



**ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE  
ETKİLERİ**

**Özge SEDEFOĞLU**

**Yüksek Lisans Tezi**

**İktisat Anabilim Dalı**

**Danışman: Prof. Dr. Murat Çetin**

**2021**

**T.C.**  
**TEKİRDAĞ NAMIK KEMAL ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**  
**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE  
ETKİLERİ**

**Özge SEDEFOĞLU**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI**  
**DANIŞMAN: Prof. Dr. Murat ÇETİN**

**TEKİRDAĞ-2021**  
**Her hakkı saklıdır.**

## BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

Hazırladığım Yüksek Lisans Tezinin bütün aşamalarında bilimsel etiğe ve akademik kurallara riayet ettiğimi, çalışmada doğrudan ve dolaylı olarak kullandığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, yazımda enstitü yazım kılavuzuna uygun davranıldığını taahhüt ederim.

.../.../20...

Özge SEDEFOĞLU

T.C.  
TEKİRDAĞ NAMIK KEMAL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
YÜKSEK LİSANS TEZİ

Özge SEDEFOĞLU tarafından hazırlanan “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları Ve Etkileri” konulu YÜKSEK LİSANS Tezinin Sınavı, Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Öğretim Yönetmeliği uyarınca ..... günü saat .....’da yapılmış olup, tezin ..... OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞU ile karar verilmiştir.

Jüri Başkanı:		Kanaat:	İmza:
Üye:		Kanaat:	İmza:
Üye:		Kanaat:	İmza:

Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu adına

...../...../20.....

Dr. Öğr. Üyesi Ali Faruk AÇIKGÖZ

Enstitü Müdürü

## ÖZET

Kurum, Enstitü, ABD :Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabil Dalı

Tez Başlığı : Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Etkileri

Tez Yazarı : Özge SEDEFOĞLU

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Murat ÇETİN

Tez Türü, Yılı : Yüksek Lisans Tezi, 2021

Sayfa Sayısı : 129

Küreselleşen dünya ekonomisinde, finansal piyasalarda çeşitliliğin artması üzerine ülke içi sermayenin ülke dışına aktarımlarının hızlanması ve gelişim göstermesi büyük oranda artmıştır. Yatırımcılar sermayelerini herhangi bir firma, kurum ve kuruluşlardan satın alabilecek yada ortak olabilecekleri projeler üzerine yönelirken veya finans kurumlarına, devletlere kredi borcu aktarım sağlayacakken ülke risk faktörleri ve asimetrik bilgi sorunlarıyla karşılaşabilirler. Gelişen ve büyümekte olan dünyada, sermaye sahipleri ekonomik, sosyal ve politik faktörlerin değişimi karşısında yatırımlarını riskli alanda gerçekleştirmekte tereddüte düşer, her bir yatırım için yapacağı detaylı analiz ile zaman kaybı ve masraf edindir. Bu sebeple ortaya çıkan kredi derecelendirme kuruluşları, dünyada geçerliliği kabul edilen notlandırma sistemine sahip olmakla birlikte, şeffaf, bağımsız ve güvenilirlik ilkesine bağlı kalarak, kurumsal finansal gücün denetlenmesinde ve finansal kaynakların verimli çalışmaya teşvik edilmesinde önemli fonksiyona sahiptir. Diğer durum ise, değerlendirilen raporların gereğinden az yada fazla şekilde notlandırılması, görev tanımlarının açıklanmasının yanında değerlendirilen kuruluşların neye göre tespit edildiğinin açıklanmaması, yönetim kurulu görevlilerinin yeteri kadar tecrübe ve öngörü sahibi olamayışları, kriz ortamlarında doğru saptamaların olmadığı ve birçok finansal yapılarda başarısızlıkla sonuçlanması olumsuz eleştirilere maruz kalmalarıdır. Fakat genel düşüncede, bu durumlarda bile bazı derecelendirme kuruluşları, menfaat oluşturulmuş derecelendirmeler sonucunda doğru kararlar vermeyip, krizleri öngöremeyip hatta kriz şartlarından çıkan ekonomileri de gerçeğinden farklı değerlendirdikleri, ülke veya şirketin vs. ekonomik düzeyde gelişme sağlansa dahi aynı not görünümünde bıraktıkları söylenmektedir. Bu

göstergeler derecelendirme kuruluşlarının ilkelerine ters düşmeleri ve güven kayıplarına neden olup yatırımların ülke veya finansal sistemden çekilmelerine yol açmaktadır. Bunun karşısına geçmek için, derecelendirme kuruluşlarının daha açık şekilde derecelendirme yapmaları kamuoyunun güvenlerini tekrar kazanmaları önerilmektedir.

Bu çalışmada, kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihsel gelişimini, kuruluşların yapılarını, piyasa sistemindeki rol ve işlevlerini, sundukları hizmetleri, eleştirileri, notlandırma kriterleri ele alınırken, diğer yandan yatırımlar ve finans-banka üzerindeki süreçlerdeki değerlendirmeler ele alınmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Kredi Derecelendirme , Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları, Finans-banka etkileşimleri.

## ABSTRACT

Institution, Institute, Department : Tekirdağ Namık Kemal University, Social Sciences Institute, Economics Department

Title : International Credit Rating Agencies and Their Effects

Author : Özge SEDEFOĞLU

Adviser : Prof. Dr. Murat ÇETİN

Type of Thesis : Master Thesis/2021

Total Number of Pages : 129

In the globalizing world economy, on increasing diversity in financial markets accelerating domestic capital transfers abroad and its development has greatly increased. Investors will be able to purchase their capital from all kinds of companies, institutions and organizations or while focusing on projects they can partner with or to financial institutions, while providing credit debt transfer to states country risk factors may encounter asymmetric information problems. In the developing and growing world, investors in the face of the change of economic, social and political factors refrains from investing in risky areas, for every investment waste of time in detailed analysis and be costly. Therefore emerging credit rating agencies, It has a worldwide accepted scoring system and adhering to the principle of transparency, independence and reliability, in auditing corporate financial strength and has an important function in promoting the efficient operation of financial resources. The other case is, rating above or below the evaluated reports, in addition to job descriptions failure to disclose on what basis the assessed organizations were determined, sufficient experience of the board of directors and their lack of foresight, lack of accurate determinations in crisis environments and failure in many financial structures are subject to negative criticism. But general opinion, even in these cases, some rating agencies, rating result for profit not making the right decisions, not anticipating crises even economies emerging from crisis conditions different assessments of their needs, country or company etc. although economic development they are said to have the same note appearance. These indicators contrary to the principles of rating agencies and cause a loss of trust leads

to withdrawal of investments from the country or financial system. To counter this, credit rating agencies It is recommended that they make ratings more openly and regain the trust of the public.

In this study, credit rating agencies historical development, organizational structures, their role and functions in the market system, the services they offer, negative comments, considering the rating criteria, on the other hand, investments and evaluations of the processes on finance-bank are discussed.

**Key Words:** Credit Rating, Credit Rating Agencies, Foreign Direct Investments, Finance-bank interactions.



## ÖNSÖZ

Tez çalışmam sürecinde kıymetli fikirleriyle yönlendiren, bilgilendirmeleriyle destek olan ve nezaketle yardım eden tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Murat ÇETİN'e sonsuz saygı ve teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca tez jürisinde bulunan Sayın Prof. Dr. Ertuğrul Recep ERBAY ve Sayın Prof. Dr. Ayhan AYTAÇ'a teşekkür ve şükranlarımı sunarım.

Tüm hayatımda olduğu gibi eğitim hayatım boyunca benden maddi ve manevi desteklerini esirgemeyen her zaman yanımda olan sevgili aileme başta annem Kibar SEDEFOĞLU, babam Nurettin SEDEFOĞLU, ablam Gül SEDEFOĞLU ve kardeşim Bilge SEDEFOĞLU'na teşekkürü bir borç bilirim.

## İÇİNDEKİLER

<b>BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ .....</b>	<b>i</b>
<b>TEZ ONAY SAYFASI.....</b>	<b>ii</b>
<b>ÖZET.....</b>	<b>iii</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>v</b>
<b>ÖNSÖZ.....</b>	<b>vii</b>
<b>İÇİNDEKİLER.....</b>	<b>viii</b>
<b>TABLolar LİSTESİ.....</b>	<b>xii</b>
<b>GRAFİKLER LİSTESİ .....</b>	<b>xiii</b>
<b>ŞEKİLLER LİSTESİ.....</b>	<b>xiv</b>
<b>KISALTMALAR LİSTESİ .....</b>	<b>xv</b>
<b>GİRİŞ .....</b>	<b>1</b>
<b>1. DERECELENDİRME KAVRAMI VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI.....</b>	<b>3</b>
<b>1.1. DERECELENDİRME (RATING) KAVRAMI .....</b>	<b>3</b>
<b>1.2. KREDİ DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ .....</b>	<b>3</b>
<b>1.3. DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SİSTEMDEKİ ROL VE İŞLEVLERİ .....</b>	<b>4</b>
<b>1.4. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞUNUN TARİHSEL GELİŞİMİ.....</b>	<b>5</b>
<b>1.5. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI .....</b>	<b>6</b>
1.5.1. Moody’s Derecelendirme Şirketi .....	7
1.5.2. Standart and Poor’s Derecelendirme Şirketi (S&P) .....	8
1.5.3. Fitch (IBCA) Ratings Şirketi.....	8
1.5.4. Japan Kredi Derecelendirme Kuruluşu (JCR).....	9
1.5.5. Kore Yatırımcı Hizmetleri (Korea Investor Service) .....	9
1.5.6. ICRA Ltd.....	10
1.5.7. Duff and Phelps .....	10
1.5.8. Thomson Finansal Bankwatch .....	11

<b>1.6. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SUNDUĞU HİZMETLER VE İLKELERİ .....</b>	<b>11</b>
<b>1.7. ÜÇ BÜYÜK DERECELENDİRME KURULUŞLARININ YAPILARI VE NOTLANDIRMA SEMBOLLERİ.....</b>	<b>13</b>
1.7.1. Moody's Derecelendirme Kuruluşunun Yapısı ve İşleyişi .....	13
1.7.2. Standart and Poor's Derecelendirme Kuruluşunun Yapısı ve İşleyişi .....	17
1.7.3. Fitch Derecelendirme Kuruluşunun Yapısı ve İşleyişi .....	20
<b>1.8. TÜRKİYE DE KREDİ DERECELENDİRME YAPAN KURULUŞLAR ..</b>	<b>22</b>
<b>1.9. ÜLKELERİN KREDİ NOTLARINDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER.....</b>	<b>24</b>
1.9.1. Ülke Faktörü.....	24
1.9.2. Ekonomik Faktör .....	24
1.9.3. Piyasa Faktörü .....	25
1.9.4. Politik Faktör.....	25
1.9.5. Sosyal Faktör.....	26
<b>2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ FİNANSAL SİSTEMDEKİ ROLÜ .....</b>	<b>26</b>
<b>2.1. FİNANSAL YAPIDA DERECELENDİRME AĞI.....</b>	<b>26</b>
<b>2.2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ FİNANSAL KRİZ DURUMUNA BAKIŞ AÇISI.....</b>	<b>27</b>
<b>2.3. DÜNYADA FİNANSAL KRİZLERİN ETKİLEDİĞİ BANKACILIK KRİZLERİ VE TÜRKİYE ÜZERİNDEKİ NOTLANDIRMAYA YANSIMASI .....</b>	<b>28</b>
2.3.1. 1994 Finansal Krizi.....	28
2.3.2. 1995 Sonrası ve Kasım 2000 Likidite Krizi.....	32
2.3.3. Şubat 2001 Krizi.....	34
<b>2.4. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA GÜVEN AZALMASINI TETİKLEYEN DURUMLAR .....</b>	<b>36</b>
<b>2.5. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA YÖNELİK ELEŞTİRİLER .....</b>	<b>39</b>
<b>2.6. TÜRKİYE KREDİ NOTU GELİŞİMİ.....</b>	<b>41</b>
<b>3. SERMAYENİN KÜRESELLEŞME FORMLAŞMASI .....</b>	<b>45</b>
<b>3.1. KÜRESELLEŞME VE FON AKIMLARI.....</b>	<b>45</b>
<b>3.2. SERMAYE HAREKETLERİNDE SERBESTLEŞME DÖNEMİ.....</b>	<b>46</b>

<b>3.3. SERMAYENİN KÜRESELLEŞME FORMLAŞMASI VE ŞARTLARI....</b>	<b>48</b>
<b>3.4. ÇOK ULUSLU ŞİRKET VE DOLAYSIZ YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI .....</b>	<b>51</b>
<b>3.5. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE DOLAYSIZ YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI .....</b>	<b>53</b>
<b>3.6. ÇOK ULUSLU FİRMALAR VE KARŞILAŞILAN ÜLKE RİSK FAKTÖRÜ .....</b>	<b>55</b>
3.6.1. Çıktının Denetimi .....	56
3.6.2. Mülkiyet Devri .....	56
3.6.3. Ortaklık .....	56
3.6.4. Ev Sahibi Ülkeden Borçlanma - Teminat Anlaşmaları .....	57
<b>3.7. Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karar Alma Süreci.....</b>	<b>58</b>
<b>3.8. Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarını Açıklayan Teoriler.....</b>	<b>62</b>
3.8.1. Oligopolistik Tepki Teorisi .....	62
3.8.2. Tekel Üstünlüğü Teorisi .....	63
3.8.3. İçselleştirme Teorisi.....	64
3.8.4. OLİ Modeli.....	65
<b>3.9. YABANCI YATIRIMLARIN EV SAHİBİ ÜLKEYE GETİRİSİ .....</b>	<b>66</b>
3.9.1. DYSY’ nın Ülkenin Ekonomik Büyümesine Etkisi .....	66
3.9.2. DYSY’nın Döviz Girişi Aktarımına Etkisi .....	67
3.9.3. DYSY ’nın Ev Sahibi Ülke Ekonomisinin Üretim Artışı.....	68
3.9.4. DYSY’ nın İstihdam Üzerindeki Etkisi .....	68
<b>3.10. YABANCI YATIRIMLARDA EV SAHİBİ ÜLKENİN KAYIPLARI.....</b>	<b>69</b>
3.10.1. Yabancı Yatırımcı Hakimiyeti Altına Girilmesi .....	69
3.10.2. Yabancı Yatırımcının Rant Elde Edişi.....	70
3.10.3. Yabancı Sermaye Yatırımcının Hammadde Alım Etkisi.....	71
<b>4. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI NOTLANDIRMALARI YATIRIMA ETKİLERİ .....</b>	<b>73</b>
<b>4.1. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ NOTLANDIRMALARI DOLAYSIZ YABANCI YATIRIMCILAR TARAFINDAN AVANTAJI.....</b>	<b>73</b>
<b>4.2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ NOTLANDIRMALARI YERLİ YATIRIMCILARA AVANTAJLARI .....</b>	<b>74</b>

<b>4.3. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE FİNANSAL SİSTEM ÜZERİNDEKİ ETKİSİ .....</b>	<b>75</b>
<b>4.4. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARIN FİNANS SEKTÖRLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ .....</b>	<b>76</b>
4.4.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sigorta Şirketleri Üzerinde Etkisi ....	76
4.4.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Bankacılık Sektöründe Üzerinde Etkisi.....	78
4.4.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Menkul Kıymet Piyasaları ve Tahvil Derecelendirmesi Üzerindeki Etkisi.....	80
<b>4.5. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ GENEL DEĞERLENDİRMESİ.....</b>	<b>83</b>
<b>LİTERATÜR .....</b>	<b>87</b>
<b>SONUÇ.....</b>	<b>95</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>100</b>

## TABLolar LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1.1: Yabancı Yatırımcılar Arasında En Büyük Paya Sahip Ülkeler.....	55
Tablo 1.2: Seçilmiş Dünya Bölgelerinin Toplu Kredi Derece Endeksi.....	86



## GRAFİKLER LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Grafik 1.1: KDK'ların Türkiye Notlandırmasındaki Görünümü .....	45
Grafik 1.2: Küresel DYSY girişleri, 2015-2019 ve 2022 Tahmini Çizelgesi (Trilyon Dolar).....	62
Grafik 1.3: Belirli Sektörlerin Uluslararası Etkileşimde Yüzdesi .....	72
Grafik 1.4: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Belirli Sektörlerdeki Yüzde Dağılımı.....	83
Grafik 1.5: Ortalama Derecelendirme Seviyelerinde Moody's, S&P ve Fitch Seçilmiş Ülke Notu Seviyeleri.....	85

## ŞEKİLLER LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Şekil 1.1: Kredi Derecelendirme Kuruluşları Notlandırma Süreci.....	12
Şekil 1.2: Moody's Dünya Kredi Notları Genel Dağılımı .....	16
Şekil 1.3: S&P Dünya Kredi Notları Genel Dağılımı.....	19
Şekil 1.4: Fitch Dünya Kredi Notları Genel Dağılımı .....	21





## KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ASOMEDYA	: Ankara Sanayi Odası Medya
CBRC	: Kanada Tahvil Derecelendirme Şirketi
CCP	: Merkezi Kraşı Taraf Odası
COVID-19	: 2019 Koronavirüs Salgını
ÇUŞ	: Çok Uluslu Şirketler
D&P	: Duff and Phelps
DCR	: Veri Sorumlusu Temsilcisi
DHM	: Dünya Haber Merkezi
DYSY	: Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları
EGS Bank	: Ege Giyim Sanayicileri Yatırım Bankası
GATT	: Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
GLI	: Global Liman İşletmeleri Anonim Şirketi
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH-GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IBAR A.Ş.	: Uluslararası Araştırma ve Danışmanlık Anonim Şirketi
IBCA	: İngiliz Derecelendirme Kuruluşu
ICRA Ltd. Kuruluşu	: Hindistan Limited Yatırım Bilgi ve Kredi Derecelendirme
IDR	: Uzun Vadeli Temerrüt Derecesi
IFC	: Uluslararası Finans Kuruluşu
IMF	: Uluslararası Para Fonu
IOSCO	: Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü
İSO	: İstanbul Sanayi Odası
İTO	: İstanbul Ticaret Odası
JCR	: Japon Derecelendirme Kuruluşu
KBGSMH	: Kişi Başına Düşen Gayri Safi Milli Hasıla
KDK	: Kredi Derecelendirme Kuruluşları
KFC	: Kentucky Kızarmış Tavuk

MCM	: Michael Cromer Munich
NRSRO	: Ulusal İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşu
OLİ	: Yatırımcı pozisyonu içselleştirmesi
OYAK	: Ordu Yardımlaşma Kurumu
QNB	: Katar Milli Bankası
R&I Inc.	: Derecelendirme ve Yatırım Bilgileri Anonim Şirketi
S&P	: Standart and Poor's
SPK	: Sermaye Piyasası Kuruluşları
SWI	: Derecelendirme Yöntemi Egemen Wikirating Endeksi
TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TYT Bank	: Türkiye Turizm Yatırım ve Dış Ticaret Bankası
WGB	: Dünya Devlet Tahvilleri

## GİRİŞ

Küreselleşen dünyada gelişen ekonomi ve altyapıların güçlenmesi, finansal pazarda rekabetin kızışması, asimetrik sorunlar ve uluslararası sermaye aktarımlarının artması ile yatırımcılar, şirketler, kurum ve kuruluşlar hatta ülkelerin kredi derecelendirme kuruluşları ihtiyacını ortaya koymuştur. Kredi kuruluşları, kullanılacak kredinin anapara ve faizin vadesinde ve eksiksiz şekilde geri ödeyebilme kabiliyetini derecelendirme ile ortaya yansıtır. Derecelendirme kuruluşlarının finansal piyasalarda yaptıkları değerlendirmeler, banka, müfettişlik denetimlerinde, fon yatırımcılarının, portföy değerlendirmelerinde, proje yatırımcılarının o ülke yada şirket vs. yapacakları kredi aktarımlarını belirlemede büyük rol oynar.

Kredi derecelendirme kuruluşları, dünyada tarafsız, objektif ve güvenilirlik ilkelerine dayanarak değerlendirmelerini yapmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları, değerlendirmelerinde ülke içerisindeki yapılanmaları ve küreselleşmenin getirdiği finansal farklılıkların ülke üzerindeki etkisini ekonomik faktör oluşumunu, ülkenin geçmiş analizler ve güncel veriler karşılaştırılarak öngörülen tahminlerle risk faktörlerini, ülke yönetim yapısının karmaşıklığını göz önüne alınmasıyla politik faktörleri, ülke istihdamının verileri, diğer ülkeler ile etkileşimi, nüfus yapısı gibi unsurları sosyal faktörler arasında detaylı analiz etmektedir. Bunun sonucunda, değerlendirilen sektörün değerlendirilmiş notları aynı sektör içinde geçerliliği kabul görmekte ve bu notlardan daha yüksek değerlendirilmemektedir. Sermaye sahipleri yatırımlarını hangi ülke, şirketler bazında vs. kanalize edeceklerini finans yapıları ekonomik, sosyal, ve politik faktörlerin, sürekli değişkenlik göstermesi sebebiyle kolay karar veremezler ve maddi açıdan zayıf düşebilecekleri için kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerinden yararlanmaktadır.

Finans-banka, menkul kıymetler, sigorta şirketleri işlemlerinde kredi derecelendirmelerinin yüksek olması, sermaye piyasasında pazar oluşturabilmesini ve karlılık oranlarında artış sağlar. Ülke ekonomisinin içinde veya dış ticaret bağlantısı ile krizlere bağlı riskler taşıyabildiği için kuruluşların mikro açıdan incelenmesine özen gösterilir. İlk kriter olarak ülke riski daha sonra idari yapıları, mali hesapların doğru ve eksiksiz olması, yönetimdeki sistem ve taktiksel yapısını, likidite ve varlıkları, kredi türevleri gibi hususları dikkatle inceler.

Kredi derecelendirme kuruluşları, piyasada önemli ve gerekli bir yapıyı temsil etmesine karşın, birçok eleştiriye maruz kalmıştır. Derecelendirme raporlarında yapılan görev tanımları, aşamaları ve sonuçlanması açık şekilde belirtildiği halde değerlendirmenin neye göre verildiği, ülkeler arası pozisyonların ve şirketlerin vs. sektörlerindeki karşılaştırmaların nasıl saptandığı, nitel verilerin sosyal ve politik faktörlerin hangi analizlerle belirlendiği değerlendirilen raporlarda yer almaması üzerine bağımsızlık ve güvenilirlik ilkelerine karşın eleştiri konusu olmuştur

Bu çalışmada, dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kredi derecelendirme kavramı, kuruluşun piyasadaki önemi, sistemdeki rol ve işlevleri, başta üç büyük derecelendirme kuruluşu olmak üzere kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihsel gelişimleri, sunduğu hizmet ve ilkeleri konu alınmıştır.

İkinci bölümde, kredi derecelendirme kuruluşlarının finans sistemi üzerinde yaptığı değerlendirmeler, bankacılık krizleri ile derecelendirmenin değerlendirmeleri konu alınmıştır. Krizlerin ortaya çıkması ile derecelendirme kuruluşlarına güven azalmasını buna karşın eleştirilere maruz kaldığına ve son olarak Türkiye kredi notlandırılmasına değinilmiştir.

Üçüncü bölümde, dördüncü bölümle bağlantılı olan sermaye hareketlerini, çok uluslu şirket ve dolaysız yatırımları açıklayan teorileri, yatırım yapılan ev sahibi ülkeye etkisi, Dünyada ve Türkiye’ de hareketliliği, çok uluslu firmaların karşılaşılan risk ve unsurlarına değinilmiştir.

Dördüncü ve son bölümde ise, kredi derecelendirme kuruluşlarının notlandığı yatırımlar üzerindeki etkisi, finansal sektörleri üzerindeki etkisi ve son olarak üç büyük derecelendirme kuruluş olan Standart&Poor's, Moody's ve Fitch'in genel değerlendirmeleri üzerinde yaptığı güncel notlandırmalar ele alınmıştır.

## **1. DERECELENDİRME KAVRAMI VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI**

### **1.1. DERECELENDİRME (RATING) KAVRAMI**

Derecelendirme kavramı, küreselleşen dünyada gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ülke içi ve uluslararası genişleme amaçlı yatırımcıların ya da kurum ve kuruluşların, menkul kıymet ihraç edenler, verilen kredilerin anapara ve faizlerinin zamanında geri ödenebilmesindeki hassasiyeti güvence altına alan ifadeyi temsil eder (Çolpan, 2001). Pazar piyasalarındaki artış oluşan rekabetin kızışması ve artan borçlanma isteği üzerine, oluşabilecek bilgi yoksulluğunu bunun beraberinde oluşan risk artışı sebebiyle derecelendirme kuruluşlarının varlığına ihtiyaç duyulmuştur. Bu notlandırma ülke ekonomisi, kurum ve kuruluşların açısından önemli olmakla birlikte, finans ve hatta politik risk yapısının da dahil edildiği bir sistemdir. Avantajlı durumda kuruluşların sektördeki gelişimi, küçük ve orta ölçekli kuruluşların fon artışları, gelişmeye açılan, bu avantaj sayesinde yapılarının yenilenmesi söylenebilir. Ülke üzerinde oluşturulan güvenin, ekonomiye çekilen artılar ve eksiler getirdiği açıkça bilinmektedir (Kılıç,1989).

### **1.2. KREDİ DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ**

Gelişen ekonomi ve güncellenen teknolojik altyapı sayesinde, ülkeler kolaylıkla iletişim sağlayabilmektedir. Asimetrik sorunun ortada olduğu küresel ekonomide, derecelendirme kuruluşlarının notlandırmaları bu sorunların önüne geçmesiyle büyük önem taşımaktadır. Bu kuruluşların, yatırımcılara, kuruluşlara sunmuş olduğu bilgilendirmeler var olan orta vadeli konjonktürün dışında birde uzun

ölçekli değerlendirmeler yapabilmesi, finans piyasasının yönlenmesinde ışık tutmaktadır (Bannier ve Hirsch, 2010).

Kredi değerlendirmesi yapan bu kuruluşların verdikleri notlar karşısında diğer ülkelerden daha yüksek değerlendirilmemektedir. Yüksek verilen değerlendirmede ülkenin almak istediği kredi, dış borcun talebinde bulunulması ve varlık elde edebilmesi, işlemlerin kolay hallediliyor olmasına imkan doğurur. Ancak düşük notlandırmada ülkenin dış borç talebinde bulunması zor, güven sağlayamaması sebebiyle de belli durumlarda imkansız denilebilir.

### **1.3. DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SİSTEMDEKİ ROL VE İŞLEVLERİ**

Kredi derecelendirme kuruluşları, şirket, kurum veya kuruluş, hükümetin piyasaya sunmuş olduğu bilgilerin yanıtma payını azaltmak adına doğruluğunu, güvenilirliğini ve şeffaflığını kontrol eden bir şirket durumundadır. Piyasada daha çok borçlanma araçlarının geri ödenebilme riskini, bu borcu borçlu tarafın ödeyebilme kapasitesini ortaya koymak için görevlendirilir (Eren, 2010).

Küreselleşen ekonomide notlandırmanın önem taşıdığı artık herkes tarafından bilinmektedir. Kriz döneminde olan ekonomileri verilen değeri daha da artırmıştır. Yatırım yapılabilir düzeyde olan her değerlendirmede maliyetlerin azaldığı, aksi halde ise maliyetlerin artışta olduğu görülmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının finansal piyasalarda yaptıkları değerlendirmeler, banka, müfettişlik denetimlerinde, fon yatırımcılarının portföy değerlendirmelerinde, proje yatırımcılarının o ülke yada şirket vs. yapacakları kredi aktarımlarını belirlemede büyük rol oynar. Fakat yapılan notlandırmalarda, ileriki kur riskinden, kuruluşun borcunu geç/erken ödemesi durumundan sorumlu olmaz (Eren, 2010).

Notlandırma sürecinde etkin olan prensipleri bulunmaktadır. Bunlar; kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirlikle kendilerini ispatlaması sonucuyla uluslararası tanınırlık elde etmiş olmalarıdır. Kredi derecelendirme kuruluşları bağımsız notlandırma sistemiyle finansal piyasalarda, banka ve kuruluşlarda, şirket ve yatırımcılara, hükümete yaptığı değerlendirmelerle görüşlerini ilan eden bir

kuruludur. Hükümetlerin Merkez Bankalarını da aynı zamanda değerlendirmeye katabilmektedir. Yapılan her değerlendirme sonucu yatırım yapılabilirliğini tespit edip kamuoyuna basın yoluyla duyuru yapılması notlandırmanın şeffaflık ilkesini taşıdığını gösterir (Berker, 2008).

#### **1.4. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞUNUN TARİHSEL GELİŞİMİ**

Küreselleşmenin getirdiği teknoloji ile finansal rekabetin, şeffaflık ve güven içinde sürdürülebilmesini amaç edinmiş kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihi 180 yıl öncesine dayanmaktadır. 19. yy' da büyük buhranı yaşayan ABD, New York eyaletinde yaşayan avukat olan Lewis Tappan tarafından 180 muhabirle bağlantı içinde kalarak notlandırma sistemi ortaya çıkartmıştır (Yazıcı, 2009). Bu amacı hedefleyen bir diğer atak ise John Bradstreet tarafından avukatlık mesleğinin avantajını kullanarak müvekkillerinden edinmiş olduğu bilgilerin sayesinde Bradstreet Company kurmuş ve 1849 yılında notlandırma işlemine dahil olan ikinci kişi olmuştur (Kabadayı, 2012). Bunu izleyen yıllarda ise ilk birleşmesi olan 'Dun and Bradstreet' ve sonrasında 1962 yılında 'Moody's Investors Service' olarak değişti. Kriz dönemlerinde yararlanılacak, borç veren kurum, kuruluş, yatırımcı için şeffaflık yönlerinin kılavuzluk ettiği 'Moody's Manual of Industrial and Corporation Securities (Moody's'in Endüstri ve Şirket Menkul Kıymetleri)' adında, içerisinde notlandırma sistemlerini temsil eden A, B ve C harflerinde sırasıyla yatırım yapılabilir, yatırım yapılabilir ama risk var, yatırım riski taşıdığını ifade eden bir kaynak çıkarmıştır (Ettinger ve Golieb, 1917).

Bugünkü adıyla bilinen Standart and Poor's 1941 yılında, 1916'da Poor's Publishing Company ve 1922'de notlandırma yayımı yapan Standard Statistics Company ile birleşme yoluna gitmiştir. Bu üç büyük derecelendirme kuruluşları içinde yer alan bir diğer kuruluş ise 1913 yılında ilk faaliyeti şirketleri değerlendirmek olan ve 1924 yılında altyapısının genişlemesi ve yapılanmasıyla 1924 yılında Fitch Publishing Company'dir (Özmen, 1996).

Kuruluşların kendilerini ispatlamak üzere birçok notlandırma yapmasının ardından, 1900'lü yılların ilk çeyreğinde oldukça güvenilir bulunmaya başlanmış ve Amerikan Mahkemeleri yatırıma dönüştürülen fonların ve notlandırma kuruluşlarını kapsayan birçok konu içinde geçerliliği kabul edilmiştir (Özer, 2007).

1978 yılında notlandırma yayımlamaya başlayan bir diğer kuruluş ise Thomson BankWachth diğer ülkelerdeki bankalara yayılım göstererek edinilen bilgiyi, 1600 müşterisine aktarım sağlamıştır (Cacchione, 1998).

## **1.5. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI**

Derecelendirme (rating) kuruluşları, sermaye piyasalarının rekabetçi pazarındaki riski azaltmak adına ve notlandırma sembolleriyle şeffaflık güveni vermek üzere görev yapmaktadır. Sembollerin temsil ettiği anlam ise derecelendirmeye konu olan mevcudiyetin, standart bir genel anlamın oluşumu, oluşturacak herhangi bir risk yapısını anlaşılır şekilde ortaya koymaktır.

Ülkelerin birbirleri ile kolay iletişim kurması, altyapı eksikliklerinin sağlanması, teknoloji gelişimi piyasaları kızıştırmakla beraber, küreselleşmenin getirdiği rekabet ortamında çoğalan risk yapıları, kredi derecelendirme kuruluşlarını doğurdu. Dünyada birçok kredi derecelendirme kuruluşu oluşmuştur. NRSRO (Nationally recognized statistical rating organization), ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu tarafından tasdik edilmiş, ulusal kabul edilen bir derecelendirme kuruluşudur. Bünyesinde 10 üyeyi kapsayan derecelendirme kuruluşunu barındırır. Bunlar ; Moody's, Standart and Poor's, Fitch Ratings, Japan Credit Rating, Agency Ltd., R&I Inc., A. M. Best Company, Dominion Bond Rating Service Ltd., Griffin Finans Grubu, Egan-Jones Derecelendirme Kuruluşudur. Aralarında ulusal güçte tanınmış olan üç kuruluş ise Standart and Poor's, Moody's ve Fitch'dir. Fitch Ratings, S&P ve Moody's'e göre sınırlı pazar hissesini elinde bulundurur (Yazıcı, 2009).



### 1.5.1. Moody's Derecelendirme Şirketi

Dünyanın en eski derecelendirme kuruluşu olan ABD merkezli Moody's, 1909 yılında John Moody tarafından ilk olarak menkul kıymet derecelendirmesiyle başlayıp bunu içeren demiryolu yatırımları üzerine kılavuz olan kaynak yayımlamıştır. Notlandırma amaç edinilmiş öncelik menkul kıymetlerin ana para ve faizi zamanında geri ödenebilmesidir. Genel olarak ilk notlandırmayı kapsayanlar; şirketler, banka kuruluşları ve hükümet olmuştur. Büyüdüğü ve güven aşılması nedeniyle kurulduğu ABD dışında da uluslararası notlandırmaya 1973 yılında başlamıştır. Küresel bir lider olma misyonuyla, mali piyasalardaki verimlilik ve yönetimdeki risk unsurlarını dikkatle inceleyip, yatırımcılara güvenli hizmet vermektedir. Moody's dünya çapında, müşterileri tarafından talebi yüksek olan bir kuruluş olmakla beraber, şeffaflık, altyapısının güçlü oluşu ve kaliteli görülmesi ile güvenilir olmayı başarmıştır. Kuruluşun komitesinde 1.300'ü aşan analist görev almaktadır (Bostancı, 2012). 7.000'e yakın çalışanıyla 28 ülkede Asya, Avrupa, Afrika da bulunan Çin, Hindistan, Mısır, Rusya, Güney Kore'de notlandırmayla görev yapmaktadır (Moody's Annual Report, 2012). Kuruluş oluşabilecek riskleri, incelenen şirketin vs. geçmiş dönem ve buna bağlı kalarak gelecekteki durumunu komitesindeki analistleri ile teşhis etmektedir. Derecelendirmelerin borçlanma üzerindeki sonucu kaçınılmaz bir gerçektir. Çünkü ulusal ihracatçıların sermaye piyasalarına dahil olması, yatırımcıların, hükümetlerin borçlanabilme sınırını, uluslararası pazar piyasalarında rekabet edebilme gücü elde etmesi için yatırım yapılabilir notlandırmaya sahip olması kaçınılmazdır. Yapılan derecelendirmeler, istenilen kurum ve kuruluş tarafından yapılır. Bilgilendirme taşıyan notlandırmalar, kredi borçların veya yükümlülüğün temerrüde düşmeyeceğini garanti vermemekle birlikte satın alma veya satmaya teşvik etmek amaçlı değildir (Çolpan, 2001).

NRSRO üyesi olan kredi derecelendirme kuruluşları içerisinde Moody's % 36.90 oranında bir paya sahiptir. Rekabetçi piyasada, güvenilirliği hususunda yüksek paylardan birine sahip olan Moody's, piyasada hacminin büyük oluşu, tercih edilen kredi kuruluşlarından biri olmasına imkan sağlamaktadır (Çolpan, 2001).

### **1.5.2. Standart and Poor's Derecelendirme Şirketi (S&P)**

Dünyanın en büyük kredi derecelendirme kuruluşlarından biri olan 1916'da Poor's Publishing Company ve 1922'de notlandırma yayımı yapan Standard Statistics Company ile birleşme yoluna gitmiş ve bugünkü ismi olan Standart and Poor's olarak kabul görmüştür. Standart and Poor's, merkezi New York olmakla beraber toplam 37 ülkede de ofisi bulunmaktadır. 1400'ü aşkın görevli olan analistler ve 6000 çalışanı olacak şekilde finansal kurum ve kuruluşlar, şirketler, varlığa dayalı menkul kıymetlere derecelendirme yapmaktadırlar. Notlandırmada amaç mali sorumluluk ve menkul kıymetin kredi donanımındaki edinilen değerlendirmedir. Derecelendirme görevi yapılan şirketler, ülkelerin genel toplamı yüz yirmiden fazla olduğu bilinmektedir (Çolpan, 2001).

2000 yılının son ayına kadar bağımsız derecelendirme kuruluşu olan CBRC (Kanada Tahvil Derecelendirme Şirketi) şirketi, Standart and Poor's'un yeni birleşmesi olmuştur. Bu birleşmeden sonra dünya çapında bilinen S&P sayesinde, uluslararası yatırımcıların CBRC'ye olan güven daha çok artmış ve tanınması kolaylaşmıştır (Bostancı, 2012).

### **1.5.3. Fitch (IBCA) Ratings Şirketi**

Üç büyük kuruluşlardan bir diğeri ise ABD merkezli Fitch'dir. 1913 yılında ilk faaliyeti şirketleri değerlendirmek olan ve 1924 yılında altyapısının genişlemesi ve yapılanmasıyla 1924 yılında John Knowles Fitch tarafından kurulan, Fitch Publishing Company'dir (Özmen, 1996). Fitch notlandırmadaki amacı ise bir işletmenin, kurum ve kuruluşun, hükümetin finansal taahhütleri karşılayabilme kapasitesi konusundaki değerlendirmesidir. Derecelendirme konusunda kaynak olabilecek iki kitap Fitch tarafından çıkartılmıştır ve bu sayede genişleyen bir çevresi olmaya başlamıştır. Fitch, piyasasında yenilik sağlayacak bir adım atmış ve notlandırma ölçeğini üç harf ile genişletip kapsamlı bir düzen kurmuştur. En yüksek not AAA temsil ederken, yatırımın risk taşıdığı anlamına gelen not ise D ile sembolize edilmiştir (Günel, 2019).

Paris’de ofisi bulunan FIMALAC derecelendirme kuruluğu, 1931 yılında Wall Street’in çöküşü üzerine birçok kuruluş gibi derecelendirme şirketleriyle birleşmiştir. Fitch ile birleşmiş, bundan öncesinde ise 1997 yılında IBCA (İngiliz derecelendirme kuruluğu) ile birleşmiştir. Yakın tarihte olan son birleşme ise, Duff&Phelps şirketi ile 2001 yılında aynı çatı altında katılım sağlamıştır (Setty ve Dodd, 2003).

#### **1.5.4. Japan Kredi Derecelendirme Kuruluğu (JCR)**

JCR, 1 Nisan 1985 tarihinde, finansal yapıyı, kredi istikrarını güvenli ve şeffaf şekilde değerlendirmek üzere Japonya’da kurulmuştur. Merkezi Tokyo’dur. 1986 yılının Temmuz ayında ise ilk kez ücret bazlı derecelendirme başlatıldı bunun amacı Yen cinsinden yabancı tahviller bulabilmektir. İlk sayılabilecek bir diğer derecelendirme ise, ülkede sigorta ödencesini yayımlamak olmuştur. Kredi derecelendirme işlemi ise 2004 yılının Eylül ayında başlatılmıştır. Kuruluşun Jiji Press Building, Ginza, Chuo-ku, Tokyo olmak üzere dört ofisi bulunmaktadır. Rekabet içinde bulunan finansal piyasada oldukça güven salıgılamış olması, sektöründe %70’i aşan notlandırma alanına sahip olma avantajı elde ediyor. JCR, notlandırmadaki esas amacı, orta ve uzun vadeli tahvilleri, kredi borçlarının riskini, finansal araçları derecelendirmek üzere çalışmayı kapsar. İhracatçıların, yatırımcıların, varlığa dayalı menkul kıymet sahibi olanların bu kuruluştan notlandırma almak istemesi şaşırtıcı olmaz. Çünkü ABD tarafından resmi şekliyle kayıtlı diğer yandan da AB kayıtlarında sertifikalı ilk Japon derecelendirme kuruluşudur. Derecelendirme sembolleri ise S&P, Fitch ve Moody’s’e benzerlik göstermektedir (JCR, 2018).

#### **1.5.5. Kore Yatırımcı Hizmetleri (Korea Investor Service)**

Şubat 1985’de Kore’de Finansal bilgi merkezi olarak, ilk kredi derecelendirme kuruluğu olmuştur. Temmuz ayında ise senet derecelendirmeye başlanmıştır. Kore Yatırımcı Servisi 1998 yılının son aylarında, Kore’de işlem yapan derecelendirme kuruluşları bağlantılı olması amacıyla ‘izleme listesi’ olan sistemi açıklamıştır. Derecelendirme ve gelişimi kapsayan tüm işlemlerde asıl amaç, güvenilir ve kaliteli notlandırma ortaya koymaktır. Yatırımcılara şeffaflığın hassas

olunması ve bu hizmeti sunabilmek için diğer yandan 2003 yılında ihracatçı derecelendirmesinin ortaya çıkarılmasına önderlik etmiştir. Sermaye piyasalarına ihtiyaç durumunda, tahvil derecelendirmesi, Mayıs 2005’de okul derecelendirmesi, fonların derecelendirilmesi gibi yatırımlar için notlandırma yapmaktadır. Moody’s Derecelendirme Şirketi ile Aralık 2001’de birleşme yoluna gitmiştir. Küreselleşen piyasada, rekabetin artması nedeniyle bu birleşme sonucuyla daha tanınır duruma gelmiştir ve sektörde güven kazanmaya başlamıştır. Birleşme ağından sağlanan avantajlardan biri ise, Moody’s’in gelişmiş alt yapı düzeyinden yararlanmak ve çeşitli derecelendirmeleri bünyesinde uyguluyor olmasıdır. Notlandırma sürecinde şeffaf ve adil olmayı amaçlayan kuruluş, kredi derecelendirme ve pazarlama üzerindeki derecelendirmelerini ayrı tutmakta ve bu sebepten Mali Denetim Hizmeti tarafından, 2007 yılında küresel olarak bilinen derecelendirme standartlarını tümüyle kapsayan Harici Kredi Değerlendirme Kurumu olarak tanınmıştır (KIS, 2016).

#### **1.5.6. ICRA Ltd.**

ICRA Limited, genel merkezi Hindistan’da 1991 yılında Hindistan Limited Yatırım Bilgi ve Kredi Derecelendirme Ajansı (Investment Information and Credit Rating Agency of India Limited) olarak kurulmuştur. Derecelendirme kapsamında mali piyasalar, ticari bankacılık ve diğer finansal kurumlar, borçlanma araçlarını rupi cinsinden ihraç eden belediyelerin yükümlülüklerini, bunun yanında altyapı şirketleri tarafından ihraç edilen borç yükümlülüklerini, inşaat vb. sektörlerdeki borç fonu planı başlatıp, notlandırmakta geniş kapsamın içinde yer almaktadır. Kuruluş, ülke içindeki tüm sigorta firmalarının, hasar ödeme performansını notlandırma süreci başlattı. İlk kez 1999 yılında, tüm ülkeyi kapsayan hayat dışı tüm sigorta şirketlerinin durumunu derecelendiren Hindistan derecelendirme kuruluşu oldu. Günümüze gelindiğinde ise 2016-2017 yılların arasında, şirket altyapısını oluşturan bilgi teknolojilerini ve iş odaklı planlamasındaki kaynak olan Kolkata merkezli yüzde yüz ortaklığını global altyapılı müşterilerine satmıştır (ICRA, 2017).

#### **1.5.7. Duff and Phelps**

Duff and Phelps genel merkezi New York, kuruluş yeri Şikago finansal yönlendirme uzmanı olan kuruluş, 1932 yılında William Duff ve George Phelps

tarafından kurulmuştur. Bünyesinde çalışan sayısı 4.000'i aşmakta ve 25 ülkede derecelendirme hizmeti sunmaktadır. Kurumun hizmet kapsamına girenler; 2 milyon £ ile 500 milyon £ arasında olan şirket, kuruluşlar, bankacılık sektörü, hisse sahibi olanlar ve özel yatırımcılar dahil edilebilir. Müşterilerinin adına fon ortaklarıyla bağlantı kurabilmek, sermaye ve alınan kredilerin müzakeresini yapmak sunulan hizmetler arasındadır (D&P, 2020). Derecelendirme hizmetinde nicel ve nitel ayrım görülmektedir. Değerlendirilen nitel yaklaşımda, şirketin vs. karar aşamasında taşıyan riskleri, geçmiş durum analizi, sektöründeki avantajları ve stratejilerini incelerken, nicel gözlemde ise verilere dayanan borç yükümlülüğü olan kurumun kar, zarar oranları ele alınmaktadır. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarından olan Fitch Group, 2000 yılının Nisan ayında D&P'yi satın almıştır. Yapılan değerlendirmelerin ilan edilmesi ise posta, mail, telefon gibi iletişim araçlarının yanı sıra; Duff&Phels Electronic Service üzerinde de takip edilebilmektedir. Yayımlanan platform ise Bloomberg, Dow Jones, Reuters, Telerate, Thompson, ve MCM Corporate Watch şirketleri tarafından duyurulmaktadır (Çolpan,2001).

### **1.5.8. Thomson Finansal Bankwatch**

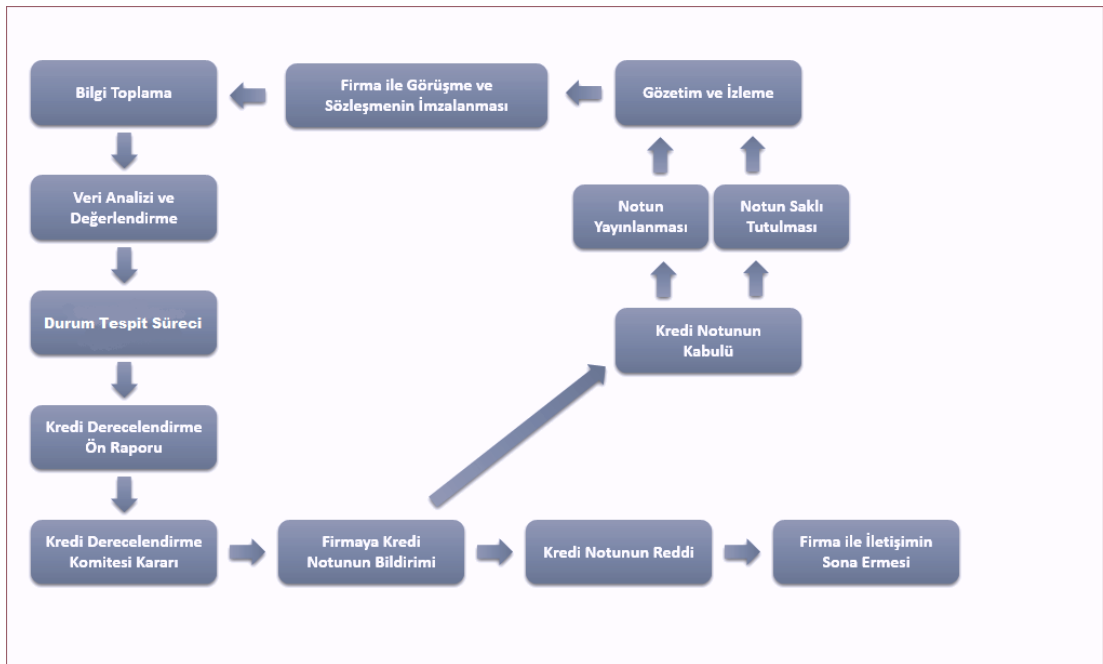
Thomson Financial Bank Watch, 90'ı aşan ülkede 1000'den fazla finansal kuruma analiz yapmaktadır. Küresel yatırım ve sermayeyi bulunduran topluluklara hizmet eden donanımlı altyapı sahibi olan, teknolojik yenilik ile kaliteli finansal bilgi çıktılarının lideri olarak tanınır. Merkezi Toronto'dur ve 7,7 milyar dolarlık bir şirket olan Thomson Corporation'ın bir bölümünü oluşturan Thomson Financial'ın ofisi yaklaşık 40 olarak bilinir. Ve bünyesinde 4500 personeli bulunmaktadır. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan olan Fitch Group, Aralık 2000'de, Thomson Bankwatch'ı satın almıştır (TFB).

## **1.6. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SUNDUĞU HİZMETLER VE İLKELERİ**

Derecelendirme işlemi ilk olarak kredi derecelendirme kuruluşuna olan talep üzere başlar. Bu talep şirket yada ülkenin yatırım değerlendirmesi üzerine olan bir başvuruyu temsil eder. Analizin başlaması üzerine kuruluşun riskleri, mali ve

ekonomik göstergeleri göz önüne alınarak bir notlandırma yapılmaktadır. Ülke bazında yapılan derecelendirmelerde ise yönetim ve çevresel koşullardan olan siyasi, sosyal, dış ticaret ilişkilerini, ülkenin cari açık/fazlası olma durumunu, kalkınmanın devamlılığını ve bunun borçlanma durumundan etkilenebilme gücünü incelerler. Birçok alanda derecelendirme yapma kapasitesine dayanan bu kuruluşlar, bankacılık sektöründe de talep görmektedir. Finansal piyasalarda yatırım yapabilme risklerini ortaya koymakta ve etkin rol oynamaktadır. Yapılan değerlendirme sonucunda işletmeye vs. sonuçlar gösterilir ve şirket bazında gizli kalması gereken bilgiler gizlendikten ve sonuca itiraz gelmez ise nihayetinde şeffaflık ilkesine dayanarak kamuoyuna yapılan değerlendirme ilan edilir. Şeffaflık ilkesinin yanı sıra, derecelendirmede önemli sayılan dört etkin faktörde yer almaktadır. Bunlar; objektiflik, itibar, tarafsızlık (bağımsızlık) ve açıklama yükümlülüğüdür. Bu ilkelerin yerine getirilmesi sonucunda derecelendirme kuruluşlarına olan güven artmış ve tanınırlığı herkes tarafından kabul edilmiştir (Demir ve Eminer, 2014). Aşağıda derecelendirme kuruluşlarının karar alma süreçlerindeki izlenmiş olduğu yol haritası verilmiştir.

**Şekil 1.1: Kredi Derecelendirme Kuruluşları Notlandırma Süreci.**



**Kaynak: Kobirate, 2015.**

## **1.7. ÜÇ BÜYÜK DERECELENDİRME KURULUŞLARININ YAPILARI VE NOTLANDIRMA SEMBOLLERİ**

### **1.7.1. Moody's Derecelendirme Kuruluşunun Yapısı ve İşleyişi**

Derecelendirme sektöründe en tanınan kuruluşlardan biri olan Moody's, 1909 yılında John Moody tarafından ilk olarak menkul kıymet derecelendirmesiyle başlamıştır. Şirketin not derecelendirmesinin ardından kamuoyuna basın yoluyla ilan edilmeden önce değerlendirilen kuruma gözden geçirilmesi için teslim edilir, itiraz veya kamudan saklanması gereken bilgiler gizlendikten sonra basın yoluyla ilan edilir. Derecelendirmesi yapılan kuruluşların geniş liste halinde duyurulması ise yazılı basın yoluyla Moody's Global Ratings Guide, Moody's European Money Markets Guide, Moody's Short Term Market Record aracılığıyla duyurulmaktadır. Bu duyurular ülkeden ülkeye değişen opsiyon olmamakla birlikte, tüm notlandırma sürecinde gerçekleştirilen durumdur (Demir, 2014).

Küreselleşen dünyada birçok yatırımcının dünya piyasasında açılıp genişlemesi amacıyla ilerlemesi, bu kuruluşlara gerekliliği arttırmıştır. Moody's'in ölçütleri arasında değerlendirdiği kurum, kuruluş veya işletmenin derece değerlerine göre onları desteklemeye yönelik teklif veya önerilerde bulunmak, çok tanınan ve güvenilir olmasının verdiği avantaj ile bilgilendirmeleri herkes tarafından dikkate alınması, verilen kredi kalitesini hususundaki doğru olmayan bilgileri engellemek yer almaktadır (Demir, 2014).

İlk derecelendirme işlemi yaparak bu kuruluşların içinde yer edinen Moody's, 7.000'e yakın çalışanıyla ve 1.300'den fazla analisti bünyesinde barındırmakta ve dünya üzerinde birçok ülkede faaliyet göstermektedir. NRSRO üyesi olan kredi derecelendirme kuruluşları içerisinde olan Moody's % 36.90 oranında bir paya sahiptir. Geniş piyasada rekabetin artması ve yüksek paylara sahip olması talebin neden yüksek olduğunu açıklıyor (Bostancı, 2012).

Günümüze gelindiğinde ise Moody's kamu kurumları, finans kurumları şirketler ve bankacılık sektörü ve ülkeleri de kapsayarak 30.000'i aşan menkul kıymetleri derece değerlendirmesini devamlı bildirmektedir. Değerlendirmeye dahil edilen alanları iki kısma ayırmıştır. Uzun vadeli ve kısa vadeli menkul kıymet notlandırması olarak ayrılmıştır. Yapılan notlandırma sembolleri uzun vadeli ve kısa vadeli menkul kıymet derecelendirmesinde farklılık göstermektedir. Uzun vadeli menkul kıymetlerde harfli sembolleri küçük ve büyük olmak üzere kullanırken, kısa vadeli sembolleri ise rakam şeklinde gösterme yoluna gitmiştir (Çolpan, 2001). Uzun vadeli menkul kıymet yatırım derecelendirme harfli sembolleri ve tanımları şu şekildedir;

**Aaa:** Sınıflandırmada en risksiz sınıflandırmayı içeren harf notu olarak bilinmektedir. Riskin az olduğu durum olan, güvenilirliğin olduğu ortamdır. Değerlendirilen menkul kıymetlerin risk seviyesinin de minimum seviyede olduğunu ifade eden durumdur. Bu dereceye sahip menkul kıymetlerin, tahvil vb. güvenilir ve kaliteli olup, çevresel faktör olan her şeyden ekonomideki olan istikrarsızlıklardan kolayca etkilenemeyeceğinin bir kanaatidir.

**Aa:** Aaa sınıfında olan tahviller riski en az olan ve güvenilir olmaktadır. Aa notlandırması ise üst kategori kadar güvenilir ve risksiz sayılmaktadır. Ekonomide olan dalgalanmaların etkisi tahviller üzerinde fazla olduğunu ve riskin Aaa grubuna göre risk taşıdığını ifade eden bir semboldür.

**A:** Menkul kıymetlerin bu kategoride hala kaliteli olmasının yanında orta düzeyde olan riski taşıdığı da görülmektedir. Bu risk, alınan bu kredinin, borcun anapara faiz ödemelerinin gecikmeli olup olmayacağını da ihtimal doğrultusunda olduğunu ifadesini taşımaktadır.

**Baa:** Değerlendirmeye alınmış olan finansal kuruluşun, borcunu gecikmeli veya erkenden ödemenin yerine getirilemeyeceği olasılığının orta seviyede olduğunu yansıtır. Baa sınıfındaki tahvillerde, getirisi fazla olması dolayısıyla riski göz önüne alan yatırımcılar, piyasada olması gereken fiyatın altında satın almaktadırlar.



**Ba:** Menkul kıymetlerin ileri dönem risk ve güvenilirliği çok fazla olmamakla birlikte yani spekülâtif ögelere sahiptir denilebilir. Güvenirlik seviyesi ise minimum seviyenin üstünde kalacak şekilde ve bunun vermiş olduğu etki ise Baa kadar güvenilir, kaliteli ve risksiz olmadığının göstergesidir.

**B:** Yatırım aracındaki risksiz ve güvenilir oluşu ihraç edenin bu yatırıma kaydıran en önemli faktörlerden biridir. Fakat bu kategoriye dahil olan tahviller, yatırım aracı olarak kullanılmasında yeterli olmayan seviyededir. Alınan borcun geri ödenmesindeki gecikme vs. durumlarının yüksek olasılığını ifade eden semboldür.

**Caa:** Harf sınıflandırmasında üçüncü bölümü kapsayan Caa ise, ihraç edenin borcunun anapara ve faiz ödemelerinin geri ödenmesi hususundaki minimum yani zayıf düzeyi temsil eder. Güvenirliği oldukça düşük olan durumu ifade etmektedir.

**Ca:** Caa sınıfındaki tahvillerden daha zayıf olan Ca dereceli tahviller ise, alınan borçların derecelenme sırasında süren borç geri ödenmeme durumunun devam etmesi halini ifade eder. Oldukça tehlikeli, güvenilirliği olmayan ve risk taşıyan kategoridir.

**C:** Piyasada yatırım amaçlı kullanılan tahvillerden beklenen düzey güvenilir, kaliteli olmasıdır. Fakat bu kategoride olan menkul kıymetler; zayıf, kalitesiz ve tehlike niteliğini taşıyan notlandırmadır.

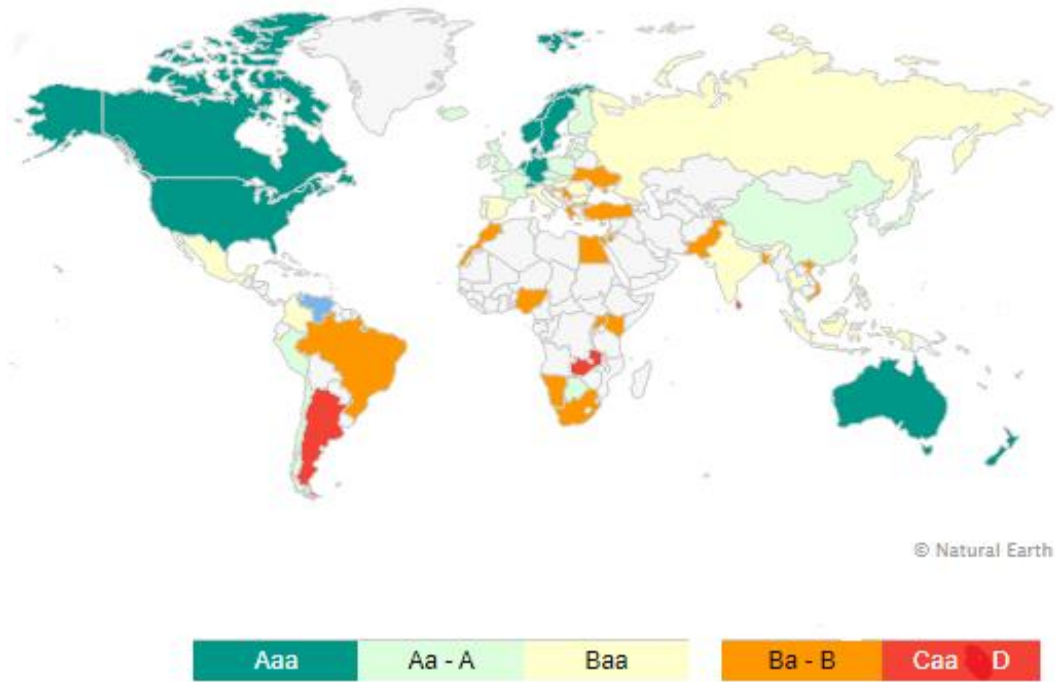
Kısa vadeli yatırımların farklı olmasını sağlayan özelliği ise, bir yıldan fazla vadesi olmayan menkul kıymetleri kapsar. Tüm derecelendirmeye dahil olan değerlendirmelerde risk ve güvenilirlik hassasiyeti değişken olabildiği gibi, uzun vadeli ve kısa vadeli menkul kıymet yatırımlarında da risk vs. faktörleri açısından farklılık göstermemesi olanaksızdır (Çolpan, 2001). Kısa vadeli menkul kıymet yatırım derecelendirme sembolleri ve tanımları aşağıdaki gibidir;

**P1:** En yüksek, güvenilir ve kaliteli kısa vadeli yatırımları ifade etmektedir. Borç yükümlülüklerinde aksama görülmeyen güçlü sınıflandırmayı temsil eder. Kurum, kuruluş veya şirketin finans piyasasında geniş hacimli olması ve sermaye yapısının güçlü olduğunu gösterir.

**P2:** Bir üst seviye olan P1 düzeyinden çok fazla ayrılmamakla birlikte, ihraç edenin borç yükümlülüklerini yerine getirmesinde bir aksama, güvensizlik olmayacağını ifade eder.

**P3:** Bu kategoride diğer iki sınıflandırmaya ithafen ekonomideki veya bulunduğu finansal çevredeki olasılıklardan daha kolay etkilenebilme gücüne sahiptir. Fakat bunun yanı sıra yatırım için borç ihraç eden kurum, kuruluşların borç yükümlülüklerini yerine getirmesinde bir sakınca meydana gelmediğini de söylenmektedir.

**Şekil 1.2: Moody's Dünya Kredi Notları Genel Dağılımı.**



**Kaynak: World Government Bonds, 2021.**

## 1.7.2. Standart and Poor's Derecelendirme Kuruluşunun Yapısı ve İşleyişi

Küreselleşen ekonomide ülkeler arası alışverişlerin artmasıyla yeni pazar yerlerine de olan taleple beraber asimetrik bilgilerin de arttığı olasıdır. Bunun önüne geçmek için kurulan derecelendirme kuruluşlarından biri olan S&P derecelendirme kuruluşu da değerlendirmekte olduğu şirketin bilgilerini şeffaflık ile yansıtmakla yükümlüdür. Bu derecelendirmeler menkul kıymet satın alacakların yanında, yatırımcılara destekçi olmayı hedefleyen kurumları da içine almaktadır.

Her değerlendirmenin sonunda sonuçlar basın yoluyla kamuoyuna açıklanmadan hemen önce, şirkete sunulur şirket gizliliğini kapsayan detaylar varsa kapatılır veya itiraz edilmek istenirse derecelendirme kuruluşuna bildirilir. Aksi hali olmadığı her durumda basın yoluyla şeffaflık özeniyle bildiri yapılır. Yapılan tüm kredi derecelendirmelerinde olduğu gibi değerlendirilen yatırımların, menkul kıymetlerin sadece kamuya sunulan bir bilgi olmak dışında yatırımcılara asla öneri olarak sunulmamaktadır.

Notlandırma kriterlerinde işletmeleri değerlendirmede, borç yükümlülüğünün yerine getirip getirilmemesi, kriz durumlarının etkisini kredi veren tarafın güvencesini sağlayan ihtiyatlı kurallar ve pazarda elde etmiş olduğu güvenilirlik ve pay gibi hususlar dikkate alınır. S&P da notlandırma kategorisinde uzun vadeli yatırım ve kısa vadeli yatırım olmak üzere iki ayrı grup olarak sınıflandırmıştır (Çolpan, 2001). Uzun vadeli yatırım derecelendirmesinde semboller ve tanımları aşağıdaki gibidir;

**AAA:** Derecelendirme kategorisinde en üst seviye, kalite, güvenilirliği temsil eden ifadedir. Bu sınıfta yer alan menkul kıymet ihraç eden kuruluşun borç yükümlülüklerin yerine getirmesinde oldukça hassas davranılıp tereddüt gerektiren durumun olmayacağı söz konusudur.

**AA:** Ekonomideki etkileşimlerden bir üst sınıfa kıyasla azda olsa etkilenebilecek düzeydedir. Bunun yanı sıra borç yükümlülüklerini yerine getirme hususunda zorluk yaşanmamaktadır, bu konuda AAA kategorisinden farkı yoktur.

**A:** İki üst sınıfa ithafen, ekonomik ve çevresel hususlardan kolaylıkla etkilenebilen sınıfı temsil eder. Borcun anapara ve faiz geri ödemelerinde zayıf olabildiğini temsil eder.

**BBB:** Derecelendirme kategorilerine kıyasla ekonomik koşullardan etkilenebilmesi olası olan bir sınıflandırma olmasın rağmen, borçlunun borç yükümlülüklerini, anapara ve faiz geri ödeme işleminde zorlanma olmayacağı da söylenebilir.

**BB:** Üst kategoride olan 4 sınıflandırmadan farklı olarak, BB ‘den sonraki tüm notlandırma sembolleri spekülasyon sembolü temsil etmektedir. Borç yükümlülüklerinin yerine getirilmesindeki hassasiyet azalmış, çevresel tüm koşullardan etkilenebilme özelliğine sahiptir.

**B:** Bu sınıflandırma, ihraççının menkul kıymetlerdeki borcunun anapara ve faiz ödeme yükümlülüklerini yerine getirmesi zayıflamış olduğunu ifade eder.

**CCC:** Bu sınıflandırmadan sonra spekülasyonların arttığı son 4 kategoriden ilkidir. Burada borcun geri ödenmesinde oldukça riskli ve zayıf yaklaşım vardır.

**CC:** Spekülasyonun artmış olduğu ve etkisinin çok fazla görüldüğünü ifade eden bu sınıflandırmada, yatırım için menkul kıymet satın alınmasının güvenilir ve kaliteli olmadığını ifade eder.

**C:** Değerlendirilen kurum, kuruluş veya şirketin devamlılığını sürdüremeyecek kadar zayıf olduğu aynı zamanda önceden alınan kredi borçlarının halen ödenmekte olduğunu ifade eden bir notlandırma sembolüdür.

**D:** Notlandırmada en zayıf, riskli, güvensiz ve geri dönüşü olmayan kredi borçlanmaları anlamına gelen sınıflandırmadır. Bir üst sınıflandırma kategorisine kıyasla işletmenin artık devamlılığının olmayacağını risk taşıdığına sembolüdür. Kredi borcun ödenmemesi bunun yanı sıra öteleme ile borcun ödenmesi durumudur.

S&P ‘da uzun vadeli yatırım derecelendirmesi olduğu gibi bir yıldan az olan kısa vadeli yatırım derecelendirmesi de vardır. Kısa vadeli menkul kıymet yatırım derecelendirme tanımları aşağıdaki gibidir;

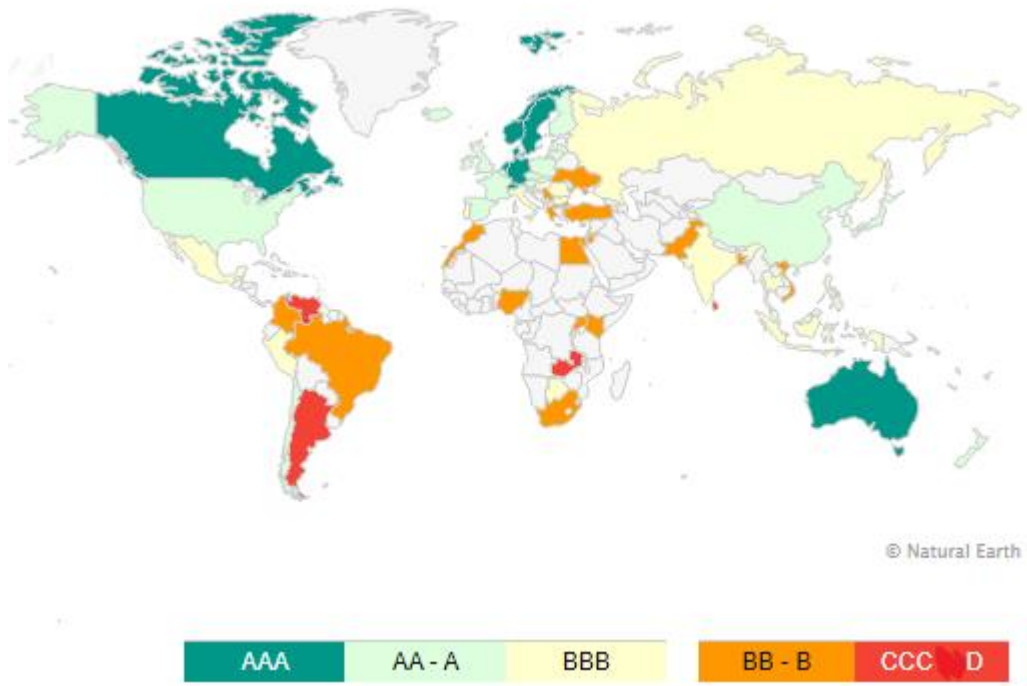
**A:** En kaliteli sınıflandırmayı temsil eden A grubu, menkul kıymetlerin geri ödemesinde hiçbir sorun olmadan anapara ve faiz ödemelerinin olacağını temsilidir. Güvenirlik ve risk anlamında güçlü olan sınıflandırmadır.

**B:** A grubundan pek farkı bulunmayan, bunun yanı sıra ekonomik koşullardan etkilenme olasılığı olabilen kategoridir.

**C:** Minimum seviyesine yakın olan, zayıf sayılabilecek borç yükümlülüğünü temsil eder.

**D:** Riskli sayılan sınıflandırmadır. Menkul kıymet borçlanmasının anapara ve faiz yükümlülüğünü yerine getirmesinin zayıf, güç, güvensiz ve kalitesiz olacağını ifade eder.

**Şekil 1.3: S&P Dünya Kredi Notları Genel Dağılımı.**



**Kaynak: World Government Bonds, 2021.**

### 1.7.3. Fitch Derecelendirme Kuruluşunun Yapısı ve İşleyişi

Üç büyük derecelendirme kuruluşlarından biri olan Fitch, diğer kuruluş olan S&P ile notlandırma sisteminde Moody's'de bulunmayan 'D' derecelendirme sembolünü kullanmaktadır (Hasbi, 2012). Uzun vadeli yatırım notlandırmaları aşağıdaki gibidir;

Fitch notlandırma sembollerinde, 'en yüksek yatırım yapılabilir' ve minimum risk seviyesi anlamını taşıyan AAA sembolünü ifade etmektedir. Bunun bir alt sınıfı olan 'yatırım yapılabilir' anlamına gelen ve yüksek not arasına kabul edilen AA+ sembolü risk düzeyinin düşük olduğunu ve ülke finans yapısının güvenilir olduğunu ifade eder. Bu sembolde yüksek sayılan yatırım yapılabilir sınıfa dahil olan semboller sırasıyla, AA+, AA, AA- olarak, üst- orta sınıfı kapsayan ve yatırım yapılabilir düzeyde hala var olan semboller ise A+, A ve A- olarak sembolize edilir. A sembolü ifadesi, kredi niteliğinin ve finans yapısının dış etkenlerden kolay etkilenebilir olmasını temsil eder. B harf notunun başlayan sınıflandırmada en yüksek alt-orta notu kapsayan sembol BBB+ risk faktörlerinin düşük olduğunu bunun yanı sıra ekonominin oluşturduğu her ortamdan etkilenebileceğini ifade eder. En düşük spekülasyon sınıfına dahil olan BB+ kredi olanaklarının olabileceğini, ekonomik trende göre şekillenen yapısını temsil ederken, B- ise ülke içi tüm olgulardan kolayca etkilenebilen ve yükümlülüklerin geri ödeme riskinin yüksek olduğunu yansıtan bir harf notudur. Yatırımın aşırı riskli olduğunu, ekonominin iyileşmesi halinde yükümlülüklerin yerine getirileceğini belirten harf sembolü CCC'den hemen sonra 'yatırım yapılamaz' sayılan en alt sınıf olan DDD sembolü ile yükümlülüklerin yerine getirilemeyeceğini ifade eden notlandırmalarını yansıtmaktadır (Hasbi,2012).

Fitch'in kısa vadeli yatırım derecelendirmesinde ülkenin yıllık dilimlere ayrılan iktisadi değişimlerini, kredi niteliğini, stratejik hamlelerini gözlemleyerek sembol ifadeleri aşağıdaki gibidir; (Hasbi, 2012).

**F1:** Fitch kısa dönem sembollerinden olan F1 harf notu kredi niteliğinin en yüksek seviyesini temsil etmektedir. Yükümlülüklerini ödeme durumunun güçlü ve güvenilir olduğu ülkeler için ifade edilir.

**F2:** Ekonomide meydana gelen kriz veya sorunlardan kolayca etkilenebilen yapısını ortaya koyar. Kredi niteliğinin iyi olduğu, F1 seviyesine nispeten ülke ekonomisinin yarattığı olumsuzluklardan kolay etkilendiğini ifade eden harf notu F2 ile sembolize edilir.

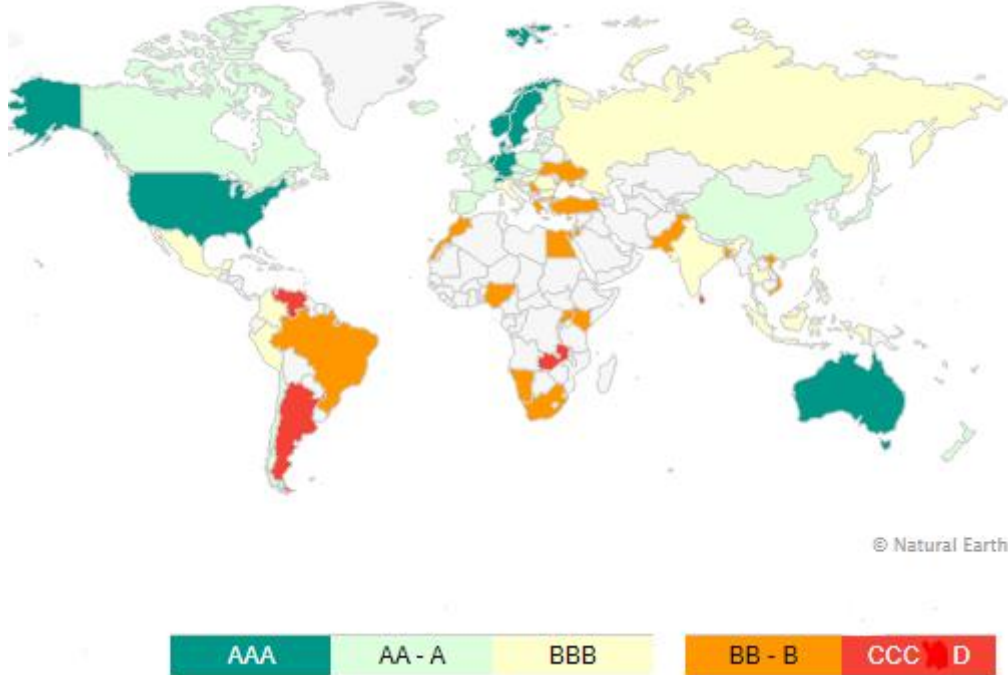
**F3:** Ülke ekonomisinin mali borçlarını geri ödemesinde bir sorun olmayacağını ve kredi niteliğinin orta seviyede olduğunu ifade eder.

**B:** Ülke notlandırma sonucunda, finansal yapısında sorunlar olduğuna, yükümlülüklerin yerine getirilemeyeceğini ifade eden harf notu B'dir. Görünümü ise spekülasyon olarak adlandırılır.

**C:** Risk faktörlerinin en yüksek olduğu ve ülke ekonomisinin sürdürülebilir kapasite olduğunu yansıtır.

**D:** Kısa dönem derecelendirmede riskin en üst seviyede olduğu ve kredi niteliğinin çok zayıf olduğunu ifade eden harf sembolü ise D olarak ifade edilmektedir (Hasbi, 2012).

**Şekil 1.4: Fitch Dünya Kredi Notları Genel Dağılımı.**



**Kaynak: World Government Bonds, 2021.**

## 1.8. TÜRKİYE DE KREDİ DERECELENDİRME YAPAN KURULUŞLAR

Ekonomideki faktörler, borçlanılan herhangi menkul kıymet, borçlanma senetlerinin alımında risk, güvenilirlik ve maliyet unsurları önemli ölçüde etkilemektedir. Her ekonomide etkinliği olan bu faktörler Türkiye içinde oldukça önemlidir.

Türkiye'nin ilk derecelendirme kuruluşu kabul edilen 'DCR Turkey' (Veri Sorumlusu Temsilcisi), 1932 yılında William Duff ve George Phelps tarafından kurulmuş ve genel merkezi New York kabul edilen Duff and Phelps DCR Turkey'in daha sonra satın alan ortaklarından biridir. Diğer ortaklar ise, IFC (Uluslararası Finans Kuruluşu) ve Türkiye'de bulunan IBAR A.Ş. (Uluslararası Araştırma ve Danışmanlık A.Ş.) ile üç ortak DCR Turkey ismiyle birleşme yoluna gidilmiştir. Türkiye'de derecelendirme değerlendirmesi yapan kuruluşlar kurul tarafından belirlenip daha sonra bildirilir. SPK tarafından yapılan bu değerlendirme 1998 yılında bildirilmiştir. Tanınırlığı bilindik olan üç derecelendirme kuruluşu Türkiye'de değerlendirme yapmaktadır. Bu kuruluşlar Moody's, Standart and Poor's ve Fitch'dir. SPK'nın daha sonraki kurul kararınca belirlenen bir diğer derecelendirme kuruluşu ise Deminor Derecelendirme S.A.'dir (Mukatel, 2006). Duff and Phelps ise 1931 yılında Wall Street'in çöküşünün etkisiyle birçok derecelendirme kuruluşunda olduğu gibi, 2000 yılında Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Duff and Phelps ile birleşme yoluna gidilmiştir. Bağlantılı olarak D&P, Fitch ile aynı çatı altındayken 'DCR Turkey' de bünyesine girmiş olmaktadır. Bu nedenle bunları temsilen tek isimde Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. olarak ifade edilmiştir (Çolpan, 2001).

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşları her ne kadar ayrı disipline, değerlendirmeye ve notlandırma sistemine sahip olsalarda, bir ülkeyi değerlendirirken tüm faktörler göz önüne alındığı gibi aynı zamanda diğer derecelendirme kuruluşlarında değerlendirmelerini dikkate alırlar (Mukatel, 2006).



Türkiye'ye yapılan ülke kredi derecelendirme değerlendirmelerinin sonuçlanması itibariyle, genel görüş ülkeye, durumu hakkında yapıcı değerlendirme olmaması ve yeterli olmayan bilgilendirmelerin olması esasında ülkeye hak ettiği notlandırmanın yapılmadığı üzerinedir. Derecelendirmede şirket, finans kurumları, ülkeleri vs. değerlendirilirken geçmiş değerlendirmeler, ekonomik, siyasal ve sosyal çeşitliliğe dikkat edilir. Fitch, ileriye dönük ülke değerlendirmesinde 2005 yılı Ekim ayında petrol fiyatlarının artacağını ve her bir varil için 60-100 dolar arasında olabileceği ihtimali üzerine bu durum karşısında Türkiye ekonomisinin düşüş yaşayacağını, enflasyonun oranının etkileneceği ve kredi notunun düşeceği yönünde bir sav ortaya konulmuştur. Fakat bu aşamaya gelindiğinde Türkiye, ekonomisini iyi yönetmiş, Merkez Bankası enflasyonun düşük seyirde olmasını sağlamış olup bu savı tersi yönünde sonuçlandırmıştır (Mukatel, 2006).

Bunların yanı sıra Türkiye üzerindeki derecelendirmelerin hak ettiği değerlendirmeyi aldığını düşüncesinde olanlarda vardır. Derecelendirmenin güvenilirlik ve şeffaflık ilkesine dayanarak çalışma yapmasının yanında birde yaptığı değerlendirme sonucunda yatırımcılara yatırım yapma güveni geldiği için, derecelendirme kuruluşlarının üzerinde olan sorumluluk çok fazladır. Bu nedene dayalı olarak, derecelendirilen ülkenin zayıf, sorumsuz ve kalitesiz olması 'negatif hata durumu' halinde notlandırmasının yüksek olması hatasına kapılmaktansa, en azından kaliteli, güvenilir ve yatırım yapılabilir ülkenin derecelendirmesinin 'yatırım yapılamaz' seviyesine gelmesi daha 'pozitif hata durumu' söz konusu olduğu söylenmektedir. Yatırımcılar için pozitif hata durumu kar getiren taraf, negatif hata durum faktörü ise riskli ve kar elde edilemeyen taraf olarak ifade edilir (Mukatel, 2006).

Her ülkenin gelişmişlik, teknoloji veya altyapısının aynı olmayacağı gibi, notlandırmada da farklılık olması normaldir. Örneğin 1992 yılında Türkiye kredi notlandırmasında 'yatırım yapılabilir' seviyesindeyken ülke içi sosyal ve siyasi belirsizlik, bulanıklığı sebebiyle ülke notu düşüşe uğramıştır. Her ne kadar finans sisteminde kısıtlamalar 20. yy sonlarında olumlu etki etmiş olsa da 21. yy başlarında bu olumlu artış kalıcılığını yitirmiştir.

## **1.9. ÜLKELERİN KREDİ NOTLARINDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER**

### **1.9.1. Ülke Faktörü**

Ekonomik yapının değişik yöntemlerle sarsılabileceği çok açıktır. Ülkenin sorumlu olduğu iç yapısının ve finansal çeşitliliğin getirmiş olduğu dış faktörlerdeki yükümlülükler, iç yapının bulanıklığındaki siyasi yapılanmalar ve gelişimi sağlayan sosyoekonomik yapılar ülke faktörünü oluşturan temellerdir. Tıpkı işe alımlarda, topluluk içine davet edilmelerde insanların tüm yönüyle araştırılması böylelikle topluma dahil edilmesi gibi, ülkelerinde içinde bulunduğu yapı buna benzer bir analizle yapılır. Bu görevde, kredi derecelendirme kuruluşları yapmaktadır. Ülkenin oluşturduğu, oluşturabileceği risk yapısını, siyasi politik yönü, dış ticaret dengesi, sorumluluğu olduğu yükümlülük, ülke istihdamı, sosyal yapının sağlamlığı, ülke kişi sayısı riski gibi birçok faktör incelenmektedir (Kalkan, 2014).

### **1.9.2. Ekonomik Faktör**

Ülkelerin derecelendirme kriterleri arasında en önemli ve etkili başlık ekonomik yapısıdır. Ülkenin borçlanmada sınırını öğrenmede ortaya çıkan, ülke içinde tüm finansal kurumların borç yükümlülüklerini de kapsadığı durumu ifade eder. Ekonominin gelişimini etkileyen nedenlerin başında döviz piyasalarına bağlı olarak, ihracat, ithalat, turizm yapısının da etkili olduğu açıktır. Bir ülke değerlendirilirken ekonomik yapısını ve onu etkileyen tüm ifadeler araştırmaya dahil edilir. Ülke riskinin ekonomik riskleri içinde barındırması, aynı zamanda enflasyonu da içine almaktadır. Ülke de, enflasyonist ortamın gerektirdiği üretim maliyetlerindeki artış, ihracatı azaltırken ithalata yönlendirir. İthalatın artması ödemeler bilançosunu olumsuz etkilerken, diğer ülkeler karşısında da rekabet gücünü azaltmış olup zayıf halka olarak değerlendirilir. Güvenin azaldığı bu ortamda risk faktörü de oluşmaktadır (Boyacıoğlu, 2005). Ekonomik faktörleri oluşturan birçok makroekonomik değişken vardır. Bunlardan bir diğeri ise, ülke içinde kişi başına düşen GSMH' dir. KBGSMH yüksek olması refahın ülke içinde her zaman adaletli olmadığı gibi, bir yandan ülkenin yatırım yapılabilir veya borç alabilme kapasitesi üzerinde risk taşımadığını yansıtır. Derecelendirme kuruluşları ülke notunu

belirlerken yıllık göstergelerini, dış borç yükümlülüklerini, geçmiş yada yaşanılması muhtemel ekonomik krizler, yapılmış yatırımlar, sermaye akışları, GSMH göstergeleri, hükümetin kamu harcamalarındaki tutumunu dikkatle inceler. Ülke hakkındaki ekonomik faktörler çerçevesinde oluşturulan objektif ve şeffaf bilgiler, o ülkeye yapılacak yatırımları yada ülkenin borç alabilme sorumluluğunu taşıyıp taşımayacağına klavuzluk eder (Yıldız, 2014).

### **1.9.3. Piyasa Faktörü**

Finansal yapıların farklılık göstermesi faiz, kur ve hisse senetlerinde oluşan farklılıklar, dalgalanmalar banka ve diğer finansal sistemlerini oldukça risk teşkil etmektedir. Bu farklılıklar, finansal yapıların kar amacının tersine yönlendirilebilir. Negatif yönlü bir ilerleme ya da beklenenden daha az kar elde etme ile sonuçlanabilir. Elbette ki bu işleyiş esnasında ilerleyen piyasa riski belirli olmayan zamanda bulaşabilir ve risk dağılımında korunmak güç duruma gelebilir. Buna karşı tedbir, zararı minimum seviyeye çekme mekanizmaları geliştirilir (Kalkan, 2014).

### **1.9.4. Politik Faktör**

Ekonomik faktöre oldukça bağlı olan bir diğer risk taşıyan nitelik ise politik faktördür. Ekonomi başlığı altında olan merkez bankasının bağımsızlığı hükümete bağlı şekilde olup olmadığı, gelir adaletsizliği, ülke içinde uyumsuz teşkilatlanmalar oluşumu örnek verilebilir. Ülke içi, ülke dışı ilişkilerin yansımaları olan politik faktör belirlenmesinde oluşan kriterler oldukça fazladır. Rekabetin artmış olduğu ve refah yarışında olan tüm ülkelerin etkileşim içinde olmaması kaçınılmazdır. Komşu ülkelerin birbirleri arasındaki alışveriş politik faktörde oldukça önemlidir. Bunun yanı sıra güçlü denilen merkez ülkeler ile etkileşimin olumlu ve verimli olması sonuçlarda pozitif etki yansıtır. Ülke içi durumlarda ise, hükümete ters düşen toplulukların olması, hükümet yönetimine adapte olunamaması karşıt görüşlerin oluşması politik riski arttıran nedenlerdendir. Derecelendirme kuruluşları edindikleri bilgiler ile kendi notlandırma sistemlerinde belirledikleri semboller ile ilanı gerçekleştirirler (Yıldız, 2014).

### **1.9.5. Sosyal Faktör**

Derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme sürecinde ele aldığı bir diğer faktör ise sosyal faktördür. Ülke içindeki kurum kuruluşların iç dinamiklerinden kaynaklanan güvensizlik, kendine haksız kazanç sağlama amacı güden kurum yöneticilerinin oluşturduğu güvensizlik, doğal afet durumlarında ülke de yaşanan olumsuz gidişat ekonomik yapısının yanında sosyal riski de artırmaktadır. Finansal piyasalarda görev birimlerinin sorumluluklarında aksama meydana gelmesi, diğer faktörlerle beraber ülkenin finansal yapısının trendinde dalgalanmaya maruz kalması üzerine ülke prestij kaybı yaşayabilir. Teknolojik yapının belirli şekilde büyümesi sermaye çeşitliliğini etkilemekte ve bu durum sosyal yapıyı etkisi altına almaktadır. Sonrasında ise tarafsız ve şeffaflık ilkesine dayanarak ülke notlandırması ilan edilmektedir (Kalkan, 2014).

## **2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ FİNANSAL SİSTEMDEKİ ROLÜ**

### **2.1. FİNANSAL YAPIDA DERECELENDİRME AĞI**

Küreselleşen dünyada artan finansal çeşitlilik ile insanlar arasındaki güveni sağlamlaştırmak amacıyla ortaya konulan sistem, temkinli yaklaşım ve formel ilerlemek için ifade edilen derecelendirme ile sembolleştirilmektedir. Öncelikle yurt içinde edinilen bu güven ortamı ülke içinde büyümeye sebep olmasıyla beraber kendini uluslararası alışverişlerde de meydana çıkarmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının faydaları finansal alanda yeri doldurulamaz bir öneme sahiptir. Bu avantajı elinde bulunduran KDK' lara yöneltilen eleştirilerden biri ise görevlerini çıkarları doğrultusunda kullanmış olabileceklerdir. Başvuru talebinde bulunan her kuruluşun her hareketini incelemek üzere yapılan derecelendirme işlemi, finans çeşitliliği olan pazar piyasasında rolü taşımaktadır. Finansal varlıklarla yapılan işlemlerin sürecinde risk oluşturacak etkenlerin ortaya çıkarılmasında, şeffaflık ve tutarlılık ilkelerine dayanan derecelendirme önemli kaynaktır (Korkmaz, 2010).

Finansal sistem içerisinde olan sigorta şirketleri de, ‘finansal yeterlilik’ sigorta teminatı altında, sorumlulukların yerine getirilmesi ile oluşan notlandırma işlemi de belirlenmektedir. Bu durum bankacılık sisteminde var olan ‘Bireysel’ ve ‘Destek’ notlandırma işlemiyle benzerlik taşımaktadır. Bireysel not tümüyle ayrı olarak banka dışı faktörlerden desteklenmediği gerekçesiyle ifade edilen göstergedir. Bunun içerisinde bankada değerlendirilen başlıca etmenler, banka içi idare kısmı, risk yönetimleri, risklerin ortadan kaldırılmasına yönelik stratejiler, bankanın sahip olduğu varlıkları kapsamaktadır (Korkmaz, 2010). Risk yapısı, banka için genel olarak kazançlarının veya finans sisteminde var olan ekonomik yapının olduğundan başka şekilde etkilenmesini kapsamaktadır (Kalkan, 2014). Bunun dışında bankanın dışının dahil olduğu ve yardım alabileceği destek notu bu kuruluşların yetisini belirtmektedir. Destek derecelendirmede temsil edilen not 1-5 arasında ifade edilmektedir. Bireysel derecelendirmede ise bu not ifadeleri ise ‘A’ ile ‘E’ arasında belirtilmiştir (Korkmaz, 2010).

Bankacılık sektörünün en bilindik görevi aracılık yapması olarak bilinmektedir. Bankalar aynı zamanda bankalararası işlemlerde birbirlerini finanse ederler. Bankacılık krizleri küresel olarak meydana gelmesine rağmen, ülke ekonomik, sosyal, maliyet, yapısal düzenler arasında farklılıklar göstermektedir (Yılmaz, 2003). Günümüzdeki finansal çeşitliliğin artmış olması daha çok görev üstlenmesine ve derinleşmeye çabalamasına yol açmaktadır. Bankacılık sektöründe yapısal özellikleri iki başlık altında belirtilmektedir. Bunlardan birincisi kurumsal yapı olan ve bankacılık sektöründe işlevlerin net belirlenip ayrılması ve hissedar paylarının düzenlenmesi gibi unsurları aktarırken; ikinci yapı olan ekonomik yapıda ise, rekabete yol açan unsurların masaya yatırılması ve sektörel yapıların içerdiği finans alanında olduğu görülebilir (Günel, 2007).

## 2.2.KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ FİNANSAL KRİZ DURUMUNA BAKIŞ AÇISI

Kredi derecelendirme kuruluşlarına kriz dönemi öncesi veya sonrasında yaptıkları notlandırmalar ile birçok olumlu, olumsuz eleştiride bulunulmuştur. Yanı

sıra henüz derecelendirme yapmadığı ülkelerde kriz dönemini atlatmış oldukları halde, çoğunlukla bu durum değerlendirmelerinde oldukça negatif yönde ilerleyen seyir gösterir. Kredi derecelendirmenin temel fonksiyonu yatırımcıya doğru enstrümanlara yatırım yapabilme güvenilirliğini vermektir. Aşağıda değinilecek olan krizler önce ülke ekonomilerine olan etkisini daha sonra da kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmesi ele alınacaktır.

## **2.3. DÜNYADA FİNANSAL KRİZLERİN ETKİLEDİĞİ BANKACILIK KRİZLERİ VE TÜRKİYE ÜZERİNDEKİ NOTLANDIRMAYA YANSIMASI**

### **2.3.1. 1994 Finansal Krizi**

1990'lı yıllarda, siyasi sorunlar, iç ve dış şoklar gibi faktörler etkili olmuştur. İhracatın canlı olduğu ve artık trendin en üst noktada bulunması canlanmanın durağanlaşmasına sebep olmuştur. Bu nedenle bu düzeni korumak için, ülke içinde kurulan uluslararası kotaların kaldırılması, ticaretle ülkeye yabancı sermayenin girişini kolaylaştırdı. Tüm gerçekleşen ülkelerde olduğu gibi, bu serbestleşme dikkatsiz şekilde alınan önlemler ve kısa vadeli portföy yatırımlarının yapılması sonucunda, elde edilen kazanımlar ülke içi borçlara yatırıldığı için pek kazanç yapıldığı söylenemez (Yeldan, 2002 & Kaygusuz, 2014).

1988 yılında ithalatta yoğun şekilde artış oldu. Bunun sebebi ise önceden olan enflasyon oranının altında belirlenen ücret artış oranlarının durdurulmasıdır. Bu ithalata olan artışın, ülke içinde sermayenin tutulması adına faiz oranları artırılmıştır. Ekonominin finans yapısı henüz zayıf ve toparlanamaz halde olduğu için, tüm kazanımlar ve dış borçlar hala ülke içinden borçlanarak sağlanıyordu (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002 & Kaygusuz, 2014).

1990 yılında gerçekleşen Körfez Krizi ekonominin dışarı şoklardan oluşan ilk krizi olarak adlandırılabilir. Bu 1994 krizinin oluşumundaki etken olan Körfez krizi Irak'a konan ambargoların oluşumu ile Kuveyt'in engelleri, Türkiye'yi etkileyen krizi tetiklemiş olan başlıklardır. Dış ticarete istikrar 1990 yılında düzene

giremedi. Kredi derecelendirme kuruluşları, Türkiye'nin 1990 sonrası ekonomi izlenimi olumsuz trend gösterebileceğini ifade etmişlerdir. Bu öngörü sebebiyle finans dünyasında uluslararası piyasalarda maliyeti arttıracak olup, kısa vadeli fonlara düşüp, kurum ve kuruluşları seçeneklerin çeşitlenmesi ile diğer fonlara doğrulmasına sebebiyet vermiştir (Çolpan, 2001).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının, Türkiye'yi değerlendirme tarihi Mayıs 1992 yılında, Türkiye'nin ilk kez ABD pazarından yaklaşık 200 milyon dolarlık Yankee Bond ihraç etmek istemesi üzerine gerçekleşmiştir. Derecelendirmeyi yapan kuruluş Standart&Poor's değerlendirme sonucunda, Türkiye'nin uzun vadeli yatırım derecelendirme notunun BBB ile sembolize ederek ekonominin dengeli olduğunu ifade etmiştir (Çolpan, 2001).

Ülke içi siyasi düzenin sağlanamaması, GSYİH'nın yükselmesine yapılan her programın maliyetinin artmasına neden oluyordu. İç borçları azaltabilmek amacıyla, faizlerin düşürülmesi gerektiğini savunan o dönemin başkanları, oluşan enflasyon ve dış açıklar sebebiyle iktidara olan güvenin sarsılması sonucu faiz oranlarını düşürmek yerine yükseltme kararında kaldılar (Bahçeci, 1997 & Kaygusuz, 2014). Öte yandan hükümet, borç artışları sebebi ile bono ve tahvillere kota koyarak faiz oranlarında düşüşü yapmak adına harekete geçmiştir. Hazinesinin, avans hacmini yükseltmesi Merkez Bankası ile anlaşma yasaların çıkmış olması sebebiyle gerçekleşmiştir (Özatay, 1995). Tüm bu kriz sürecinde ise, 1992 Mayıs ayında Türkiye'de ilk kez derecelendirmenin yapılmasının ardından, S&P tekrar ülke üzerindeki izlenimlerini güncelledi ve ülke içindeki yaşanan krizin notlandırma üzerinde negatif yönde seyir gösterdiğini, bunun yanında ise ülke yönetimi başta olmak üzere enflasyon ve dış açıkların oluşumu gelişme sağlayan ekonomiyi daralmaya ittiğini belirtmişlerdir.

Krizin nedenlerinden olan döviz spekülasyonları bu dönemde artmaya başlamıştır. Merkez Bankası'nın bu durumdaki yaklaşımı TL'nin değerini korumaya yönelik doların satılması üzerinde olmuştur. Faiz oranlarındaki yükseltmeme kararı hala devamlılığını sürdürüyordu. Para miktarının artmış olması herkesi TL'yi dolara çevirme yönüne kaydırarak bankalara olan hücumu yarattı. Planlanan likidite artışı

ile dövize olan talebi düşürme yapısı, dış açık, bütçe açığı gibi etmenler sebebiyle gerçekleşemedi (Turan, 2011). Ülke yönetiminin Merkez Bankası ile zıtlaşması sonucunda var olan tüm finansal piyasaların bütçe açıkları, dış açıklarını kapatmak adına likidite artışı oluşmuştur. Likidite artışıdaki etkin sebeplerden olan, krizi tetikleyen bu durum karşısında, ikinci önemli derecelendirme kuruluşu olan Moody's ise Türkiye'ye 1992 yılının Ekim ayında ikaz mahiyetinde, ekonomi trendinin sürekli dalgalanma seyir halinde olması, bütçe açıklarının GSYİH'nın % 13,8'ini geçebileceği takdirde Baa-3 olan notu düşürebileceğini ifade etmiş olmasıydı (Çolpan, 2001).

Her ne kadar kredi derecelendirme kuruluşları birbirlerinden bağımsız olarak gözüke de, aslında birbirlerini takip ediyor olmaları ve bazı ülkeler arasında değerlendirme gerekçelerinin aynı gösterilmiş olması onların aralarında görülmeyen bağ olduğunu gösterir. Moody's'in Türkiye'ye yapmış olduğu ikazın ardından 13 Ocak 1993 tarihinde Türkiye'nin ekonomisinde öngördükleri son durumun kötüye gittiği ve ülke içi harcamalardaki açığın arttığı, TL'nin döviz tevdiat hesaplarına yönelişi olduğunu ve notunu Baa3'den Ba1'e düşürmüştür. Bir gün ardından Standart & Poor's, Moody's'in öngörüsünü benimseyerek uzun vadeli yatırım notu olan BBB notunu, BBB-'ye düşürmüştür (Çolpan, 2001).

1994 yılı kriz dönemi olarak kabul edilmekte diğer derecelendirme kuruluşları da Türkiye notu üzerinde değişiklikler yapmaya başlamıştır. Japon derecelendirme kuruluşu olan JCR ise 1994 yılı ilk çeyreğinde ihraç edilen 75 milyar yenlik tahvillere BBB notunu ilan etmiştir. Daha kademeli notlandırmada düşüş ilerleten S&P ise notunu bir kez daha düşürüp, 'yatırım yapılabilir' durumdan 'spekülatif yatırım' sınıflandırmasına sokmuştur sembolü ise BB ile ifade etmiştir. Yapılan her notlandırmada derecelendirme kuruluşlarının güven vermesi ile oluştuğu için, yapılan değerlendirme de sorumluluk payları yatırımcıların kararını vermede oldukça fazladır. Bu nedenle her derecelendirme kuruluşu var olan güvenlerini ve şeffaflıklarını yok saymamak adına her ülkeye öngöründe bulunup güncelleme yapması normaldir. 1994 yılında yaşanan ve yaşanabilecek her durumu hassaslıkla öngören S&P'da Türkiye'nin kriz döneminden hasarlı atlatabileceğini ve



toparlanması geç olabilir görüşüne sığınarak tekrar notlandırmada değişikliğe gitmişler ve BB'den BB+'ya düşürmüşlerdir.

Merkez Bankası'nın dövize karşı planlama süreci oluşan krize önlem olmadığı bunun sebebiyle 5 Nisan Kararları adı altında yapılacak ana başlıklar belirlendi. Öncelikle sarsılan güvenleri yerine getirebilmek için TL'nin değerlendirilmesi üzerine faiz oranlarında artışa gidildi. Bankacılık sektöründe önemli, etkin kararlar alındı. Krizden kötü etkilenen bankaların bazısında yönetim değişikliğine gidilirken bazısında ise Marmara Bank, TYT Bank, İmpex Bank gibi bankalar 1994 yılında tasfiye edildi (Bahçeci, 1997 & Kaygusuz, 2014). 5 Nisan Kararlarından sonra Türkiye ekonomisi üzerinde, kredi notunu yükseltmek için gerekenleri ve uluslararası piyasadan kredi alabilmenin yolunu ararken o dönemde tekrar Moody's Haziran ayında Türkiye için değerlendirmesini güncellemiş olup, ülke içi yönetimin rayına oturması gerektiğini ve siyasi nedenlerden kaçınılıp ekonominin gelişimi üzerine çalışmalar yapılıp, yapısal uyum programına gereksinim olduğunu ifade ederek, Ba1 olan notunu Ba3'e düşürmüştür.

Şimdiye dek Türkiye üzerinde yapılmış tüm notlandırmalar, Türkiye'nin talebi üzerine yapılmış olmalarıydı. Fakat pek görülmeyen durum olan İngiliz derecelendirme kuruluşu (IBCA), ülkenin kendisinden talebi olmadan yapmış olduğu notlandırmadır. Üç büyük derecelendirme kuruluşu karşısında pek tanınırlığı olmayan IBCA, rekabet ettiği diğer derecelendirme kuruluşlarının karşısında piyasada kalabilmek adına çaba sarf eden bir kuruluş olarak görülmektedir. IBCA'nın Türkiye ekonomisindeki dalgalanmaya bakarak borçlanabilecek kapasitesinin olmadığını yanı sıra öncelikle iç düzendeki mali sistemde, hükümet yönetiminin derhal düzenlenmesi kanaatini belirtip bunu sembolize edip B notunu vermiştir. Bu not diğer Moody's ve S&P'un verdiği notlandırma karşısında aynı şeyi ifade etmekteydi (Çolpan, 2001).

JCR, 1994 yılının ilk çeyreğinde BBB notunu tekrar değerlendirmeye alarak bu kez BB notuna düşürmüş sebebi ise hükümetin Türkiye'nin kriz sürecini iyi yönlendirememesi tedirginliği ve TL'nin değer kaybı yaşamış olmasıydı aynı zamanda

finansal piyasalarında zayıflaması ve iflasa uğraması her kredi kuruluşu için atlanılmayan ayrıntıydı.

5 Nisan Kararları istenilen sonucu verdi, var olan dış açık, iç borçlar kapatıldı. Vergilerle de desteklenen bu yapılanmanın yanında kamu bankalarından gelen destek yok sayılmayacak kadar etkili ve güçlüydü. İleride oluşacak 2001 krizinin bir nedeni olarak sayılan bu kamu bankalarının desteklenmesi ileride dönüşümü negatif olacaktır (Bahçeci, 1997 & Kaygusuz, 2014).

1994 kriz döneminin atlatılma aşamasından sonra kredi derecelendirme kuruluşları değerlendirmeye gitmiştir. İlk güncellemeyi yapan kuruluş S&P, ülkenin yönetimindeki dalgalanmaların azaldığı, TL'nin değer kaybetmediğini ve mali yapının düzeldiği kanaatine varmış olup Türkiye'yi kısa vadeli yatırımlarda ekonomiden hızlı şekilde etkilenir anlamına gelen 'izleme kapsamı' sınıflandırmasından çıkarmıştır. Bu durum Türkiye'nin diğer ülkeler karşısında dalgalanma seyrinin ve biraz olsun riskin azaldığını ifade etmektedir. Fakat bu durum yanında sorumlulukta getirmektedir. Örneğin; S&P' un, ülkenin yapısal uyum programını sürdürmesi, finansal yapının istikrara kavuşması için ülke yönetiminin tedbiri elden bırakmaması, vergi sisteminde farklılıklara gidilmesi gerekliliği gibi birçok yapılması gerekenlerin varlığından söz etmiştir. Hemen ardından Türkiye'nin talepte bulunmadan değerlendirme yapan IBCA ise bu dönemde B notundan pürüzsüz yapıya dönüştüğünü ifade etmiştir. Türkiye'yi ilk kez derecelendiren bir diğer kuruluş ise 1992 yılında kurulan ve 25 ülkede derecelendirme hizmeti sunan Duff & Phelps olmuştur. Yaptığı değerlendirme sonucunda ise 1995 yılı ikinci çeyreğinde kriz dönemindeki yapıcı kararlar ve tedbirler alınmasına dayanarak BB notunu vermiştir. Bu açıklama üzerine Standart&Poor's notunu B+ olarak güncellemiş ve uzun vadeli yatırım yapılabilir sınıfına çekmiştir (Çolpan, 2001).

### **2.3.2. 1995 Sonrası ve Kasım 2000 Likidite Krizi**

Yakın tarihte gerçekleşen 1997 Güney Asya krizinden çok az etkilenen Türkiye, devamlı yıllarda ilişkisinin yüksek olduğu ülke olan Rusya'nın Asya krizinden ağır şekilde etkilemesi Türkiye'yi de dolaylı yoldan ticaret sektöründe etkilemiş denilebilir. Ticarete yavaşlama seyretmesi aynı zamanda finansal sistem

ve bankaları da doğrudan etkilemiştir. Banka derecelendirmede tanınmış olan Thomson Bankwatch, Türkiye için, 1998'de Asya krizinden etkilenmiş olduğu, ekonomideki trendin hızlı düşüş gösterebileceğini, borç yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği göstergesi ile, notunu istikrarlı durumundan negatife düşürmüş harf notu ise riskli kapsamında olan BB- olarak sembolize etmiştir (Çolpan,2001). Diğer yandan Türkiye'nin yurtiçinde hazine bonusu almak ve bundan kar sağlamak amacıyla, yurtdışı bankalarından almış oldukları dövizler bulunmaktadır. Fakat ülke içinde oluşan açıkları kapama telaşı yoğun şekilde başlamıştı. Oluşan bu likidite darlığında olan tedirginlik kamu bankalarında, verilen borç kredilerin tamamını olmasa da geri ödenmesi talimatını vermiştir. Fakat krizi geciktirme planları arasında olan kredilendirmeye devam edilmesi, büyüyen borçlarında olduğunu meydana getirmektedir (ASOMEDYA, 2001).

Likidite sıkıntısı çekilmesi üzerine uygulanan sıkı para politikasının değiştirilmemesinin sebebi, ekonomik düzen için, IMF'ye verilen şartlar içinde bulunmasıdır. IMF ile yapılan bankacılık sektörünün düzene girilmesi ve büyük sorun olan açık pozisyonların kapatılmasını içeren şartları bulunduran bir 'Yakın İzleme Anlaşması' imzalanmıştır. Bu anlaşma sonunda S&P, Türkiye notunu pozitif olarak belirtmiştir. Rusya krizi 1998 yılından itibaren olan krizlerde de borçlanma yapacak kadar güçlü ekonomilere sahip olan ülkeler bulunmadığından, Türkiye daha çok kendi sermayelerine yönelmiş ve mevduatları çekebilmek adına çok fazla faiz oranı vaadiyle risk almış olmaktadır. Bu risk, kaynakların etkin ve verimli biçimde kullanılamaması beraberinde başlamıştır. Bankacılık sektöründe olumsuz gelişmeler ve finansal yapının kırılganlığının ortaya çıkması üzerine S&P, Türkiye değerlendirmesinde güncellemeye gitmiş ve Ocak 1999 yılında görünümünü 'istikrarlı' olarak değiştirmiş kısa ve uzun vadeli yatırım notunda değişiklik göstermeyerek B notunda kalmıştır (Çolpan, 2001).

2000 yılı Ağustos ayındaki ödemeler dengesi rakamları, Kasım ayında ilan edildiğinde ilk kez Türkiye'de cari işlemler açığı bu denli fazla olduğu görüldü. Piyasadaki durumun şaşkınlık vermesiyle beraber Deutsche Bankası, Demirbank'a vermiş olduğu borçları derhal geri almak istemiştir. Bu durum Demirbank'ı güç

duruma düşürmüştür. Sisteminde daha çok bono bulunduran banka, getirilen bono alınmama kısıtlamasına karşı zor durumda kalmış, böylece Demirbank ödemesini yerine getirmek için döviz piyasasında işlem görmeye çalışırken bir yandan da açığını kapatabilmek adına repo piyasasına girdi. Merkez Bankası ise likidite sıkışıklığını azaltabilmek adına piyasaya TL fonlamanın üzerine gitti likidite ihtiyacını, gecelik TL fonlamasıyla devam ettiren Demirbank'ta faiz oranlarının yükselmesi sonucu güç duruma düştü. Yılından sonlarına gelinmesinden dolayı bu durumların bankaların döviz açıklarını kapatmaya çalışmaları bu likiditedeki sorunları getirdiği ortadadır. Sadece belirli bankaları değil, çoğunlukla olan bankalar bu likidite sıkışıklığından oldukça fazla etkilenmişlerdir. Bu kriz, IMF istikrar programının para ve kur politikalarındaki izlenimi zayıf hale getirilmiş ve endişeye bürümüştür. Bir ay kadar bile sürmeyen bu krizin geçtiği düşünce hala mevcuttur (Yay vd., 2001 & Cihangir, 2005). Bu durumdan sonucunda IMF, dövize olan ataklara karşı alınacak tek önlemin Güney Asya ve Latin Amerika ülkelerine uygulanmış olan istikrar programına girdi. Türkiye'nin şartları olan IMF'nin çok fazla sorumluluk taşıması gerekti. Stand-by anlaşmasında ilerleyen durumda, Türkiye ilave kaynak olarak 7.5 milyar dolarlık rezerv aldı. Alınan tüm kaynakların olumlu geri dönüşü Ocak ayında Merkez Bankası'nın piyasaya likidite sağlıyor olmasıyla azalmaya başlamış. Kasım ayındaki faiz yüksekliği sıkıntısından birçok banka, finansal piyasalar zor duruma düşmüştü fakat bu olumlu gelişme faiz oranlarının da düşmesini tetikledi. Bununla beraber derecelendirme kuruluşları Türkiye değerlendirmelerini güncellemiş ve son durum geçen 2000 yılının değerlendirmesini S&P ve Moody's tasdik etmiştir (Eğilmez ve Kumcu, 2001).

### **2.3.3. Şubat 2001 Krizi**

Her krizin başlangıç sebebini tetikleyen faktörler arasında ülke içinde yönetimin verimsizliği, karşılanamayan ve tedbirsiz yüksek borç edinme, enflasyonun düzene girmeden devamlı artış olması sayılabilir. Bu krizin başlama noktası bankacılık sektörü olarak gösterilmesinin yanında ekonomiyi etkileyen birçok yapıda reel sektörde de etkili olmasıdır. Kasım 2000 krizinin ardından GSYH' da görülen cari açık yüzde 4 oranında artmıştır. 2001 krizinin çıkmasında en etkin nedenin sadece buna bağlı kalmamalı büyük oranının devlet yöneticilerinin yaptığı

politikalar ve yurtdışı finansman sağlama oluşan tedbirsiz davranışlardır. Bunun getirmiş olduğu katkı ise ülkede olan görünümün yatırımcıları olumsuz yönde etkiliyor olmasıydı. Dönemin siyasi yönetiminde, halka açıklanan ‘krizin etkisinin derin olacağı’ sözleriyle halkın büyük bir bölümü dövize yoğun talep oluşturmuştur (Kaygusuz, 2014).

Kasım 2000 krizinin tersine burada dövize hücum eden taraf Türk bankaları olmasıydı. Merkez Bankası’nın izlenimleri doğrultusunda yaşanan bu hücum banka varlıklarını giderek azaltmasıyla beraber, bir karar alarak dalgalanmaya bırakılan döviz kurları olduğunu bildirdi. Dönemin MB Başkanı ise, devalüasyon korkusu yaşayan herkese bunun olmayacağını dövize karşı talep artmasın diye manipüle ederek kendi hesaplarını dövize çevirmesi ve ertesi gün devalüasyon olması sebebiyle işinden, görevini kötüye kullanması adına istifa etmiştir. Bu durumu gözlemleyen, asıl görevi olan inceleme ve değerlendirme olan Standart & Poor’s ve birçok derecelendirme kuruluşu beklenenin üzere Türkiye’nin ilerisi için finansal yapısının, borç ödemelerinde önündeki hükümet engelinin var olduğu kanısıyla notunu önceki notlandırmalara kıyasla daha da düşürmüştü ve notu B olmuştur. Moody’s’in yeni notu ise, diğer kuruluşların gösterdiği gerekçe ile kamu borçlarında istikrarsızlık olduğunu ifade ederek, döviz yatırım derecesini B3’ e düşürmüştü, iç borç derecesini ise B3 olarak tasdik ettirmiştir. Bir diğer büyük derecelendirme kuruluşu Fitch ise Türkiye’nin uzun vadeli TL yükümlülüğündeki notunu B+’dan B’ye düşürmüştür. Uzun vadeli döviz yükümlülük notunu ise BB-’ ye düşürmüştür (Çolpan, 2001). Halka, ülke durumunun düzeldiği yönünde lanse edilmesi ve bu durumun çok farklı olup Ulusal Bank’ın borçların üstesinden gelemeyip, yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunu bildirmesi üzerine, halkın hükümete ve ya finans, iktisadi alandaki kurumlara güveni sarsılmıştır (Kaygusuz, 2014).

Yeni kurulan bankalar ve yahut birleşen bankaların fonları yanlış yerlere kullandırması krizi tetikler durumdaydı. Merkez Bankası, TL ve dövizlerdeki dalgalanmaları düzenleyebilmek için, IMF’nin şartlarını yerine getirmiş olup beraberinde Türkiye, IMF’ye 2000 yılında yapılan ‘Güçlü Ekonomiye Geçiş’ bağlamındaki programı yenilemiştir. Bununla beraber kriz tamamen geçmediği

düşüncesiyle birlikte temkinli yaklaşımlar devamlılığını sürdürmekteydi (Tunç, 2001).

Yeni süreç içerisinde yenilenmenin getirdiği durumla birlikte, TMSF' nin içinde bulunan Bayındırbank'ın içine Kentbank, EGS Bank birleştirilmiştir. En başında da bahsedildiği gibi, bu kriz bankacılık sektörü yanında Türkiye'de Cumhuriyet tarihinde reel sektörü de derinden etkileyen, en büyük finansal krizi olarak belirlenmiştir (Kaygusuz, 2014).

## **2.4. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA GÜVEN AZALMASINI TETİKLEYEN DURUMLAR**

Kredi derecelendirme kuruluşları, yatırımcılara güven verip klavuzluk eden bir referans niteliği taşımaktadır. Ülkeler tarafından avantaj olan bu derecelendirme işlemi, ülkesinin ne kadar yüksek not alırsa kredi borçlanmasında geri ödemede edindiği faiz o kadar azalır ya da tam tersi durumda düşük notlandırılmış ülke yüksek faizli borçlanmak durumunda kalır. Bu nedenle derecelendirme kuruluşları yaptıkları değerlendirmelerde son derece hassasiyet gösterip, tarafsız şekilde ve derin bilgi kapsamında çalışmalarını yürütürler. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kendi içinde belli bir istikrar ve eşitlik olması adına belli başlı bilgilendirmeleri vardır. İlk olarak yönetim birimlerinin kendi arasında değerlendirilen kuruluşun bilgi havuzunu, geçmiş datasını incelerken ekonomik trendine bakıp tek kritere indirgemektir. Risk oluşturabilecek faktörlerin ele alınması ve bu farklılıklara göre farklı notlandırmalar oluşturulma kararı da derecelendirme kuruluşu tarafından verilecek önemli bir husustur. Bir diğer önem verilmesi gereken nokta, Yönetim Kurulu'nun işletmenin risk faktörünü inceleyebilmek için banka portföyündeki risk dağılımı yüksek sınırdan tutmak ve problem yaratabilecek kredileri minimum seviyeye çekebilmektir (Babuşçu & Hazar, 2006). Yönetim içindeki sorumluluğa bağlı kalınmadığı takdirde yatırımcıların aklında soru işaretleri çoğalır diğer yandan kredi kuruluşlarına olan güvenin azalmasıyla ülkeler derecelendirme olan taleplerini azaltabilir. Derecelendirme kuruluşları için bu iki olasılık da oldukça önemlidir. Çünkü

geçimlerini derecelendirme yaparak, tahvil ihraçlarından elde edilen paylardan, yayımlanan süreli yayımlardan vs. sağlamaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları 20. yy'da herkes tarafından güven kazanmış kuruluşlardır. Bunun yanı sıra yılın bazı dönemlerinde ülkelerin şirketlerinde yaptıkları göze batan davranışlar eleştiriye dahil olup, güven azalması gibi faktörler ortaya çıkmıştır. Bu olaya örnek durum ise, üç büyük derecelendirme kuruluşu olan S&P, Fitch, Moody's'in yapmış olduğu değerlendirmelerin tutarsız, taraf tutulan ve şeffaflık ilkesine dayanmayan olmayışıdır. Örneğin; Enron şirketi 1985'de ABD'de kurulmuş olup, dünyada da tanınırlığı 7. Sırada olan enerji sektöründe ticaret yapan bir kuruluştur (Akçayır, 2013). 2001 yılında iflasını gerçekleştiren şirket, olduğu durumu tetikleyen pek çok faktör tetiklemiştir. Örneğin; şirket kayıtlarında asimetrik bilginin oluşumu, şeffaflık göstermeyen muhasebe istatistiklerinin oluşumuna göz yumulması, şirketin 2001 yılında iflasını gerçekleştirmesi ile sonuçlanır. Burada halka, yatırımcılara farklı gelen durum ise derecelendirme kuruluşlarının iflas noktasında olan bu şirket için, hala 'yatırım yapılabilir' sınıfında olmasıydı. İflasın hemen ardından bu üç önemli kredi derecelendirme kuruluşları geç olsa dahi, 'yatırım yapılamaz' görünümüne indirmişlerdir. Kısa sürede değiştirilen değerlendirmeler oldukça bu hassas durum kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güvenin azalmasına ve eleştirilmeye neden olmuştur. Bu karmaşık durumda eleştirilerde iki gruba ayrılmış düşünce vardı. Birincisi; kredi derecelendirme kuruluşları değerlendirdikleri şirketin bilgi derinliğine ulaşılması engellenmiş olmasıdır. İkincisi; kredi derecelendirme kuruluşları kendi menfaatlerini korumak adına yetersiz şirket bilgilerini görmezden gelmek olmuştur (Kavak, 2019).

Enron krizini bir adım öteye taşıyan gelişme ise, Telekomünikasyon sektöründe ilerlemiş olan Worldcom şirkettir. Bu kuruluş herkes tarafından tanınmış ve güven kazanmış olması, şirketi görünüşte kar etmiş gibi gösterme işlemini yapmaya yöneltmiştir. Kar oranlarını, gerçekliği kabul olmayan başka rakamla 3,8 milyar dolar kadar genişletmiştir. 2002 yılında, şirketin var olan altyapısını ve hesaplarını tekrar gözden geçirmeye karar verip bu işe yayımlayacağını

ilan etmiştir. Geçen yıllara kıyaslandığı takdirde anormal derecede farklılık olduğu gözlemlenmiş, 2001 yılı hesaplarının 2002 yılındakilerle ters düştüğünü, ‘sermaye yatırımı’ sınıfında olarak belirlenen 3,8 milyar dolar hesabının yapılan bir hata sonucunda bu sınıflandırmaya konulup yansıtıldığını belirtti. Şişirilmiş hesapların ortaya çıkması sebebiyle her finansal sektörde olabileceği gibi güvenler sarsılmış ve şirketin hisse senetleri değer kaybetmeye başlamıştır. Yaşanılan bu beklenmedik durum kredi derecelendirme kuruluşları tarafından şaşkınlıkla karşılandı. Asıl görevleri, değerlendirmeye alınan kurum kuruluş, şirket ya da diğer finans sektörün tüm bilgilerin derinlikle incelenip, istatistiksel verilerin yönetim kurulunca sıkı denetime sokulması ve böylelikle tarafsız, şeffaf olan doğru derecelendirmenin yayımlanmasıdır. Fakat Enron krizindeki yanlış derecelendirme gibi 2002 yılında da Worldcom şirketinde, iflasının ardından ‘yatırım yapılamaz’ sınıflandırması yapılmış olması geciken ve yarar sağlamayan bir karar olmuştur. KDK’ ların bu tutumu ağır eleştirilere neden olmuştur (Tekin, 2016).

Buna benzer birçok şirket finans sistemlerinde olduğundan farklı gösterimler yapmış, muhasebe kayıtlarında hile yapılması gibi etkenler krize, iflasa sürüklüyor. Gıda sektöründe ticaret yapan 1961 yılında kurulan Parmalat şirketi de bu iflası yaşayanlardan biridir. Calisto Tanzi tarafından kurulan bu kuruluş, İtalya’nın en büyük şirketi olarak bilinmektedir. Bankacılık krizlerinin oluşumunu tetikleyen unsur yanlış karar vermektir. Görünürde finansal yapısının iyi olduğu, aksaklıkların göz önüne alınmadığı Parmalat şirketine de bankaların güvenmesi olağan olmuştur. 2003 yılında 7,6 milyar euro’luk sermayeye sahip olan bu şirket, gerçek olmayan veriler nedeniyle uzun süre sürdürülebilir olmayıp iflas gerçekleşmiştir. Bu şirketle birlikte, KDK’ lara da güven tekrar azalmıştır. Çünkü şirket iflasından önce derecelendirme notunda ‘yatırım yapılamaz’ sınıflandırmasında dahil edilmemiştir. Bu durum iflasın gerçekleştikten hemen sonra gerek kalmadığı zamanda sembolize edilmiştir. Bu tip kriz, iflas doruklarında kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafsız ve doğru kararlar verdiğinde oluşan güven, aksi durumda ise ağır eleştirilere maruz kalmasına sebep olur (Kavak, 2019).



1850 yılında Henry Lehman'ın kurduğu şirket kardeşleri ile birlikte birleşerek adını Lehman Brother's olarak kurulan yatırım şirketi, ABD sıralamasında 4. sırayı alan en önemli finans sistemini yöneten kuruluşlarından. Bir çok ekonomik krizlerden etkilenmeden çıkabilen bu kuruluş, 2007 yılında Mortgage krizi ile geri ödenmeyen kredi borçları, Lehman Brother's'ı etkilemiştir. Şirket içinde azalmaya gidilmiş, finansal krizin yükü ağır gelmiştir. Hisselerinde değer kaybı yaşayan bu yatırım şirketi, ülkesinden herhangi yardım alamamış git gide iflasa sürüklenmiştir. Bu türlü büyük krizin altına giremeyecek her türlü yardım kaynakları yüzünden, 2008 yılı son çeyreğinde 613 milyar dolar ile kriz patlak vermiş ve iflası açıklanmıştır (Öz, 2009). Dönemin ABD Merkez Bankası ise bu iflası, 1929 Ekonomik Buhran'dan sonra gelen büyük kriz olduğu üzere, 'Yüzyılın Krizi' olarak nitelendirmiştir. KDK' ların bu büyük iflasın öncesinde, bu yatırım şirketine AAA ile sembolize edilen yatırım yapılmasında en yüksek sınıf olarak kabul gören ifadeyi kullanmıştır. Bu yıkımın ardından en baştan gelişen Enroon krizi ve devamındaki krizler gibi KDK' lara tekrar güven sarsılmış ve yapılan derecelendirmenin oldukça kapsamlı olmadığını, bilgi eksikliğinden doğan bu yanlış derecelendirme ya da kendilerinin göz yumduğu gibi ağır eleştirilere maruz kalmıştır.

## **2.5. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA YÖNELİK ELEŞTİRİLER**

Kredi derecelendirme kuruluşları, derecelendirdiği kuruluşu tarafsız, şeffaf, çıkar gözetmeden, tüm yönüyle halka, yatırımcıya ve diğer ülkelere bunu basın yoluyla duyurması tek doğru yoldur. Fakat bazı dönemlerde ülke, şirket notlandırmaların da açık şekilde eksik ve yanlış bilgi sunduğu görülmüştür. Elbette elde edilen her sonuç, her kredi derecelendirme kuruluşu için farklı sembolleri ve görünümleri temsil eder. Bu nedenle her notlandırma objektiflik şartları taşımaz. Üç büyük derecelendirme kuruluşları başta olmak üzere yaptıkları ülkeler, şirketler üzerindeki değerlendirmeler aslında birbirlerinden etkilendiği görülmektedir. Küreselleşen dünyada ve finansal çeşitliliğin artmasıyla, yatırımcıların vs. KDK' lara olan ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Verilen not ülkeler arasında iletişimin bağımlı ortaya koymaktadır. Bu notların kredi almakta olan gücü bir yana, ülkelere yapılan

doğrudan ve dolaylı yapılan yatırımlarda ülke için etkilidir. Notlardaki stabilizasyon oldukça önem taşımaktadır. Sürekli değişkenlik gösterme durumunda örneğin notlardaki düşüşlerde yeniden değerlendirmenin güncelleşmesi gerekli olur. Bu negatif yönlü değişimden ise borçlunun, yatırımcının yapılan projelerin, ülke piyasasına sürekli akan nakit paranın da lehine olmadığı apaçık ortadadır. Notların üzerinde ekonomiyle olan bağlantısı ülke içindeki tüm faktörlerin etkilenmesinden dolayı sıklıkla değişim yapılmaması gerektiği, açık görülen durumlarda güncelleme yapılması daha doğru olur (Cantor ve Mann, 2003). KDK' ların danışmanlık görevini de üstlenmesi ve bu esnada aynı finansal kuruluşu değerlendirmesi kafa karışıklığına neden olur. Bunun nedeni ise, hem danışman olup düzeltilmesi gereken eksik yada fazla noktaları bildirmesi bununla beraber aynı süreçte derecelendirme notu için yapılan iç denetimlerin sürüyor olmasıdır. Derecelendirme sonrasında sonuçlar önce firmaya, şirkete son kez gösterilip itiraz ya da gizli bilgi varsa bunu düzenler sonrasında ise her KDK' nın farklılık gösterdiği ilan yayımlanması olur. Her ne kadar sonuçlar yayımlansa da, ülke içinde olan etkileyen faktörlerin devreye girmesi ve istatistikler incelerken ne derece ayrıntılı incelendiği kamuya aktarılmıyor sonuçlanan değerlendirmenin nedenleri açıklansa dahi analizlerin anlaşılabilirliği açıkça olmuyordu. Oysaki değişkenlerin hangi formüllerle analiz edildiği, derecelendirme sembollerine ne anlamda dönüştürüldüğü ifade edilse karmaşıklık biraz olsun azalabilirdi. Veriler anlaşılır olmadığı için eksik yada yanlış değerlendirme olsa dahi görünür, rahatsız edici nitelikte olmayacaktır (Orhan ve Alpay, 2012).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yanılmasının kuruluş içindeki yönetimdeki inceleme ekibinin yanı sıra birde ülkenin siyasi faktörlerin devreye girmesinin etkisiyle de verilen notlandırmaların bağlantılı olduğunu eleştirilmektedir. Örneğin; New York Belediyesi'ne yapılan değerlendirmenin sonucunda Moody's'in Belediye başkanıyla toplantı sonrasında sonucu açıklamış olduğudur. Yapılan bu duyuru ardından uzun süre ülkelere göre notlandırma yapıldığı, finansal sistemdeki yönlendirmelerin ve ülke içindeki kıymetli evrakların basımına kadar müdahale edildiği tüm eleştiri konuları arasında olmuştur. Tüm bunlar KDK'ları inceleme altına alınma kararı verilmesine sebep olmuş incelemede, IOSCO (International

Organization of Securities Commissions) ve Avrupa Parlamentosu görevlendirilmiştir (Frost, 2007).

Krize neden olabilecek kadar etkili olan bu notlandırma sisteminde hala aksaklıklar olduğu görülmektedir. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu piyasada varlığını geniş kapsamlı sürdürmekte olup, asıl kontrolün bu kuruluşlara yapılması gerektiği görüşü sürmektedir. Parmalat, Worldcom, Enron gibi kriz yaşayıp iflasa sürüklenen şirketler bu eksik inceleme, verileri doğru aktarmama gibi sebeplerle KDK'lar ağır eleştiriye uğramışlardır (Elkhoury, 2008). Bunlar eleştirilerin başlangıcı olup ilerisinde olan tüm durumlarda KDK'lara olan çıkar ilişkileri benzetmeleri yer almıştır (Kavak, 2019). Özellikle piyasanın büyük bölümünde etkin olan bu üç büyük kuruluş olan S&P, Moody's, ve Fitch'in çıkarları doğrultusunda yapılan derecelendirmeler, piyasaya yeni derecelendirme kuruluşlarının girişleri NRSRO tarafından zorlaştırılmaması gerektiği düşüncesi de dolaşmaktadır. Fakat bu durum ortaya daha da çıkar için çalışan yeni KDK'lara sebebiyet verir sorusuna cevap bulunamamaktadır (Orhan, vd., 2015).

## 2.6. TÜRKİYE KREDİ NOTU GELİŞİMİ

Günümüze kadar gelen ve derecelendirme piyasasında kendini tanıtmış olan üç büyük kuruluşu, Türkiye üzerinde hemen hemen aynı zamanlarda değerlendirmeye almışlardır. Ülke içi ve ülke dışı tüm faktörler, ülkede birçok değişikliği beraberinde getirdiği için kredi derecelendirme kuruluşları da sıklıkla notlarını güncelleme yoluna gidebilirler. 25 yılı aşan süre boyunca Türkiye derecelendirilmektedir. 1992 yılında başlayan ilk derecelendirme üç büyük kuruluştan olan S&P tarafından yapılmıştır. Bunu takip eden diğer kuruluş ise Moody's'dir. Bundan iki yıl sonra 1994 yılında ise Fitch, Türkiye için notlandırmada gerekli olan tüm risk faktörlerini ele alıp değerlendirmesini sunmuştur. 1996 yılı Aralık ayında Fitch, Türkiye notunu B+ sembolünü verip 'şiddetli şekilde spekülatif' anlamına gelen notlandırma yapmıştır. Bu sınıflandırmanın bir benzerini Moody's 1997 yılı Mart ayında B1 görünümlü sembolü değerlendirmesini sonuçlandırmıştır. S&P ise 1998 yılında not sembolünü B ile ifade etmektedir. Görüldüğü gibi, her

KDK'nın kendi sistemlerinde belirledikleri semboller ve bunların görünümü farklılık göstermektedir. Bununla beraber her ne kadar kuruluşlar birbirlerinden bağımsız gözükseler dahi, aslında yapılan notlandırmaların benzerliği ortadadır.

Ağustos 2000 yılına gelindiğinde ödemeler dengesi rakamları Kasım ayında ilanının ardından Türkiye için beklenmedik cari işlemler açığını gözler önüne serdi. Bu tedirginlik tüm bankalara sardı ve örneğin Deutsche Bankası, Demirbank'a vermiş olduğu borçları geri istedi. Fakat borcunu ödemek adına döviz piyasasında işlem görmeye başlaması, diğer yandan da repo piyasasına dahil olmasıyla açığını kapatmayı çalışıyordu. Merkez Bankası'nın da likidite sıkışıklığına son vermek için piyasaya TL sürmüştür. Bunun sonucunda faiz oranlarında oluşan yükseliş, Demirbank'ın işlemlerini zorlaştırmış ve tüm bankalar bu likidite sıkışıklığını derinden etkilemiştir. Ülke içindeki bu durumlar ve IMF istikrar programlarına yeni şartlar eklenmiştir. Fitch bu dönemi yaşayan Türkiye'ye 2000 yılı Nisan ayında BB- ile ifade edilen 'yatırım yapılamaz' notunu vermiştir. Aynı zamanda S&P'da derecelendirmesini B+ 'şiddetli spekülasyon' olarak yayımlamıştır. Kasım 2000 krizi GSYH' da cari açık yüzde 4 oranında artmıştır. 2001 yılına gelindiğinde geçmiş yılın izleri devam etmekte bunun yanında devlet yöneticilerin yapmış olduğu yanlış politikalar ve finansmanı yurtdışından sağlamak tedbirsizliği ortaya koydu. Yatırımcılar projelerden vazgeçmeye yönelirken ülke ekonomisini olumsuz etkiliyordu (Kaygusuz, 2014). Döviz talebi artmış ve banka varlıklarında azalma meydana gelmiş ve dönemin siyasi liderleri TL'nin değer kaybetmeyeceğini söyleyerek asıl kendisi tüm hesaplarını dövizde çevirmesi üzerine halkı aldatma yoluna gittiği anlaşılmıştır. Ülke içinde olan bu güven sorunları, istikrarsızlıklar kredi derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirme güncelleme yoluna gidilmiştir. S&P, Şubat 2001'de notunu B ile güncellemiş görünümü ise 'şiddetli spekülasyon' olarak bildirmiştir. Moody's 21 Şubatta B1 notunu 'durağan' görünüm olarak ifade etmiştir. Fitch ise Nisan ayında notunu B+ ile sembolize ederek görünümünü değiştirmeyip 'şiddetli spekülasyon' olarak bırakmıştır. S&P, Nisan ayında tekrar güncelleme yapıp B- sembolünde 'durağan' olarak açıklamıştır. Moody's Nisan ayında tekrar B1 sembolü olarak aynı kalmış fakat görünümünü 'negatif' olarak güncellemiştir. Sıklıkla not güncellemesine giden kuruluş olan S&P,

Temmuz ayında B- ifadesinde kalıp görünümünü ‘şiddetli spekülâtif’ olarak değiştirdi birkaç ay sonra Kasım ayında ise bu görünüm ‘durağan’ olarak tekrar güncellendi. 2003 yılına gelindiğinde Türkiye’nin ekonomisindeki yaklaşık büyüme oranı 4,9 olarak belirlenmiştir. Bu yılda S&P iki kez not değişikliğine gitmiştir. Görünümü durağan olarak kalmış fakat sembolü ilk olarak Temmuz ayında B ile Ekim ayında B+ ile ifade etmiştir. Moody’s de Ekim ayında notunu B1 olarak görünümü ise durağan olarak açıklamıştır. Aynı yıl içinde not değişimini sıklıkla güncelleyen Fitch Mart ayında B- notuyla görünümünü negatif, Ağustos ayında B- iken görünümü değişmiş ve pozitif yapmıştır. Eylül ayına gelindiğinde ise not durumu B’ye yükselmiş görünüm ise pozitif olarak aynı kalmıştır (Yıldız, 2014).

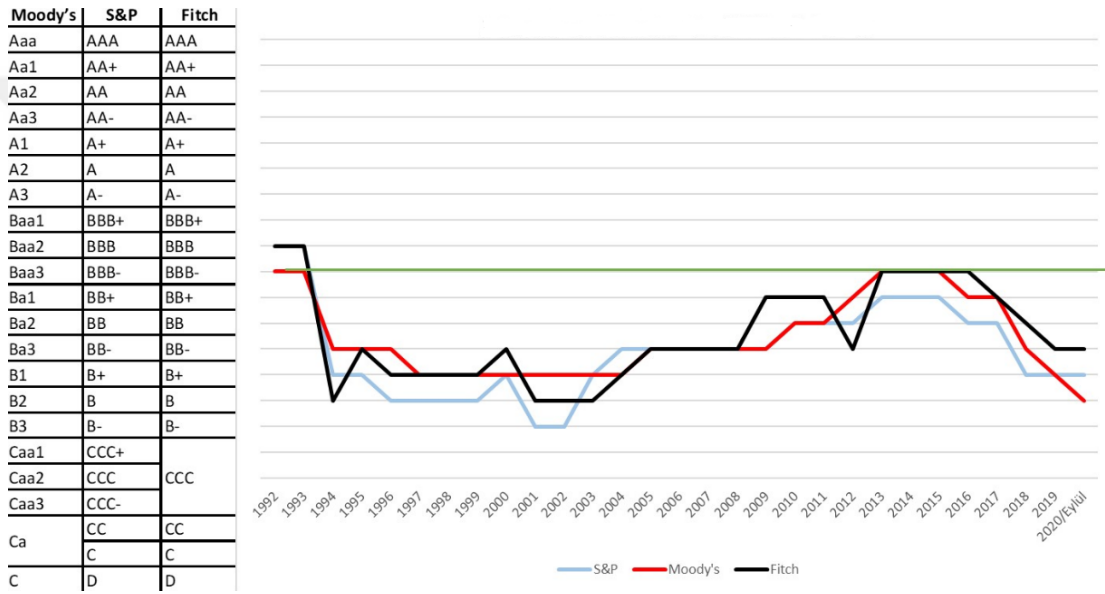
Türkiye’nin uyguladığı 2002 ve 2005 yıllarında örtük enflasyon hedeflemesinden çıkılmıştır. Ve bu yıldan itibaren açık enflasyon hedeflemesi düzeni oturtulmuştur. Bu doğrultuda Merkez Bankası 2006, 2007 ve 2008 yıllarının sırasıyla yüzde 5, yüzde 4 ve yüzde 7,5 olarak enflasyon hedeflerini açıklamıştır. Ülkede yaşanan bu durumlar kredi derecelendirme kuruluşları tarafından tekrar not güncellemesine gidilmiştir. 2004 yılı ülke derecelendirmesinde Fitch Şubat ayında B+ ile durağan notunu, S&P ise Mart ayında B+ pozitif görünümünde bırakmış olup yılın ikinci güncelleştirmesini de Ağustos ayında BB-’ye düşmüş görünümü de değişip durağan olarak ilan edilmiştir. Aynı ayda Fitch de notunu B+ ile pozitif görünümünü ilan etmiştir. 2005 yılı Ocak ayında Fitch, BB- ile görünümünü durağan, ardından Moody’s ise B1 ile pozitif görünümünde olmuştur. Fitch Aralık ayına geldiğinde BB- sembolünde kalmış fakat görünümünü pozitif olarak değiştirmiştir (Yıldız, 2014). Aynı ayda Moody’s ise Ba3 ile durağan gösterimini ilan etmiştir. 2006 yılındaki siyasi nedenler seçimle ilgili hassasiyetler, ülke dışındaki zorlu ekonomik nedenlere rağmen sermaye akışı kesintiye uğramamıştır. 2008 global krizin etkileri Türkiye’de GSYH oranı yüzde 4 olarak hedeflenmişken bu oranın altında yüzde 0,7 oranında olmasına neden olmuştur. Aynı zamanda krizin getirdiği olumsuz etkide işsizliğin yaklaşık yüzde 11 oranlarında artıyor olmasıydı (Köse, 2016). Ekonomide negatifleşme üzerine S&P üç kez notunu güncellemiştir. 2008 Nisan ayında BB- sembolünde görünümü ise negatif olarak, Temmuz ayında sadece görünümünde değişiklik yaparak durağan, Kasım ayında ise tekrar negatif

görünümü güncellemiştir (Yıldız, 2014). Bu global kriz, 2009 yılındaki etkisini sürdürmüştür. Sembolünde değişiklik yapmayan ve görünümünde durağan olarak güncelleyen S&P, aynı ayda Moody's Ba3 ile görünümünü ise pozitif olarak ilan etmiştir. Yılın son çeyreği Aralık ayında, Fitch ise BB+ durağan olarak notlandırmasını yapmıştır. 2011 yılında Türkiye, cari açığı yüzde -9,7 oranında açıklanırken KDK' ların notları da güncelleştirilmiştir. 2011 ikinci çeyreği Mayıs ayında Fitch tarafından not güncelleştirmeye gitmiş ve BB+'da sabit kalıp görünümünü durağan kabul etmiştir. 2012 yılında ise geçen yıla oranla cari açığın yaklaşık yüzde 4 oranında azalmış olduğundan söz eden S&P, 2012 Mayıs ayına geldiğinde harf notunu BB olarak görünümü ise durağan olarak güncelleştirilmiştir (Yıldız, 2014).

2013 Mart ayının sonlarına geldiğinde, Fitch Türkiye notunu BBB-'ye düşürmüş olup Moody's ise Mart ayında 2012 yılındaki notu olan Ba1 sembolünü değiştirmemiştir. S&P ise notunu BB+'ya yükseltmiştir. Mayıs ayına geldiğinde ise notunu güncelleyen tek kuruluş olan Moody's Baa3 olarak yayımlamıştır. 2016 yılı Temmuz ayına geldiğinde ise üç büyük derecelendirmeden olan Moody's ve Fitch notlarını değiştirmezken, S&P ise Türkiye'nin harf notunu BB+'dan, BB'ye indirmiştir. 2016 Eylül ayına geldiğinde ise Moody's değişikliğe gitmiş ve Ba1 ile Türkiye'nin yatırım yapılabilir seviyedeki notundan indirmiştir. Ocak 2017 yılında ise Fitch harf notu BB+' ya yükselmiş, Moody's ve S&P aynı notlandırma derecelendirmelerinde kalmıştır. 2018 yılında ise Mart ve Mayıs aylarında Fitch BB+ ve Moody's BB2 notlarında değişikliğe gitmemiş fakat S&P BB'den BB- ye düşürmüştür. Temmuz ayında ise tek not değişikliğine giden kuruluş olan Fitch notunu BB'ye düşürmüştür. Fitch, Moody's ve S&P, 2019 yılı Haziran ve Temmuz aylarında Türkiye'nin notunu güncelleyip sırasıyla, BB-, B1, B+ olarak indirmiştir. Fitch'in BB notundan BB-'ye düşmesindeki sebep ise dönemin Merkez Bankası Başkanının, Cumhurbaşkanı kararı ile görevinden alınması üzere, Merkez Bankası bağımsızlığı üzerinde tedirginlik yarattığı endişesiydi. Aynı yıl içinde Kasım ayında ise Fitch 'negatif' görünümünü 'durağan 'olarak olarak yükseltmiştir. Ülke derecelendirmelerinde en önemli faktör olan Merkez Bankası'nın işleyişindeki bağımsızlığın sürdürülmesi ve ülke para politikası yönetiminin ileriye görememe gibi düşünceler oluşturur. Türkiye için bu açıklamayı yapan Moody's de 2020 yılı Eylül

ayında kredi derecelendirmesini güncelleyip B1'den B2'ye düşürmüştür. Ağustos ve Eylül ayları için, Fitch ve S&P sırasıyla BB- ile 'durağan' görünümünü tekrar 'negatif' yapmış ve B+ olarak kredi derecelendirmelerini yapmışlardır. S&P 2021 yılı Şubat ayında Doğu Holding notlandırmasında güncel hali CCC+ ile ifade etmiştir (Yüksel, 2020).

**Grafik 1.1: KDK'ların Türkiye Notlandırmasındaki Görünümü.**



**Kaynak: Malumatfuruş, 2020.**

### 3. SERMAYENİN KÜRESELLEŞME FORMLAŞMASI

#### 3.1. KÜRESELLEŞME VE FON AKIMLARI

Küreselleşme, ülkelerin birbirlerine iletişimin kolaylaştığı, dünyanın her yerine ulaşımında ki güçleşmenin avantajlarını ifade eder. Bu durum sermaye hareketlerinin tüm dünyayı kolaylıkla çevrelediğini ifade eder. Yanı sıra her ülkenin ekonomik, siyasi ve sosyal faktörlerin etkilediği gibi, bu faktörler küreselleşmeyi de etkileyen olgu durumundadır (Aydemir ve Kaya, 2007). Küreselleşmenin etkisiyle olan değişiklikler hükümetlerin yönetim şeklinde, idari uygulamaları, ülkelerin ekonomik, sosyal, politik iyileşmesindeki faydasında etkisini göstermektedir. Bu

küresel yapı dünya ekonomilerinde sürekli değişimlere neden olurken, sermaye aktarımlarında, uluslararası iştirak, altyapı, mal ve hizmet gibi avantajları başka ülkelere yayma amacı taşır (Haydaroğlu, 2021). Değişimler arasında rekabet sıklıkları, teknoloji altyapıların hızlı aktarımları, pazarlara dağılımları, yabancı sermaye yatırımlarını, hükümetlerin satın alımları gibi birçok faktör uluslararası bütünleşme aşamalarındandır (Yıldırım ve Arun, 2018). Küreselleşmenin getirdiği avantajlarda teknoloji altyapılarını icat etme durumundan öte, satın almayıda gerçekleştiren ülkeler; Japonya, Güney Kore, Brezilya, Hindistan, Meksika ve Türkiye gibi ülkeler sayılabilir (İşcan, 2012). Her ticarete birinci sırada gelen ise kar maksimizasyonudur. Yatırımcı şirketin, ev sahibi ülkeyi tanınması ve pazar piyasasında ki avantaj ve dezavantajlarını tartması da önemlidir. Küreselleşme de aktarımlar sağlayan yatırımcı, ev sahibi ülkenin istihdamını artırırken, iş bölümlerinde uzmanlaşma sağlamaktadır. Ülkeler arası pazar piyasaların birleşmesi ve finans sisteminde serbestleşme yaşanması ise ülkelerde faiz ve kur dalgalanmalarını ortaya çıkarmaktadır. Gelişmiş ülkelerde yatırımcı fonlarının büyük olması durumu küreselleşen altyapının ülkeler arasında hızlı dağılmasını sağlamaktadır (Aydemir ve Kaya, 2007).

### **3.2. SERMAYE HAREKETLERİNDE SERBESTLEŞME DÖNEMİ**

Dünyada sermaye hareketlerindeki serbestleşme sisteminin kullanımı birkaç yolla yapılmaktadır. İlki, rekabet içinde olan finansal piyasalar arasındaki kısa vadeli mali sermayedir. Bir diğer yol ise, dolaysız yabancı sermaye olan ülkeleri dışında yatırım yapılabilme dolayısıyla da oradaki istihdam ve üretim kapasitesini arttırmış olmaktadır. Bu iki yolun ortak sayılabilecek bir maddesi ise özel olan Kamu İktisadi Teşebbüsleri satın almak ya da borsada olan şirketlerin yarı yarıya olan hisselerin en az yüzde 51'ine sahip olmak gibi yönlendirmelerle dolaysız yatırımların yapılabilir olduğu söylenmektedir. Globalleşme faktörü ise ülke kısıtlandırmalarının sermayenin üzerindeki engelinin serbestleşmesi anlamına gelmektedir (Kazgan, 2015).



Bu sermaye akışının özel ve kamusal şirketleri kapsayan temeller bulunmaktadır. Mali sermaye, mevduat fonları, finans kurumlarla kısa vadeli fonları kapsayan özel ve kamu bankalarıyla, uzun vadeli yatırımlar olan dolaysız yatırımlar ise irtibatta buldukları kurumlar gelişmiş ve özel kamusal şirketler olabiliyor. Finansal pazarlarda globalleşme ile birlikte ve serbestleşmesiyle finansal krizlerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde de finansal krizlerin, sermayenin serbestleşmesinden hemen önce kendi içerisinde gelişirken, sonrasında ise kriz sebepleri birbirini etkileyen, yayılan biçimde olmuştur. Uluslararası şirketler geçmişteki varlığında da maliyetlere göre, üretimin gerçekleştiği farklı noktalarda tamamladıktan sonra da yarı işlenmiş ürünleri serbestleşen sermaye kolaylığıyla birleştirilebiliyor. Bu şirketlerin yatırımları, imalat sanayinin yanında finans sektöründe de, turizm gibi sermayeler uluslararası yatırımlarda etkin rol oynamaktadır (Kazgan, 2015).

Finansal sistemlerin, para ve sermaye piyasaların, sermayenin serbestleşmeye başladığı dönemi kapsayan 1980 başlarında, merkez ülkeleri olarak ifade edilen, gelişimini en üst düzeyde devam ettiren, sanayileşmeyi bitirmiş olan ülkeler, 1980 sonrasında yaklaşık 10 yıl süren dönemde gelişmiştir. Merkez ülkeleri içinde kapital talebi yükseldi. Tarihler 1987 yılını gösterdiğinde ise New York Borsası çökmüş olup bunu diğer Merkez ülkeleri olarak adlandırılan ülkeler seyretmiştir. Fakat henüz gelişmekte olan, sanayisinde ilerleme göstermemiş olarak ifade edilen çevre ülkeleri bu çöküşten etkilenmemiştir. Aralarında var olan farklılıklar bir yana hiçbir irtibat halinde dahi değillerdi. Bu durum çevre ülkelere olan yatırımları bir anda yükseltmiş oldu. İthalatın serbestleşmesi üzerine gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere pazar çeşitliliğinden dolayı bir avantaj olarak görülmektedir. Bir diğeri ise yatırımları içeren kısa vadeli fonlar, hisse senedi, hazine bonusu gibi mali mevduatlar, dolaysız yatırımların ülkeler arası aktarımında serbestliği sağlamaktır. Avantaj sayılan ve bu serbestleşen sermayelerde ülke içinde kar hadleri de artmış olup ve hatta yerli para da değer artışları görülmüş olacaktır (Kazgan, 2015).

### 3.3. SERMAYENİN KÜRESELLEŞME FORMLAŞMASI VE ŞARTLARI

Dolaysız sermaye yatırımlarının çok taraflı değerlendirilme yöntemi vardır. İlki, ülke içindeki kurum kuruluş, şirket yada firmaların diğer ülkelerde kar yapma amacını taşıyarak doğrudan yatırım yapabilmektir. Türkiye'nin de dahil olduğu 1980 yılı serbestleşme döneminde, bir kesim imalat sanayisinde bir kısım ise hizmet sektörü olan bankacılık, turizm vb. sektörlerde henüz serbestleşmeye varılmayan hatta ülke içi şirketlerde ortaklık şartları yada gelişmiş altyapılarından ülkelere sunanlara sınırlarını kaldırıyorlardı. Daha sonrasında serbestleşme yaygınlaştığı zamanda 1990'lı yıllara gelindiğinde ülke yönetimleri bu yatırımlara hukuk tarafından güvence getirildi. Şirket düzenlemelerinde yarı yarıya olan hisse payları artık yüzde 51 oranında olması da yatırım kapsamında kabul edilmiştir (Kazgan, 2015). Ülke içinde çok uluslu şirketlerin, sermayelerin verimsiz hale gelmesi, altyapı aktarım yöntemleri olarak sayılıyor. Aynı zamanda yerli bankalarda gerekli kapitali, kredi ile destekleyebiliyor. Üretimde oluşturulan faktörlerden olan emek ücretinin düşük olması, bu ülkelerin gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmasındaki en önemli neden ve toplumsal altyapının eksik oluşu onları zayıf ve savunmasız göstermekle beraber kolay ve gereğinden çok ucuza tercih edilmeleri bir diğer nedendir. Gelişmiş olan elektronik altyapının gelişmekte olan ülkeler üzerinde oluşturduğu tedirginlik ortadaydı bunun nedeni ise emek-yoğun üzerinde çalışma olan bu ülkelerde, talebin düşeceğiydi. Fakat beklenen olmadı ve dolaysız yatırımlar bu yönde akmaya devam etti (Olle, 1986).

Teknolojik altyapının gelişmesi ile, kaliteli işgücünün birleşimi sonucu kar getiren ürün noktasına ulaşılır. Maliyetlerin giderek azalmasını sonuçlayan bu durum, mesafesi fazla belirlenen bölgelerdeki taşıma masrafları, çevre ülkeler üzerinde yapılan mevduatların masrafları kadar tesir etmiyordu (Miller, 1993). Ülke içine giren ve çıkan dolaysız yatırımların çevre ülkelerinde 1990 ve 2005 yılları arasındaki GSYİH' da ki payları arasında daha çok üst-orta gelirli ülkelere aktarıldığı fakir ülkelere aktarımın çok az olduğu tezini ortaya atanlar olmuştur. İnceleyecek olursak; 2005 yılında, dolaysız yatırımlarda, orta gelirli ülkelerde yaklaşık yüzde 3.1

oranını göstermektedir. 2005 yılı en yüksek orana sahip olan ülke ise yüzde 3.5 oranını gören Doğu Avrupa- Orta Asya olarak belirlenmiştir. Asya Pasifik bölgesi yüzde 3.2, Latin Amerika- Karayip bölgesi yaklaşık yüzde 2.9 oranında, düşük gelirli ülkelerin yüzde 0.01 oranında olması aslında sunulan tezi doğrular niteliktedir. Ülkeler arasındaki ortaklık niteliği taşıyan yatırımlar yıllar arasındaki farklılıkları gözler önüne sermektedir. Örneğin; Doğu Asya Pasifik de 1990 yılında olan yüzde 1.6 GSYİH' da ki oranı 2005 yılında yüzde 3.2 oranında artmıştır. Avrupa- Orta Asya'da ise yüzde 1.0 oranından yüzde 3.5, Ortadoğu- Kuzey Afrika yüzde 0.3 iken yüzde 2.4 oranına yükselmiştir (Dünya Bankası, 2007).

1980 yılı başında serbestleşen finansal yapının, ülkenin diğer ülkelerden kolaylıkla yükümlülük sahibi olması veya ülke içine yapılan dolaysız yatırımların artması üzerine bu durum mali krize neden olmuştur. Bu kriz artık çevre ülkelere verilen kredilerin göz önünde olmasının dışında birde kapital piyasaların büyük bankalarda olduğu kadar küçük ölçekli bankalar arasında da dağılmıştır. Bu krizlerin yaşanmasından sonra, getirilen belli başlı kurallar arasında, krizden etkilenen bankalardan kredi alma karşılığında yüksek faizli ödeme yükümlülüğü ile ya da kısa vadeli borç yükümlülüğü şartları getirilmiştir (Kazgan, 2015). Globalleşmenin doğurduğu bir başka sebep ise Merkez ülkelerinin portföy türlerinin kısıtlı olmasıdır. Bu durum 1970 yılında ABD'de yaşayan halkın anamalları yabancı varlıkların toplamı, bu ülkenin sermaye stoku yüzde 6.2 oranını kapsarken; diğer ülkelerdeki ABD varlıklarının toplamı ise ABD'nin sermaye stokunun yalnızca yüzde 4'ü kadarını kapsamaktadır (Krugman ve Obstfeld, 2003).

Finans varlıklarının serbestleşmede başka ülkelere olan aktarımları, ülke içinden daha fazla kazanç sağlaması meydana gelebiliyor. Sermayenin girdiği güçsüz ülkeler sayılan gelişmekte olan ülkelere dezavantajı ise, sermaye girdi-çıkıtı durumunda kredi kullanımında etkin olan döviz ve faiz oranlarına yansımaktadır. Bunun fırsata çevrilmesi ise spekülâtif tutumların artmasına sebep oluyor. Meydana gelen finans çöküşlerinin ardından çıkıtı ve çalışan sayısı azalırken, edinilen borç yükümlülüklerinin artması durumu zorlaştırmış oluyor (Kazgan, 2015). İki ülke arasında gücün eşit dağılması anlamına gelen ve dengeli bulunan temele çift kutuplu

dünya denilmiştir. Bu düzenin oturtulmasının etkisiyle finans varlıkları yükselişe geçen bir trend izlemiştir.

Finansal fon getirilerinin yaklaşık 4 kat yüksek olması bu alana kaydırıyor. 2000 yılına gelindiğinde, yüksek getiri elde eden taraf Doğu Avrupa ülkeleri olmuştur. Ülkeler arasındaki faiz farklılığını avantaja çevrilmesi yani faiz oranlarının yüksek olmadığı yerden borçlanılması ve bu borcu gelişmek üzere olan pazarlarda giderinden fazla şekilde getiri elde edilmektedir (Kazgan, 2015).

Finansal sistemde çoğu kez karşılaşılan krizlerin sebeplerinden sayılabilecek spekülative ataklar, finansal fonlar, varlıklar, kıymetli eşyalar, taşınmazlar gibi birçok kıymeti içine alabilir. Bu varlıklara yönelimin artması dolayısıyla faiz oranlarındaki artışında ve finansal yapının çeşitliliği olmasına neden olmuştur. Ülke içindeki risk faktörlerini barındıran yönetimdeki değişiklik, toplumsal yapıdaki dengesizlikler bu artan talepteki yönelimi olumsuz etkilemiş ve borç yükümlülüklerinin yerine getirilememeye durumu doğmaya başlamıştır. Varlıkları almak yerine, elde bulunanları satmaya yönelme başlar fakat olumsuz ekonomik koşullar buna engel olur ve finansal krizler ortaya çıkmaya başlar (Kazgan, 2015).

Bu noktada merkez ülkeler ve çevre ülkelerin arasındaki farklılıklar ve bağlanımlar söz konusu alındı. Yapılan doğrudan yatırımlar, kısa vadeli yatırımlar, finansal fonlar ve gerekliliğinin getirdiği mali krizler, ülkeler arasındaki faiz arbitrajını avantaja çevirme ve kar elde etme durumu son olarak spekülative hareketlerin sonucunda doruk noktasından hemen sonra borç yükümlülüklerini yerine getirememeye sonucu kriz olasılığını doğurduğunu geniş kapsamlı halde konu edindik. Kredi derecelendirme kuruluşlarını sermayenin serbestleşmesi üzerine, artan finans çeşitliliğinin oluşumu yatırımcıları, ülkeleri vs. güven altında işlem yapabilmek adına ortaya çıkardığına değinmiştik. Yabancı finansmana, dış piyasadan serbestçe borçlanılması ya da o ülkede fiziki yatırımların oluşturmak istenmesi üzerine ülkeler arasında şeffaflık ve kolaylık getirilen notlandırma güven vermektedir. Kredi derecelendirmede yapılan dolaysız yatırımların sıklıkla olan önceki yatırımlardan etkilenmesi de notlandırmada bir hayli etkili faktördür.

Birtakım görüşler ise ülkenin finans hareketlerinin dışında dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının daha etkin ve ülkeye faydalı olabileceği düşüncesindedir (Kula, 2003).

Kredi derecelendirme kuruluşları rekabet içerisinde olan pazarlara tarafsız aktarım yapabilme ve ‘finansal piyasalar içerisinde düzenleme, denetim ve yatırım aktivitelerinin ortaya çıkarılması’ esasına dayanan değerlendirmeler sonucu açıklama amacı güden kuruluşlardır (Yazıcı, 2009).

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşları olan Moody’s, Fitch ve S&P genel olarak yaptıkları finansal yükümlülüklerin farkına varılması, finans varlıklarının, ihraç edilen kıymetli evrakların, anapara ve faiz ödemelerindeki aksamaları öngören ve bunları tarafsız şekilde yöneten kurumlardır (Kargı, 2014).

### **3.4. ÇOK ULUSLU ŞİRKET VE DOLAYSIZ YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI**

Globalleşen dünyada ülkelerin birbirleri arasındaki bağı sağlamlaştırmak için yapılan dolaysız yabancı sermaye yatırımları, ülkeler arasındaki altyapı desteklerinin aktarılması, pazarın oluşturulması, ticaretin artması ve verimli olması şartıyla işgücü olanaklarının artışının henüz gelişmekte olan, altyapı eksikliklerini karşılayamayacak durumda olan ülkeler üzerine aktarılması gibi durumları kapsamaktadır (Kamacı, 2018). 1950’li yıllarda meydana çıkan bu şirketler, teknoloji ve ulaşım gibi ticari işlemlerde faydası yüksek olan etkenler tetikleyici oldu. Bir diğer önemli etken ise, küreselleşen ve ülkeler arasında ekonomik bağlantı gücünün oluşması, politik aktarımların olmasıdır. Savaş dönemi sonrasında ülkelerin birbirlerinde ekonomik, sosyal ve politik koşulların oluşturulmasında ki büyük istek, barış olasılığını daha da artırmak içindir. Bunların yanı sıra ilerleyen zamanda kurulan kuruluşlar vardır. Bunlar; Birleşmiş Devletler, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu, GATT kuruluşlarıdır (Arıkan, 2006).

Küreselleşmeyle birlikte çok uluslu şirketlerin faaliyet göstermesi çoğalmıştır. Çok uluslu şirketlerin sermayesinin yaklaşık yüzde 20’si ülke dışında olduğu ve elde edilen gelirlerin yaklaşık yüzde 35’ini enternasyonal faaliyetlerle

kazanmaktadır. Çok uluslu şirketler kendi ülkelerinde yaptıkları üretimi ülke içinde pazarlarken, küreselleşen ticaret ortamında uluslararası ticarete atılıp yararlı sayılan dolaysız yatırımlara yönelmişlerdir. Çok uluslu şirketlerin yatırım yapmalarının yanında şartların uyumuna ve karşılaştırma yapılarak belirlenen ülkeler üzerinde kendi ülkelerinin merkezi yönetimin belirlediği kriterlere uyarak, yatırıma ev sahibi ülkedeki firmayı, şirketi, kurum kuruluşu satın alma yoluna giderek yada ortak girişim sağlayarak şube açma gibi yollara başvurulabilir. Ev sahibi ülkede bulunan şubenin sorumlulukları ve avantajları oldukça fazladır. Şirket tekel, içselleştirme üstünlüğüne dayanan haklarını kısmen üzerinde taşır. Şube yani ev sahibi ülkede altyapı üstünlüğünü, kuruluşun üst yöneticilerinde bulunan gizli bilgilerini, pazar piyasasındaki sırları, idari merkez yönetim alanlarının bilgilerinin bir kısmı ülke tarafından bilinir. Buna karşı ise kazanılan karlardan birçoğunu yabancı yatırımcıya yani merkez ülkeye aktarılır (Gedikli, 2011).

Yatırımcı ülkeden daima ev sahibi ülkeye sorumluluklarını belirten kurallarını ve denetimlerini oluştururlar. Ev sahibi ülke ise avantajlarından faydalanıp yükümlülüklerini yerine getirirse elde ettiği sermayeyi, tüm donanımları, bilgi aktarımlarını eksiksiz şekilde yatırımcı yani merkez ülkeye gönderir. Bu aktarımların getirdiği bağlantı sonucunda şirket geleceğinde doğru planlama, idari yönetimde aksama olmamasını oluşturur. Her şirket vs. için önemli olan ilk unsur kar etme amacıdır ve bu kar oranının ne kadar yüksek olursa şirket yaşamında o derece güvenilir kılınır. Her ne kadar sorumluluk ve denetim merkezde olsa da, bu durum ev sahibi ülke arasında bazı anlaşmazlıklara yol açabilir. Örneğin, yatırımcının ekonomik dalgalanmalardan dolayı şubede istihdam edilen işgücünde eksik kapasite ile devam etme yoluna gitme kararı verilebilir. Böyle bir süreçte ev sahibi ülke ile arasında uyumsuzluğa sebep olmakla beraber ülkenin ekonomik, sosyal ve siyasal yapısında bozulmalar getirdiği de söylenmektedir (Seyidoğlu, 2013).

### 3.5. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE DOLAYSIZ YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

Yatırımların var oluşu, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik refahın, altyapının güçlü olmasına, sosyal aktivitelerin ilerleyişine ülkeler arası alışverişin doğması ve dolaysız yabancı sermaye akışının olması ülke kalkınması ve büyümesinde önemli ölçüde etkilemektedir. 1980 yıllarından önce sermayenin serbestleşmesinde kısıtlamaların olduğu zamanlarda, dolaysız yabancı yatırımların geniş kısmı daha çok Latin Amerika ülkelerine aktarılırken, bu yatırım yönünde olan aksaklıklar meydana gelmesi üzerine bu yatırımların ülkelere olan yönü değişmiştir. Ekonomisinin büyümesine ve altyapısında meydana gelen gelişmeler sonucu bu aktarımlar Doğu Asya ülkelerine yoğunlaşmıştır. Hatta 1990 sonrası elinde olan güçlü gelişimi ile önde gelen Çin, hala ülkeler arasında rekabette iddiasını koruyor ve en çok yabancı sermaye alan ülke konumunda beklemektedir (Seyidoğlu, 2013). Gelişmekte olan ülkeler arasında Endonezya, Malezya, Tayland, Brezilya ve Meksika ülkeleri bulunmaktadır. Bu ülkeler dolaysız yabancı sermaye özendirici politikalar ortaya koymuşlardır. Bu ülkelerin takibinde Türkiye’de son dönemlerde istikrarlı şekilde büyüme göstermektedir. Politikalar ülkelerin büyümesinde tek unsur sayılmasada, dolaysız yabancı sermaye yatırımları aktarımların başlamasına neden olur (Çetin ve Seker, 2013).

Dolaysız yabancı sermayenin, krizler karşısındaki güçsüz duruşu ortadadır. Ülkelere yatırımların girişlerine bakılacak olursa, örneğin 2008 global krizin etkileri açıkça görülmektedir. Bir önceki yıl içinde dolaysız yabancı sermayenin oranı yaklaşık 1.970,9 milyar dolar iken, 2008 yılına gelindiğinde yaklaşık 1.744,1 milyar dolar olarak düşüş seyretmiştir. 2009 yılına gelindiğinde azalışın devam ettiği yaklaşık 1.185,0 milyar dolar olmuş fakat bir sonraki yıl toparlanma içerisine girilmiş ve 2010 yılında yaklaşık 1.243,7 milyar dolara yükseliş seyretmiştir. Yatırımların daha çok gelişmiş ülkeler üzerinde durulduğu ve bunun devamında diğer ülkeler üzerinde de dolaysız yatırımların arttığı görülür. Örneğin 2006 yılında yaklaşık yüzde 66,9 iken 2007 yılında yaklaşık yüzde 66,3 , 2008 yılında yaklaşık yüzde 55,3 , 2010 yılına gelindiğinde ise yaklaşık yüzde 48.4 oranında düşüş

görülmektedir. Türkiye’de ise 2006 yılında yatırım girişlerinde, yaklaşık yüzde 20,2 oranında, 2007 yılında yaklaşık yüzde 22,0 oranında artmış fakat daha sonraki yıllarda düşüşler görülmüştür. 2010 yılında ise Türkiye için yaklaşık yüzde 9,1 oranında bahsetmek mümkündür. Bu yatırımların ülkelerde birde çıkışını incelemek gerekirse, aynı şekilde gelişmiş ülkeler üzerinde olan dolaysız yabancı yatırımlar, 2006 yılında yaklaşık yüzde 82,2 iken 2010 yılına gelindiğinde yaklaşık yüzde 70,7 oranında gözlemlenmektedir. Ayrıca Türkiye oranlarına bakacak olursak, 2006 yılında yaklaşık yüzde 0,9 oranı, 2007 yılında yaklaşık yüzde 2,1 , 2008 yılında yaklaşık yüzde 2,5 oranında iken 2010 yılında düşüşe geçmiş ve yaklaşık yüzde 1,8 oranı olarak belirlenmiştir (Seyidoğlu, 2013).

Yabancı yatırımcıların sermayelerini aktaracağı projeleri gerçekleştirmek için, satın alma yada ortaklık ile öz sermayesinin minimum sınırı yaklaşık yüzde 10 olan hisseye sahip olması ile gerçekleşir. Uluslararası yatırımların oranları sektör yapılarına göre farklılık göstermektedir. Nedenlerinden biri ise; çoğu yatırım projelerinde gösterilen oranlar yabancı şirketler tarafından yapılıyor olmasıdır. Bu oranlar, örneğin petrol alanında yaklaşık yüzde 45 iken, elektrik imalatlarında bu oran yaklaşık yüzde 40 olarak bilinmektedir. Genel olarak altyapı yatırım projelerinin sadece yaklaşık yüzde 20 kadar yabancı yatırımcıları kapsamaktadır. Sonuç olarak, sektörler bağlamında, yatırım projelerin yayılımı için uluslararası etkileşim oldukça önemlidir (UNCTAD, 2020).

**Tablo 1.1: Yabancı Yatırımcılar Arasında En Büyük Paya Sahip Ülkeler.**

ÜLKELER	YÜZDESİ (%)
ABD	15
Birleşik Krallık	12
Almanya	8
İspanya	12
Çin	8

**Kaynak: UNCTAD.**



Dolaysız yabancı yatırım, ülkeler arasında fiziki yatırım yapma, ortaklık elde etme ya da tamamen ülke dışında satın almayı ifade etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının bu noktadaki konumu ülkeleri notlandırmasında diğer ülkelere tarafsız, şeffaf bilgi aktarımı yapmış olmasıdır. Ülkelerin isteğine bağlı olarak talepte bulunulan derecelendirme işleminin amacı diğer ülkeler arasında saygın değer kazanmak, yapılacak yatırımlar için kredi değerlendirmesinde yüksek puan toplama ve masraflarını en aza düşürme düşüncesi vardır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının en üst sınıfı ‘yatırım yapılabilir’ iken en düşüğü ise ‘aşırı riskli’ ya da ‘batık’ olarak ifade edilir (Haspolat, 2015).

### **3.6. ÇOK ULUSLU FİRMALAR VE KARŞILAŞILAN ÜLKE RİSK FAKTÖRÜ**

Dolaysız yabancı sermayelerin, ülke dışında bulunan tesisi satın alma yada sermaye kazandırdığı ve bu durumun ülkeler arasında çoğalması ve üretimde aktiflik sağlanması sebebi ile Çok Uluslu Şirketler (ÇUŞ) meydana gelmiştir. Çok uluslu şirket olabilmenin ilk şartı kurumun diğer ülkelerde merkez şirkete bağlı olan yavru şirketleri yada şubeleşmesi veya girişimlerin ortak yapılmasıdır (Nur ve Dilber, 2017).

Yatırımların kendi ülkesinden çıkıp genişletildiği piyasalarda, çok uluslu firmaların yabancı ülkelerde oluşan risk faktörlerine karşı tetikte olmalıdır. Ülke içi oluşan tüm durumlar ekonomi üzerinde etkisi hissedilmektedir. Politik, sosyal, piyasa risk faktörlerinin en geniş kapsamına giren risk ise, ülke riski denilebilir. Ülke riskinde, telif hakkı, patent düzeyinde sahibi kurum kuruluş veya ülkeye belli ücret karşılığında ödeme yapılıp ulusal yapı haline getirilmesi, gizli şekilde bu haklardan istifade edilmesi, ülke içi yönetimde istikrarsızlık, halkın isyan durumuna getirilmesi gibi durumları içine dahil edilmektedir. Yatırımcıların ülkelerde aradığı güvenirliliğin olmayışı, ülke istikrarında dalgalanmaların meydana gelmesi, doğrudan yatırım yapan şirketler üzerinde ve ülkeye olan yatırımların caydırıcılığını tetikleyen bir unsurdur. Tüm bu risk faktörlerinden etkilenmemek yada az etkilenmek için alınabilecek tedbirler vardır. Bunlar;

### **3.6.1. Çıktının Denetimi**

Yatırımı gerçekleştiren yabancı ülke, üretimi yapılan herhangi bir çıktının, yatırım yapılan ülke tarafından millileştirilmemesi için çıktının hammaddesini o ülke dışında geliştirir ve gizli tutarak yabancı ülkenin formülize etmesinin önüne geçer. Bu durum ev sahibi ülkenin, yatırım yapan ülkeden farklı şekilde ilerlemesinin ve millileştirme olmasını engeller. Çıktının kalite ve kontrolün gerçekleşmesi için ev sahibi ülkeye tüm teknikleri yönlendirmesi gerçekleşir bu duruma pozitif dışsallık adı verilir (Ayaydın, 2010). Doğru çıktı ile dolaylı yoldan ekonominin gelişimi üzerinde de etkili olan pozitif dışsallıklar, yerli ülkelerin ekonomik istikrarlıkta motivasyon kaynağıdır. Çıktının denetimine örnekler, KFC şirketinin yıllardır gizli tuttuğu baharat formülü, Coca Cola'nın gizli formülü verilebilir (Seyidoğlu, 2013).

### **3.6.2. Mülkiyet Devri**

Yatırım yapılan ülke ve yatırımcı arasında şirketin kurulumu için gereken sözleşme yapmaktadır. Bu sözleşme şartları içerisinde, bir süre sonra yatırımın yapıldığı ülkenin yöneticilerine aktarılması söz konusu olabilir. Bu şart ev sahibi ülke tarafından, yatırım yapan ülkeye konulabilecek bir avantaj olarak da görülmektedir (Seyidoğlu, 2013).

Yabancı yatırımcılar, firma veya şirketlerin yerli ülkelerde satın alma yoluna gittiklerinde bu şubeleşmeye yavru şirket adı verilir. Yavru şirket, yabancı yatırımcıların mülkiyet sahibi olmasının yanında, yönetimde ve amaçlar için verilecek stratejik kararların, iç ve dış kontrollerde söz sahibi olmasını sağlamaktadır. Yavru şirketten gelecek karların bir kısmını yerli ülkeye bırakarak çoğunu yatırımcının kendi ülkesindeki ana şirkete aktarır. Ana şirketin avantaj saydığı bir diğer konu ise, yavru şirkete kullanılan teknoloji, idari bilgiler, denetim olanakları, fiziki sermaye gibi donanımları kolaylıkla aktarabilmektedir (Ulaş, 2004).

### **3.6.3. Ortaklık**

Risk faktörlerini engelleme yöntemlerinden biri olan, yabancı yatırımcıların, ev sahibi ülkeye sermayesini özel ve kamu olan şirketlere ortaklık olarak atılan adımdır (Seyidoğlu, 2013). Ortaklık sağlanan bu hareketlilikte teknoloji ve

oluşturulan çıktı üzerinde avantajını korurken, ev sahibi ülke ise yükümlülüğünü doğru şekilde üstlenir (Ulaş, 2004).

Yabancı yatırımcı ile ev sahibi ülkenin ortaklık teşebbüsünde bulunması, yatırımcının yerli ülke hakkında kurumların yönetim taktiklerini, ileriki hedeflerini ve büyümesindeki etkenleri öğrenme isteğidir. En önemli ortaklık kurma sebeplerinden olan, ev sahibi ülkenin teşvikler oluşturmasıdır. Bu teşvikler içerisinde ev sahibi ülke az gelişmiş ise, devlet yöneticilerinin ülke kalkınması, refahın artması için yapılması gereken projelerin finansmanını sağlamak adına teşviklerde bulunabilmektedir. Bu avantajı kullanarak başka pazar piyasalarının oluşumu sağlanabilmektedir. Bunun yanı sıra yabancı yatırımcılar sermayelerini ortak girişimden kaçındıkları görülür. Bunun nedenleri arasında yerli ülkenin, yabancı yatırımcının alacağı kararlarda yada şirket içindeki gizlilik politikasına dair her bilgiye sahip olma hakkı doğacağı için bu riski göze almazlar bunu yerine yabancı yatırımcılar mülkiyet sahibi olma yoluna giderler (Gür, 2014).

Ev sahibi ülkenin ortak oluşuma olumlu bakmaları söz sahibi olabilme avantajından doğar. Örneğin, altyapılarını kullanabilme, finansal risklerin olabileceği gibi karşılığında da rant elde edişlerin paylaşılması, stratejik kararlara katılım sağlanması sayılabilir. Fakat her karar alma sürecinde farklı fikirler ortaya çıkması kaçınılmazdır. Öte yandan ortaklıkta sona erme durumu görülebilir. Sona erme işlemi iki şekilde olmaktadır. Birinci durumda, ortaklıkta yabancı şirket yerel şirketten tamamını satın alabilir. İkinci durumda, ortak yatırımcı tüm hisselerini yerel şirkete satmasıdır. Bu durumun nedenleri arasında ise tarafların sorumluluklarına aykırı davranışlar olması, yatırım ortaklığının kar etmeyi bırakması sonucunda planlanan yatırımın yarım kalmasına ve sonlanmasına neden olabilmektedir. (Ulaş, 2004).

#### **3.6.4. Ev Sahibi Ülkeden Borçlanma - Teminat Anlaşmaları**

Yerel ülkenin yapılan yatırımlar üzerinde millileştirme çabaları görmezden gelinemez. Bu risk durumunun önüne geçebilmek adına atılan adım ise, yatırım yapan yabancı ülkenin yerel ülkeden yerli paraıyla edinmiş olduğu borçlanmadır. Bu durumun bir diğer avantajı ise döviz riskinin azaltılmış olmasıdır (Seyidoğlu, 2013).

Yatırımların temeli güvene dayanmaktadır. Karşılıklı oluşan bu güven, yatırımcı ve ev sahibi ülke tarafından yapılan teminattır. Bu teminat diğer yabancı ülkelerin yatırımlarına teşvik unsuru oluşturur. Bu garanti esasında, ülkelerin ekonomik, sosyal ve politik riskleri bunun yanında yatırımın yerel ülkenin kendi haklarına çekmesini ele alır (Seyidoğlu, 2013). Örneğin, güven verilmeyen ülkelerde, yatırımcı fiziki sermaye aktarımında bulunulsa dahi bu sürede yabancı yatırımcı yerli yatırımcının menfaatlerini ve farklı beklentileri olur ihtimaline karşı kontrolü elinden bırakmamaktadır (Ulaş, 2004).

### **3.7. Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karar Alma Süreci**

Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının yapılması için ev sahibi ülkedeki şirketin detaylı bir analizden geçmesi zorunludur. Bunun sebebi yapılacak yatırımın uzun vadeli ve kazanç elde edilmesidir. Bu analiz aşamaları değışiklik göstereceği gibi yaklaşık üç ay ile bir sene arasında değerdirmeler yapılabilmektedir. Olumlu dönüşler olabileceği gibi yatırımın yapılmayacağı daha başlangıçta devam edilemeyeceği de tespit edilebilmektedir. Yabancı yatırımcıların kararlarının verilmesinde birçok etken vardır. Bu koşullarda ev sahibi ülkede ki yatırımın lokasyonu, firmanın önemli kararları nasıl alacağı gibi kollara adımlar yatırım kararları alınmadan önce detaylı olarak incelenir (Güven, 2007).

Dolaysız yabancı sermaye aktarımlarında, ilk aşamada yabancı ülke ev sahibi ülkeleri seçim yapmak için bir liste halinde karşılaştırma yapılır. Ülke bölgesinin avantajı, oluşturulacak pazarın üretim alanına yakın olması gibi lojistik durumu, çıktının oluşan talebe doğru ulaştırılması veya alıcının yakın olması gibi ekonomik durumu, ülkenin fiyatlar düzeyindeki sürekli artışındaki durumu, ülke içi istihdam koşullarının olumlu yönde gelişimi ve büyümesindeki durumu, oluşacak masraflardaki hesaplamalar, sosyal yapısı gibi birçok faktör bu listelerde ele alınır. Yatırım için yapılan bu listede ülke sayıları yaklaşık 9 tane bulunur (İTO, 2003).

İkinci aşamada ise bu sayılar iki yada üçe indirilir ve devamında ülkelerin özgeçmişleri, edinilen tecrübeler, iş sahaları analiz edilmeye başlanır. Yatırımcıların

bu ülkeleri yakından tanımak için ev sahibi ülkelerde yüz yüze görüşme sağlayabilmektedirler. Bu görüşmelerde ev sahibi ülkelerde yabancı sermayesi ve plasman üzerinde yetkisi bulunan kuruluşlara detaylı inceleme için öncelik tanınır (İTO, 2003).

Üçüncü aşamada ise detaylı analizler sonuçlarıyla beraber yapılan tasarı üzerine eklenmesi gereken hususlar planlanır. Dikkat gerektiren bu aşamada ülkenin ulaşım üzerindeki avantajları, alıcının üretim merkezleri ile uzaklığı, lojistikte konumdan dolayı aksamaların olmayacağı, idari yönetmelik merkezlerin yakınlığı gibi durumlar incelenir.

Dördüncü aşamada ise yatırımcının hangi ülkeye hangi bölge kapsamında yatırımın aktarılacağı konusunda kararı kesinleşmeye başlamıştır. Ülkeler arasında kıyas başlarken, mikro ölçüde düşünülen iş gücü verimliliğini, ülkenin politik dalgalanmalarını, ekonomide döviz kurları, enflasyon karşısındaki kırılganlığı gibi birçok oluşum değerlendirilir. Elbette ev sahibi ülkenin, yabancı yatırımcıların güvenini kazanmak için devlet yöneticilerinin teşviklerini devam ettirmesi, bu aşamada ki izin işlemlerindeki rolü, ülkenin donanımında teşviklerin devam etmesi, proje üzerinde tüm yönetmeliklerde üzerine düşen görevi yapacağı gibi birçok duruma dikkat çekilir. Dolaysız yatırımların yürütülmesinde görev alan kuruluş bu durumlar üzerinden test edilir. Dördüncü aşama sonuna gelindiğinde artık masrafların hangi ülke için olacağı netleşmeye başlar (Güven, 2007).

Yatırımcının karar aşamasında son basamak ise beşinci adımdır. Bu adımda artık yatırımcı ikinci aşamadaki ülke opsiyonları bu aşamada iki ülkeye düşürmüş olup nihayetinde kendi aralarında karşılaştırma yapmaya başlamıştır. Kıyas yapılırken öncelik tanınan durum ise dördüncü aşamada da belirtilen ülke kriterleri ele alınır. Kamu otoriterlerinin geçmiş tecrübelerinde görülen ve proje kapsamında teşviklerinin devam ettirmesi, idari alanda görevlendirilen tüm opsiyonları kabul edebilmeleri ve desteklemeleri, altyapı oluşumlarında, istihdamda verimlilik alınması teşvik sağlamaları gibi ülkenin seçilmesinde avantaj sağlayabilir. Ülke ekonomisinin büyümesi, gelişmesi ise en ayırt edici seçim faktörlerindedir. Sosyal anlamda kendini geliştiren veya gelişime açık olunması, kişi başına düşen ortalama GSYİH,

eğitim düzeyleri, sağlık alanında kapsamlı oluşum, bireylerin kendilerine olan yatırımları gibi birçok faktörde ülkeyi yatırım yapılmasında ne çıkarabilmektedir (İTO, 2003).

Yukarıdaki aşamaların dolaysız yabancı sermaye yatırımlarında önemli yere sahiptir. Ev sahibi ülkede var olan yatırımların ise devam eden proje vs. ilerlemesinde, birlikte yapılacak teşebbüsler, şirketin lojistik operasyonel anlaşmaları, finans varlıklarında yatırımlar gibi durumlarında bu aşamaları başlangıçtan sonra tekrar uygulamasına gerek yoktur. Böyle bir durumda aşamalar aşağıdaki gibi izlenmektedir (İTO, 2003).

- 1. Aşama:** Yatırım Stratejisinin Belirlenmesi
- 2. Aşama:** Hedef şirketlerin Belirlenmesi ve Değerlendirilmesi
- 3. Aşama:** Müzakereler
- 4. Aşama:** Hukuki Prosedürler ve İnceleme
- 5. Aşama:** Sürecin Tamamlanması
- 6. Aşama:** Yatırımın Gerçekleşmesi

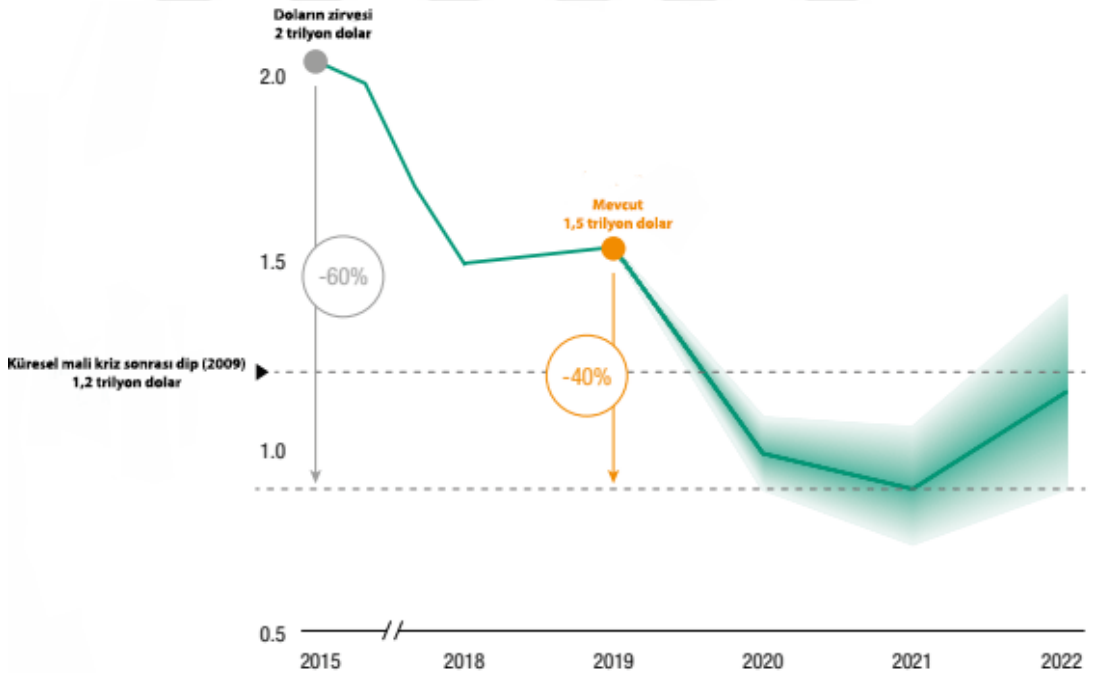
Günümüzde de gerçekleştirilen dolaysız yabancı sermaye yatırımları, öncesinde hangi ülkeye, firmaya sermaye aktarılacağı detaylı şekilde araştırılır. Yatırımcılar lke ekonomilerinde ele aldıkları risk faktörlerini göz ardı edilmezken, küreselleşen dünyada aynı anda oluşabilecek risk faktörlerini de ihtimaller arasında tutmak gerekir. Son dönemlerde COVID-19 salgını kapsayan pandeminin gereklilikleri doğrultusunda ilerleyen yatırımcılarda bu durumdan olumsuz etkilenmiştir. 2020-2021 yılları arasında ekonomik ve sosyal göstergelerin büyük lde düşüş yaşandığı ve devam edeceği düşünülmektedir. Global dünyada, dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının 2019 yılında yaklaşık 1.54 trilyon dolar iken 2020 yılında bu orandan yaklaşık yüzde 40 kadar düşüş beklenmekteydi. 2021 yılına gelindiğinde ise dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının yüzde 5-10 arasında düşüş yaşanacağı tahmin edilmektedir.

Ekonomik anlamda karşılaştırılan yıllar arasında, küresel mali kriz dönemi ele alınmıştır. 2009 yılında düşük seviyede bulunan yaklaşık 1.2 trilyon dolar iken

2009 yılı 2020 yılına kıyasla tüm dünyada dolaysız yabancı sermaye yatırımları seviyesi yaklaşık 300 milyar dolar kadar daha yüksek olduğu belirlenmektedir. Pandemi şartları negatif yönde seyir ederken sektörler arasında durgun büyümeyi takip etmektedir.

Tahminler neticesinde edilen ekonomik durum, konularından dolayı da ülkelerin 2021 yılına geldiğinde belirsizlik olduğunu ve belirsizliğin orta vadede yatırımlarda üstünlük kuracağı gözlemlenmektedir. 2022 yılında ise oluşacak ekonomik durgunluk dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını kısıtlayacak ve 2019 yılına kıyasla daha da düşüş yaşanacağıdır. Aşağıda geçmişte yapılan trend ve sağlanan koşullarla gelecekteki tahminini gösteren çizelge aktarılmıştır (UNCTAD, 2020).

**Grafik 1.2: Küresel DYSY Girişleri, 2015-2019 ve 2022 Tahmini Çizelgesi (Trilyon Dolar).**



**Kaynak: UNCTAD, 2020.**

### **3.8. Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarını Açıklayan Teoriler**

Küreselleşmenin gereklilikleri arasında ülkelerin gelişmelerini artırmasının da etkisiyle yatırımların uluslararası hali artmıştır. Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının ekonomi içerisindeki yeri yaklaşık 50-60 yıllık periyotlar da tanınmıştır. Bundan önceki dönemlerde Klasik, Neo klasik iktisatçılar arasında bilinmemeleri, bu fırsatın sonraki dönemde gelen iktisatçıların aldığı görülüyor. Dolaysız yabancı sermaye yatırımları üzerinde konu alan yaklaşımlar; tekel üstünlüğü teorisi, oligopolistik tepki teorisi, içselleştirme teorisi, OLI modeli olarak alınmaktadır (Seyidoğlu, 2013).

#### **3.8.1. Oligopolistik Tepki Teorisi**

Frederick T. Knickerbocker aracılığıyla bilinen, genelde gelişmekte olan ülkeleri kapsayan yatırımlar neticesinde bulunan bir teoridir. Ülkelerin pazar paylarını oluşturup artırmak, firmaların rekabet ortamında aralarında fiyatlandırma, kar oluşturma, satışta ürün pazarlama stratejilerinde birbirleri arasında aynı karar verme durumları söz konusudur. Bu ortamda bir firmanın piyasada ki aynı ürünü yabancı pazar piyasasında dolaysız yatırım yapılması durumunda, diğer firmalarda bu haksız rekabeti görüp aynı yatırımı yapmak isteyeceklerdir. Çünkü yabancı yatırımın yapılması durumunda elde edilen avantaj, ham madde gibi üretim giderlerinde azalma sağlanması, sunulan ürün hizmetinden memnun kalınabilmesi için alıcıya yakın olunması, ev sahibi ülkenin kültüründen bilgi sağlanabilmesi gibi faktörler sayılabilir. Benzer mal, ürün oluşturan firmaların birbirlerini takip etmeleri aslında lokasyon tercihini yatırımlarını dışarıya açması daha çok, kendi kar ve piyasada varlığı için yarar sağlamaktadır (Seyidoğlu, 2013).

Oligopolistik tepki teorisi içerisinde, emek yoğun işgücünün farklı şekilde ayrılmaktadır. Örneğin, tarım, tekstil ve elektronik sektörlerde emek yoğun işgücü masraflarını aza çekmek üzere serbest bölge olarak geçen bazı gelişmekte olan ülkelere yatırım gerçekleştirdiğinde, diğer rakip firmalarında başka serbest bölge bulup gelişmekte olan ülkelere yatırımlarını yöneltebilmektedirler. Bu durum aslında



oligopolistik yapının, firmaların birbirlerini takipte olduğunu göstermektedir (Öztürk, 2004).

Her firmanın öncelikli hedefi, piyasada uzun süreli bulunmak ve rekabet ortamında uygun avantajları kendine çekip kar elde etmektir. Doğrudan yabancı sermayeyi yapmaya yönelten bu pazarda maliyet avantajına, ev sahibi ülke de şube açma olgusuna ve ithalatçı ülkenin uluslararası alışverişlerde kotalardan sağlanan dezavantajlardan etkilenmemesi gibi etkenler sayılabilir. Kar elde etme piyasada rekabet içinde kalıp avantajları elde etmek için en tetikleyici etkidir. Örneğin; bir firma, şirket vs. devlet tarafından belirlenen bir iş birliği yapılsa dahi, piyasadaki benzer firmalar ilerideki yatırımların getirilerin kar getirmesi durumunu öngörerek kendilerine yatırım kararlarında söz hakkı tanır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına en bilindik örnek olan Coca- Cola'nın yatırımının bulunduğu sırada Pepsi Cola'nın da takipte kalıp yatırımı gerçekleştirmesidir. Sonuç olarak ülkeler, firmalar iç yapılarında öncelikli gördükleri konularda, dolaysız yabancı yatırımlara yönelirken benzer sektördeki rekabet ettiği firmalarıda dikkatle takip etmektedirler (Bülbül, 2016).

### **3.8.2. Tekel Üstünlüğü Teorisi**

Doğrudan yabancı sermaye aktarımlarında, ev sahibi ülkenin gelecek tüm yatırımlara ihtiyaç duymasındaki sebep ülkesinde altyapı yetersizliği, teknoloji, işgücü donanımsızlığının oluşudur. Ülkeye giren bu yatırımların avantajı elinde bulundurduğu bu durum teşvikleri artırmaktadır. Teknoloji güçlülüğü, lisans sahibi olma ve bunu satabilecek kadar tüm gücün elinde bulundurması, idari kurumlarının sağlam ve güvenilir, işletmenin güvenilirliği ile büyüyen isimlerinin olmasıdır (Yavan, 2006). Bunların yanında dezavantaj sağlayan durumlarda bulunmaktadır. Yatırımcıların, yerli ülkeye yapacakları yatırımın o ülkedeki pazar piyasasında bulunan diğer şirketler tarafından rekabet içinde bulunurlar ve tanınırlıkları olana kadar bu durum yatırımcılara olumsuz yansiyabilir. Yabancı yatırımcıya geriye iten bu durum, ev sahibi ülkenin sosyal ve ekonomik durumlarından, dil, kültür, gelenek, coğrafi konum gibi tüm faktörlerden etkilenmiş olmasıdır. Tüm üretim maliyetlerini aza indirmek, ucuz işgücünün bulunulmaması emek faktöründe yabancı yatırım

firmasına olan temkinli yaklaşım sürecinde yatırımcı şirket belirli süre piyasada zorlanabilir. Bu aşılacak durum olmakla birlikte güven kazanılması için zamana ihtiyaç vardır. Elbette doğrudan yabancı sermayenin, ev sahibi ülkeye yapacağı yatırımı tetikleyen en önemli unsur, ev sahibi ülkede yatırımcının tekel üstünlüğünü elinde bulundurmasındaki avantaj ve diğer piyasalardaki rekabetten kaynaklanmaktadır (Moosa, 2002).

### **3.8.3. İçselleştirme Teorisi**

Peter J. Buckley ve M. Cason'un ortaya koyduğu, John H. Dunning ve Rugman'ın bilgileriyle donattığı bu teori, uluslararası piyasaların dağılık ve risk faktörlerini fazlaca kapsamaması bu piyasalara olan dolaysız yabancı yatırım yaparken başvurulmuş bir teoridir. Yatırımlarda dış ticarete geçilmesi halinde firmanın vs. kendi oluşturduğu ünvanını, lisans veya franchising vermemesi, şirket içi saklı bilgilerin sızdırılmaması ve sadece bünyesinde kullanması için risk etkenlerinden korunmak gerekir. Avantajları arasına konulabilecek durumlar ise; pazarı tanımada, müşteri belirsizliklerini öngörebilme söylenebilir. Bu duruma kısaca içselleştirme teorisi denir. Bu teorinin temelinde ekonomik ihtiyaçlar doğrultusunda piyasadaki çıktı için değil, sosyal menfaat üzerinedir. Saklı tutulan şirket bilgileri ileride şirketin sorunsuz büyümesine, piyasadaki tanınırlığın yükselmesine, devlet yönetiminde fiyatların yükselip yada düşmesine olan duyarlılığının güçlenmesi gibi durumlardan yarar sağlanabilmektedir (Şener, 2008).

İçselleştirme teorisi doğrudan yabancı yatırımın neden yapıldığı, kendi ülke içerisinde neden ihracat ve ithalatın gerçekleştirilmemesi ve lisans hakkının kendi bünyesinde koruması üzerinde durmuştur. İçselleştirmenin tercih edilme sebebi, pazarın karında inişlerin yaşanması ve zamanaşımına uğrayan işlem girdilerinin artmasıdır. Bir üretimde bulunan firma, çıktı için gerekli olan tüm ham madde, mallarını temin etmesi çoğu zaman coğrafi konumlarda ulaşım maliyetleri gibi unsurlar da içselleştirme teorisinin içeriğini aktarıyor (Moosa, 2002).

### 3.8.4. OLİ Modeli

1973 yılında John Harry Dunning tarafından bulunan ve dolaysız yabancı sermaye yatırımlar kapsamında oluşturulan bir modeldir. Bu teori, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının en yaygın kullanıldığı alan olarak bilinir. Teoride, ev sahibi ülkenin neden kendi ülkesinde ihracat ve ithalatı, üretimi imkanları doğrultusunda genişletip büyümek yerine doğrudan yabancı sermayeyi ülkelerine dahil ederler bu sorulara cevap arar (Bülbül, 2016). Bu yatırımların gerçekleştirilebilmesi için ülkenin yeteri kadar emin olması gereklidir ve Dunning karar almayı kolaylaştıran koşulları şöyle belirtmiştir. Bunlardan başta gelen ise, ev sahibi ülkede olan kurum kuruluşun tanınırlığının üstün derecede olmasıdır. Bu üstünlüğü kapsayanlar ise, ev sahibi ülkenin farklı firmalar üzerinde patent sahibi olmasına, markalaşma yolunda ilerlemesi, altyapısının güçlü ve monopol oluşu, çıktı için hammaddeye ulaşımındaki yakınlığı ve maliyetleri aza indirgenmiş olması ve mali olanakları doğru şekilde kullanması gibi faktörler incelenir (Şimşek ve Behdioğlu, 2006). Mülkiyet sahibi olunması ise en önemli faktörler arasında sayılmakla beraber işgücünün ucuz oluşu, lojistik imkanların varlığı, hammaddeye yakınlığı doğrudan yabancı sermayenin bundan yararlanılması avantaj sağlayıp yapılan tüm masraflardan ve ev sahibi ülkeye yatırım yapılırken oluşan tedirginliği ortadan kaldıracaktır (Bülbül, 2016).

Bir diğer önemli durum ise, yatırım yapan ülkenin, ev sahibi ülkeye yaptığı sermayeden kar edebilme etkenidir. Eğer zaten lisanslama veya satışa çıkarma işleminden daha düşük kar edebileceği öngörülüyorsa doğrudan sermaye yatırım işlemi tekrar gözden geçirilir. Böyle durumda içselleştirme teorisi yani şirketin güçlü yanını sadece kendine yansıtmak ve büyümeye yönelik yatırım olarak ifade edebiliriz. Son olarak yatırımın gerçekleşmesi için emin olunması gereken ise, maliyetler açısından girdinin yatırımın gerçekleştiği bölgede olması avantajdır. Ancak bu durumda en az bir girdinin sağlanması olumlu kar getirecektir (Bülbül, 2016). Örneğin ülkelerde işgücünün ucuz olma durumudur. Üretim maliyetlerinin ucuza gelmesi durumu ev sahibi ülkeye doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmektedir (Moosa, 2002).

### **3.9. YABANCI YATIRIMLARIN EV SAHİBİ ÜLKEYE GETİRİSİ**

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ülkelerin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi oldukça önemli derecededir. Türkiye üzerindeki olumlu etkileri arasında, altyapı tesislerinin ve teknolojinin hızlı aktarımında, pazarlarda rekabetin kızışmasında, istihdamın artışında, yeni girdilerin ve ülkelerin üretim artışında, milli gelirden hızlı büyüme ivmesi kazanıp gayri safi milli hasılasını arttırıp, ekonominin büyümesinde önemli katkı sağlar. Aynı zamanda kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlandırmalar yatırımları doğrudan etkilediği için, dolaysız yabancı sermaye yatırımlarında ülke, şirket, firma, kurum ve kuruluşların detaylı analiz edilip incelenmesi, ekonomide kar edilmesi için atılan en hassas adımdır (Erkan ve Demircioğlu, 2011).

#### **3.9.1. DYSY' nin Ülkenin Ekonomik Büyümesine Etkisi**

Ülkelerin ekonomisinde hareketlenmenin oluşumu parasal genişlemenin yani ülkeye yabancı paranın aktarımı dolayısıyla olmaktadır. Bu canlanma doğrudan çıktı üzerindeki ve fiyatlardaki sürekli artışı sağlayabilir. Enflasyonu açıklayan bu durumun üstesinden gelinebilmesi için Merkez Bankası'nın meydana gelen bu para arzı artışını dengede tutabilmek amacıyla, fazla olan yerel paranın piyasadan çekmek için tahvil ihraç etme yoluna başvururlar. Bu işleme sterilizasyon denilmesinin sebebi ise, Merkez Bankası'nın tahvil, hisse senedi, bono vb. ile para genişlemesini engellemek adına satın alınmalar yapması ve döviz piyasasına yapmış olduğu sterilize etme durumudur. Tüm bunların dışında ülkeye giren bu transferler ülke içinde altyapının oluşup teknolojinin gelişmesine, beşeri sermayenin yükselmesine, ekonomik döngüdeki çıktının geliri ile milli gelirin artması, işgücünün artmasına ve yabancı sermayenin transferi ile yerli ülke vergi artışında bulunup ülkeye avantaj sağlanabilir (Güven, 2007).

Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının amacı ülkeye transfer ettiği sermaye ile ev sahibi ülkelerin kalkınmasına ve büyümesinde önemli rol oynar. Güçsüz ekonomilerle ayakta kalmaya çalışan ev sahibi ülke rekabet halinde değilken, yabancı yatırımcının sağladığı altyapı olanakları, teknoloji unsurları ile bu engel

aşılarak yatırımda markalaşma ve ülkenin rekabet çerçevesinde kalitesi artar (Çinko, 2009). Yabancı sermaye ile yerli ülkenin tüm donanımları birleştiğinde, ‘bilgi taşması etkisi’ (knowledge spillovereffect) oluşturarak, kaynakların kapasitesi artacak ve ekonomi üzerinde olumlu etki gösterecektir (Krueger, 1987).

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yapılan yabancı yatırımların en önemli yanı milli gelirden artırımcı etkisidir. Bu yabancı yatırımcının sermayesi yerli ülkede kullanıldıkça, üretim miktarlarında kullanıp artacak ve ekonomik büyüme kolaylaşacaktır. Dolaysız sermaye yatırımı ile ekonomik büyüme arasındaki bağıllığı kapsayan çalışmalarda henüz net sonuca varılamamıştır. Fakat genel görüş, bu iki alanda paralel bir bağlantı olduğu yönündedir. Sonuç olarak, dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının oluşumu ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin oluşumu için, yatırıma ev sahipliği yapan ülkelerin az gelişmişlik sınırını aşmalı ve yatırıma teşvik edici sunumlar hazırlamalıdır (Alagöz, 2008).

### **3.9.2. DYSY’nın Döviz Girişi Aktarımına Etkisi**

Ülke ekonomilerinde büyüme sağlayan ihracatın gelişmesi ve ithalatın azalıp ikame edilen duruma gelinmesinin nedeni, yabancı sermaye aktarımlarının yerel ülkelerde teşvik edici etkisinin olmasıdır. Çıktılardan elde edilen karlar, yerel ülkelerin yatırımcılara bu karların tekrar yerel ülkeye yatırım aktarımı sağlanması üzerinde kısıtlamaların olduğu söylenebilir (Seyidoğlu, 2013).

Küreselleşmeyle beraber ortak pazar oluşturulması üzerine rekabetin kızışması ile ithalat ve ihracattaki hareketlenme reel ekonomi ve finansal ekonomide etkisi oldukça fazladır. İhracat aktarımlarının başladığı yerli ülkede bu etkileşim ekonominin büyümesine olumlu yönde etkiler. Yanı sıra yapılan yatırımlar sayesinde ödemeler dengesinde iyileşme sağlar, ülke içine aktarılan dövizler ihracatta arttırıcı etki yaratırken, ithalatı ikame edici duruma getirir (Aytaç ve Akduğan, 2012 & Erkan ve Demircioğlu, 2011). Kısa vadede ki getirisi uzun vade getirisindeki dezavantajı yok edemeyecek niteliktedir. Durum karşısında yerli ülkeler, dolaysız yabancı sermaye yatırımı yapan ülkelere, ülkelere edinilen karların transferini kota koyabilir, karları ev sahibi ülke içerisinde kullanmasını isteyebilir. Ev sahibi ülkenin kısıtlamalar koyması, yatırımcı ülke tarafından olumlu yanıt alamayabilmektedir

(Gür, 2014). Ev sahibi ülkeye yapılan yatırımın altyapı avantajlarının olması ülkede sermaye birikiminin artması gibi farklılıklar oluştururken; aynı zamanda ödemeler bilanço dengesizliklerini düzenler ve döviz açığını kapatır (Güven, 2007).

### **3.9.3. DYSY 'nın Ev Sahibi Ülke Ekonomisinin Üretim Artışı**

Doğrudan yatırımların yerel ülkelere yapılıyor olması bu ülke ekonomisinin büyümesinde önemli ölçüde etkisi vardır. Bu etkinin oluşumu ülkeye giren sermayenin katlanarak artması sonucu tekrar ülke içinde değerlendirilmiş olmasıdır. Yabancı yatırımcıların, ev sahibi ülkelere yaptıkları transferler, sermaye aktarımları gibi ortaklık gösteren durumlar ev sahibi ülkenin üretimdeki artışına ve ihracatta hareketlenmesi ülke gelişmesinde örnek verilebilir. Yapılan bu ortaklık sayesinde ev sahibi ülkede altyapı eksiklikleri tamamlanır, yabancı yatırımcılar yeni teknolojiler transfer eder, yerli ülkedeki çalışanlar eğitilerek donanım ile gelişimi sağlanmış ve üretimde kaliteli artışı getirir. Yapılan sermaye teşvikinde yabancı yatırımcı ev sahibi ülke üzerinde rekabet üstünlüğü sağlaması, o ülkeye sadece yapmış olduğu sermaye desteği ile kalır, yerel ülkenin gelişmesini engellemez olur (Çinko, 2009).

### **3.9.4. DYSY' nin İstihdam Üzerindeki Etkisi**

Yatırım yapılan ülkelerde görünen altyapı avantajlarından sonra gelen işgücünde artışında etkidir. Reel üretimin artması net sermaye artışı ile birlikte istihdamda ki alımı arttırmaktadır. Az gelişmiş ülkelerde gerçekleşen bu durum etkisini istihdamı artırıcı yönde belirler ve iş bölümlerinin, işyerlerinin imkanlarının düzeldiği görülmektedir. Yerel ülkenin, yabancı kaynaklı sermayeden kaynaklanmasının yanında, bilgi aktarımları ile kendi ülkelerinde altyapı donanımlarına katkıda bulunmaktan kaçınmamışlardır (Çinko, 2009).

Yabancı sermayenin yönetici ve personellerin oluşturduğu grupların yerel ülkeye transfer edilmesi büyük avantaj sağlamış ve donanımlı olmaya yöneltmiştir. Bu sayede yerli ülkede ileride kazandırılacak üretim tesisi oluşturma, ülke kapasitesini arttırmakta yönünde olumlu etkilenmiş olur. İşgücünün sağladığı bu donanım ülke ekonomilerinde tüm büyüme faktörlerinden önce gelmektedir (Güven, 2007). Yabancı yatırımcının üretim giderlerinden olan işgücü masraflarını düşük olmasından yararlanmasına örnek, ABD hükümetinin ucuz işgücü bulunan Çin'e

yatırımlarını arttırması söylenebilir. Tayland'da bulunan tekstil sektörüne ucuz işgücü olması nedeniyle Japon firmasının, ortaklık yapması buna bir diğer örnek olabilir (Ulaş, 2004).

Dolaysız yabancı semaye yatırımlarının istihdam üzerindeki etkisi, ev sahibi ülkenin kalkınmasına bağlı farklılık göstermektedir. Bu yatırımlar ortaklık olabileceği gibi çok uluslu şirketlerin satın alınmasıyla da sonuçlanabilir. Yatırımlar doğrudan sanayi sektörünün gelişmesini sağlarken sektörlerde istihdam artışına neden olurken, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde işgücü emek yoğun tercih edilmektedir. Ülke ekonomilerinin gelişmişlik düzeylerine ve ülke şartlarına bağlı kalınması ortaya farklı sonuçlar doğurur. Çok uluslu şirketlerin yatırımların gerçekleştireceği istihdamın artması ülkede firma satın alınması gibi faaliyetler, gelişmekte olan kendi altyapısının donanımlı oluşu, ulus ve uluslararası pazar piyasalarında rekabet edebilir güçte olan bir ülke üzerine yoğunlaşmasına sebep olurken; üretim tekniğinin zayıf, üretim vs. teçhizatlarının, teknolojik donanımların henüz tamamlanmamış yada eksik olan bir ülke üzerinde yatırımın olması dolayısıyla da istihdamın artması beklenmez (Figlio ve Blonigen, 1999).

### **3.10. YABANCI YATIRIMLARDA EV SAHİBİ ÜLKENİN KAYIPLARI**

Dolaysız yabancı sermaye yatırımları, ev sahibi ülkeye sermaye aktarımlarının en önemli amacı kar sağlamaktır. Yatırımcılar, yatırımların tereddütsüz hız kesmeden ilerlemesi sonucunda yatırımlarından elde ettikleri rantları kolayca kendi ülkelerine çekebilmeyi düşünebilirler. Bu durum karşısında yerli ülkenin hakları bastırılmış olduğu açıkça görülmektedir.

#### **3.10.1. Yabancı Yatırımcı Hakimiyeti Altına Girilmesi**

Ülkeleri ayakta tutan en büyük faktörler bağımsız ekonomik ve siyasal güçlülüktür. Yabancı sermaye yatırımlarının, yatırımı yapılan yerli ülkeler karşısında birtakım tehditler oluşturabilmektedir. Sermayenin yabancı yatırımcıda olması ev sahibi ülke üzerinde baskı oluşturabilme düşüncesine kapılırlar. Böyle bir durumda tüm hakimiyet yabancı yatırımcıda olacağı için, ev sahibi ülkenin ekonomik ve

siyasal gücünü kaybedip bu hakimiyet altına girmek zorunda kalınabilir. Yerli ülke toplum kurallarını görmezden gelerek oluşturduğu sektör bazında çevreye dolaylı yada doğrudan zarar vererek negatif dışsallık oluşturduğunu unutmamak gerekir (Seyidoğlu, 2013).

Yerli ülkeden şirket satın alındığında, ülke üzerinde baskınlık kurma ve denetlemelerin artması meydana gelebilir. Yabancı yatırımcı hakimiyeti elinde bulunması ile yerli ülkedeki tarifelerin ve vergi bedellerinin artması ile ihracatı kısa süreliğine durdurur ve varsa başka ev sahibi üzerindeki yatırımlarını gerçekleştirmeye devam eder. Kendi çıkarları doğrultusunda da hareket eden çok uluslu şirketler, yerli ülkede bulunan yatırımlarını kendi uluslararası piyasasıyla rekabet ettirmezler bu durumda ev sahibi ülke açısından önemli dezavantajlardandır (Seyidoğlu, 2007).

Şirket yöneticileriyle yapılan araştırmada, 37 uluslararası ortaklıkları ele alan Killing'in ulaştığı sonuç; yapılan yatırım projelerini gerçekleştirebilmek için bulunan tüm etkenlerin var olması şartıyla aslında ortaklık olmadan yatırım projesini tek hakimiyet altında olmasının faydalı olacaktır. En belirgin sebebi ise, bürokratik yapıda, amaç ve stratejik kararlar üzerinde, teknoloji üstünlüğünün patent veya telif hakkı ile yerli ülke tarafından kopyalanmamasına karşı tek güce sahip olmaktır (Ulaş, 2004).

### **3.10.2. Yabancı Yatırımcının Rant Elde Edişı**

Yabancı sermaye yatırımcıların altyapılarının güçlü oluşu gireceği pazarda haksız rekabet üstünlüğü oluşturabilmektedir. Genelde DYSY'nın avantaj sağladıkları durum girişlerinde kısıt olan ülkelere sermayelerini sokup faaliyette bulunurlar. Yatırımı gerçekleştiren yabancı yatırımcı ülkesinden getirdiği teknolojiyi de kullanmasıyla yeni üretim maliyetlerinden kaçınmış olup aynı zamanda karını yüksek seviyelere çıkarmış olur. Yabancı şirketin mali yapısı, deneyim ve donanım sahibi olması, idari yapının tecrübeli ve kaliteli olması, özel haklara sahip olması rant elde edişini olumlu yönde tetikleyen adımlardandır (Ulaş, 2004). Örneğin gelişmekte olan ülkelere endüstrilerini aktarmaları ev sahibi ülkeye rant sağlamak değil, rantlarını sağlayıp tekrar kendi ülkelerine sermayelerinin büyük kısmını aktarırlar.



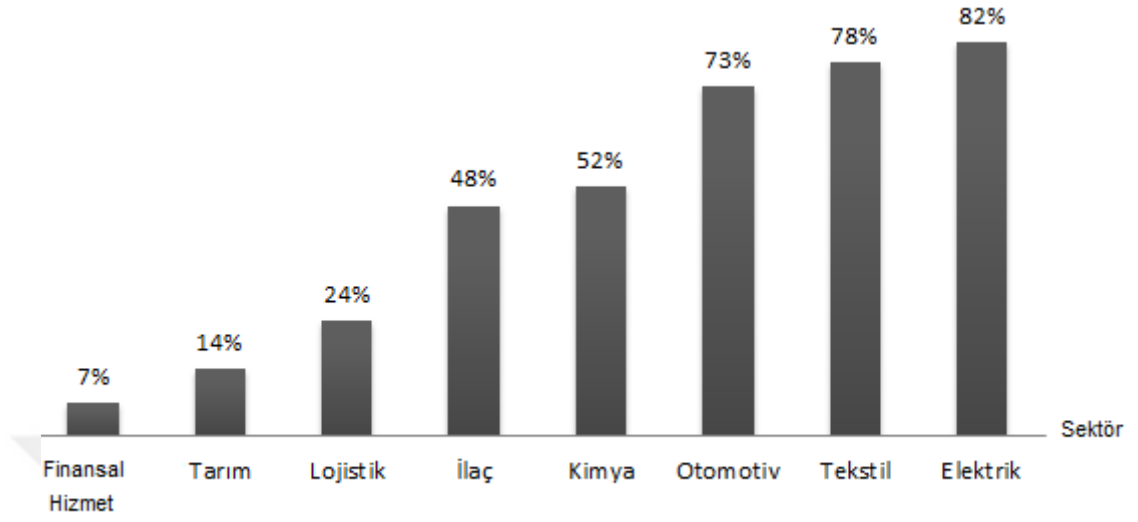
Bu sadece yabancı yatırımcı için avantaj yaratan durumdur. Rekabet üstünlüğü elde eden yabancı sermaye yatırımcıları ülkede tek hakimiyeti kurup bu oluşumu ile ev sahibi ülkenin sektörlerinde büyümesine izin vermeden küçülmesine sebep olmaktadır (Güven, 2007).

### **3.10.3. Yabancı Sermaye Yatırımcının Hammadde Alım Etkisi**

Yabancı sermaye, yerli ülkeye girişi en başta devamlı çıktı oluşturabilmesi için hammaddelerin ithal edilmesi yabancı yatırımcıda kar elde etmesi ulusal gelirinde artışa neden olmaktadır. Dezavantaj sağlayan taraf ise yatırımın yapıldığı ülke olan yerli ülkedir ve ithalatın artması ödemeler bilançosunda da dalgalanmaya neden olmaktadır. Yabancı sermaye yatırımcısının elde ettiği rantları tekrar ülkesine transferinde veya ev sahibi ülkeden beklenmedik şekilde çıkması durumunda yerli ülkenin ekonomisini dalgalanmasına ve hatta bozulmasına neden olabilmektedir (Karluk,1996).

Ev sahibi ülkenin bir diğer dezavantajı ise, üretim dahilinde alınan tüm teknolojik teçhizat kullanıldıkça eski hale gelmekte ve ev sahibi ülkenin projeyi tamamlaması için teknolojiyi kendi ülkelerinde üreterek, yerli ülkenin ithal etmesi istenip tekrar yeni teknolojilerin alınmasına sürükler buda teknoloji bağımlılığını ortaya koyar (Moran, 2003). Projenin oluşumunda gerekli teçhizatları, hammadde alımlarının düşük fiyatlı olup bunları kar ederek satması sonucunda geliri ana ülkeye aktarması gerçekleşebilir (Seyidoğlu, 2007).

**Grafik 1.3: Belirli Sektörlerin Uluslararası Etkileşimde Yüzdesi.**



**Kaynak: UNCTAD.**

## **4. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI NOTLANDIRMALARI YATIRIMA ETKİLERİ**

### **4.1. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ NOTLANDIRMALARI DOLAYSIZ YABANCI YATIRIMCILAR TARAFINDAN AVANTAJI**

Küreselleşen dünyada, ülkelerin birbirleriyle olan etkileşimlerinin gerekliliği ile, yatırımcıların ülkeleri, şirketleri, kurumları vs. kapsamlı şekilde tanınması, incelemesi sürekli değişkenlik göstermesi nedeniyle hem zaman hem de maddi açıdan kolay olmayan bir durumdur. Bunun sonucunda ortaya çıkan kredi derecelendirme kuruluşları detaylı ve dikkatli şekilde yapmış oldukları notlandırmalardan yararlanılmaya başlanılmıştır. Yapılan bu notlandırmalar ülke içindeki tüm siyasi, sosyal ve ekonomik faktörlerden etkilendiği ve denetimin sıkı olması dolayısıyla tüm geçmiş bilgilerde göz önüne alınarak ülke vs. hakkında öngörülü şekilde olur. Bu durum yatırımcıların kararını yönlendirmesine yardımcı olmaktadır. Birçok derecelendirme işlemi yapan kuruluşlar arasında ilk üçe giren dünya çapındaki derecelendirme kuruluşlarının verdikleri dereceler risksiz yada riskli yatırımı temsil eden semboller verilirse yatırımcılar bu değerlendirmeleri görmezden gelmeyip, yatırımlarını şekillendirirler (Demir, 2014).

Yatırımcının, derecelendirme kuruluşlarının yaptığı ihraççı işletmelerin hesaplarının tümüne, sermaye birikimlerini, yükümlülüklerini tarafsız ve denetimli değerlendirmeleri sonucunda aktarımlar oluşturmaktadır. Bu sayede yatırımcı; ülkenin, şirketin vs. tüm risklerini gözlemleyip, yatırım yapılamaz derecede olan menkul kıymetlere ambargo yada sınır konulan kurumları rahatlıkla tanınmasına, detaylı analizler sayesinde yatırım yapan yatırımcıya işlemlerinde hızlı olunmasına olanak sağlar (Eren, 2010).

Dolaysız yabancı sermaye yatırımları, belirlenen ülke kuruluşların vs. satın alınmasını veya sermayesini bu kuruluşlara aktarmasını ifade etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları notlandırmalarını finansal piyasaların yanı sıra birçok

alandaki yapmaktadır. Fakat küresel ekonominin gereklilikleri ile finansal piyasaların öne çıkmasının sebebi değişkenliğin hızlı ve yüksek seviyede gerçekleşmesi, ülke dış ticaretinde giriş ve çıkışlarında ki aktifliğin fazla olmasından dolayıdır. Uzun vadeli periyotlu ve hareketliliğin az olduğu dolaysız yabancı sermaye yatırımları yapılan kredi derecelendirmelerinden etkilenmektedir ( Kargı, 2014).

Ülke ekonomisinin kalkınma ve büyümesinde önemini koruyan kredi derecelendirme kuruluşları özellikle gelişmekte olan ülkelerin ilerlemesi ve hızlı büyümesi için etkinlik oluşturmaktadır. Yapılan derecelendirmeler olumlu olması halinde yatırım yapılabilir seviyesinde belirlenmesi, yapılacak yatırımları kendine yönlendirir, uzun vadeli ve finansman masraflarını aza indirmiş olur. Aynı zamanda bu notlar tüm dünyada geçerliliği olduğu için ülke lehine uluslararası ekonomi ve saygınlık dünyasında tanınırlık ve itibar kazandırır. Bu durum direkt şekilde dolaysız yabancı yatırımlara da avantaj sağlamaktadır ( Haspolat, 2015).

## **4.2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ NOTLANDIRMALARI YERLİ YATIRIMCILARA AVANTAJLARI**

Yatırım, var olan sermayenin rant elde edişine katkı sağlamak amacıyla yapılan yönelme ve bölgeye aktarım sağlanmasıdır. Ülke iktisadının canlılık göstermesinde yerli yatırımların payı yüksektir. Ülke ekonomik büyümesinde yerli yatırımlar için kredi derecelendirme kuruluşları etkin rol oynamaktadırlar. Henüz kalkınmakta olan az gelişmiş yada gelişmekte olan ülkelerin anapara birikimlerinin temel düzeyde kalmış olması ülke ekonomileri açısından olumsuz görülür. Çünkü sermayenin var olma durumu yatırımlara teşvik eder böylelikle iktisadi düzeyde talep ve arz gidişatını belirler. Ülke içinde derecelendirme işlemleri değerlendirilen kurumu ve yerli yatırımcılara da eşit yaklaşım sağlayıp, ekonominin canlanması için iki taraflı teşvik edici değerlendirmeler yapılmaktadır. Yerli yatırımcıların dikkat ettiği en önemli faktörlerden olan risk faktörünün kapsadığı konular ise, ekonomik süreçte sürekli artan fiyatlar genel düzeyini temsil eden enflasyon riski, edinilen borçların geri ödenmesindeki şart olan yada yapılan yatırım üzerindeki faiz

oranlarında meydana gelen risk, ekonominin akış içinde olması üzerine oluşan farklılıkların piyasa üzerindeki riski, işletme riski, parasal riskler olmaktadır. Karşılaşılan riskler arasında olan belirsizlik ise, yatırım sonucunda giderlerin, finansal varlıkları geri alabilme ve elde edilen getirin ne olacağı kesin bilinmemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının yerli ülkelere olan en önemli faydası ise, yerli ülkeye çekilen yatırımlar dolayısıyla büyümede etkisinin büyük olduğu sermayeye kolay ulaşma ve masrafsız kullanma söylenebilir (Kavak, 2019).

### **4.3. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE FİNANSAL SİSTEM ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Ülke içindeki yatırımların gittikçe uluslararası ağlara dönüşmesi ile finansal yapının da değişiklik göstermesi kaçınılmazdır. Yenilenen finans sisteminde bilgi akışlarının hızla değişmesi üzerine ülke içinde etkinlik gösteren firmaların, şirketlerin vs. idari alanları ve mali sistemleri hakkında bilgi sahibi olmak için derecelendirme kuruluşlarının yapmış olduğu değerlendirmeler dikkate alınır. Yaygın olarak piyasa katılımcıları, firma sahipleri, yöneticiler, finansal piyasalar için kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerini güvenli bulmaktadır, bu sayede yatırım projelerinde KDK' ların notlandırmalarını temel almaktadırlar (Korkmaz vd., 2017).

Derecelendirmeler ülkenin her türlü olumsuz şartlardan etkilenme olasılığı üzerine analizler yapılmaktadır. Alınan veya verilen kredi yükümlülüklerinin firma, şirket, kurum ve kuruluşun vs. yerine getirilip getirilmeme durumunu geçmiş bilgi ve şuan ki istatistikleri birleştirip problem yaratacak krediyi teşhis edip, denetimi sağlayan kurum yöneticisi tarafından tarafsız şekilde kredi değerlendirilmesi sonuçlanır (Tutar vd., 2011). Kredi notları yatırımların risk taşıdığı durumlarda ülkenin uluslararası finansal pazarlardan edindikleri kredi vs. yükümlülüklerinin fazla olacağı veya ülke içi teşviklerin, yatırımların geri çekilme olasılığını ortaya koymaktadır (Gülmez ve Gündoğan, 2014). Kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri dünyada, 1990' lı yıllarda liberalleşme sürerken sermaye

akımlarının uluslararası kuruluşların sağladığı resmi kaynaklar yerine, özel sermaye hareketlerine geçmesiyle daha da önem kazanmıştır (Gür ve Öztürk, 2011).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilir olmasının yanı, denetimlerinin objektif ve analizlerin doğru şekilde gözden geçiriliyor olmasıdır. Bu değerlendirmeleri ve notlandırma prosedürlerinin yönetimdeki analiz yapan görevlilerin veya değerlendirilen kuruluşun vs. çalışanları arasında çıkarların oluşması, derecelendirmede geçmiş ve bugün ki değerler göz önüne alınmadan eski değerlendirmeler üzerinden güncel olmayan notların oluşması, yatırımın olumsuz etkileneceği ülke veya firma risk faktörlerinin analize dahil edilmeden yapılıyor olması birçok eleştirilere sebep olmuştur (Çağlak vd., 2018).

Ülke ekonomisinin büyümesi ve gelişim göstermesinde, ülkeye sıcak para girecek yatırımlar önemli rol oynar ve kredi derecelendirme kuruluşlarının vereceği tüm değerlendirmeler bu süreci şekillendirir. Küreselleşmenin de etkisiyle yabancı sermaye yatırımcılar; finansal çeşitliliğin, rekabet ve asimetrik bilgi sorununun artması ile tüm risklere karşı, kuruluşun değerlendirmeleriyle yönlerini belirlemektedir. Ülke değerlendirmelerine yüksek derecelendirmeler, başka ülke veya finans, kurumlarında güven yaratırken, ülke borçlanmasında tereddüt edilmeden uzun süre borçlanma maliyetine kavuşma hakkını sağlamaktadır (Hasbi, 2012).

#### **4.4. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARIN FİNANS SEKTÖRLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

##### **4.4.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sigorta Şirketleri Üzerinde Etkisi**

Ekonomide büyük önem üstlenen sigorta sektörü, kişi ve şirketlerin tüm risklerini kapsayan kurumlara devretmelerinde aracı görevi üstlenmektedir. Bu durum kişi veya şirketlerin vs. yüksek masraflı projelerden geri çekilmeden, üstlerinden yük alınıp gerçekleşmesine yol açmaktadır. Sigorta şirketlerinin savunmasız kalmasına neden olan durum, altına girmiş olduğu sorumluluğun ortalama vadesi, varlıkların ortalama vadesinden daha uzun olması ve kaza vs.

sonucunda müşterinin zararın bedelini almasında sigorta şirketinin savunmasız kalmasıdır (Aksoy, 2020).

Birçok sektörde olduğu gibi kredi derecelendirme kuruluşları, sigorta şirketlerini notlandırma esnasında bağımsız, objektif, şeffaf ve sıkı denetim halinde gerçekleştirmektedir. Kişi veya firmanın ilgilendiği alanda borç verenler için edindiği kredi yükümlülüklerin geri ödenip ödenemeyeceğini, müşterilerin sigorta şirketi tercih sebeplerindeki etkiyi ele alıp değerlendirir. Bağımsız olarak notlandırma yapan kredi derecelendirme kuruluşları, sigorta şirketlerini değerlendirirken sigorta poliçesi veya herhangi bir anlaşma yapılması söz konusu değildir. Söz konusu olan bu anlaşma içerisinde geçen yükümlülüklerle bağlı kalınması halinde, derecelendirmenin esas ilkelerine aykırı oluşum gelişir. Derecelendirme sadece şirketin görev tanımlarını yerine getirmesini göze alır. Yapılan notlandırma işlemi aynı pazar, sektör içinde olan şirketlerde dünyada kıyaslanabilir duruma getirir (Fowzia ve Debnath, 2008).

Dünyada üç büyük kredi derecelendirme kuruluşları olan Standart & Poor's (S&P) ve Moody's yüzde 80 olup, Fitch ise yüzde 12 pazar payını elinde bulundururlar. Bu üç büyük derecelendirme kuruluşu yanında birde A.M. Best, sigorta şirketlerini sıklıkla notlandıran kuruluşlar denilebilir (Ciumaş vd., 2015). S&P, sigorta şirketlerini kapsayan poliçe ve anlaşmalarında ödeme kapasitesi ile ilgili yeni bir konu ele almıştır. Güncel konu olarak S&P, sigorta şirketlerin değerlendirmesini yaparken yalnız mali göstergelerden yararlanılmadığını beraberinde, şirketin rantını, faiz getiri ve götürüsünü, mali yapısı ve likidite yapısı, önemli ölçüde idari niteliği ve risk faktörlerinin de dahil olabileceği konuları da eklemiştir (Aksoy, 2020).

Notlandırmaların sonucunda finansal yapıların hareketliliğine bağlı farklılıkların sigorta şirketlerinin değerlendirmelerine yansıyor yansımadığına ve şirket hakkında doğruyu yansıtmayan sunumların olmasına dair eleştiriler bulunmaktadır. Şirket derecelendirmesi sırasında mali sistemi kapsayıp kapsamaması durumu ortakların bu notlandırmaya bağlı olarak ilerlemesini engellemez. Sadece

kurum içi ve derecelendirme kuruluşlarının objektif ve açık olmayan istatistiklerin kamuoyuna sunulmadığı üzerine olumsuz dönüşler bulunmaktadır (Aksoy, 2020).

#### **4.4.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Bankacılık Sektöründe Üzerinde Etkisi**

Küreselleşen dünyada hızla gelişen kredi pazarları; yatırımcılar, varlık ihraç eden kuruluşlar ve finans piyasasından faydalanmak üzere yapılan her adımda temkinli olunmalıdır. Kredi borcu talep eden kuruluşa, uluslararası piyasalara aktarımlar sağlayan kredi pazarlayan kuruluşlar, vereceği kredi notunu ekonominin ve mali sistemin sıklıkla değişmesi, politik istikrarsızlık ve ulusal gelenekler sebebiyle kolay olmaktan çıkarmıştır (Coşkun, 2009). Derecelendirme kuruluşları içerisinde değerlendirilmenin gerçekleşmesi genelden özele; ülke, şirket ve finans yapısı- banka şeklinde gerçekleşir (Sipahi, 2010).

Özel sektör alanında faaliyet gösteren bankalar, hedeflerinde baş sırada kar etme amacı bulunur. Dolayısıyla derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları değerlendirmeler, bankaların karlılık oranlarına dolaysız etki etmektedir. Geniş alanlarda etkisini gösteren kredi derecelendirmeler; uluslararası açılımlarda, sektörde tanınırlık ve güvenirlilik yanında finans piyasalarına erişimin kolaylaşması, banka ile bağlantılı işlerde maliyetlerin aza indirilmesi gibi olumlu gelişimler sayılabilir (Coşkun, 2009).

Üç büyük derecelendirme kuruluşlarından S&P, ülke veya kurumların ekonomik yapılarını değerlendirmelerine katmasının yanı sıra ülke finans-banka yapılarında inceleyebilmektedir. S&P' un notlandırma ilkeleri, tüm sektörlerde olduğu gibi banka denetimlerinde de farklılık göstermektedir. Banka derecelendirmesi analizine S&P, tüm istatistik verileri ve kurumu diğerlerinden ayıran özellikleri, nasıl ilerlediğini, kurumsal kredileri, borç ödeme durumunu kapsayan bilgileri de dahil etmektedir. S&P' un değerlendirme yöntemini kapsayan faktörler ise; ekonomik risk, pazar piyasasında çeşitliliğin olduğu ve müşteri temelini, sağlam öngörü ve güçlü idari yapısını, stratejilerini, mali hesaplamaların doğru ve eksiksiz şekilde yapılması, banka mülkiyet yapısını kapsayan sektör riski,



bankanın önemli işlemlerinden olan kredi sorumluklarını kapsayan kredi riski, ve ekonomik riskle bağlantılı piyasa riski söylenebilir (Sipahi, 2010).

Bankaların risklerden etkilenme gücünün düşük olması durumu, ülkesinde bulunan kriz dönemlerini kolay atlmasına yardımcı olur. Banka finans yapısının güçlü oluşu önemli bir etkidir. Derecelendirme kuruluşlarının dikkate aldığı ve bankanın bu güçlü, sağlam duruşun arkasında yatan mali yapı dışındaki etkenler ise; banka ortaklarının finans yapıları ve içinde bulunulan sisteme ne kadar katkı sağlamış olduklarıdır (Hasbi, 2012).

Bankacılık sektöründe en başta verilen önem likidite varlığıdır. Yatırımcıların güven sağlaması ve KDK'ların olumlu değerlendirme yapabilmesi için bu kritere dikkat ederler. Bu nedenle derecelendirmede bu riskleri öngörebilmek adına birçok endeksler kullanırlar. Günümüzde hemen her yerde karşılaştığımız asimetrik bilgi sorunu, finansal sistemlerde de karşılaşılr. Bankanın çalışmalarında edinilen bilgilerin sonradan yanlış veya eksik çıkma durumunda, finansal işlemler sonucunda bankanın likiditesini etkilemekte ve varlıkların finansal risk altına girmesine yol açabilmektedir (Hasbi, 2012).

Bir diğer derecelendirme kuruluşu olan Moody's ise 2007 yılında banka derecelendirme yöntemini ortak temerrüt analizi yöntemine geçerek, böylelikle bankanın iç idaresini ve dışarıdan finansal aktarımların gerektiği temerrüde düşme halinde sağlanmasıdır. Küresel anlamda bankaların derecelendirilmesi, sektöründe tüm finans-banka tarafından genel kabul görmektedir (Sipahi, 2010). Finansal geçmişi, banka mülkiyet yapısı, risk etkenlerini vs. detaylı şekilde derecelendirmeye yansıtılır. Moody's'in bankacılık sektörünü kapsayan derecelendirmelerde güçlü yapıyı temsil eden 'A' harf notundan başlayarak zayıf yapıyı temsil eden harf notu ise 'E' olarak sembolize edilmektedir. Aşağıda bu sembollerin açıklamaları yer almaktadır (Hasbi, 2012).

**A:** Bankanın içinde bulunduğu yapının güçlü olması A sembolü ile ifade edilmektedir. Oluşabilecek risk faktörlerinin ortadan kaldırıldığı, asimetrik bilgi sorunlarının olmadığını, kriz ortamlarının yaratılmasına imkan verilmeyen, finansal

sistem içinde tereddüt yaratmayan, güçlü, dinamik ve güvenilir bir banka seviyesini ifade eden bu sembol banka iç yapısını temsil eder.

**B:** En üst seviye ile aynı düzeyi temsil ederken, risk yapısında minimum olmayı, finans enstrümanlarında güvenilir ve güçlü sembol olduğunu ifade eder. A harf sembolünden sonra gelen en güvenilir harf notu B' dir.

**C:** Finans durumunu korumaya devam eden banka, risk faktörlerini minimum seviyelere ve üstüne çıkarmaya başlamıştır. Banka zayıf risk düzeyi ile kabul edilebilir seviyesinde kendini korumaktadır. Bu süreçte de finans enstrümanlarının geçerliliği sürmektedir.

**D:** Bankanın iç finansal yapısının olduğu kadar güvenilir ve güçlü olmadığını, risklerin arttığı, kriz vs. tüm olasılıklara karşı kırılgan ve asimetrik sorunların ortada olduğunu temsil eden sembol D olarak belirtilir.

**E:** Finansal yapısının güçsüz, güven vermeyen, risklerin en yüksek seviyede olduğu bankaların sembolü E olarak gösterilir. Ekonomik problemlerden, oluşabilecek krizlerden kolay etkilendiğini, banka içinin zayıflığının ifadesinde kullanılır.

Son büyük derecelendirme kuruluşu olan Fitch ise, diğer kuruluşlar gibi benzer faktörlerle analiz yapmaktadır. Banka likidite oranını, risk faktörlerinin minimumun altında olması yatırımların güvenli olacağını tespit ederken; idari yapılanması, piyasa yapısı, yönetim şekli ve idari yapısı, banka içi finansal gücünü, finans ortaklarını ve yapıya olan katkıları da derecelendirmede dikkate almaktadır (Hasbi, 2012).

#### **4.4.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Menkul Kıymet Piyasaları ve Tahvil Derecelendirmesi Üzerindeki Etkisi**

Yatırımcıların her alanda olduğu gibi, menkul kıymet piyasalarında da seçecekleri hisse senetlerinde doğru ayrımı bulamazlar. Risk faktörlerinin az olup hedeflenen getirilerin yüksek olması güvenilir ve iyi firmaları tanımlarken, riskin yüksek olduğu ve hedeflenen getirinin düşük olduğu güvenilir olmayanlar ise kötü firma olarak tanımlanır. Bu durum menkul kıymet yatırımcıları tarafından fark

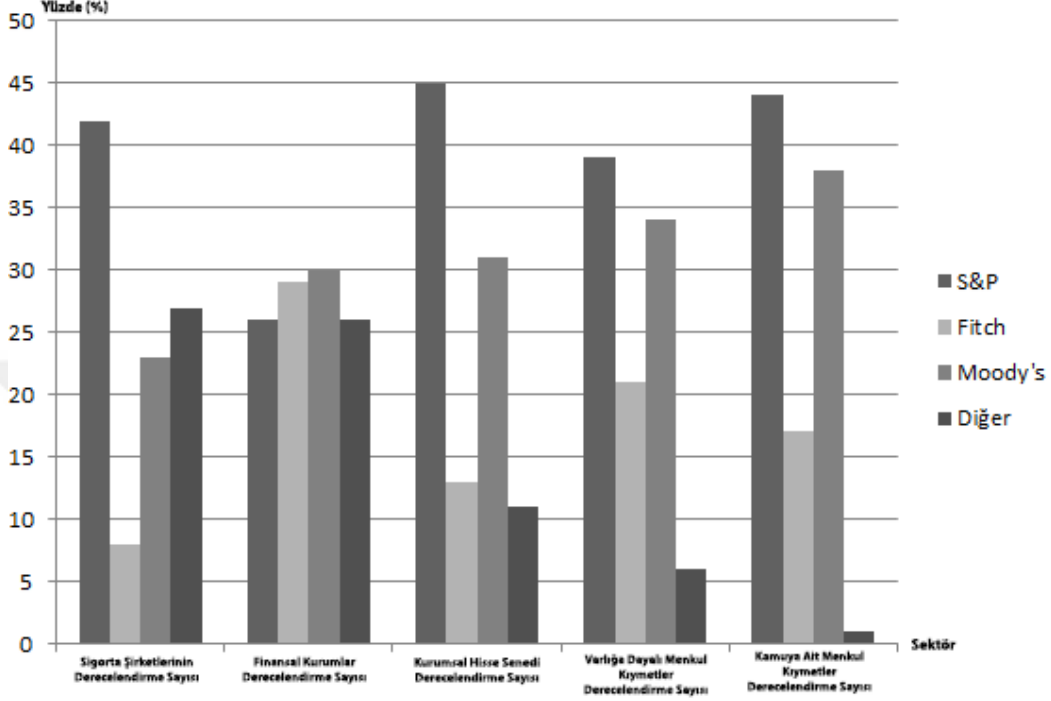
edilemeyebilir. Bu firmalar iki olasılık üzerinden hisse senedi alımı için ortalama kalitesini ifade eden fiyatı ödemek isterler. Fakat, menkul kıymet fiyatlarını orta yada olması gereken fiyatın dışında düşürmeyen iyi firmalar, içlerinde derin enformasyonla donanımlı oldukları için avantajlı ve kar eden tarafta olduklarını bilirler. Kötü firma olarak anılan diğer tarafta ise bu durum tam tersidir. Menkul kıymetlerini satışa çıkardıklarında değerleri azaldığı için, alıcının fiyat teklifine her zaman açık olurlar. Menkul kıymetlerin değerleri azaldığını, alıcıya belli etmemeli aksi durumda yatırımcı menkul kıymetlerin olması gerekenden düşük olduğunu anlar ve yatırımı gerçekleştiremeyebilir (Küçükkocaoğlu, 2003). Aynı şekilde tahvil satın almak isteyen yatırımcıda bu asimetrik bilgi sorunuyla karşılaşabilir. Asimetrik bilgi, ekonomik katılımcılar içerisindeki bilgi akışının doğru sağlanmaması, karşı tarafa haksız egemenlik sağlanmasına denir. Bu durumun bireysel üstünlük kurma çabasına ise ters seçim denilmektedir. Ters seçim ise, yatırımcının vs. finans varlıklarının bilgilerini eksiksiz bilse dahi yatırımı gerçekleştirmeyeceği durumu yansıtır (Yazıcı ve Varsak, 2020). Alıcıların tahvilleri bu iki farklı firmanın farkını göremeden, borç edinerek alması büyük risk unsurudur. Çünkü alıcının tahvilden kazancı borç faiz yükümlülüğünden düşük ise, yatırımcı tahvil ihracıyla yaptığı fonu yaratmamayı ve bu menkul kıymet piyasalarına yatırım yapmamayı tercih ederler (Küçükkocaoğlu, 2003).

Standart and Poor's (S&P) tahvil piyasaları için sembolü BBB harf sembolü ve üstü uzun vadeli tahvil yatırımları için kaliteli olarak belirtir. Tahvil derecelendirmesinde matematiksel ölçütler, pazar piyasasına ve ticari büyümesi göz önüne alınır. Fiyat karşılaştırılması yeni ihracın saptanmasında yardımcı olurken, derecelendirme işleminde fiyatlar ele alınmaz. Tahvil derecelendirmesinde başta gelen kar faktörüdür. Uzun vadede bu faktör, tahvil trendinde geçmiş istatistikler, idari yapısının güvenilirliği, taleplerin istatistikleri ve uygulanan yöntemlerin kar belirleyicileri ile derecelendirme değerlendirilmesi yapılır. S&P, bileşik endeksi, portföyünde büyük olarak nitelendirilen 500 hisse senedi bulunmaktadır. Bu durum ABD' nin önemli hisse senedi endekslerinden biri olan Dow Jones Borsası endüstri endeksinden daha donanımlı endeks olduğu söylenir. Satılmış her hisse senetleriyle orantılı şekilde portföyün performansı ölçülür (Küçükkocaoğlu, 2003).

Moody's için kaliteli tahvil yatırımını ifade eden notlandırma ise Baa ve üzeri sembolleri, Ba sembolü tahvillere ise spekülâtif tahvil veya yatırım riski taşıdığını temsil eder. Moody's 'in derecelendirmede belirli arzları değerlendirmez. Bunlardan bazıları; gayrimenkul tahvilleri, finans yapıların yükümlülüklerini, özel statülü arzları satan ve rant elde etme amacı olmayan firmaları, sınırı olan 600.000 doların aşığıındaki arzları notlandırmaz. Değerlendirmede esas alınan temel şartlar arzdaki mevcut durumda azalma yada artma gibi değışiklik gösterir. Derecelendirme işlemleri düşünülmeden ani yapılan analizlerden öte bilanço detaylarını, istatistiksel verileri, uzun dönemli piyasa eğilimleri, kar hesaplarının oranlanması konu almaktadır (Küçükkocaoğlu, 2003).

Fitch derecelendirme kuruluşu derecelendirme esaslarında, S&P ve Moody's'in işleyişleriyle benzer şekildedir. Bilanço istatistikleri ve kar etme yada düşme durumlarına ilave olarak, değerlendirme esnasındaki durumu ve ihracatçının geçmiş analizleri göz önüne alınarak net olmayan hedefleri de dahil etmişlerdir. Şirketin safi çalışma sermayesi, kısa vadeli yükümlülükler ve vadesi dolmasına yakın olan tahvil borçları, satışların verileri, yatırım oranları, amortisman, her bir hisse senedine paylaştırılan karlar, borçlunun borcuna karşılık ortaya koyduğu ipoteğin notu ve yasal yapısı gibi hususlara dikkat edilir. Her derecelendirmede önemini koruyan istatistiksel verilerin haricinde bu kuruluş istatistik dışındaki tüm verileri de değerlendirmesine dahil eder (Küçükkocaoğlu, 2003).

**Grafik 1.4: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Belirli Sektörlerdeki Yüzde Dağılımı.**



**Kaynak: Kuru, 2020. Grafik, Kuru çalışmasından uyarlanarak yapılmıştır.**

#### **4.5. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ GENEL DEĞERLENDİRMESİ**

2021 yılı 12 Ocak tarihinde, Fitch derecelendirme kuruluşu Türkiye Takasbank' ın (İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.) uzun vadeli yabancı para ihraççı temerrüt not görünümü negatif sembolü ise BB- olarak tanımlamıştır. Fitch, ayrıca Takasbank' ın ek rezerv kolaylığı Türk yapısal düzende önemli anlamda diğer tüm bankalardan daha iyi olduğu değerlendirmesini ele almıştır. Takasbank'ın Türkiye'de CCP (Merkezi Karşı Taraf Odası) olarak, riskleri konu alan bir değerlendirmesinde ise bankanın temerrüde düşme olasılığının, kapsamlı olarak Türk finans sektörüyle ilgili olduğunu gözden kaçırılmadığında önemli olacağını da belirtmiştir. Hükümetin, bankalara döviz aktarımları olabileceği gibi bu döviz sağlamayı kısıtlayan faktörler arasında merkez bankası yatırımlar dışındaki

rezervleri, bankacılık sektöründe dış borçların olmasını ele almıştır. Fitch bu değerlendirmesinden sonra Takasbank'ın döviz gerekliliğinde dahi ılımlı döviz kuru riski ve onaylanabilir düzeyde likiditesine bakıldığında, ülke açısından ilerlenebilir olduğunu belirtmiştir. Türkiye kredi değerlendirilmesi, Takasbank'ın IDR'lerine de yansıtacağı olasılığını konu edinmişlerdir (Fitch, 2021).

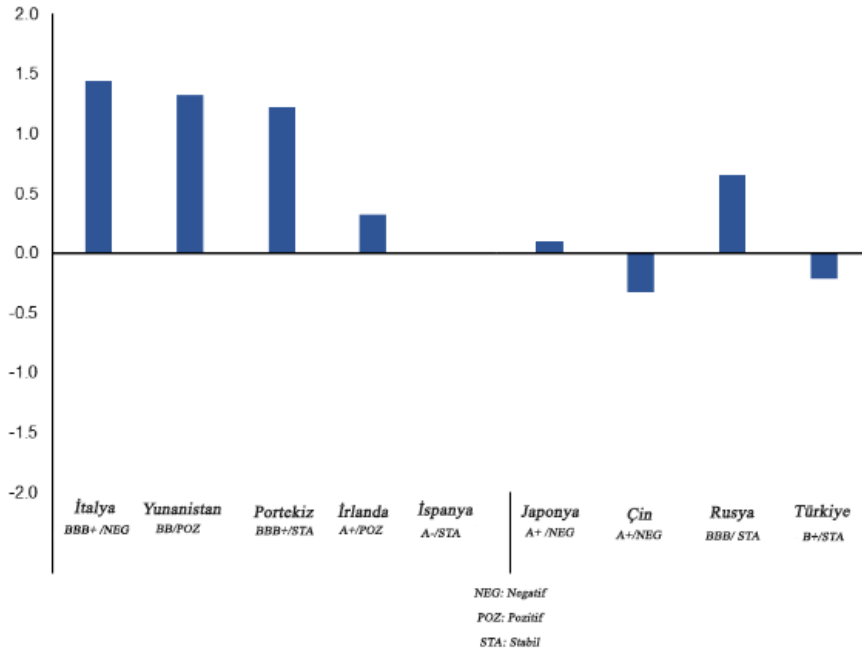
Fitch 13 Ocak'ta OYAK'ın (Ordu Yardımlaşma Kurumu), IDR' sini (uzun vadeli temerrüt derecesi) görünümünü negatif yapıp, sembolü ise 'BB' den 'BB-' ye indirmiştir. Bu not indirimi Türkiye ülke tavanının 'BB-'den daha fazla olamayacağını belirtmiştir. Görünümün aynı zamanda ülke tavanının ülke IDR' si ile beraber yönelim sağlandığı kabul edilirse, ülke derecelendirmesindeki farklılıklar ilerideki derecelendirme hareketlerinin olası bağlantısını gösterebileceği ifade edilmiştir. Bir diğer derecelendirme değişikliği ise 18 Ocak'ta vadesi 2021 ve 250 milyon ABD Doları tutarındaki üst seviye olan, Global Liman İşletmeleri A.Ş.' nin (GLI) teminatsız tahvillerini 'B' seviyesinden 'CC' ye indirmiştir. Fitch' in 3 Şubat QNB Finansbank A.Ş.' nin derecelendirmesinde ise, uzun vadeli yabancı para ihraççı temerrüt not sembolünü ise 'B+' olarak belirtmiştir. QNB Finansbank derecelendirmesinin durağan görünümünde belirlenmesinin nedenlerinden olan, yerel para birimi üzerindeki güvenilirliği başka Türk ihraççılarına kıyasla aynı kaldığı farklılaşmadığı görüşüdür (Fitch, 2021).

Bir diğer derecelendirme kuruluşu olan Moody's, Türkiye notunu 2020 yılı Eylül ayında güncelleyip sembolü 'B1'den 'B2'ye düşürmüştür. 2021 yılına gelindiğinde ise henüz derecelendirme güncellenmemiş fakat olumlu kredi unsuru için gerekenin yerel para biriminin güçlenmesine, 2020 son aylarında ortaya çıkan politika değişiklikleri olduğuna fakat aksi durumu yansıtan ülke durumunun politika yapısının henüz düzene girmediği, dövizlerde artışın ülke içinde güvenin azalmasına neden olduğu kanaati ile henüz derecelendirmede güncelleme yapmamıştır. 24 Şubat' ta 'Küresel Ekonomik Görünüm' raporunda, Türkiye için ekonomik gelişimi tahmini üzerine 2021 yılı için yüzde 3.5' ten yüzde 4'e, 2022 yılı için ise yüzde 4'ten yüzde 5'e yükselebileceğine yer vermiştir. Standart&Poor's 2021 için güncel

notlandırma ilan etmedi. Türkiye kredi derecesi görünümü durağan ve sembolü ise B+ olarak kalmayı sürdürüyor (DHM, 2021).

Üç büyük derecelendirme kuruluşları, notlandırma şeffaflığını ve tutarlılığını artırırken, değerlendirilmesi yapılmış ülkelerin nispi olarak güçlü yönlerinin doğru ve güvenilir şekilde denetlenmesine imkan tanıyan model nicel derecelendirme olarak bilinmektedir. Bu model gelecekteki beş yıllık ileriye dönük bir yapıda, dönüşümlü, kısa vadeli aktarımları ve pazar hareketleri üzerine yapısal derecelendirmeyi kapsamaktadır (Shen, 2020). Aşağıdaki grafik, ortalama derecelendirme seviyeleri ile belirlenmiş ülkeler arasındaki değişiklikleri göstermektedir.

**Grafik 1.5: Ortalama Derecelendirme Seviyelerinde Moody's, S&P ve Fitch Seçilmiş Ülke Notu Seviyeleri.**



**Kaynak: Shen,2020.**

AAA (20) -D(1) arası puanlık bir ölçekle alfasayısal dönüşüme dayalı hesaplanmıştır.

Olumlu/olumsuz görünüm sınırları: +/-0.33

Kredi İzleme sınırı olumlu/olumsuz: +/-0.67

Dünyada başka bir kredi derecelendirme endeksi olan SWI, rekor sayılabilecek kadar olan 186 ülkeye kredi notunu değerlendirmiştir. Bu kuruluşun çalışma amacı, seçilen bir bölgenin gelecekteki 3 yıl içerisinde oluşacak notlandırmaları kredi derecelendirme modeli olarak yansıtmaktır. 2020 ve 2021 yılına kıyasla aşağıdaki gibi bölgesel kredi derece endeksleri not gösterimi verilmiştir.

**Tablo 1.2: Seçilmiş Dünya Bölgelerinin Toplu Kredi Derece Endeksleri.**

Bölgeler	Kredi Derece Endeksleri		Küresel Yüzdeleri (%)	Dünyada Borç Yüzdeleri (%)
	2020 Yılı	2021 Yılı		
Afrika	BB	BB+	4.2 %	3.9 %
Avrupa	A	A	17.7 %	20.3 %
Kuzey Amerika	A	BBB+	25.0 %	27.3 %
Güney Amerika	BB+	BB+	4.5 %	4.4 %
Asya	BBB+	BBB+	47.9 %	43.2 %
Okyanus	AAA	AA	0.6 %	0.9 %

**Kaynak: Wikirating Blog, 2021.**

Görüldüğü üzere, bölgeler arasında olumlu fark olan Afrika'nın 2021 yılı endeksleri, 2020 yılına nispeten yükselmiştir. Avrupa, G. Amerika ve Asya'da değişiklik olmazken, K.Amerika ve Okyanus üzerinde derecelendirmeler farklılık göstermiştir.



## LİTERATÜR

Krueger (1987), çalışmasında az gelişmiş ülke ekonomileri üzerinde borç ve sermaye akışlarını incelemiştir. 1982 yılında gündeme yansıyan borç krizi konu başlığı ile gelişmekte olan ülkelerin borç sorununu ele alıp, birçok politikacı ve araştırmacı tarafından bu krizin kısa sürede atlatılacağına, kredibilitelerin ve ülke kalkınmasının tekrar gelişeceğini öne sürmüşlerdir. Fakat söz konusu durumun aksi halde olduğu ve çalışmasında borçların oluşumlarına ve sebeplerini incelemiştir. Yatırımları ülkeye çekebilmek için, tasarrufların yüksek getiri oranlarına nispeten düşük olduğunu, borçların yüksek miktarlarda oluşu ile kar edemeyip, ülke ekonomisinin yavaş büyümesine, ihracatın azalacağına ve bunları tetikleyen en önemli faktörün faiz oranları olduğuna değinmiştir. Sonuç olarak, politikacı ve analistler için politika reform yoluyla finansmanın yeterli olan miktarın ne kadar olduğunu tespit ederek, hükümetin ekonomik sıkışıklıkta olduğu durumlarda politika yapıcıların borçlanmada sınırı aşma istisnasını ortaya koyabileceğine değinmiştir. Borç sahibi olan ülkelerin, politika reformunun derecelendirmesine bakılmaksızın aynı sınıflandırma içerisinde olmasının hata olduğunu ele almıştır.

Figlio ve Blonigen (1999), çalışmasında dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının etkilerini ele almıştır. 1980'li yılların son çeyreğine gelindiğinde dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının ABD 'de gösterdiği artışlar, yatırımların aktarım nedenleri ve yabancı firmaların nerede olduğu konusundaki sorulara çözüm aramıştır. Yabancı firmaların yerel ülke gelir dağılımını ele alarak 1980-1985 yılları arasında Güney Carolina üzerinde panel veri analizi yapmıştır. Yabancı yatırımcıların ev sahibi ülke üzerinde önemli görülen artışlar görüldüğüne değinmiştir. Genelde görülen, eğitim harcamalarının, ulaşım ve devlet korumasına kaydığında ele almıştır. Analizlerinin ise sınırlar dahilinde gerçekleştiğini, yabancı yatırımcıların sektördeki oluşunun, ücretlerin daha yüksek olmasından dolayı kaynaklandığını belirtmektedir. Ama gerçekte bu durum yüksek ücretle ilgisi olmadığını söyleyenlerin olduğunu ifade etmiştir. Sonuç olarak, çalışmasının yabancı

yatırımcılar üzerindeki etkisinin nasıl olduğunu belirten sağlıklı çalışma yapıldığına değinmiştir.

Çolpan (2001), Yüksek Lisans Tezi'nde, yapılan notlandırmaları finans sistemindeki etkisinin, küreselleşmenin etkisiyle ülke kredi derecelendirmelerin öneminin arttığını çalışmasında kredi derecelendirme kuruluşlarının görev tanımlarını, üç büyük derecelendirme kuruluşu olan S&P, Moody's ve Fitch'in organizasyon yapılarını, derecelendirmelerin finans-banka içindeki etkilerini, Türkiye derecelendirmesi üzerine risk faktörlerinin, devletin dahil olduğu finans piyasaların ve yararlanılan verilerin olumsuz şekilde derecelendirmeyi etkilediğini, yapılan bu notlandırma sebebiyle firma, kurum ve kuruluşların bu olumsuz derecelendirmeden dolayı projelerini geri çekmelerine neden olduğuna değinmiştir.

Moran (2003), dolaysız yabancı sermaye yatırımlarındaki büyüme ve genel kural ve düzenlemeleri üzerinde çalışma yapmıştır. Yeniden yapılan ekonomik düzenleri ve sektörlerde değişiklikleri, ekonomilerin iktisadi durumlardaki sürecini ve sonsuz beklentileri ele alan bir çalışmadır. 1997-1988 mali kriz sonrasında Doğu Asya ülkeleri üzerindeki etkisine değinmiştir. Çalışmasının ilk bölümlerinde serbestleşme çağrısına odaklanırken, başka bölümde olan Hong Kong'da güçlü bir sanayi politikası önermesinde bulunmuştur. Sektörler arasındaki rekabet dolayısıyla, yapılan her girişimden rakiplerin takibinde olduğunu buna örnek olarak tekstil ve otomotiv sektörünü vermiştir. Japonya'yı konu aldığı bölümde, yeniden yapılandırmayı tartışıp, ekonomik yapının 1989 yılından itibaren yaşadığı reformları, durgunlukları ve faydalı gelecek politikaların neler olacağına değinmiştir. Çalışmanın bir bölümünde yabancı yatırımcıların yerli ülkelerdeki işgücü üzerinde ağır yükümlülükler oluşturması nedeniyle dolaysız yabancı yatırımların çekici görülmediğine değinmiş ve böyle durumda proje üzerinde istenilen sonucun olamayacağını belirtmiştir.

Şimşek ve Behdioğlu (2006), çalışmalarında Türkiye'de dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyümenin üzerinde etkisini incelemiştir. Yurtiçi sermaye kıtlığı nedeniyle ekonomik kalkınmanın zayıfladığını, bunun önüne geçmek için ise dolaysız yabancı sermaye yatırımlarına teşvik edici yönlendirmelerle

ekonomide olumlu gidişat olacağına değinmişlerdir. Ele alınan çalışmada, analiz yöntemlerinden olan korelasyon analizi ile Türkiye üzerindeki dolaysız yabancı sermaye etkisini, yurtiçi sabit yatırım ve istihdamın ilişkisini; ekonomik büyüme ile bağlantısında Cobb-Douglas Üretim Fonksiyonu çalışmasıyla incelenmiştir. Analiz sonuçlarında ise, yurtiçi sabit yatırım ve istihdam arasında pozitif yönde analiz tespit edilmiş. Türkiye üzerinde DYSY'nın GSMH üzerinde artışa neden olduğuna ve bu devam ederse GSMH üzerindeki etkisini artmaya devam edeceğine değinmişlerdir.

Elkhoury (2008), çalıştığı makalesinde derecelendirme kuruluşlarının gelişmekte olan ülkeler yani potansiyel ülkeler üzerindeki etkisini incelemiştir. Makalede derecelendirme kuruluşlarının notlandırmaları herkes tarafından güvenilir ve önemli olduğunu vurgulamış, borç senetlerin ve ihraççıların kredibilitesinde, yeni finansal yapıların idaresinde yeri önemli tutulduğundan söz etmiştir. Derecelendirme kuruluşlarının analizde ekonomik ve politik faktörler hakkında bilgi sağlamaya çalışırken, devlet veya ülkenin sorumluluklarını yerine getirme olasılığına değinmiştir. Diğer yandan bu kuruluşların tarafsızlık, objektiflik ilkelerinden aykırı hareket ettiğini ve verileri kesin şekilde olduğu gibi sunmadıklarını ele almıştır. En büyük girişim IOSCO'nun kendi Tüzüğü'nün yayımlanmasıdır. Bu kuralın amacı KDK'lar tarafından yönetim kuralları geliştirmek ve şeffaflık, bağımsızlığı ile sürdürmesine değinmiştir. KDK'ların istenmeyen not şeklinde olumsuz değerlendirmelerini kamuya açık olmadığını, yatırımlarda bu şekilde teşviklerin azaldığını belirtmiştir.

Zeynep (2009), Yüksek Lisans Tez'inde derecelendirmenin bankacılık üzerindeki etkisine değinmiştir. Derecelendirme kavramı, amacı ve tarihçesi, finans kurum ve kuruluşlarında etkisine değinirken; bankalar üzerinde derecelendirilme işleminde esas alınan ölçütleri, yatırımcıya açık bilgiyi sunarak yardımcı olduğunu ama yükümlülük taşımayıp, danışmanlık hizmeti vermediğini ele almıştır. Ülke içinde risk faktörlerini, finans raporları, sermaye yapısının detaylı öğrenilmesi yabancı sermaye yatırımlar için avantaj olduğunu açıklamıştır. Risklerin ölçülmesi ve değerlendirilmesinde, denetim kuruluşları ve banka sektörünün iç yapısında kullandıkları sistemlerden olan CAMELS tekniği bileşenleri incelemiştir. Finansal

güç derecesi, bankacılık sektöründe uygulama kapsamında ele alınmış ve bununla beraber Akbank Türk Anonim Şirketi üzerine Moody's'in 2008 yılında notlandırma raporu detaylı incenip notlandırma ölçütlerine değinmiştir.

Eren (2010), Yüksek Lisans Tez çalışmasında ele almış olduğu konuda Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğuna yön vermiştir. Çalışmasında derecelendirme kuruluşlarının, sorumluluğunu belirlemelerini ve kamuoyuna doğru bilgi aktarmalarını sağlayan yetki verilmesi gerektiğini, bu sayede de müşterilerin mal varlığını güvence altına alınmış olacak ve beklenmeyen maliyetin sorumluluğunu derecelendirme kuruluşları karşısında haksız fiil sorumluluğuna dayanabileceklerinden söz etmiştir.

Sipahi (2010), Yüksek Lisans Tez çalışmasında Kredi derecelendirme duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini İMKB-Banka hisse senetleri üzerinde incelemiştir. Derecelendirme kuruluşlarının finans sisteminde de etkin olduğunu gösteren çalışmasında, İMKB banka hisse senetleri üzerindeki etkilerinin olduğunu, hisse senedi fiyat davranışları notlandırmayla doğru orantılı olduğunu ve kredi derecelendirme kuruluşlarının kamuoyuna tam bilgi sunmadığını ele almıştır.

Erkan ve Demircioğlu (2011), derecelendirme kuruluşlarının yatırımlar üzerindeki etkisine değinmiştir. Dolaysız yatırımların ülke ekonomisi gelişiminde önemli katkısı olduğuna, ülkelerin gerekli yatırımı ülkeye çekebilmek için yatırımcıya kapsamlı bilgi sunabilmek için derecelendirme kuruluşlarına talepte bulduklarına değinmiştir. Derecelendirme notunun ülkeler üzerinde etkili olduğuna, Türkiye'de ise bu durumun nasıl olduğu hakkında inceleme yapmıştır. Sonuç olarak, kuruluşların ilkelerine aykırı notlandırma yaptığını, yabancı yatırımcıların girişimlerinin ülke ekonomisiyle uyumlu olmadığını, bunuda Türkiye üzerinde yapmış olduğu inceleme gösterdiğine değinmiştir.

Aytaç ve Akduğan (2012), çalışmasında dış ticaret ve ekonomik büyüme üzerine nedensellik analizi yapmış ve Türkiye'nin 2001-2011 yıllarını değerlendirmiştir. Globalleşmenin etkisiyle ülke ekonomisinin büyümesi, belirlenen yıllar arasında ihracat ve ithalatın olduğu senaryoları ve bunların GSYİH

ile ilişkisini Granger nedensellik analizi ile incelenmiştir. Ekonomik büyüme üzerinde etkinliğini koruyan faktörün ihracat olduğunu belirtilmiş, yanı sıra bu faktörler arasındaki uzun dönemli ilişki Johansen bütünleşme testi uygulanarak test edilmiştir. Sonuçta ise nedenselliğin olduğu VAR analizi yardımıyla bu uzun dönemli ilişki ile ihracattan ile büyümeye yönelen bir nedensellik içinde olduğuna varılmıştır.

Kabadayı (2012), Doktora Tezi üzerinde sürdürdüğü çalışma, ülke kredi notları üzerinde etkisini gösteren faktörleri yükselen ekonomiler ve Türkiye'yi kapsamaktadır. Çalışmada, KDK' ların yaptığı değerlendirmelere ve bu notların sonucunda ülkelerin iç yapılarını doğru ve anlaşılır halde üçüncü kişilere aktarılma durumlarını inceler. Yükselen ekonomiler için nicel ve nitel bağımlı değişkenler kullanırken, Türkiye için sınır testi analizi yapmıştır. Sonuç olarak çalışmasında, üç büyük derecelendirme kuruluşlarının notlandırma sistemlerinde objektif ve tarafsız olmadığını ve ülkenin iç ve dış yapısına öznel yaklaşımlar ile mevcut durumlarından bağımsız not sergilediğine değinmiştir. Bunu ortadan kaldırmak için, ülkelerin kısa vadeli mali hareketlenmelere karşılık vermeden, uzun vadeli mali hareketleri düzenlenmesi sayesinde ülke notlarının iyileşebileceğini öne sürmüştür.

Apaydın (2013), Yüksek Lisans Tezi'nde Türkiye'nin büyüme donanımını 1923'ten günümüze doğru ele almış olup, politik faktörleri de buna dahil etmiştir. Uluslararası serbestleşmenin bu durumu karşılayacak yeterlilikte olmayan ülkelerin olduğunu, Türkiye'nin bu etkileşimden dışa bağımlı, ekonomik trendlerde düşüşler , yanlış büyüme taktikler yaşadığına değinmiştir. Türkiye'nin gelişmiş bir ülke olması için, ülke içi ve ülke dışında yapıcı olmak, globalleşen dünyanın getirilerinden olumlu paydalardan yararlanmak, her durumda ekonomik, sosyal ve politik faktörlerin istikrarlı ve daimliğini korumasından söz etmiştir.

Yıldız (2014), Yüksek Lisans Tezi'nde kredi derecelendirme kuruluşları ve ülke kredi notlarının makroekonomik belirleyicilerini panel veri analiziyle incelemiştir. Çalışmasında, iki ayrı başlık altında alt-orta gelirli ve yüksek gelirli ülkeleri ardından da tüm ülkeleri kapsayan araştırma sunmuştur. Ekonometrik yöntem ise, Sıralı Probit ve Sıralı Logit tahmin yöntemlerini kullanmıştır. Alt-orta

gelirli ülkelerin bu analiz sonucunda kişi başına düşen gelir düzeyleri, büyüme ve enflasyon oranlarını, kamu borcu, bütçe ve cari açıklar dengesinin derecelendirmede yararlanılan makroekonomik parametrelerin olduğunu öne sürmüştür.

Ciumaş vd. (2015), mali kriz yaşanırken sigorta şirketlerinin notlandırması üzerine çalışma yapmıştır. Derecelendirmelerde kuruluşlarının finans gücünün değerlendirmelerinde etkisini, sigorta poliçe sahibi sorumluluklarını görmezden gelmeme hususlarına değinmiştir. Sigorta şirketlerinin, uzun vadede hayat sigortası, yaşlıların tazminat talepleri gibi işlemlerle ilgilenirken, diğer yandan finans-banka yapılarında risklerden biri olan likiditeden dolayı tedirginlik yaşadıklarını, verilen kredilerin geri alma isteği yoğunlaştığına değinmiştir. Riskin varlığı, finansal kriz sırasında pek çok kurumların meydana çıktığına değinmiştir. Romanya sigorta şirketi bu ekonomik istikrarsızlıktan çıkabilen bir şirkettir. Üç büyük derecelendirme kuruluşu olan Moody's'in tüm veriler sonucunda mali kriz esnasında sigorta karlılığını dengede tutmuş ve yüksek derecelendirmeye sahip olan şirketler Astra Asigurari ve Allianz-iriac olduğuna değinmiştir.

Korkmaz vd. (2017), çalışmasında Ülke kredi notlarının pay getirileri üzerindeki etkilerini BİST 30 Endeksi üzerinde Event Study analizi yapmıştır. Çalışmasında, üç büyük kredi kuruluşlarından biri olan Moody's'in Türkiye derecelendirmesi üzerindeki değerlendirmelerini BİST 30 Endeksi'nde bulunan firmaların hisseleri üstündeki etkilerini Event Study ve Bağımlı Örneklem t testi ile saptamaya çalışmıştır. Çalışma sonucunda, Türkiye üzerindeki notlandırmanın risksiz yatırım yapılabilir seviyede iken sermaye sahiplerinin pozitif yaklaşımla projelere, aktarımlara devam ettiğini, tam tersi durumda ise yatırım sahiplerinin sermayelerini geri plana çektiği kanısına varmıştır.

Yıldırım vd. (2018), çalışmasında üç büyük derecelendirme kuruluşu olan S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için 2012-2016 yılları arasında yaptığı notlandırmalarını hisse senedi üzerindeki etkisini ele almıştır. Borsada değişikliklere karşı kısa sürede tepki verebilen seçili 6 endeks konusu üzerinde inceleme yapmıştır. İncelemede duyuru öncesi ve sonrası on günlük süreli etkileri dahilinde ele alınmıştır. Genel anlamda endekslerin bildiriler karşısında yarısının etkilendiğine

değirmiştir. Türkiye üzerindeki etkisi ise tamamı olmasada az derecede sürdürdüğünü ve yerli ve yabancı sermaye yatırımcıların bu derecelendirmelerden azda olsa etkilenebildiğine bunun yanında yatırımcıların derecelendirme dışındaki değışkenlikleride göz önüne aldığını belirtmiştir.

Günel (2019), çalışmasında derecelendirme kuruluşlarının rolünü ve krizlerdeki etkilerini incelemiştir. Üç büyük derecelendirme kuruluşları olan S&P, Moody's ve Fitch Ratings değerlendirmelerinin gerçeği yansıtmadığını ve tutarsızlık gösterdiğini yatırımcılar ve politikacılar tarafından olumsuz eleştiri aldıklarını ifade etmiştir. Değerlendirmeler sonucundaki veriler ile ülkelerin para ve sermaye piyasalarını, küresel döviz alanında önemli derecede etkilemekte olduğunu, ülke gelişmelerini notlandırmalarıyla dolaylı şekilde etkilediğini ve ülkenin finans tanınırlığı kalitesi üzerinde fikir sahibi olunabileceğine değirmiştir. Son olarak ülkeler üzerinde inceleme yapıldığında, kredi derecelendirme kuruluşlarının çoğaldığı gözlemlendiği, bu durumun S&P, Moody's ve Fitch yerlerini devretmeleri açısından çok uzun süre sonra olabileceğini açıklamıştır.

Kavak (2019), yapmış olduğu tez çalışmasında, Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının vermiş olduğu kredi notlarının yatırımlar üzerindeki etkisini incelemiştir. Notlandırmaların yatırımlar üzerindeki etkisini ve üç büyük derecelendirme kuruluşlarının üzerindeki etkisini ele almıştır. Ülkelerin gelişmişlik düzeyine bağlı derecelendirmeler ve konu alınmıştır.

Örender (2019), Yüksek Lisans Tezi'nde kredi notlandırmaları üzerine sınıflandırma analizi yapmıştır. Çalışmasında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan olan Moody's'in kredi notlandırmasındaki yöntem olan istatistiksel verileri lojistik regresyon analizi ve yapay sinir ağları kullanılarak bu metotların çeşitlilikte güçleri kıyaslanmıştır. Yöntemlerin kademelendirme başarıları incelenen sonuçlar doğrultusunda, doğru sınıflandırma oranı lojistik regresyon analizinde yüzde 90,6 iken sinir ağları modelinde yüzde 88 olduğunu ve notlandırmada Türkiye'nin yatırım riski taşıdığını kapsayan sınıfa dahil edildiğini açıklamıştır. Yapılan sonuçlandırmada analize dahil edilen olguların bu çalışmada kısıtlı

olduğunu, dönem veya ülke değişikliklerinin verimlerin farklı olabileceğini de eklemiştir.

Kuru (2020), Yüksek Lisans Tez alışmasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının MİST ülkelerine verdiği puanların doğrudan yabancı sermaye üzerindeki etkilerini 2000-2016 dönemi konu almıştır. Çalışmada KDK'ların verdikleri puanların gerçek verileri aktarmadığını, tutarlı ve objektif olmadığına değinmiştir. Sabit ve tesadüfi etkili modellerden biri seçilmiş ve sonuca göre test istatistiği sabit etkili modelle sürdürülmüştür. Varsayımlar sınanarak birim kök analizi, eşbtnleme ve nedensellik testi uygulamıştır. Sonucunda ise kredi derecelendirme kuruluşlarının doğruyu yansıtmayan notlandırmaları düzenleyip kamuoyunun güvenini kazanılmasını ve ülkelerin kendilerine ait milli kredi derecelendirme kuruluşu kurması gerektiğini önermektedir.



## SONUÇ

Kredi derecelendirme kuruluşları esasları arasında ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarında şirket, firma, kurum ve kuruluşların, devletlerin, kredi yeterliliklerini ve kıyaslama aşamasına yardımcı olan temel verileri ortaya koyar. Ülke veya işletmelerin değerlendirme aşamasında hassaslık ile istatistiksel verileri, geçmişteki analizler ve güncel durum değerlendirmeleri baz alınarak bilgi donanımlarıyla notlandırmalar semboller ile ifade edilir. Yapılan derecelendirmeler, sermaye yatırımcıları ve ülkeler için rasyonel karar almalarını sağlayıp ve önemli bir referans kaynağı oluşturmaktadır. Derecelendirme kuruluşları, plasmanları değerlendirme işlemi sürdürürken detaylı analizler sonucunda oluşabilecek risk ve kazanç olasılıklarını ortaya koyarlar. Bunun dışında yatırım araçlarına verilen notlandırmanın bir tavsiye niteliğini taşımadığını söylemek gerekir. Yatırımcılar sermayelerini ülke veya şirketlerin derecelendirmelerine bakarak kendileri tercih etmektedir. Bu durumun aksi halini söylemek, kredi derecelendirme kuruluşlarının ilkeleri olan bağımsızlık ve tarafsızlık yönlerini çürütmek ve dolayısıyla güvenilirliği kaybolması anlamına gelir.

Bu çalışmada, kredi derecelendirme kuruluşlarının kendi içerisindeki yapılanmaları ile oluşturdukları etkileri ele alınmıştır. Çalışmanın birinci bölümünde, derecelendirme kuruluşlarının kavramı, önem ve piyasalardaki rollerine değinilmiştir. Finansal piyasada oligopol yapıya bürünen üç büyük derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme kriterlerinin ve sembollerin açıklanmasının yanında, bilinen diğer derecelendirme kuruluşları ele alınmıştır. Değerlendirme aşamasında analizlerin başlaması üzerine ülke, kurum kuruluşların vs. risk faktörlerinin, mali yapılarının, yönetim ve çevresel koşulların etkili olduğunu amaçların ve sunulan hizmetlerin neleri kapsadığı açıklanmıştır. Açıklık ve bağımsızlığa dayalı sonuçların, şirketler vs. üzerinde önce göz gezdirilip daha sonra kamuoyuna şeffaflık ilkesine uygun şekilde yansıtılması ele alınmıştır. Türkiye’de olan derecelendirme kuruluşlarından söz edildikten sonra genel anlamda ülke kredi notlarını etkileyen faktörlere değinilmiştir.

İkinci bölümde ise, finansal bağlantılarıyla oluşturduğu etkileşime değinilmiştir. İlk olarak finansal yapıdaki derecelendirmesine daha sonrada bankacılık krizlerinden söz edilmiş sonucunda verilen notlandırmalar açıklanmıştır. Derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları analizler sonucunda, belirli ülkeleri ve şirketlerin notlandırmalarının doğruyu yansıtmadığını ve menfaatleri doğrultusunda ilerlediği söylenip, göze batılan bir durumun ortaya çıktığına değinilmiştir. Kendi çıkarlarını korumak adına analizlerde yetersiz bilgi eksikliğini ve asimetric bilgileri görmezden gelinmesi için yapılan her adım KDK'lara olan güvenin azaldığını, bunu destekleyen durumların olduğuna örneğin; kurulmasından 16 yıl sonra Enron şirketinin muhasebe istatistiklerinin yeteri kadar detaylandırılmadan sonuca varılması ile iflas bayrağını çekmesi halinde bile hala yatırım yapılabilir görünümünde olduğunu buna benzer sebeplerle Worldcom skandalı ve Lehman Brother's yatırım şirketinin iflasından önce vermiş olduğu yanlış yüksek notlandırmalardan söz edilmiştir. Güvenin azalmasına sebep olan bu durum derecelendirme kuruluşlarının eleştiriye maruz bırakmış olduğunu ve son olarak Türkiye not gelişimleri güncel notlandırmalarıyla yansıtılmıştır.

Üçüncü bölümde ise, son bölüm olan dördüncü bölüm ile bağlantılı olarak, küreselleşme kavramını, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile yapılarda oluşan etkilere değinilmiştir. Küreselleşmenin yayılımı ile ülkeler arasındaki ekonomik, sosyal bağlantı ağının oluşması, dolaysız yabancı sermaye aktarımlarının ortaya çıkmasına neden olduğundan bahsedilmiştir. Devamında Dünya'da ve Türkiye'de yabancı sermaye yatırımları ele alınırken, ülke risk faktörlerininide içeren bir başlık açılmıştır. Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarında karar alma süreçlerini, teorileri dört başlık halinde toparlanmıştır. Son olarak yatırımların ev sahibi ülkeler üzerinde avantaj ve dezavantajlarından söz edilmiştir.

Dördüncü ve son bölümde ise derecelendirme kuruluşlarının yatırımlar üzerindeki etkileşimleri ele alınmıştır. Yatırımcıların, derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları tüm değerlendirmeleri göz önünde bulundurduğunda sermaye aktarımları gerçekleşmeye başladığına, verilen kararda hızlı ve masrafları azaltıcı yanıyla yatırımcılar için derecelendirme kuruluşlarından faydalanma avantajıyla

önde geldiklerine değinilmiş, yani uzun dönem yatırımları kapsayan, hareketliliğin zayıf olduğu dolaysız yabancı sermaye yatırımları KDK'ların yaptıkları tüm değerlendirmelerden etkilendiği de kaçınılmaz bir sonuç olduğuna değinilmiştir. Devamında yatırımcıya ve ev sahibi ülke üzerindeki avantajlarından söz edilmiş son başlıkta ise kredi derecelendirme kuruluşlarının finans sistemi üzerindeki bağlantısı ile, belirlenen sektörler olan sigorta , bankacılık ve menkul kıymet piyasaları-tahvil piyasaları üzerindeki etkisine değinilmiştir. Bölümün son başlığı ise güncel kredi derecelendirme notlarının genel itibariyle açıklaması ile son bulmuştur.

Genel bakışta kredi derecelendirme kuruluşlarının, denetimlerin gözden kaçırılması, yöneticilerin yeteri kadar bilgi ve tecrübeye sahip olmaması, çıkarlar doğrultusunda yapılmış derecelendirmelerin olduğu şüphesi, derecelendirme ilkelerine itaat edilmemesi, ülke vs. ekonomik krizlerin oluşumunda derecelendirmelerde yönetim yapılarının aksaklıkları, eksik veriler kullanılarak ve doğru zamanda yönlendirmemeleri, derecelendirmelerin gereğinden fazla olumlu değerlendirmelerin yapıyor olması şüpheye daha sonrada eleştirilere maruz kalmalarına sebep olmuştur. Yatırımcıların haksızlığa yada gereğinden eksik şekilde yapılan değerlendirmelere karşı uğradığı zararı, kuruluşlardan talep etme ayrıcalığına sahiptir. Fakat böyle bir durumda, derecelendirme kuruluşları, değerlendirme sözleşmelerinde açıkça beyan ettiği, yaptığı derecelendirmenin hiçbir yükümlülük altına girmediğini belirtmiştir. Bu durum neticesinde, kararların ve yatırımlardan edinilen kazanç ve kayıplarını sadece yatırımcıların sorumlu olduğu açıktır.

Finans piyasalarında genel olarak, kişilerin görüşleri, derecelendirme kuruluşlarının şeffaflık ve bağımsızlık ilkelerine güvenmemelerinin bir diğer sebebi, sonuçlanan raporların değerlendirme aşamalarında genel bilgilerin verilmiş olup, fakat derecelendirmelerde hangi verileri kullandığı, oluşturulan sıralamaların nasıl saptandığı gibi bilgilerden yoksun bırakılmış olmalarıdır. Bu durumlarda güven azalmasının yanı sıra sermaye sahipleri yatırımlarını geri çekmeye yöneleceklerdir. Güven kayıplarının kalıcı olması için bu durumların uzun vadeye yayılması gereklidir. Fakat derecelendirmelerin altında yatan çıkar çatışmaları tekrar güven oluşumunu kolaylaştırıyor.

Kredi derecelendirme kuruluşları, küreselleşme ile güvenilirliklerinin yitirilmesinde, kriz sonralarında veya iflas eden şirketlere derecelendirmelerini en yüksek seviyede belirlemiş olmaları, açık politika ve kararlara sadık kalınmadan yapılıyor olmasıdır. Bu sürecin benzeri yaşanan, ABD’li yatırım bankası olan Lehman Brother’s’ın 15 Eylül 2008 tarihinde batmış olması ve Yunanistan iflasını ilan ettiği sürece verilen derecelendirmenin AAA+ olması, Türkiye ile durumu kıyaslanınca ortada çıkar ilişkilerinin olduğu aşıkardır.

1990’lı yıllardan günümüze kadar, Türkiye için yapılan kriz dönemlerindeki değerlendirmelerin etkilendiği göstergeler ekonomik, sosyal ve politik faktörler olarak bilinir. Bu durum notlandırmalarda istikrardan öte notlandırmalarda dalgalanan trendi meydana çıkartır. KDK’ların ülkelerde tüm olguları analizlerinde veri olarak kullandığı için Türkiye veya Dünya ülkelerinin yasal dayanaklarının iyileştirilmesi, iç yönetimdeki denetimlerin güçlendirilmesi, ekonomik yapı kadar sosyal ve siyasi donanımların artırılması gerekebilir. Kıyas yapılacak olursa gelişmiş ülkelere göre Türkiye’nin seviyesi geride kalmıştır. Bu durumu ileriye taşıyabilmek için ülke içinde sosyal yapının güçlenmesi, hukuki yapının düzenlenmesi, usulsüzlüklerin ortadan kaldırılması gibi güçlü politikaların geliştirilmesi Türkiye için ülkeler açısından güvenilir ve saygınlık oluşturmasını sağlar ve ülkeye aktarılan dolaysız yabancı sermaye yatırımları için gelecekteki kredi notlarında artışına yardımcı olabilir. Türkiye’ye olan notlandırmalarda genel itibariyle eli sıkı olan KDK’lar, son zamanlarda hak edilen notlandırmaların açık ve doğru şekilde açıklanması, yatırımların yönlendirilmesinin sağlanması nihayet başlamıştır. Genel itibariyle ülkelerin cari açıkları, bütçe dengesizliklerinin artması, dolayısıyla ülkede enflasyon oluşumunu tetiklemesi ile ülke notunun düşmesi görülür buna yapılacak ilk çözüm ise finans yapısında denetimleri sıklaştırılabilir.

Sonuç olarak, geçmişten günümüze derecelendirme kuruluşlarının şeffaflık ve bağımsızlığı temel alması gerekirken birçok metodolojiden uzaklaştığını belirten eleştirilere maruz kalmaları değerlendirmeleri altında öznel bakış açıları olduğu düşüncesi yaygındır. Genel kanı, Türkiye ekonomisine benzer ülkelerin derecelendirmeleri çok fazla değişmediği yönündedir. Derecelendirme kuruluşlarına

yorumlar neticesinde önerilen, kendi içinde gizli disiplinle çalışması, bağımsız denetime sadık kalınması ve verilerin nasıl analiz edildiği konusunda kuruluşun işleyiş gizliliğini zedelemeyen, objektif kriterleri geri plana atıp politik çıkarılara yönelmemeli, belirli düzenlemeler yapıp kamuoyuna açık ve anlaşılır şekilde yansıtılmalı, güvenilirliğini kazanması için bu hususlar üzerine gidilebilir. Özetle KDK'lar değerlendirme sürecinde temelinde sıkı disiplin ve denetim aşamasında analizleri güçlendirip rekabet içinde gelişim sağlayan politikalar izlemelidir.



## KAYNAKÇA

- Akçayır, Ö. (2013). *Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ve güvenilirliklerinin sorgulanması: Türkiye'nin kredi derecelendirme geçmişi ve bugünü (1992-2012)*, Yüksek Lisans Tezi. Süleyman Demirel Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Aksoy, B. (2020). Sigorta şirketlerinin derecelendirmesinde makine öğrenmesi yöntemleri tahmin performansının karşılaştırması: Türkiye örneği. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 12(23), 579-597.
- Apaydın, F. (2013). *Büyümenin ekonomi politiği:Türkiye örneği*. Yüksek Lisans Tezi. T.C. Hitit Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı. Çorum.
- Arıkan, D. (2006). *Türkiye'de doğrudan yabancı sermaye yatırımları*. İstanbul: Arıkan Yayınları.
- ASOMEDYA. (2001). *Türkiye'de bankacılık ve finans krizleri*. Ankara Sanayi Odası Medya.
- Ayaydın, H. (2010). Doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin incelenmesi: Türkiye örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(26), 134-137.
- Aydemir, C. ve Kaya, M. (2007). Küreselleşme kavramı ve ekonomik yönü. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(20), 262-270.
- Aytaç, A. ve Akduğan, U. (2012). Dış ticaret ve ekonomik büyüme üzerine bir nedensellik analizi: 2001-2011 Türkiye örneği. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(2), 55-70.
- Babuşcu, Ş. H. (2006). Kredi derecelendirmesi (rating) ve finans. *Akademi Consulting & Training Seminer Notları*. Ankara, s.42.
- Bahçeci, S. A. (1997). *Ortodoks ve Heterodoks istikrar programları: seçilmiş ülke örnekleri ve 1994 Türkiye deneyimi*. Uzmanlık Tezi. Devlet Planlama

Teşkilatı, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü.  
Ekonomik Modeller Dairesi Başkanlığı, Ankara.

Bannier, C. ve Hirsch, C.W. (2010). The economic function of credit rating agencies what does the watchlist tek us? *Journal of Banking & Fiinance.*, 34(12), 3037-3049.

Berker, A. B. (2008). *Finans sisteminde tahvil getirilerinin kredi dereceleri ile ilişkisi: gelişmekte olan ülkeler açısından bir uygulama*. Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi / Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul.

Bostancı, M. C. (2012). *Küresel krizin dinamikleri ve kredi derecelendirme kuruluşlarının kredibilitesi*. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi / Sosyal Bilimler Entitüsü, İstanbul.

Boyacıoğlu, A. (2005). Bankalarda derecelendirme(rating) ve Türk bankacılık sektörü üzerine amprik bir çalışma. *Ünal Aysal Tez Değerlendirme yarışma dizisi*.

Bülbül, O.G. (2016). Doğrudan yabancı sermaye yatırımları teorileri ışığında Türkiye çimento sektöründeki doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının değerlendirilmesi. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* , CİEP Özel Sayısı.

Cacchione, R. (1998 Şubat). Gelişen piyasalarda derecelendirme kuruluşu kuralı. *Finans Dünyası*.

Cantor, R. ve Mann, C. (2003). Measuring the performance of corporate bond ratings. *Moody's Investors Service, Special Comment April*.  
<https://www.moody.com/sites/products/DefaultResearch/2001900000426576.pdf>.

- Cihangir, M. (2005). Finansal krizlerin banka birleşmelerine etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri çerçevesinde kronolojik bir yaklaşım. *Ankara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 103-108.
- Ciumaş, C., Oniga, A. ve Popa, I. (2015). The rating of insurance companies during the financial crisis. *Procedia Economics and Finance*, 32, 1494-1504.
- Coşkun, Z. (2009). *Bankacılıkta derecelendirme*. Yüksek Lisans Tezi. T.C. İstanbul Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı, İstanbul.
- Çağlak, E., Küçükşahin, H. ve Kahraman, İ. (2018). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi not kararlarının Türkiye finansal piyasalarına etkisi: borsa İstanbul sektör endeksleri üzerine bir uygulama. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(4), 42-46.
- Çetin, M. ve Seker, F. (2013). Doğrudan yabancı yatırımlar ve ihracat ilişkisi: gelişmekte olan ülkeler üzerine bir nedensellik analizi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 8(1), 122.
- Çinko, L. ve Ak, R. (2009). Doğrudan yabancı sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 26(1), 118-126.
- Çolpan, U. (2001). *Kredi derecelendirme ve finansal piyasalar üzerindeki etkileri*. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- D&P. (2020). Duff&Phelps. [duffandphelps.co.uk/about-us/corporate-responsibility](http://duffandphelps.co.uk/about-us/corporate-responsibility) (Erişim Tarihi: 01.01.2021).
- Demir, M. (2014). *Kredi derecelendirme kuruluşları derecelendirme süreçleri ve Türkiye*. Yüksek Lisans Tezi. T.C. Adnan Menderes Üniversitesi /Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı, Aydın.



- Demir, M. ve Eminer, F. (2014). Kredi derecelendirme kuruluşları üzerine düşünceler. *LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(2), 99.
- DHM. (2021). <https://www.dunya.com/ekonomi/sp-turkiye-icin-degerlendirme-yapmadi-haberi-622859> Dünya Haber Merkezi. (Erişim Tarihi: 05.30.2021).
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2001). *Krizleri nasıl çıkardık?* Creative Yayıncılık.
- Elkhoury, M. (2008). Credit rating agencies and their potential impact on developing countries. *UNCTAD*.
- Eren, E. (2010). Derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlar sebebiyle üçüncü kişilerin uğrayabileceği zararlardan kaynaklanan sorumluluğun hukuki niteliği. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 4(2), 111-141.
- Eren, E. (2010). *Derecelendirme kuruluşlarının sorumlulukları*. Yüksek Lisans Tezi. T.C. Ankara Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk (Ticaret Hukuku) Anabilim Dalı, Ankara.
- Erkan, M. ve Demircioğlu, M. Y. (2011). Türkiye'ye verilen derecelendirme notlarının doğrudan yabancı yatırım girişine etkisinin yıllar itibarıyla incelenmesi. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2(1), 209-237.
- Ettinger, R. ve Golieb, D. (1917). *Credits and Collections*. Michigan University.
- Figlio, D. N. ve Blongen, B. A. (1999). *The effects of direct foreign investment on local communities*. Cambridge: National Bureau Of Economic Research .Nber Working Paper 7274. <https://www.nber.org/papers/w7274>.
- Frost, C. A. (2007). Credit rating agencies in capital markets: a review of research evidence on selected criticisms of the agencies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(3).
- Gedikli, A. (2011). Çok uluslu şirketler ve doğrudan yabancı yatırımların gelişmekte olan ülkelerin kalkınması üzerine etkileri. *Kırklareli Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü, Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 6(1), 98-137.

- Güloğlu, B. ve Kaygusuz, M. (2002). Finansal serbestleşme politikaları ve finansal krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye krizleri. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakóltesi Dergisi*(27), 107-134.
- Günel, M. (2019). Kredi derecelendirme kuruluşlarının rolü ve krizlerdeki etkileri. *Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(1), s. 149.
- Günay, M. (2007). *Türkiye'de bankacılık: sorunlar, gelişmeler, çözüm önerileri*. (Ed, Ahmet Ay), Türkiye Ekonomisi. Konya: Çizgi Kitabevi.
- Gür, N. (2014). *Doğrudan yabancı yatırımların yerli şirketler üzerine etkileri*. İstanbul: MÜSİAD Araştırma Raporları: 90.
- Gür, T. ve Öztürk, H. (2011). Ülke riski, derecelendirme kuruluşları, aksaklıklar ve yeni düzenlemeler. *Sosyo Ekonomi*.
- Güven, Y. (2007). *Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, gelişme yolunda ülke ekonomileri üzerine etkileri: Türkiye için ampirik bulgular ve değerlendirilmesi*. Doktora Tezi.T.C. Sakarya Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Hasbi T. D. (2012). *Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan not değerlendirmelerinin ülke ekonomileri üzerine etkileri: Türkiye örneği*. Yüksek Lisans Tezi. T.C Adnan Menderes Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı, Aydın.
- Haspolat, F. (2015). *Ülke kredi notlarının belirleyicileri: Türkiye'nin kredi notunun ülke karşılaştırma Analizi*. Uzmanlık Tezi. Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı Yayın No: 2923.
- Haydaroğlu, C. (2021). *Globalomic crisis and the changing role of the state*. Economic, Social and Business Issues: Evidence From Developing World. IJOPEC Publication.

- ICRA. (2017). ICRA Ltd. <https://www.capitalmarket.com/Company-Information/Information/About-Company/ICRA-Ltd/13035>. (Erişim Tarihi: 01.01.2021)
- İSO. (2002). Uluslararası doğrudan yatırımlar ve Türkiye durum tespiti ve stratejik plan. İstanbul: İSO.
- İşcan, İ. H. (2012). Sermaye malı ithalatının işgücü verimliliğine etkisi: panel veri analizi. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 16(2), 338.
- JCR. (2018). *Kuruluş hakkında bilgiler (çevrimiçi)*. <https://www.jcr.co.jp/en/service/company/> (Erişim Tarihi: 31.12.2020).
- Kabadayı, B. (2012). *Ülke kredi notlarını etkileyen faktörler: yükselen ekonomiler ve Türkiye örneği*. Doktora Tezi. T.C. Atatürk Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Erzurum.
- Kalkan, A. (2014). *Gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık krizleri ve Türk bankacılık sektörüne etkileri*. Yüksek Lisans Tezi. T.C. İstanbul Ticaret Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası Bankacılık Ve Finansal Bölümü, İstanbul.
- Kamacı, A. (2018). Küreselleşme sürecinde çok uluslu şirketlerin ekonomik açıdan değerlendirilmesi . *Yönetim, Ekonomi, Edebiyat, İslami ve Politik Bilimler Dergisi*,3(2), 85.
- Karagöl, E. ve Mihçioğur, Ü. (2012). Kredi derecelendirme kuruluşları: alternatif arayışlar. *Seta Rapor*.
- Kargı, B. (2014). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ve Türkiye'nin kredi notu üzerine bir inceleme (1998-2013). *The Journal of Academic Social Science Studies*.(24), 353-358.
- Karluk, R. (1996). *Uluslararası ekonomi* (Cilt 4. Baskı). İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım A. Ş. Yayın No: 618.

- Kavak, G. (2019). *Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu kredi notlarının yatırımlar üzerindeki etkisinin incelenmesi*. Yüksek Lisans Tezi.T.C. Aydın Menderes Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Aydın.
- Kaygusuz, M. (2014). *Geçmişten günümüze finansal krizler (1619-2014)*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Kazgan, G. (2015). *Küreselleşme ve ulus-devlet*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi.
- Kılıç, B. (1989). Derecelendirme işlemi ve ABD’de tahvil derecelendirme süreci. Ankara: *S&P Kurulu Araştırma Raporu*.
- Kobirate. (2015). <https://www.kobirate.com.tr/Derecelendirme-Surec-ve-Asamaları>. (Erişim Tarihi: 06.06.2021).
- Korkmaz, C. (2010). *Türk bankacılık sisteminde kredi derecelendirme standartları ve İ.M.K.B'ye kote olmuş bir şirkete uygulanması*. Yüksek Lisans Tezi. T.C. Marmara Üniversitesi / Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul.
- Korkmaz, T., Yaman, S. ve Metin, S. (2017). Ülke kredi notlarının pay getirileri üzerindeki etkisi: BİST 30 endeksi üzerinde bir Event Study analizi. *Sosyal Bilimler Metinleri, ICOMEP Özel Sayısı*. 172-178.
- Krueger, A. (1987). Debt, capital flows, and LDC growth. *The American Economic Review*, 77(2), 2-6.
- Krugman, P. ve Obstfeld, M. (2003). *International economics: theory and policy*. USA: World student series, Addison -Wesley.
- Kula, F. (2003). Uluslararası sermaye hareketlerinin etkinliği: Türkiye üzerine gözlemler. *CÜ., İİBF Dergisi*, 4(2), 141-154.

- Küçükkoçoğlu, G. (2003). Derecelendirme kurumları, enformasyon servisleri. Ankara: Başkent Üniversitesi İşletme Bölümü Ders Notları. 4-8 <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/> (Erişim Tarihi: 31.05.2021).
- Miller, R. (1993). Determinants of US manufacturing investment abroad. *Finance and Development*.
- Moody's Annual Report. (2012). *Moody's Annual Report*. (Çevrimiçi) <http://www.amstock.com/proxyservices/files/ar26180.pdf>.
- Moosa, A. I. (2002). *Foreign direct investment: theory evidence and practice*. New York: Palgrave Macmillan. 27.
- Moran, T. (2003). FDI and development: what is the role of international rules and regulations? *Transnational Corporations. United Nations Conference on Trade and Development*
- Mukatel, L. A. (2006). *Ülke derecelendirme notlarının borsa endekslerine etkisi: İMKB 100 endeksi üzerinde bir model denemesi*. Yüksek Lisans Tezi. T.C. Marmara Üniversitesi / Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul.
- Nur, H. ve Dilber, İ. (2017). Gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımları belirleyen temel unsurlar. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32(2), 16-38.
- Olle, W. (1986). *New technologies and the international division of labor: retransfer of foreign production from developing countries*. Vierteljahres berichte: Problems of International Cooperation .
- Orhan, M. ve Alpay, R. (2012). Towards a more objective credit rating. *İktisat İşletme ve Finans*.
- Orhan, M., Saka, H. ve Yüksel, H. (2015). Kredi derecelendirmenin etik ve sistemik açmazları. *Türkiye İktisadi Girişim ve İş Ahlâkı Derneği. İş Ahlakı Dergisi*, 8(1), 67-108.

- Öz, S. (2009). *Büyük bunalım deneyiminde küresel kriz*. TÜSİAD Koç Üniversitesi, Ekonomik Araştırma Forumu. 1,6.
- Özatay, F. (1995). 1994 krizinden alınacak dersler. *İşletme ve Finans Dergisi*, 24.
- Özer, S. (2007). *Basel II çerçevesinden derecelendirme modellerinin kredi taleplerinin değerlendirilmesinde uygulanabilirliği*. Master Tezi. T.C. Gazi Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Özmen, T. (1996). Tahvil derecelendirmesi. *SPK Yayınları*.
- Öztürk, L. (2004). Serbest bölgelerdeki doğrudan yabancı sermaye yatırımları: dünyadaki uygulamalara teoriler ışığında bir bakış . *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, 7, 110-128 .
- Fowzia,R. Ve Debnath, N.C. (2008). *Performance analysis of insurance companies in bangladesk: A Focus on Credit Rating*.
- Ratings, F. (2021). Fitch Ratings: <https://www.fitchratings.com/research/non-bank-financial-institutions/fitch-affirms-takasbank-at-bb-outlook-negative-12-01-2021>. (Erişim Tarihi: 01.17.2021).
- KIS. (2016). Korea Investor Service. [https://www.kisrating.co.kr/en/aboutUs/company\\_introduction.do](https://www.kisrating.co.kr/en/aboutUs/company_introduction.do) (Erişim Tarihi: 01.01.2021).
- Setty, G., ve Dodd, R. (2003). Credit rating agencies: their impact on capital flows to developing countries. Washington D.C: *Derivatives Study Center: Financial Policy Forum (Special Policy Report 6)*.
- Seyidoğlu, H. (2007). *Uluslararası iktisat*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Shen, D. (2020). <https://blog.wikirating.org/2020/08/03/how-the-leading-european-rating-agency-distinguishes-itself-from-the-us-rating-agencies/> *Wikirating Blog*. (Erişim Tarihi: 10.06.2021)

- Sipahi, V. (2010). *Kredi derecelendirme duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi : İMKB-banka hisse senetleri üzerinde bir uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. T.C. Marmara Üniversitesi / Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Ana Bilim Dalı, İstanbul.
- Şener, S. (2008). *Dünya'da ve Türkiye'de tarihsel perspektiften yabancı sermaye*. Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları.
- Şimşek, M. ve Behdioğlu, S. (2006). Türkiye'de dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi: uygulamalı bir çalışma. *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 20(2), 48-60.
- Tekin, Ç. T. (2016). Kredi derecelendirme kuruluşlarının öngöremedikleri krizler ve iflaslar. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*. 41. Yıl Özel Sayısı, 19, 181-205.
- Tunç, H. (2001). Kriz ve Türkiye ekonomisi. *İSO Dergisi*, 20-25.
- Tutar, E., Tutar, F. ve Eren, M. (2011). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının rolü, güvenilirlik açısından sorgulanması ve Türkiye. *Akademik Bakış Dergisi Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi*(25), 1-19.
- Ulaş, D. (2004). Çok uluslu şirketlerin ortak girişim stratejisini kullandırma ve sonlandırma nedenleri. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 59(2), 152-164.
- UNCTAD. (2020). Dünya Yatırım Raporu. <https://unctad.org/publications> (Erişim Tarihi: 05.01.2021).
- WGB. (2021). Dünya Kredi Notları Genel Dağılımı. <http://www.worldgovernmentbonds.com/world-credit-ratings/.2021>. (Erişim Tarihi: 09.06.2021).
- Wikirating Blog. (2021). <https://blog.wikirating.org/2021/01/01/outlook-2021-wikirating-updates-186-country-ratings/> (Erişim Tarihi: 10.06.2021).

- Yavan, N. (2006). Türkiye'de doğrudan yabancı yatırımların lokasyon seçimi . İstanbul: Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi .
- Yay, T. (2001). *Küreselleşme sürecinde finansal krizler ve finansal düzenlemeler*. İstanbul: İTO Yayınları.
- Yazıcı, M. (2009). Kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi ve denetimi. *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(82), 4-20.
- Yazıcı, R. ve Varsak, S. (2020). Asimetrik bilgi sorununun çözümünde bağımsız denetimin önemi. *Balkan ve Yakın Doğu Sosyal Bilimler Dergisi*. 06(02), 140.
- Yeldan, E. (2002). *Küreselleşme sürecinde Türkiye ekonomisi: bölüşüm, birikim ve büyüme*. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yıldırım, D. Ç. (2019). Effects of economic clusters, FDI and R&D on innovation: developing countries in european monetary union example. *International Journal of Innovation*, 7 (2), 236.
- Yıldırım, H., Yıldız, C. ve Aydemir, Ö. (2018). Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için yapmış oldukları not açıklamalarının hisse senedi endeksleri üzerine etkisi: borsa İstanbul örneği 2012-2016. *Maliye Finans Yazıları*, 12.
- Yıldız, Ü. (2014). *Kredi derecelendirme kuruluşları ve ülke kredi notlarının makroekonomik belirleyicileri: panel veri analizi*. Yüksek Lisans Tezi. T.C. Anadolu Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Eskişehir.
- Yılmaz, R. (2003). Bank runs and deposit insurance in developing countries: the case of turkey. *ProQuest Information and Learning Company. American University. Washington, D.C. 20016*, 16.
- Yüksel, E. (2020). Türkiye Yatırım Yapılabilir Bir Ülke Mi? <https://www.dogrulukpayi.com/bulten/turkiye-nin-kredi-derecelendirme->



[notlari?gclid=EAIaIQobChMIv-](#)

2

[orISQ7wIV3AWiAx08OAhvEAAYASAAEgJPrPD\\_BwE.](#)(Erişim

Tarihi:14.11.2020).

