve İflaslar, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi.* Konya. 19 (Özel Sayı), Türkiye, 181-205.

Çikot, Ö. (2011). Finansal Kriz Sonrası Avrupa'da Denetim ve Düzenleme Çalışmaları. *Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB).* İstanbul: 108, Türkiye 7-18.

Çukacı, Y.C. ve Çenberlitaş, İ. (2017). Sermaye Piyasası Aracı Kurum Kavramı ve Aracı Kurum Faaliyetlerinin Muhasebeleştirilmesi İşlemleri, *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi.* Diyarbakır. 7 (13), Türkiye, 178-202.

Demir, M. (2014). *Kredi derecelendirme Kuruluşları, Derecelendirme Süreçleri ve Türkiye.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Demir, M. ve Eminer F. (2014). Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşünceler, *EUL Journal of Social Sciences LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi.* (V:II), 97-113.

Doğan, B.B. (2011). *Finansal Göstergelerle Bankaların Derecelendirmesine Yönelik Bir Model.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Dulnev N. (2012). *How Reliable Are Rating Agencies?*. Erişim Tarihi: 15.02.2018. https://www.rbth.com/articles/2012/09/27/how_reliable_are_rating_agencies_1799

Elkhoury M. (2008). *Credit Rating Agencies And Their Potential Impact On Developing Countries.* United Nations Conference On Trade And Development. No: 186.

En Ağır Ekonomik Krizi Dahi Göremeyen Moody's (2016). Erişim Tarihi: 04.03.2018. https://www.yenisafak.com/ekonomi/en-agir-ekonomik-krizi-dahi-goremeyen-moodys-2537702

Eren, E. (2010). *Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Ankara: Ankara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Erişim Tarihi: 02.03.2018. http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/arthur-andersen-suclu-cikti-78847
Erkan, M. ve Demircioğlu, M.Y. (2010). Ülke Derecelendirmesinin Ekonomik Kamu Düzeni Üzerindeki Etkisi. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi.* Malatya. 1(1), Türkiye, 107-132.
Eroğlu, B. (2017). *Tüm Zamanların En Büyük 10 Finansal Skandalı.* Erişim Tarihi: 04.03.2018. https://ekonomist.co/ekonomist/finansal-skandallar-10837/
Ertikin, K. (2017). Bağımsız Denetimde Bir Dönüm Noktası: Enron Olayı Ve Sarbanes - Oxley Yasası. *Mali Çözüm Dergisi.* Mayıs-Hazıran, Türkiye, 101-119.
Fettahoğlu, A. (2017). *Sermaye Piyasaları ve Analizi*. (1.Baskı). Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
Fidan, M.M. (2011). Kobi Kredi Piyasasında Asimetrik Bilgi ve Ahlaki Tehlike: Laleli Örneği. *Maliye Finans Yazıları.* 90, Türkiye, 41-57.
Fitch Ratings (2018). Erişim Tarihi: 17.12.2017. https://www.fitchratings.com
Fitch Ratings (2018). *Fitc Ratings Rating Definitions*. 1-61.
Ganiev, J. (2014). Küreselleşme, Finansal Piyasalar ve Kriz. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*. 1 (2), Kırgızistan, 117-129.
Gökalp, N. (2003). Ekonomide Güven Faktörü. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi.* 10 (2), Türkiye, 163-174.
Gökçen, C.A. (2010). Kurumsal Yönetim, İç Kontrol Ve Bağımsız Denetim: Parmalat Vakası. *Mali Çözüm Dergisi.* 97, Türkiye, 107-132.
Güler, D.A. (2009). *Finansal Küreselleşmenin Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: Marmara Üniversitesi. Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
Gülmez, A. ve Gündoğan, H. (2014). Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi.* 9 (4), Türkiye, 65-89.
Gülseven, N.N. (2008). Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Piyasaları: Türkiye-Arjantin Karşılaştırması. Yüksek Lisans Tezi. Kırıkkale: Kırıkkale Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
Gür, N. (2015). *G20 ve Küresel Finans Yönetişimi.* Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı (Seta).
Gürel, E., Bulgurcu Güler, E.B. ve Demir, N. (2012). Basel II Kriterleri. *Bankacılık ve Sigortacılık Araştırmaları Dergisi (BSAD).* 1(3-4), Türkiye, 16-18.
Haber7 (2018*). Dünya'daki Kredi derecelendirme Kuruluşları*. Erişim Tarihi: 19.01.2018. http://ekonomi.haber7.com/finans/haber/995961-dunyadaki-kredi-derecelendirme-kuruluslari
Halıcı, N.S. (2005). *Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri Ve Etkileri.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Kayseri: Erciyes Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
Hamzo, I.H. (2007). *Kredi Risk Yönetimi.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: İstanbul Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
Haspolat, F.B. (2015). *Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi*. Uzmanlık Tezi. Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü.

Hemraj, M.(2015). *Credit Rating Agencies Self-regulation, Statutory Regulation and Case Law Regulation in the United Statesmand European Union.* (İlk Baskı). New York: Springer.

Horasan, R. (2016). *Enron Olayı ve Etkileri.* Erişim Tarihi: 02.03.2018. https://businessalignment.weebly.com/home/2921559

İleri, H. (1999). Ülke Riski Analizi. *Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi, Dergipark.* 2, Türkiye, 115-123.

İltaş, Y. (2010). *Menkul Kıymet Derecelendirme Yöntemleri Ve Pratik Bir Derecelendirme Modeli Uygulaması.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Kırıkkale: Kırıkkale Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kab, H. (2015). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Güvenilirliği ve Türkiye Üzerine Bir Analiz.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: Okan Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Karaca, N. (2004). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları*. Maliye Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı. Rapor No:2.

Karagöl, E.T. ve Mıhçıokur, Ü.İ. (2012). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar*. Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı (Seta).

Karahan, H. (2014). *Onlar "Algıyı" Yönetirken Biz de "Gerçekleri" Konuşalım.* Erişim Tarihi: 01.02.2018. https://www.yenisafak.com

Karakuş, M. (2010). *Basel II ve Kredi Risk Yönetimi.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Kahramanmaraş: Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Katz, J., Salinas, E., ve Stephanous, C. (2009): *Credit Rating Agencies.* The World Bank Group. No:8.

Kaya, B. (Erişim:2018). Lehman Brothers: *Dünyanın En Büyük İflasının Hikâyesi.* Erişim Tarihi: 04.03.2018. http://www.offcourse.com.tr/tr/blog/lehman-brothers-dunyanin-en-buyuk-iflasinin-hikayesi

Kedikli, E. (2015). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomik Etkilerinin İncelenmesi.* Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Trabzon: Avrasya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kızıldere C. (2017). Uluslararası Kredi derecelendirme Kuruluşları: Etkinlik ve Önemine Eleştirel Bir Bakış. *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*. 54, 260-268.

Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2017). *Sermaye Piyasası temel Konular*. (1. Baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Kraussl, R. (2000). Sovereign Ratings and Their Impact on Recent Financial Crises. *Center for Financial Studies.* Frankfurt: 1-25.

Kruck, A. (2011). *Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Finansial Governance*.(İlk Baskı). New York: Palgrave Macmıllan.

Mattarocci, G. (2014). The Independence of Credit Rating Agencies. (1. Baskı). Waltham, USA: Elsevier.

Melek, S. (2011). *Kredi Derecelendirmesi Ve Kredi Derecelendirme Sisteminin Standart And Poor's Sistemiyle Karşılaştırılması.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: İstanbul Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Moody's Investors Service. Erişim Tarihi:20.01.2018. https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx

Moody's Investors Service (2017). *Rating Symbols and Definitions.* July, 1-36.

Orhan, M., Saka, H. ve Yüksel, H. (2015). Kredi Derecelendirmenin Etik ve Sistematik Açmazları. *İş Ahlakı Dergisi.* 8 (1), Türkiye, 67-108.

Okyere, R. (2016). *Yoksullukla Mücadelede Sermaye Piyasalarının Rolü: Türkiye Örneği.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ökmen, O. (2012). *Derecelendirme Kuruluşları Ülkelerin Kaderini Nasıl Etkiler?* Erişim Tarihi: 07.11.2017. https://www.turcomoney.com/derecelendirme-kuruluslari-ulkelerin-kaderini-nasil-etkiler.html

Önder, M.F. ve Mutlucan Sayın, S. (2011). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Şirketleri ve Türk Hukukunda Yeri. *S.D.Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi.* 1(2), Türkiye, 105-133.

Özbilgin, İ.G. (2012). Risk ve Risk Çeşitleri. *Aylık Bilişim Kültür dergisi.* 145, Türkiye, 87-93.

Özsağır, A. (2007). Ekonomide Güven Faktörü. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi.* 6, Türkiye, 46-62.

Öztürk, S. (2003). Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi: 1997 Güneydoğu Asya ve 2000 Kasım-2001 Şubat Türkiye Krizleri. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi.* Manisa. 10 (1), Türkiye, 171-185.

Sağlar, J. ve Kandemir, C. (2007). Enron Olayı: Muhasebe Hilesi mi Sistem Hatası mı?. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi.* Adana.11 (1), Türkiye, 20-39.

Saka H. (2014). *Analysis of the Rating Discrepancies Assigned By Credit Rating Agencies*: Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: Fatih Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Sancak, E. ve Demirbaş, E. (2011). Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye Konut Sektörüne Etkileri. *SDÜ İktisat ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi.* Isparta. 16 (3), Türkiye, 171-190.

Sancak, F. (2012). *Türk Sermaye Piyasalarında Kaydi Sistem Uygulamaları.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: Fatih Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Sarıkamış, C., Ceylan, A., Aydın, N. ve Coşkun, M. (2004). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar.* Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayınları.

Sayım, F. ve Er, S. (2009). Risk Kavramı ve Bankacılıkta Risk. *TMSF Bilimsel Yayın Organı.* 22, Türkiye, 7-17.

Sayın, M. (2009). *Sermaye Piyasalarında Elektronik Ticaret ve Banka Çalışanları Üzerine Bir Araştırma.* Yüksek Lisans Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi. Eğitim Bilimleri Enstitüsü.

Schroeder, S.K. (2015). *Public Credit Rating Agencies: Increasing Capital Investment And Lending Stability İn Volatile Markets.* (İlk Baskı). New York: Palgrave Macmillan.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). (2018). Erişim Tarihi: 10.01.2018, http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/2

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK*). Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği*. Seri:VIII, No:51.

Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu (SPL), (2014). *Finansal Kurumlar.*

Seval, B. (2017). *Kredi Derecelendirmesi.* Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu.

Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*. (Geliştirilmiş 15. Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları.
S&P Global Ratings (2017). *S&P Global Ratings Definition.* June 26, 1-47.
S&P Global Ratings, (2018). Erişim Tarihi: 18.01.2018. https://www.spratings.com/en_US/what-we-do
Standard and Poor's. Erişim Tarihi:18.01.2018. https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home
Stiglitz, J.E. (2010). *The Stiglitz Report: Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of Global Crisis.* New York: The New Press.
Suadiye, G. (2006). Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri. *MKÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 3(6), Türkiye, 97-114.
Şamiloğlu, F. ve Akçalı, N. (2018). *Küreselleşme Sürecinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının Derinlik Sorunu*. Erişim Tarihi:17.01.2018. http://archive.ismmmo.org.tr
Şen, S. (2014). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Analizi: Moody's Örneği.* Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
Şirvan, N. (2004). *Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi.* Erişim Tarihi: 15.01.2018, https://sites.google.com/site/gunaycaymaz/krediderecelendirme.pdf
Toraman C. ve Yürük, M.F. (2014). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri. *BEU Sosyal Bilimler Dergisi*. 3(1), Türkiye, 127-154.
Tufaner, M.B., Sönmezer, S. ve Çelik, A.A. (2017). Ülke Kredi Notlarının Sermaye Piyasalarına Etkisi. *Internatıonal Conference On Eurasıan Economıes.* 325-331.
Tutar E., Tutar F. ve Eren M.H. (2011). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye. *Akademik Bakış Dergisi.* 25, Kırgızistan, 1-24.
Türk, A. ve Erarslan, C. (2016). Yunanistan Borç Krizinin Nedenleri ve Sonuçları: Yapay Sinir Ağları ile Bir Analiz. *Gaziantep University Journel of Social Sciences.* Gaziantep.15 (2), Türkiye, 281-302.
Türk Dil Kurumu (TDK). (2018). Erişim Tarihi: 10.01.2018, http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&view=bts&kategori1=veri tbn&kelimesec=89391
Türkiye Merkez Bankası (TMB), (2010). Derecelendirme Kuruluşları. *TMB Bülten.* 18, 1-6.
Tütüncü Hasbi, D. (2012). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Aydın: Adnan Menderes üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
Uluslararası Kredi Notları ve Anlamları (2018). Erişim Tarihi: 04.01.2018. http://www.finhat.com/uluslararasi-kredi-notlari-ve-anlamlari/
U.S. Securities And Exchange Commission (SEC). Erişim Tarihi. 20.01.2018. https://www.sec.gov/ocr/ocr-current-nrsros.html
Vergili, G. (2015). *Finansal Kriz Ortamında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Eleştirel Bir Bakış: Güven Kaybı Ve Yeni Düzenlemeler.* Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Afyonkarahisar: Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

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

Yalta, A.Y. (2011). *Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar*. Erişim Tarihi: 16.01.2018. http://www.acikders.org.tr

Yazıcı, M. (2009). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi. *Maliye Finans Yazıları.* 82, Türkiye, 1-18.

Yıldırım, S. (2013). *Türkiye'de Para ve Sermaye Piyasalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı.* Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yıldırım, S. (2010). 2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. *KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi.* 12 (18), Türkiye, 47-55.

Yıldız, A. (2016). Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Etik Problemler. *The Journel of Academic Social Science Studies.* 53, 519-532.

Yıldız, Ü. (2014). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Ve Ülke Kredi Notlarının Makroekonomik Belirleyicileri: Panel Veri Analizi*. Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.