

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI TİCARET VE PARA YÖNETİMİ BİLİM DALI

**KÜRESEL FİNANS KRİZİNDE KREDİ DERECELENDİRME
KURULUŞLARININ ROLÜ**

Yüksek Lisans Tezi

ARZU EFE

İstanbul, 2019

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI TİCARET VE PARA YÖNETİMİ BİLİM DALI

**KÜRESEL FİNANS KRİZİNDE KREDİ DERECELENDİRME
KURULUŞLARININ ROLÜ**

Yüksek Lisans Tezi

ARZU EFE

Danışman: DOÇ. DR. NURAY TERZİ

İstanbul, 2019



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAY BELGESİ

İKTİSAT Anabilim Dalı ULUSLARARASI TİCARET VE PARA YÖNETİMİ Bilim Dalı TEZLİ YÜKSEK LİSANS öğrencisi Arzu Efe'nın KÜRESEL FİNANS KRİZİNDE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ ROLÜ adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 27.06.2019 tarih ve 2019-19/15 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği / oy çokluğu ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi 10 / 07 / 2019

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

			İmzası
1.	Tez Danışmanı	Doç. Dr. NURAY TERZİ	
2.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. SELÇUK KOÇ	
3.	Jüri Üyesi	Dr. Öğr. Üyesi YAVUZ TURGUTER	

GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyadı	: Arzu EFE
Ana Bilim Dalı	: İktisat
Programı	: Uluslararası Ticaret ve Para Yönetimi
Tez Danışmanı	: Doç. Dr. Nuray Terzi
Tez Türü ve Tarihi	: Yüksek Lisans – Haziran 2019
Anahtar Kelimeler	: Finansal Kriz, Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Ülkeler, Risk Değerlendirmesi

ÖZET

KÜRESEL FİNANS KRİZİNDE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ ROLÜ

Küresel finans sisteminde, yatırımlarını doğru ve güvenilir bir şekilde değerlendirmek isteyen yatırımcılar, yatırım yapmak istedikleri ülkenin politik, ekonomik, hukuki yapısını ve riskin boyutunu bilme ihtiyacı yaşamaktadırlar. Bu ihtiyaçlar sebebiyle ortaya çıkan uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları (KDK), başta ülkeler olmak üzere, şirketler, bankalar ve bazı kamu kurumları gibi birçok varlığın risk değerlendirmesini yaparak yatırımcıların, bilgi edinmesini sağlamaktadırlar. Yatırımcılar, Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının yatırım yaptıkları varlıklar için verdikleri derecelendirme notları ile getirilerinin doğru orantılı olmasını beklemektedirler. Bu kapsamda kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal piyasalar içindeki önemi çok büyüktür. Küresel finans krizinde, kredi derecelendirme kurumlarının rolü olduğu konusu sıkça yazılmıştır. Finansal piyasalar üzerinde bu kadar etkin olan kredi derecelendirme kuruluşlarının, iflas eden işletmelere iflas öncesi yüksek not vermeleri ve ülke krizlerini öngörememeleri bu kuruluşların güvenilirliklerinin sorgulanmasına sebep olmuştur. Bu çalışmanın amacı, başlıca kredi derecelendirme kurumlarının işleyişleri ve küresel finans krizindeki rollerini ortaya koymaktır. Yapılan değerlendirmelere göre KDK'ların finans kriz sürecinde etkin rol oynayamadıkları anlaşılmıştır. Bu açıdan KDK'ların bağımsız bir kuruluş gibi hareket ederek, finans piyasaları üzerinde daha yapıcı olmaları gerekmektedir.

GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname : Arzu EFE
Field : Economics
Programme : International Trade and Money Management
Supervisor : Associate Professor Nuray Terzi
Degree Awarded and Date : Master – June 2019
Keywords : Financial Crisis, Credit Rating Agencies, Countries, Risk Evaluation

ABSTRACT

THE ROLE OF CREDIT RATING AGENCIES IN GLOBAL FINANCE CRISIS

In the global financial system, investors who want to evaluate their investments in a correct and reliable way need to know the policy, economic, legal structure and risk size of the country they want to invest in. The international credit rating agencies (CRA), which established due to these needs, make many risk assessments such as companies, banks and some public institutions and enable investors to reach information that they need to. In a sense that, investors tend to trust these informations and credit rating agencies thus their expectations on their returns in investment shaped by these informations. In this context, the importance of credit rating agencies in financial markets is incontrovertible. In the times of recession, the role of credit rating agencies has been discussed frequently. The fact that credit rating agencies that were so influential on financial markets, did provide high ratings to pre-bankruptcy enterprises and could not foresee the country's crisis that caused them to question their credibility. The aim of this study is to demonstrate the functioning of major credit rating agencies and their role in the global financial crisis. According to the evaluations made, it is understood that the credit rating agencies does not play an effective role in the financial crisis process. In this aspect, the credit rating agencies should act as an independent institution and be more constructive on the financial markets.

ÖNSÖZ

Tez çalışmamın konusunun belirlenmesinde ve çalışmanın hazırlanma ve tamamlanma sürecinin her aşamasında bilgi, birikim, tecrübe ve değerli zamanını esirgemeyerek bana her fırsatta destek olan değerli danışman hocam sayın Doç. Dr. Nuray Terzi'ye teşekkür ederim.

Her anımda yanımda olan, babam Serdar Efe'ye, annem Hülya Efe'ye ve kardeşim Ezgi Efe'ye çok teşekkür ederim.

Son olarak, bu zorlu çalışmada sabır ve özveri ile bana her türlü desteği sağlayan canım eşim, yol arkadaşım İlyas Turgay Usta'ya teşekkür ederim.

Çalışmanın tüm ilgililere yararlı olmasını temenni ederim.

İstanbul, 2019

Arzu EFE

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

GENEL BİLGİLER.....	i
ÖZET	i
GENERAL KNOWLEDGE.....	ii
ABSTRACT.....	ii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLO LİSTESİ.....	vi
ŞEKİL LİSTESİ.....	vii
ŞEMA LİSTESİ	viii
KISALTMALAR	ix
1.GİRİŞ	1
2.ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEM ve KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI.....	4
2.1. Uluslararası Finansal Sistem ve Tarihsel Gelişimi	4
2.1.1. Altın Standardı Dönemi	4
2.1.2. Bretton Woods Sistemi Dönemi	8
2.1.3. Bretton Woods Sonraki Dönem	11
2.2. Uluslararası Finans Sisteminde Kurumlar	15
2.2.1. Uluslararası Finans Sisteminde Kurumların Ortaya Çıkış Süreci	15
2.2.2. Kredi Derecelendirme Kavramı ve Derecelendirmenin Önemi	18
2.2.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihsel Gelişimi.....	27
2.2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ortaya Çıkış Nedenleri	32
2.2.5. Finansal Kurumlar İçerisinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yeri ve Önemi.....	35
2.3. Genel Değerlendirme	37
3. BAŞLICA KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI	41
3.1. Moody's Derecelendirme Kuruluşu.....	42
3.1.1. Tarihçesi ve Gelişimi	42
3.1.2. Derecelendirme Sistemi	42
3.1.3. Organizasyon Şeması.....	46
3.2. Standart &Poors Derecelendirme Kuruluşu	47
3.2.1. Tarihçesi ve Gelişimi	47
3.2.2. Derecelendirme Sistemi	47

3.2.3. Organizasyon Şeması.....	50
3.3. Fitch Derecelendirme Kuruluşu.....	51
3.3.1. Tarihçesi ve Gelişimi.....	51
3.3.2. Derecelendirme Sistemi.....	52
3.3.3. Organizasyon Şeması.....	55
3.4. Genel Değerlendirme.....	56
4. KÜRESEL FİNANS KRİZİNDE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ ROLÜ	58
4.1. Küresel Finans Krizi	58
4.1.1. Genel Bakış.....	58
4.1.2. Küresel Krizin Özellikleri.....	59
4.1.3. Küresel Krizin Sonuçları	63
4.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü.....	64
4.2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Küresel Finansal Krize Etkisi	65
4.2.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Eleştiriler ve Ortaya Çıkan Sorunlar.....	67
4.3. Başlıca Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Değerlendirilmesi.....	70
4.3.1. Moody's Derecelendirme Kuruluşuna Yönelik Değerlendirme	70
4.3.2. Standart&Poors Derecelendirme Kuruluşuna Yönelik Değerlendirme	74
4.3.3. Fitch Derecelendirme Kuruluşuna Yönelik Değerlendirme	77
4.4. Genel Değerlendirme.....	82
5. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINDA REGÜLASYON POLİTİKALARI	85
5.1. Kredi Derecelendirmeye Yönelik Düzenleme ve Denetim Önerileri.....	85
5.1.1. ABD'de Yapılan Düzenlemeler.....	85
5.1.2. AB'de Yapılan Düzenlemeler.....	92
5.1.3. Türkiye'de Yapılan Düzenlemeler.....	98
5.2. Küresel Finans Krizi Işığında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Geliştirilebilmesi İçin Çözüm Önerileri	104
5.3. Genel Değerlendirme	111
6. SONUÇ	114
KAYNAKÇA.....	117

TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1: Not Düzeyleri.....	30
Tablo 2: Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Not Tanımları	32
Tablo 3: Moody's Şirketinin Kredi Notları ve Notların Anlamları.....	43
Tablo 4: Moody's Şirketinin Risk Sembolleri ve Risk Oranları	45
Tablo 5: Standart and Poor's Şirketinin Kredi Notları ve Notların Anlamları	48
Tablo 6: Fitch Şirketinin Kredi Notları ve Notların Anlamları	52
Tablo 7: Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Değerlendirme Özeti.....	80
Tablo 8: Sermaye Piyasası Kurulunca Resmi Gazete’de Yayımlanan Tebliğler ve Düzenlemeler.....	100

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1: Derecelendirme Türleri	21
Şekil 2: Fitch Derecelendirme Şirketinin Derecelendirme Yaklaşımı	53
Şekil 3: Düzenleme Çalışmaları Yapan Uluslararası Komiteler	106
Şekil 4: Menkul Kıymetleştirme Zinciri	107
Şekil 5: ABD’deki KDK’lara Yönelik Düzenleme Sistemi	108
Şekil 6: Avrupa Birliğinde KDK’lara Yönelik Düzenleme Sistemi	109



ŞEMA LİSTESİ

Sayfa No.

Şema 1: Moody's Şirketinin Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Yapısı	46
Şema 2: Standart&Poor's Şirketinin Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Yapısı	51
Şema 3: Fitch Şirketinin Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Yapısı	55



KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AET	Avrupa Ekonomik Topluluğu
BASEL II	Bankacılık Denetleme Basel Komitesi
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision (Basel Bankacılık Denetim Komitesi)
CDS	Credit Default Swap (Kredi Temerrüt Takası)
CEREP	Central Repository (Merkezi Havuz)
CESR	Committee of European Securities Regulators (Avrupa Menkul Kıymet Piyasa Düzenleyicileri Komitesi)
CFGs	Committee on the Global Financial System (Küresel Finansal Sistem Komitesi)
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems (Ödeme ve Mutabakat Sistemleri Komitesi)
CRA	Credit Rating Agencies (Kredi Derecelendirme Kuruluşları)
DB	Dünya Bankası
DYSY	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları
ECU	Avrupa Para Birimi
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval (Elektronik Veri Toplama, Analiz ve Erişim)

ESMA	The European Securities and Markets Authority (Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Kurulu)
FATF	The Financial Action Task Force (on Money Laundering) (Kara Paranın Aklanmasının Önlenmesine İlişkin Mali Çalışma Grubu)
FED	Federal Rezerv Bankası
FSAP	Financial Services Action Plan (Finansal Hizmetler Eylem Planı)
FSB	Financial Stability Board (Finansal İstikrar Kurulu)
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
IAASB	International Auditing and Assurance Standards Board (Uluslararası Denetim ve Güvence Standartları Kurulu)
IAIS	International Association of Insurance Supervisors (Uluslararası Sigorta Denetmenleri Birliği)
IASB	International Accounting Standards Board (Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu)
IASC	Inter-Agency Standing Committee (Kurumlar Arası Daimî Komitesi)
IFIAR	International Forum of Independent Audit Regulators (Uluslararası Bağımsız Denetim Düzenleyicileri Forumu)
IMF	Uluslararası Para Fonu
IOSCO	International Organization of Securities Commissions (Uluslararası Menkul Kıymetler Örgütü Komisyonları)

KDK	Kredi Derecelendirme Kuruluşları
MAD	Market Abuse Directive (Piyasanın Kötüye Kullanılma Yönergesi)
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Finansal Araçlar Piyasaları Yönergesi)
NRSRO	Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşları
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İş birliği Örgütü
S&P	Standart & Poor's
SDR	Özel Çekme Hakkı
SEC	Amerika Sermaye Piyasası Kurulu
SOX	Sarbanes Oxley Act (Sarbanes Oxley Yasası)
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
PIOB	Public Interest Oversight Board (Kamu Çıkarı Gözetim Kurulu)
TDK	Türk Dil Kurumu
WTO	Dünya Ticaret Örgütü

1. GİRİŞ

Küreselleşen dünyada gelişmekte olan ülkelerin karşı karşıya kaldığı en önemli problemlerden biri yatırıma dönüştüreceği tasarruf sıkıntısıdır. Bu problemin çözülebilmesi için o ülkenin uzun dönemde yatırıma yönlendirebileceği tasarruf yönlü politikalar üretmesi gerekmektedir. Ancak söz konusu politikaların meyvesi uzun dönemde alınabilmektedir. Bu sebeple kısa dönemde gelişmekte olan ülkeler yatırım yapabilmek ve bu yatırımları finanse edebilmek için dış finansmana ihtiyaç duymaktadırlar. Yabancı yatırımcıların daha önceden girmedikleri bir piyasaya girebilmeleri için almaları gereken riski ve elde edecekleri avantajları bilmeleri ve sonuçlarını hesaplayabilmeleri gerekmektedir.

Finansal sistem, fon ihtiyacı ya da fon fazlası olan ekonomik birimlerin fon aktarımlarını sağlayabilmeleri için finansal varlıkların, aracılardan ve bu varlıkların alınıp satılabileceği bir piyasanın oluşturduğu bütünsel bir organizasyon olarak ifade edilebilmektedir.

Küreselleşme ile birlikte özellikle gelişmekte olan ülkeler sanayileşme yönüne katkıda bulunacak sermayeyi temin etmek ve dolayısıyla uluslararası piyasalarda yer alabilmek için öncelikli olarak ulusal finans piyasalarının gelişmesine yardımcı olacak politikaları gerçekleştirmek durumundadırlar. Bunun gerçekleştirilmesi, yatırımcıya güvenilir bilgi akışının sağlanması ile mümkün olacaktır. Bilgi akışının sağlanması, hızlı kararların alınarak piyasaların etkin bir şekilde çalışmasına imkân tanınması açısından önemlidir.

Borçlanan kişi, şirket, finans kurumları ve ülkenin anapara ve faiz ödemelerinden kaynaklanan yükümlülüklerini zamanında ve tam olarak yerine getirmesinin, bağımsız bir değerlendirmesi olan derecelendirme, bilgi akışının sağlanmasında önemli bir rol üstlenmektedir.

Derecelendirme işlemi genellikle ulusal ve uluslararası menkul kıymetler, ticari şirketler, finans kurumları ve bankaların gerek menkul kıymet ihracından gerekse diğer borçlanmalarından doğan yükümlülüklerini değerlendirmek amacıyla yapılması ile birlikte son dönemde küreselleşme ile birlikte ülkelerin uluslararası piyasalardan

borçlanma gücünü ortaya koymak için de sıklıkla başvurulmaktadır.¹ Derecelendirme işlemi gerekli bilgiyi sağlamak suretiyle yatırımcıya da üstlenmiş olduğu risk karşılığında gerekli getiriyi sağlayıp sağlamayacağı konusunda yol göstericidir.

Şirketleri, finans kurumları ve araçları ile Türkiye son yıllarda yaşadığı olumlu gelişmeler ile uluslararası piyasalarda yer edinmiş durumdadır. Derecelendirme işleminin başta ABD olmak üzere diğer gelişmiş ülkelerde de oldukça yaygın kullanılan bir araç olduğu göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye’de de yaşanan gelişmelere paralel olarak bağımsız derecelendirme firmalarına olan ihtiyacın giderek arttığı görülmektedir. Derecelendirme sonucunda, uluslararası sermayeler yönünü, riskin en az olduğu, derecelendirme notunun en iyi olduğu bölgelere çevirmektedir. Doğru işleyen piyasalarda Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının ne kadar hayati bir rolü olduğu açıktır.

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının ilan ettikleri derecelendirme notları gerçeği tam olarak yansıtmıyor ve KDK’lar verdikleri notları kendi ya da ilişki içerisinde olduğu finans kurumları çıkarları doğrultusunda veriyorsa, burada küresel bir problem ortaya çıkmaktadır. Bu durum, asimetrik bilginin azalması bir yana, tersine çoğalmasına ve dolayısıyla firma ve ülkelerin bir kısmının bu kapsamda ucuz finansman sağlaması, geri kalan firma ve ülkelerin ise yüksek maliyetli finansmana maruz kalmasına sebep olmaktadır. Küresel finans krizinde KDK’ların ortaya koyduğu performans bu doğrultuda çok kritiktir. Bu çalışmanın önemi burada ortaya çıkmakta ve çalışmadan elde edilebilecek sonuçların, KDK’lara ve uluslararası piyasalardaki etkilerine bakış açımızı yeniden belirleyecektir.

Çalışmanın amacı, KDK’ların küresel finans krizinde etkisini ve güvenilirliğini inceleyerek, firma ve ülkeler üzerindeki güçlerini ortaya çıkarmaktır. 2008 küresel finans krizinde Moody’s, Standard&Poor’s ve Fitch gibi uluslararası derecelendirme kuruluşlarının, türev ürünlerin risklerini göz önünde bulundurmamaları, bu ürünlere çok fazla yüksek not vermeleri ve kredibilitenin kötüye gitmekte olduğu dönemlerde not indirimi hususunda geç kalarak krizin derinleşmesine yol açmaları sebebiyle sert

¹ Menkul Kıymetler Piyasalarında Sistemik Riskler

eleştirilere maruz kalmışlardır. Bu çalışmanın temel amacı, yukarıda bahsi geçen eleştirilerin ne derece doğruluk payının olduğunu araştırılmasıdır.

Çalışmanın birinci bölümünde; “Uluslararası Finansal Sistem ve Kredi Derecelendirme Kuruluşları” başlığı altında uluslararası finansal sisteminin Altın Standardı Sistemi Dönemi öncesinden başlayarak günümüze kadarki tarihsel süreç içerisindeki gelişimi incelenmiş, uluslararası finansal sistemde kurumların ortaya çıkış süreçleri detaylandırılmıştır. Derecelendirme kavramının tanımı yapılarak, derecelendirmenin önemi vurgulanmıştır. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının ortaya çıkış süreçleri incelenmiştir.

İkinci bölümde; “Başlıca Kredi Derecelendirme Kuruluşları” başlığı altında Moody’s, Standart&Poor’s ve Fitch derecelendirme kuruluşlarının tarihsel gelişimleri incelenerek, not sistemleri analiz edilmiş ve organizasyon yapısı detaylandırılmıştır.

Çalışmanın “Küresel Finans Krizinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü” başlıklı üçüncü bölümünde, küresel finans krizinin tanımı yapılarak, küresel krizin özellikleri ve küresel krizin sonuçları açıklandıktan sonra kredi derecelendirme kuruluşlarının küresel finans krizindeki rolü anlatılmıştır. Başlıca kredi derecelendirme kuruluşlarının güçlü, zayıf yönleri ve ilgili kuruluşların fırsatları ve tehditleri ortaya konmuştur.

“Kredi Derecelendirme Kuruluşlarında Regülasyon Politikaları” başlıklı son bölümde Amerika, Avrupa ve Türkiye de kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili yapılan düzenlemeler incelenerek, küresel finans krizi ışığında kredi derecelendirme kuruluşlarının geliştirilebilmesi adına çözüm önerileri anlatılmıştır.

Son olarak, çalışmamız ile ulaşılan sonuçlar özetlenerek genel bir değerlendirme yapılmış ve yararlanılan kaynaklar sunulmuştur.

2. ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEM ve KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

2.1. Uluslararası Finansal Sistem ve Tarihsel Gelişimi

2.1.1. Altın Standardı Dönemi

Altın Standardı Sistemi'ne ilk olarak Birleşik Krallık 1816 yılında geçmiş ve dünyanın öncü ekonomileri izleyen süreçte ancak yoğun olarak 1850'den sonra bu sisteme dahil olmuştur. Altın Standardı Sistemi'nin XIX. yüzyılda dünyadaki ekonomik ve siyasal ortama yön vermesinin çeşitli sebepleri vardır. Öncelikli neden, siyasal ortamın ülkeler arasındaki ekonomik iş birliğine uygun olmasıdır. Napolyon Savaşları (1800–1815) sonunda Koalisyon Orduları tarafından Fransız Ordularının tamamıyla yenilgiye uğratılmasından sonra, Avrupa'da yer alan güçler dengesini, sınırları ve ülkelerin ortak çıkarlarını yeniden belirlemeye yönelik kararlar almak üzere 1 Kasım 1814 ve 5 Haziran 1815 tarihleri arasında Viyana/Avusturya'da toplanmış olan Viyana Kongresi, bu barış ve güvenlik ortamının yaratılmasında önemli rol üstlenmektedir. İngiltere, Rusya, Avusturya ve Prusya, Osmanlı Devleti hariç tüm Avrupa devletlerinin katılım gösterdiği kongrede alınan kararlar belirlenmiştir. Viyana Kongresi'ni takip eden ve genel hatlarıyla I. Dünya Savaşı'na kadar devam eden bu dönemde, Avrupa kökenli klasik uluslararası hukukun geliştirilmesinin ardından nispeten sistematize edildiği “Avrupa Ahengi (Concert of Europe)” sisteminin başlangıcı olarak kabul edilmektedir. XIX. yüzyılda Kırım Savaşı, İspanya-ABD Savaşı gibi çatışmalar olsa da bunlar tüm kıtayı etkileyecek düzeye ulaşmamıştır. Daha önceki dönemlerde yaşanmayan bu güvenlik ve barış ortamı, uluslararası ticaretin de gelişmesini sağlamıştır. Avrupa Ahengi'nin yaşandığı bu döneme ekonomik olarak yön veren gelişme ise sanayi devrimidir. Avrupa kıtasının izole bir köşesi sayılabilecek Birleşik Krallıktan önce tüm Avrupa'ya oradan da tüm dünyaya yayılan sanayi devriminin yüzyılında, tarımsal ve endüstriyel üretim artmış, buharın sanayi üretiminde kullanılmasıyla ülkelerin dış ticaret hacmi artmış ve buna paralel olarak uluslararası sermaye hareketleri artış göstermiştir. Ayrıca, demiryolu ağlarının gelişmesi, buharlı makinelerin gemilerde kullanılmasıyla daha hızlı gemilerin taşımacılıkta kullanılması, telgrafın gelişmesi, kıtalar arasında haberleşmeyi sağlayan okyanus altı

haberleşme kablolarının döşenmesi ile birlikte haberleşme ve taşımacılık maliyetleri önemli ölçüde düşüş göstermiştir².

Bu gelişmelere ek olarak, ulusal paralar arasındaki değişim oranlarında da istikrar göze çarpmaktadır. Altın Standardı Sisteminin uygulandığı XIX. yüzyılın ilk dönemleri incelendiğinde para sistemlerinin 3 gruba ayrıldığı görülmektedir. Altın Bloğu (Birleşik Krallık, Portekiz ve Birleşik Krallık kolonileri), Gümüş Bloğu (Alman Prenslıkları, Avusturya, Hollanda, Norveç, İsveç, Çin, Hindistan, Japonya) ve çift metal maden standardını uygulayan ülkeler (Fransa, ABD, Belçika, İtalya, İsviçre). Her gruba dâhil ülkeler, o grubun kabul ettiği genel para politikası standartlarını kabul etmekte ve grup içerisinde para sistemi olarak bir birlik sağlanmaktadır. Altın üretiminin artmasının da etkisiyle, ülkelerin farklı para sistemlerini terk ederek altın standardını kabul etmesi, daha öncesinde bir para sistemi içerisinde yer aldıkları için daha kolay olmuştur. 1870 yılına kadar Birleşik Krallık, Avustralya, Portekiz ve Kanada'da tam olarak uygulanan altın standardı sistemine Almanya, Fransa ve Amerika Birleşik Devletleri ise 1873'ten itibaren geçiş yapmıştır. Hindistan'ın altın standardına geçmesi 1893 yılında olmuş ve XX. yüzyılın başlarında gelişmiş ülkeler arasında çift metal maden standardını muhafaza eden ülke kalmamıştır³.

Böylece, XIX. yüzyılın özellikle ikinci yarısında, yeni bir uluslararası yapı, yeni oyuncularla (merkez bankaları), yeni para politikaları uygulamaları (para arzının ve rezervlerin yönetimi) ve yeni önlemlerle (merkez bankalarının rezervlerini muhafaza edip koruması) ortaya çıkmıştır⁴. İngiltere Merkez Bankası'nın ilk gerçek anlamda merkez bankası olarak ortaya çıkması ve altın standardı sistemi içerisinde ana düzenleyici kurum olarak bir anlamda dünya merkez bankası işlevi görmesi, Birleşik Krallık'ın XVIII. ve XIX. yüzyıldaki ekonomik, finansal, siyasi ve endüstriyel bir güç olarak dünya siyasetine ve ekonomisine yön vermesi altın standardı sisteminin uygulanmasının pek çok ülke tarafından kısa süre içerisinde kabul edilmesiyle doğrudan ilişkilidir. Bu dönemde,

² Barry Eichengreen, Nathan Sussman, "The International Monetary System in the (Very) Long Run", **IMF Working Paper**, WP/00/43, Mart (2000), s. 15.

³ Gül Günver Turan, **Uluslararası Para Sistemi: Dünü ve Bugünü**, Ankara, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1980, s. 170.

⁴ Samuel Knafo, "The Gold Standard And The Origin Of The International Monetary System", **Review of International Political Economy**, Ocak, (2003), s. 78.

Birleşik Krallık ve Londra uluslararası finans merkezi olarak daha önceki dönemlerdeki finans merkezleriyle kıyaslanamayacak şekilde öne çıkmış ve sterlin de dönemin en önemli yabancı para cinsinden rezerv varlığı olmuştur. İngiltere’de başlayan teknolojik ve endüstriyel devrimle birlikte ülkenin üretim kapasitesi artış göstermiş, ülkeye büyük miktarda hammadde girişi ve mamul ürün çıkışı yaşanmıştır. 1830’lardan itibaren uluslararası ticaretin önündeki engelleri kaldırmaya yönelik politikalar ve uluslararası ticaretin artması nedeniyle, bankacılık sistemi gelişmeye başlamıştır. Londra’da yabancı bankaların sayısı 1842’de 10 iken, 1867’de 60’a I. Dünya Savaşı’nın hemen öncesinde de 135’e yükselmiştir⁵. Birleşik Krallık’ın gelişen bankacılık sistemiyle birlikte endüstriyel devrimin getirdiği likidite artmaya başlamış, bankalar zamanla elde ettikleri bu tasarrufları dünyanın geri kalanında yapılan yatırımları desteklemek için kredi olarak vermek için kullanmışlardır. Bankacılık sisteminin gelişmesine ek olarak ödemelerin çek ile yapılması, ülkeler arasındaki ödemelerin Londra’da denkleştirilerek yapılıyor olması, Birleşik Krallık’taki bankalardan sağlanan kredilerin yine bu ülkeden alınan endüstri ürünlerinin finansmanı için kullanılması, yukarıda yer verilen iletişim ve taşımacılıkta gelişen teknolojiye Birleşik Krallık’ın öncülük ediyor olması ile birlikte Londra uluslararası ticaretin takas odası ve merkezi konumuna gelmiştir. Buna paralel olarak da sterlin bir dünya parası haline gelmiştir. İşlemlerin sterlin üzerinden yapılmasının kolaylığı ve dünyanın her yerinde sterlin ile işlem yapılabilir olması ülkelerin rezervlerinde altının yanında sterlini de bulundurmaları sonucunu doğurmuştur. Birleşik Krallık dünyanın en önemli ekonomisi olarak 1860 yılında tüm dünyadaki ihracatın yüzde 30’undan fazlasını 1890 yılında da yüzde 20’sini gerçekleştirmiştir. 1860 ve 1914 yılları arasındaki döneme baktığımızda, uluslararası ticaretin yüzde 60’ına yakın kısmının sterlin üzerinden yapıldığı görülmektedir⁶.

Altın standardı, her ülkenin ulusal parasının altın cinsinden tanımlandığı, paranın değerinin belirlenen altın miktarına eşit olduğu ve bu eşitliğin sağlanması için altınla para birimi arasında konvertibilite sağlandığı uluslararası para sistemidir. Bu sistemde, ülke para birimlerinin belli bir miktar altın ile ifade edilmesi bu sistemin sabit

⁵ İlker Parasız, **Uluslararası Para Sistemi: Tarihçe, Kurum, Kuram ve Mekanizma**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2005, 47.

⁶ Barry Eichengreen, “Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition”, **National Bureau of Economic Research Working Papers**, Sayı 11336, Mayıs, (2005), s.

döviz kuru sistemi olarak adlandırılmasına neden olmuştur. Sistemin işleyiş özelliklerine genel olarak baktığımızda aşağıdaki hususlar öne çıkmaktadır⁷.

1-) Sistemde sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır. Bu nedenle altının hiçbir kısıtlamaya tabi olmadan tedavül edilmesi, ithalatı ve ihracının serbest olması sistemin doğru işleyişi açısından temel teşkil etmektedir. Döneme damgasını vuran ekonomi görüşü klasik liberalizmdir. Bu görüşe göre, devletlerin ekonomik ilişkilere doğrudan müdahale etmemesi ve piyasaları yönlendirmemesi temel esastır. Devletin ekonomiye bu tip müdahalelerinin uluslararası ticareti olumsuz etkileyeceği görüşü, serbest ticaret içerisinde altının sağlam ve dengeli bir değer aracı olduğu görüşüne dayanmakta olup, bu dönemde hâkim görüş olarak karşımıza çıkmaktadır. Altın Standardı Sistemi'nde ülkeler arasındaki uyum ve dengeleme mekanizmasının otomatik işlediği varsayımı klasik liberalizmin bir yansımasıdır. Dolayısıyla, Altın Standardı, ülkelerin her birisi için ayrı ayrı tanımlanan özel bir ekonomi politikasından ziyade uluslararası alanda kabul görmüş kurallar etrafındaki iş birliği ve uyum olarak tanımlanmaktadır.

2-) Altın standardının uygulandığı ülkelerde tedavüldeki para miktarı altın arzına bağlıdır. Merkez bankaları, ülkelerin sistemin kurallarına tamamen uyduğu dönemlerde, banknot ihracını yüzde 100 rezervlerinde bulunan altın miktarına karşılık yapmışlardır.

3-) Ülkelerin ulusal para birimlerinin değeri, içerdikleri altının ağırlığına ve saflığına göre belirlenmekte ve bu para birimleri “Altın Para” olarak adlandırılmaktadır. Altın sertifikaları ve banknotlarda, kısaca temsili paralarda, talep edildiği anda altına çevrildiği için altın paradan farklı değerlendirilmemektedir. Buna paralel olarak, ülkelerin para birimlerinin birbirlerine çevrilme değerleri (kambiyo kuru) de altına olan eşitlikleri arasındaki orana eşittir. Örneğin altın standardı döneminde, 2790 Mark 1 kilogram altına eşittir. Aynı şekilde 1 Arjantin Pesosu 1,4516 gram altına, 1 Japon Yeni 1,5 gram altına, 31 Fransız Frangı 9 gram altına karşılık geldiği görülmektedir. Para birimlerinin arasındaki orana bakarsak, örneğin 1 gram altının 31\9 Fransız Frangına ve 2,79 Alman Markına eşitliğinden, 31\9 Fransız Frangı 2,79 Alman Markına eşit olmaktadır. Ayrıca,

⁷ Turan, 1980, 172.

sabit bir döviz kurundan altına çevrilebilir olan banknotların serbest bir şekilde ve belirlenen kurdan alınıp satılması ise merkez bankalarının sorumluluğundaydı.

4-) Merkez bankaları dönemin ekonomi görüşlerine uygun olarak politik baskılardan uzak bir biçimde altın para arzı konvertibilitesini sağlayan ve rezervleri yöneten teknik kurumlar olarak görülmüşlerdir. Altın Standardı Dönemi temsili paranın geçerli olduğu bir dönem olması itibarıyla merkez bankalarının temel işlevi otomatik emisyon fonksiyonu olmuştur. Merkez bankalarının bu şekilde politik baskılardan uzak olması da uluslararası ekonomik ortamda istikrarı sağlamıştır.

2.1.2. Bretton Woods Sistemi Dönemi

II. Dünya Savaşı'yla birlikte yıkılan Avrupa ve Japonya, ekonomilerini yeniden inşa etmek için, savaşın tek galip devleti ABD'den altın karşılığı USD talep etmiştir. Savaşı takip eden dönemde, dünyadaki paraların çoğunun istikrarsız olması, altın rezervlerinin çoğunun ABD'de bulunması ve piyasada USD kıtlığı yaşanması nedeniyle, ülkelerden gelen bu talepleri karşılayacak yeni düzenlemeler yapılmıştır. Bu kapsamda, 1948 yılından sonra, ABD, Marshall Planı çerçevesinde yapılan yardımlarla, IMF ve IBRD kredileri ile, özel bağışlar veya ikili anlaşmalarla Avrupa ve Japonya'ya USD akışını sağlamıştır. 1948–1952 yılları arasında ABD'nin Marshall Planı çerçevesinde Batı Avrupa'ya yapmış olduğu yardım tutarı yaklaşık 13 trilyon USD'yi bulmuştur⁸.

USD kıtlığını takip eden, 1950–1958 döneminde, ABD'nin ödemeler dengesi açık vermek suretiyle savaş sonrası dönemde, uluslararası ekonomik durgunluğu finanse eden bir politika aracı olmuştur. Böylece uluslararası piyasalarda USD bolluğu yaşanmıştır. IMF ile varılan mutabakat çerçevesinde ve belirli paylar dahilinde ülkeler ulusal paralarının değerini ayarlarken, USD üzerinde rezerv para olması nedeniyle bu şekilde bir tasarrufta bulunulmamıştır. USD miktarının artmasıyla birlikte 1 ons altına karşılığı 35 USD eşitliğinin revize edilmesi gerekirken, USD'nin devalüe edilmesi altın değerini düşüreceği, paralarının değerini USD'ye göre ayarlayan ülkelerin USD devalüasyonu karşısında kendi milli paralarını da aynı oranda devalüe edip USD

⁸ Alan Mildward, **The Reconstruction of Western Europe: 1945–1951**, Londra, Methmen & Co. Ltd., 1984, 15.

devalüasyonunu etkisiz kılacağı gibi nedenlerle USD'nin değeri aynı kalmıştır⁹. 1960'lı yıllarla beraber, Avrupa ve Japonya'nın hızlı büyümesi, uluslararası sermaye hareketlerinin hızlanması ve ABD'nin USD yükümlülüklerinin ABD'deki altın rezervlerini aşmasıyla ABD'nin USD'yi altına dönüştürme taahhüdüne olan güveni azaltmış ve uluslararası düzeyde güven sorununun ortaya çıkmasına neden olmuştur. Kronikleşen ödemeler dengesi açıkları, 1960'lı yıllarda ortaya çıkan yeni sosyal akımlar ve Vietnam Savaşı ABD'yi zorlamış, bunun yansıması olarak ABD ülkelerin USD'ye karşılık altın taleplerini karşılayamamaya başlamıştır¹⁰. Bu durum, Triffin'in¹¹ ortaya attığı "Triffin İkilemi (Triffin Dilemma)" adı verilen teorinin gerçekleştiğini göstermektedir. Triffin'e göre, uluslararası rezerv ihtiyacı artması, buna paralel olarak merkez bankalarının USD varlıklarını artırma yoluna gitmeleri nedeniyle, rezervlerinde bulunan USD varlıklarının ABD Hazinesi'nde var olan altın rezervlerini aşacağı düzeye gelinceye kadar USD talepleri sürecektir. ABD söz vermesi sebebiyle bahsi geçen USD'lerin tamamını, 1 ons altın = 35 USD paritesinden bozdurmayacağı için merkez bankalarında bir güven problemi ortaya çıkacak ve merkez bankaları ellerinde bulunan bütün USD'leri hızlı bir şekilde altına dönüştürmek için çabalayacaklardı. Bu durum Bretton Woods ayarlanabilir döviz standardı sisteminin sonu olacaktı. Triffin tarafından IMF'nin kendi para birimini çıkarması, ülkelerin uluslararası rezervlerini USD yerine bu para birimi cinsinden tutması önerilmişti. 1969'da uygulanmaya başlanan Special Drawing Rights (Özel Çekme Hakkı- SDR) bu öneriye dayanarak yaratılmıştır. Ancak, SDR'nin yaratılması da mevcut sorunlara çare olamamıştır.

Bretton Woods Sistemi'nin temel amaçları ile IMF'nin kuruluş sırasında ortaya koyduğu amaç birliğini sürdürebilmek üzere sistem "Ayarlanabilir Sabit Döviz Kuru" olarak oluşturulmuştur. Uygulamada sistem bir altın döviz standardı sistemi bir başka deyişle bir altın döviz ve rezerv para standardı sistemi olarak gelişmiştir¹². Buna göre ABD hariç tüm IMF ülkelerinin paralarının değerleri resmi kurdan USD'ye, ABD'nin

⁹ Turan, 1980, 175.

¹⁰ Eichengreen, Sussman, 32.

¹¹ Robert Triffin, **Gold and the Dollar Crisis (Revised edition)**, New Haven (ABD), Yale University Press, 1961.

¹² Turan, 1980, 162.

kendi parası ise 1 Ons = 35 USD'den altına sabitlenmiştir. Yani ABD dışında hiçbir ülke parasını altına bağlamamıştır.¹³

Bretton Woods Sistemi içerisinde altın, uluslararası rezervlerin bir kısmını oluşturması, ülkelerin likidite ihtiyacını karşılaması ve ulusal paraları için doğrudan veya dolaylı şekilde değer ölçüsü olması rolünü oynamıştır. Diğer taraftan, ABD, USD'nin sistem içerisinde anahtar para rolünü koruması için, yabancı merkez bankalarına ellerinde biriken USD stokunu Federal Rezerv Bankası'na (FED) arz etmeleri karşılığında sabit resmi fiyattan altın satmayı taahhüt etmiştir. Bu sayede ülkelerin ulusal parası dolaylı olarak altına sabitlenmiş olmaktadır. Bretton Woods Sistemi'nde merkez bankalarına yüklenen temel fonksiyon ödemeler bilançosu problemlerini etkileme gücüdür. Ulusal paraların dalgalanma payı $\pm\%1$ olarak belirlenmiştir. Herhangi bir sebeple ulusal paraların USD bazındaki değerlerinin bu sınırın dışına çıkması durumunda merkez bankaları döviz piyasalarına müdahale ederek paritenin belirlenen sınırlar içerisinde kalmasını sağlayacaklardır. Ödemeler bilançosu dengesizliklerinde merkez bankalarının temel aracı kur ayarlaması olmasına rağmen sistemin sabit kur sistemine dayanması merkez bankalarının çok sık kur ayarlamasına yönelmelerini engellemektedir. Bu nedenle kur ayarlamalarından önce örneğin açık veren ülkenin sahip olduğu döviz rezervlerinin kullanılması ve ihtiyaç duyulması durumunda IMF'den kısa vadeli dış kaynak kullanılması öngörülmektedir. Sistemde devalüasyon yapma hakkının IMF denetiminde mümkün olması sebebiyle IMF, ülke ekonomilerini denetleme hakkına sahip olmakta ve bu durum IMF'nin hükümetlerden daraltıcı maliye ve para politikalarının uygulanmalarını istemesine olanak sağlamaktaydı. 1949–1971 dönemi incelendiğinde, başta İngiltere ve Fransa olmak üzere politik olarak bağımsız gelişmekte olan ülkeler tarafından 69 ana devalüasyon yapıldığı görülmektedir. Sistem ayarlanabilir esnek kur rejimi olarak tanımlansa da bu esneklik sınırlı olmaktadır¹⁴.

Ödemeler bilançosunun açık vermesi durumunda, sistemin öncü ülkesi ABD ile diğer ülkeler arasında önemli bir fark bulunmaktadır. ABD dışındaki herhangi bir ülke ödemeler bilançosu açıklarını kapatabilmek için kendi altın ve döviz rezervlerini

¹³ Parasız, 2005, 50.

¹⁴ Eichengreen, Sussman, 30.

kullanmak zorundadır. Ülkelerin rezervlerinin yeterli olmadığı durumlarda da IMF ile anlaşma yapılarak, kontrollü bir şekilde ödemeler bilançosunun dengesini sağlayacak önlemler alınarak IMF kredileri talep edilecektir. Ancak ABD için durum farklılık göstermektedir. USD rezerv para olduğu için ABD'nin ödemeler bilançosu açık verdiğinde, ABD mevcutta bulunan altın ve döviz rezervlerine başvurmadan, USD yaratması yeterli olmaktadır. Böylece, ABD kendi ödemeler dengesi açıklarını dikkate almadan işlemlerine devam etmektedir¹⁵.

Merkez bankalarına dövizin fiyatına müdahale yetkisi verilmesi merkez bankalarının rezerv olarak döviz bulundurma zorunluluğunu doğurmuştur. Sistemin altın-USD konvertibilitesine dayanması sebebiyle dönemin rezerv ve müdahale parası USD olmuştur¹⁶. Kambiyo kontrolleri ve dış ticareti engelleyici tedbirlere başvurmaksızın, ulusal paralarını belirlenen sınırlar dahilinde sabit tutmaya çalışan merkez bankalarının başarılı olması ancak merkez bankasının rezervlerinde yeterli döviz ve altın olmasına bağlıdır. Sistem bu likidite sorunuyla karşılaşmadığı veya bu sorunu aşabildiği ölçüde devam etmiştir¹⁷.

2.1.3. Bretton Woods Sonraki Dönem

Bretton Woods Sistemi'nin sona ermesi ile birlikte uluslararası ekonomide genel kabul görmüş tek bir kur sisteminin uygulamasından da vazgeçilmiştir. Ulusal paraların dalgalanmaya bırakılması da özellikle GBP, FRF, Mark hatta USD gibi önemli paralarda istikrarsızlık yaşanmasına neden olmuştur. Bu gelişmelere, 1973'de ortaya çıkan I. Petrol Krizi ve 1978'de ortaya çıkan II. Petrol Krizi'nin de eklenmesiyle birlikte fiyatlarda yukarı yönlü hareketler yaşanmaya başlamış ve enflasyon problemi tüm dünyayı sarmıştır. Sabit kur rejimi çapasını terk eden ülkeler paralarını dalgalanmaya bırakmışlardır. Geçiş döneminde yaşanan yüksek kamu borçları ve bütçe açıkları merkez bankalarının yaşadıkları problemlerin başında gelmektedir. Parasal ve finansal istikrar farklı ülkelerde farklı zamanlarda sağlanmış olsa da genel olarak bakıldığında Bretton Woods sistemini izleyen 15 yıllık dönemde ülkeler makro ekonomik dengesizliklerle

¹⁵ Parasız, 2005, 100.

¹⁶ Parasız, 2005, 80.

¹⁷ Bülent Yaman "Uluslararası Rezervler, Türkiye İçin Rezerv Yeterliliği ve Optimum Rezerv Seviyesi Uygulaması", (TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Haziran 2003), s. 30.

uğraşmışlardır¹⁸. Bu şartlar altında da IMF'nin konumu ve amaçları yeni dönemin ihtiyaçlarına cevap verecek şekilde yeniden tanımlanmış, üye ülkelere kaynak kullandırılması, mali piyasaları ve üye ülkelerin ekonomik performanslarını gözetlemek ile uluslararası piyasalara likidite sağlama şeklinde revize edilmiştir¹⁹. Uluslararası para sistemi olarak tanımlanacak bir sistemin olmaması nedeniyle, ülkeler sabit döviz kurundan dalgalı döviz kuruna kadar çok çeşitli döviz kurları kullanmışlardır.

Bretton Woods sistemi gibi genel kabul gören bir yapı olmasa da Washington Mutabakatının getirdiği prensipler bu dönemde IMF ve IBRD tarafından 2001 Türkiye ve Arjantin krizlerine kadar takip edilen temel politikalar olmuştur. 1990 yılında John Williamson'un yazdığı makalede belirttiği on maddelik istikrar içinde kalkınma reçetesi 1970'li ve 1980'li yıllarda temel bir para sistemine bağlanamayan dünya ekonomisi tarafından "Washington Mutabakatı (Washington Consensus)" olarak adlandırılmıştır. Williamson tarafından yürütülen çalışma kapsamında kalkınmaları amacıyla Latin Amerika ülkelerine 14 öneri sunulmuştur. Çalışma kapsamında önerilen politika reçetelerinin temelinde yer alan mutabakatın başlıca unsurları; (i) Finansal disiplin, (ii) Kamu harcamalarının yüksek getiri sağlayacak ve gelir dağılımında adaleti sağlayacak şekilde yapılması, (iii) Vergi reformu, (iv) Faizlerin piyasada saptanması, (v) Rekabetçi kur stratejisi, (vi) Serbest ticaret rejimi, (vii) Doğrudan yabancı sermayenin serbest hale gelmesi, (viii) Özelleştirme, (ix) Serbestleşme ve (x) Mülkiyet haklarının güvenceye alınması olarak ifade edilmektedir²⁰. Bu prensiplere bakıldığında, Washington Mutabakatında devletin küçültülerek piyasa güçlerine dayanan bir kalkınma anlayışının öngörüldüğü anlaşılmaktadır. Özellikle "yükselen pazar" olarak anılan ülkelerin bahsi geçen reçete ile istikrarlı bir gelişme sağlayacakları öne sürülmüştür. Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kuruluşların destekleri söz konusu olduğunda ise destek almak isteyen ülkelere Washington Mutabakatında belirtilen ilkelere uymaları şartı getirilmiştir. Bretton Woods sisteminin temelini oluşturan bu iki kuruluşun, fonksiyonlarında bir

¹⁸ Eichengreen, Sussman, 34.

¹⁹ Mahfi Eğilmez "IMF ve Türkiye", Ceteris Paribus internet sitesi, 2002, <http://www.ceterisparibus.net/turkiye/makaleler.htm>, (11.02.2019).

²⁰ John Williamson, **Chapter 2: What Washington Means by Policy Reform, Latin American Adjustment: How Much Has Happened?**, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1990.

azalma yaşansa da makro stratejileri ve kredi sistemi üzerinde yaratmış oldukları etkiler sürmektedir²¹.

Washington Mutabakatı "piyasaların özgürleştirilmesi, serbestleşmesi ve özelleştirilmesi" projesi 1990'ların ortalarından itibaren krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Krizler, küreselleşen bir dünyanın parçası olarak özellikle IMF programlarının uygulanmakta olduğu ülkeler üzerinden dünyayı dolaşmaya başlamıştır. Bu krizlere örnek olarak 1997 Asya krizi, 1998 Brezilya ve Rusya krizi, 2001 Arjantin ve Türkiye krizi gösterilebilmektedir. Söz konusu krizlerin çıkmasında, IMF ve IBRD tarafından ülkelerin kendine has özellikleri dikkate alınmadan her ülkeye aynı ekonomi programlarının uygulanmak üzere dayatılması önemli neden olarak görülmektedir. Bu krizlerin neticesinde IMF ve IBRD eleştirilmeye başlanmış, Washington Mutabakatında revizyona gidilerek devletin daha müdahaleci olduğu ek politikalar mutabakata eklenmiştir. Ancak, 2007'de başlayan küresel finans krizi nedeniyle bu politikaların da uygulanma alanı kalmamış, IMF ve IBRD krize karşı her ülkenin durumuna özgü programların hazırlanması yönünde politika değişikliğine gitmiştir.

Bretton Woods sonrası dönemde ülkelerin para birlikleri kurdukları ve ulusal paralarını bu birliklere bağladığı da görülmüştür. Bu çabaların en başarılısı Avrupa Para Birliği ve Euro uygulamasıdır. Avrupa Ekonomik Topluluğu'na (AET) üye ülkelerden başta Almanya ve Fransa, 1960'lı yıllarda ABD'nin altın taleplerini karşılama kapasitesine olan güvenin sarsılması ile birlikte, kendilerini küresel krizlerden korumak amacıyla yeni bir para birliğine geçmek üzere çalışmalara başlamışlardır. Bretton Woods sisteminin yıkılmasını takip eden yıllarda, bu çalışmaları hayata geçirdikleri görülmektedir. Parasal açıdan Avrupa'nın bütünleşmesini anlatan Avrupa Para Birliği düşüncesi, tek bir Avrupa Para Birimi'nin oluşturulmasını, bütün Avrupa Ekonomik Topluluğu ülkeleri için tek bir Merkez Bankası'nın kurulmasını öngörür. 1978 yılında Bremen Avrupa Zirvesi'nde kabul edilen Bremen Raporu'nun ekinde Avrupa Para Sisteminin esasları belirlenmiştir. Bu Avrupa Para Sistemi 13 Mart 1979 tarihinde yürürlüğe konulmuştur. Sistemin başlıca amacı, Avrupa Ekonomik Topluluğu içerisinde

²¹ Mehmet Şişman "İkinci Bretton Woods Çökerken Dünya Ekonomisi ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Değerlendirmeler", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Sayı 1, (2008), s. 69.

parasal istikrarı sağlamakla birlikte istikrarlı bir Avrupa Para Bölgesi oluşturmaktır. Bu sistemin temelinde sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sistemi yer almaktadır. Avrupa Para Sistemi; Avrupa Para Birimi (ECU), kredi mekanizması (parasal destek) ve döviz kuru mekanizması olarak üç temel üzerinde inşa edilmiştir. ECU geçmişte Avrupa paralarından oluşan bir sepete dayanan ve Topluluk para otoritelerince "ödeme aracı" ve "hesap birimi" olarak benimsenen suni ve resmi bir para birimi olarak kullanılmaktaydı. ECU oluşturulurken temel alınan kaynağın SDR olması nedeniyle pek çok açıdan ikisi arasında benzerlik bulunmaktadır. Ancak, ECU'nun, SDR'nin aksine geçirdiği aşamalar neticesinde fiili olarak tedavülde bulunan bir para biriminin temelini oluşturduğu da önemli bir husustur. Bu sürecin en önemli köşe taşlarından biri Maastricht Antlaşması'dır. 1993'te kabul edilen bu antlaşma ile, Avrupa Ekonomik Topluluğu ülkelerinde Tek Para Birimiyle sembolleşen Avrupa Para Birliği'nin Ekonomik ve Parasal Birliğe üç aşamada geçmesi öngörülmüştür. Bu aşamalardan birincisi, 1 Temmuz 1990 tarihinde başlamış ve 31 Aralık 1993 tarihinde sona ermiştir. İkinci aşama, 1 Ocak 1993 tarihinde başlamıştır. İkinci aşamada öngörülen ise, bir Avrupa Para Enstitüsü'nün kurulması ve ilerleyen dönemlerde Avrupa Merkez Bankasına dönüştürülmesidir. 1 Ocak 1999 tarihine gelindiğinde ise üçüncü aşamaya geçilmiştir. 1 Ocak 1999 tarihinde Avrupa Para Birliği'ne katılan AB üyesi ülkeler tarafından paralarının Euro karşısındaki kurları sabitlenmiştir. 1 Ocak 1999 tarihinden sonra Euro, SDR gibi kaydi para olarak kullanılmaya başlamış ve böylece uluslararası rezervlere bir para birimi daha eklenmiştir. 1 Ocak 2002 tarihinde, Euro efektif para olma özelliği kazanarak tedavüle çıkmıştır. 1 Temmuz 2002'de de, Avrupa Para Birliği'ne dahil olan ulusal paraların yasal statüleri sona ermiştir. Bununla birlikte Avrupa Birliği ülkelerinde yalnızca Euro kullanılmaya başlanmıştır. Günümüze kadar olan süreçte, Avusturya Şilini, Belçika Frangı, Hollanda Guldeni, Finlandiya Markası, Fransız Frangı, Alman Markı, İrlanda Lirası, İtalyan Lireti, Lüksemburg Frangı, Portekiz Escudosu, Yunan Drahmisi, Sloven Toları, Kıbrıs Lirası, Malta Lirası ve Slovak Korunası tedavülden kalkarak, bu para birimlerinin yerine Euro kullanılmaya başlanmıştır. Alman Markı ve Fransız Frangı gibi iki önemli paranın uluslararası rezerv kalemleri arasından çıkması ve yerlerine bu paralardan daha güçlü bir para biriminin gelmesi dönemin en dikkat çekici gelişmesidir. Ayrıca, süreçte altının rezerv kalemleri içerisindeki ağırlığının azalması ve dövizin özellikle Bretton Woods

sisteminin bir mirası olarak USD'nin rezerv bileşenleri içerisinde hâkim rolünü koruması da rezervler açısından dönemin öne çıkan uygulamalarıdır.

2.2. Uluslararası Finans Sisteminde Kurumlar

2.2.1. Uluslararası Finans Sisteminde Kurumların Ortaya Çıkış Süreci

Finansal sistem bir dizi kurumun, aracın ve piyasanın birleşmesiyle oluşmaktadır. Finansal kurumlar kapsamında ise bankalar, bankerler, sigorta şirketleri ve borsalar gibi çeşitli kurumlar yer almaktadır. Finansal araçlar ise banknot, bozuk para, tahvil ve hisse senetleri ve swap bütünsel araçların da yer aldığı oldukça geniş bir alandır²². Finansal piyasa; “Bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan organik doku” şeklinde tanımlanmaktadır²³. Finansal piyasalar farklı birimler tarafından yatırım ve tasarruf kararlarının verildiği bir ekonomi içerisinde küçük tutarlarda ve dağınık şekilde yer alan tasarrufları bir araya getirip, maksimum getiriye sağlayacak olan yatırım alternatiflerine kanalize ederek, ülkedeki fonların etkin bir biçimde kullanılmasını sağlamaktadır. Böylece finansal piyasalar ekonomik büyümenin oluşumunu gerçekleştirmektedirler. Finansal varlıklar aracılığıyla finansal formların transferi gerçekleşmektedir. Finansal varlıklar tarafından fon fazlası olan ekonomik birimlerden temin edilen fonlar, karlı yatırım yapacaklara, yatırım yapacak olanların olası riskini de yatırım girişiminde bulunan taraflara aktararak ekonomiye hizmet sağlanmaktadır.²⁴ Finansal araçlar veya yatırımcılar tarafından doğrudan finansal varlıkları çıkarma yoluyla bireylerden, şirketlerden veya devlet birimlerinden paralar toplanmaktadır. Fon yatırımcıları finansal araçlardan veya ödünç alanlardan direkt olarak finansal varlıkları alabilmektedirler. Brokerlar ve dealerlar finansal varlıkların transferini daha kolay bir hale getirmektedirler.²⁵

²² Başoğlu, Ceylan, Parasız, 654.

²³ Selahattin Tuncer, **Türkiye’de Sermaye Piyasası, Teori Uygulama**, İstanbul, İstanbul Matbaası, 1985, 3.

²⁴ Tim Champell, W.A. Kracow, **Financial Institutions and Capital Markets**, Harper Collins, First Edition, 1993, 2.

²⁵ Champell, Kracow, 2.

Finansal sistemin mevcut yapısı ve sahip olduğu nitelikler ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Finansal sistemin temel belirleyicileri şöyle sıralanmaktadır:

- a. Sisteme fon sağlayanlar (tasarruf sahipleri)
- b. Sistemden fon talep edenler (yatırım projesi sahipleri)
- c. Aracılık eden finansal kurumlar
- d. Fon transferinde kullanılan finansal araçlar
- e. Hukuki ve idari kurallar²⁶.

Finansal piyasalar yatırımların gerçekleşebilmesi için yatırım ve finansman araçlarının yanı sıra bu araçların transferine aracılık edecek kurumların var olması gerekmektedir. Yatırım ve finansman araçları arasında, nakit para, krediler, mevduat, varlığa dayalı menkul kıymetler ve hazine bonoları sayılabilmektedir. Bununla birlikte fon akımına aracılık eden kuruluşlar arasında yatırım bankaları, ticari bankalar, kalkınma bankaları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve menkul kıymetler borsaları sayılabilmektedir. Fonların finansal sistem içerisinde yer değiştirmesi ise doğrudan ya da dolaylı finansman biçiminde yapılmaktadır. Doğrudan finansman; fon talep eden ekonomik birimler ile fon arz eden ekonomik birimlerin doğrudan doğruya karşılaştıkları yöntem olarak ifade edilmektedir. Dolaylı finansman ise, fon talep eden ekonomik birimler ile fon arz edenler arasındaki fon transferi rolünü finansal aracılardan üstlendiği yöntemdir.²⁷

Finansal kurumlar tarafından hükümetler, işletmeler ve hane halkları gibi sektörler vasıtasıyla hizmet sunulmaktadır.

* Hükümet: Hükümetler hem finansal sistemin düzenleyicisi hem de bu sistemin müşterisidir. Bütün ülkeler ödeme hizmetlerinden faydalanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde bütçe açığını karşılamak için menkul kıymet satılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise

²⁶ Tuncer, 3-4.

²⁷ Lawrence D. Schall, ve C. W.Haley, **Introduction to Financial Manegement**, Mc Graw-Hill, Sixth Edition, 1992, s.1.

bütçe açığını karşılamak için çoğunlukla bankalardan borçlanılmaktadır. Gelişmekte olan ülke hükümetlerinin büyük bir kısmı kredi kullanmakta ve harcamalarını fonlamak amacıyla finansal sistemi kullanmaktadırlar. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde devletin sahip olduğu bankalar ve diğer mali kuruluşlar kaynak dağıtımında doğrudan etkili bir rol üstlenmişlerdir. Hükümet kaynakların dağıtımında doğrudan rol alabilir. Para politikasının mali sistem vasıtasıyla yürütülmesi sebebiyle ülke içerisindeki yatırımların tutarında ve dağılımında kamu kesimi büyük bir etkiye sahiptir²⁸.

* İşletmeler: İşletmelerin finansal hizmetleri arasında transfer ödemeleri, akreditif, çek hizmetleri, muhasebe ve teminat vb. yer alır. Bu nedenle işletmelerin finansal hizmetleri oldukça karmaşık bir yapıdadır. İş dünyası stoklarını finanse etmek amacıyla kısa vadeli krediye ihtiyaç duyarken, sermaye artırımı söz konusu olduğunda uzun vadeli krediye ihtiyaç duymaktadır. Bununla birlikte finansal varlıkların büyük bir kısmını da elinde tutmaktadır. İş dünyası kamu ve özel sektör firmalarını kapsamına dahil etmektedir. Kamu kesiminin çoğunlukla sermaye yoğun işlerde faaliyette bulunmaları sebebiyle, GOÜ'lerde faaliyetlerini imalat sanayinde gösteren pek çok büyük şirket kamu mülkiyetindedir. Bu şirketlerin büyük bir kısmı kâr amacı gütmeyen yalnızca istihdam sağlama ve uygun fiyatlı mal ve hizmet sunma amacıyla faaliyetlerini sürdürmektedir. Söz konusu kurumların büyük bir kısmının kârdan çok zarar etmesi sebebiyle yatırımlarını da kendi gelirlerinden sağlayamamaktadırlar. Dolayısıyla bu kurumlar iç piyasalardan ve dış piyasalardan borç almak mecburiyetinde kalmışlardır. Büyük kurumların bazıları da ihtiyaç duydukları finansal hizmetleri kendi kendilerine karşılayabilmektedir. Bununla birlikte bazı finansal hizmetleri de kendileri sunabilmektedir. Bu kurumlar tarafından kendi hisse senetleri veya finansman bonoları pazara sunulabilmekte ve böylece mali piyasalarla doğrudan bağlantı kurabilmektedirler. Bu durum GOÜ'lerde oldukça az görülmektedir.

* Hane Halkı: Hane halkı sektörü küçük firmaları ve bireyleri içermektedir. Hane halkı sektörünün temel finansal ihtiyaçları ise tasarruf amacıyla likit varlıklar, ödeme hizmeti ve küçük çaplı tüketim kredileri olarak ifade edilmektedir. Bu sektör

²⁸ İlhan Uludağ, Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi**, İstanbul, Beta Basın Yayın Dağıtım, 1999, 118.

finansal işlemlerde kolaylık, güven, basitlik ve likidite talep etmektedir. Kendileri adına gereken düzeyde yatırım gerçekleştirdikten sonra kalanı da uygun varlıklar ile değerlendirme arzusundadırlar²⁹.

Merkez bankası dışında finansal hizmet sağlayan kurumlar beş gruba ayrılmaktadır. Bunlar;

- Mevduat ve kredi kurumları,
- Emekli sandıkları ve sigorta şirketlerinden oluşan özel tasarruf kurumları,
- Hisse senedi pazarı,
- Yatırım kurumları,
- Organize olmamış piyasalarda faaliyette bulunan kurumlar olarak ifade edilmektedir.

Finansal sistemin etkin olabilmesi için rekabete gereksinim duyulmaktadır. Bunu sağlamak için sistem tarafından oldukça geniş kapsamlı hizmetler arz edilmektedir. Hükümetler tarafından belirli banka gruplarının büyümelerine ve çeşitlenmelerine kısıtlama getirilmemelidir. Buna ek olarak sermaye ve para piyasalarını, diğer mali kurumları destekleyerek rekabetin arttırılması sağlanmalıdır. Rekabetin özendirilmesi amacıyla küçük ölçekli mali sisteme sahip olan ülkelerin, yabancı mali hizmetlerin ülkeye girişine olanak sunmaları gerekmektedir. GOÜ'lerde finansal sistemler yeterli değildir ya da etkinlik düzeyi azdır. Etkin bir finansal sistem, finansal kaynakların dolaşımını sağlamakta ve kaynakları en verimli alanlara transfer ederek iktisadi büyümeyi desteklemektedir³⁰.

2.2.2. Kredi Derecelendirme Kavramı ve Derecelendirmenin Önemi

Kredi derecelendirme kavramı, sermaye sahiplerinin yatırım yapmayı arzu ettikleri sektör ya da ülke ile ilgili riskin ortaya çıkarılmasıyla kredi derecelendirme

²⁹ Canbaş, Doğukanlı, 111.

³⁰ World Bank (1989), World Development Report, Oxford Üni. Pres, New York V.21, No:14, s. 25.

kuruluşlarının o sektörü ya da ülkeyi “yatırım yapılabilir”, “yapılamaz” ya da “spekülatif” düzeyde saptanan ölçütlere paralel olarak puanlaması neticesinde ortaya çıkmaktadır. Kredi derecelendirmesi (credit rating), derecelendirilme konusu olan tarafın bir devlet, finansal kuruluş, firma ya da ihraç edilen bir finansal varlık olduğu, borçlunun kredi riski ile ilgili kredi derecelendirme kuruluşlarınca ortaya çıkarılan, bağımsız ve derecelendirilen tarafın kredi değerliliğine yönelik göreceli bir görüşü ifade eden bir kavramdır³¹.

Türk Dil Kurumu (TDK) BSTS1 /İktisat Terimleri Sözlüğü³² kapsamında yer alan derecelendirme kavramı “Şirketlerin, taşınır değerlerinin ticari riskine, ülkelerin de siyasi risklerine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenip sıralanması.” biçiminde ifade edilmektedir. Derecelendirme kavramının İngilizce’ deki karşılığı “rating” dir ve Oxford İngilizce Sözlükte yer alan tanımı “Bir şeyin veya bir kişinin kalitesi, standardı veya performansının nispi olarak değerlendirilmesine dayanan sınıflandırılma ya da hiyerarşik olarak konumlandırılması” şeklindedir.

Sözlük tanımlarından hareketle derecelendirme, bir şahsın veya ülkenin güvenilirliğinin ve finansal yükümlülüğünün geri ödeme kapasitesinin çeşitli finansal, ekonomik, politik ve yapısal göstergeler göz önünde bulundurularak irdelenmesi ve değerlendirilmesi olarak ifade edilmektedir. Derece kavramı sözlükte: ‘Bir süreç içindeki durumlardan her biri, basamak, aşama, rütbe, mertebe’ olarak ifade edilmektedir. Derecelendirme kavramı ise: “Bir şeyin veya bir kimsenin sahip olduğu değerlerin kalite düzeylerinin ortaya konulması” işlemi; aynı zamanda “şirketlerin, taşınır değerlerinin ticari riskine, ülkelerin de siyasi risklerine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenip sıralanması” şeklinde ifade edilmektedir³³.

Derecelendirme, bir ekonomik birimin kredi geçmişi ve kullanmış olduğu kredileri geri ödeme kabiliyetinin tespit edilmesi amacıyla yapılan ölçme işlemlerinin tamamıdır. Bahsi geçen durumda derecelendirme, borçlu tarafın faiz ve anapara

³¹Seval, 7.

³²TDK, “İktisat Terimleri Sözlüğü”. Ankara: TDK Yayınları, 2014.

³³ TDK.

yükümlülüklerini ödeme arzusu ve kapasitesinin uygun zamanda ve eksiksiz bir şekilde yerine getirilip getirilememesini ölçen bir araçtır³⁴.

Derecelendirme, şirketlerin ya da sermaye piyasası kuruluşlarının risk durumları ve ödeme güçlerinin, sermaye piyasası araçlarının, anapara, faiz gibi yükümlülüklerinin zamanı geldiğinde tam olarak karşılanabilme riskinin kredi derecelendirme kuruluşlarınca belirli kriterler kapsamında incelenip değerlendirilerek sınıflandırılması işlemi olarak ifade edilebilmektedir. Bu derecelendirme işlemi, şirketlerin ya da ülkelerin, likiditesinin finansal yükümlülüklerini karşılama kabiliyetini, kârlılığının ve finansal yapısının sektörel, ekonomik, politik, mali ve sosyal koşullar göz önünde bulundurularak incelenmesi, sınıflandırması ve değerlendirmesi suretiyle gerçekleştirilmektedir (SPK2 Mevzuatı 2007: Md.5). Kredi derecelendirme, açılacak olan kredilerin, belirlenen sürede ve eksiksiz bir şekilde geri ödenebilme ihtimali konusunda uluslararası sermaye piyasaları kapsamında belirlenen kriterlerle uyumlu ve nesnel bir ölçü sağlamak için, borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapılması durumunda, yatırımcının yükleneceği riskin saptanması olarak ifade edilebilmektedir³⁵. Kredi derecelendirmesi aracılığıyla muhataplara yüklenilecek olan risk hususunda önemli bilgiler verilmektedir. Bu durum da taraflar arasında eşit düzeyde bilgiye sahip olunmamasından doğan temsil maliyetlerini büyük ölçüde azaltmakta ve piyasaların etkin bir şekilde işlemesine katkı sağlamaktadır³⁶.

Küreselleşme sonucunda finansal piyasalarda kredi arzının ve kredi talebinin artmasıyla, ihracatçı kuruluşlar, yatırımcılar ve girişimciler için pek çok yeni fırsat doğmuştur. Söz konusu durum kredi pazarlamakta olan kuruluşun yeni ulusal ve uluslararası pazarlara açılmasına sebebiyet vermiştir. Kredi pazarlayan kurumlar tarafından bölgenin iyi bir şekilde tanınmaması bazı zorlukların yaşanmasına yol açmıştır. Yaşanan zorluklar neticesinde kredi derecelendirilmesine ve kredi derecelendirme kuruluşlarına ihtiyaç duyulmuştur. Derecelendirme hususunda küresel piyasaya yön veren Moody's Investor Service, Standard&Poor's ve Fitch Ratings'in

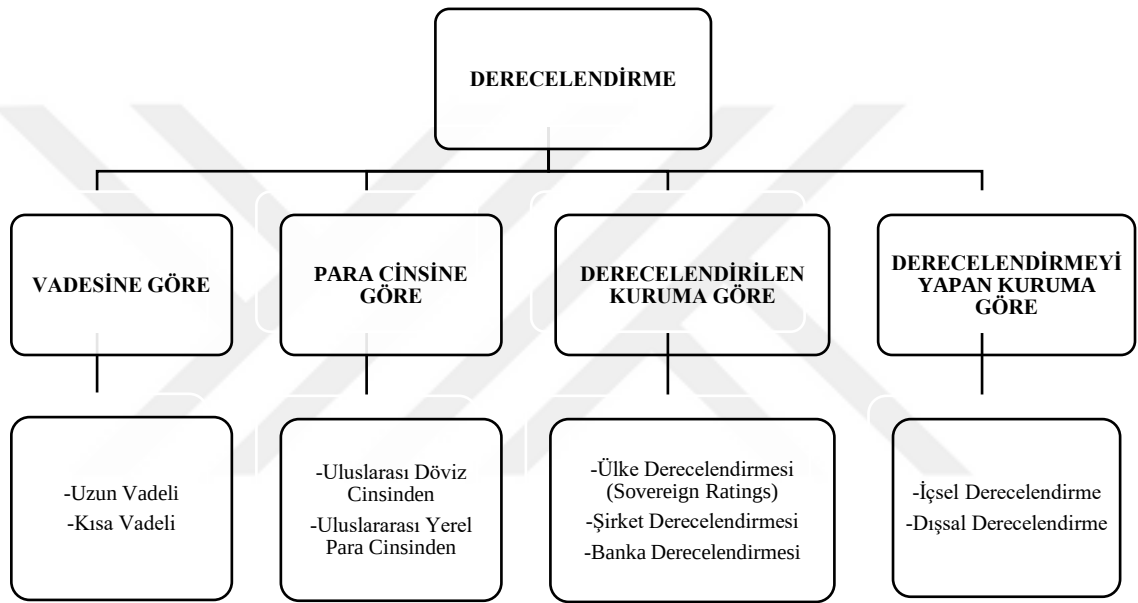
³⁴Beyhan Yashıdağ, **Kredi Derecelendirme Sistemi SPK Lisanslama Sınavına Hazırlık Soru Örnekleri**, İstanbul, Literatür Yayınları, 2007, s. 130.

³⁵Mustafa A.Karagöz, "Kredi Değerliliğinin Tespiti", **Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi**, Sayı 1, (1990), s. 7.

³⁶Seval, 12.

derecelendirme faaliyetleri sonucunda, verilen kredi notunun “bir görüş, ifade ya da fikir” olduğu konusunda uzlaşma sağlamışlardır³⁷.

Derecelendirme türleri dört şekilde tasnif edilebilmektedir. Bunlar; vadesine göre derecelendirme, döviz cinsine göre derecelendirme, derecelendirilen kuruma göre derecelendirme ve derecelendirmeyi yapan kuruma göre derecelendirme olarak sıralanmaktadır.



Şekil 1. Derecelendirme Türleri

Kaynak: Ömer Akçayır, Zafer Yıldız, “Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013) : Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi”, **Akademik Bakış Dergisi**, Cilt 40, (2014), s. 14.

Vadesine göre derecelendirme, uzun vadeli derecelendirme ve kısa vadeli derecelendirme olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir. Uzun vadeli derecelendirme, uzun vadede genel kriterlerin dikkate alınmasıyla yükümlülüklerin yerine getirilebilme ihtimalini belirtmektedir. Bunun yanı sıra 1 yıldan fazla vadeli olan

³⁷Erkan Eren, “Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, Cilt 4, Sayı 2, (2010), s. 113.

anapara ve faiz gibi yükümlülüklerin eksiksiz bir şekilde yerine getirilip getirilemeyeceğini belirten derecelendirme türüdür. Kısa vadeli derecelendirme ise bir yıl ya da 1 yıldan daha kısa vadeli anapara ve faiz gibi yükümlülüklerin yerine getirilmesi hususunda para ve sermaye piyasalarına ulaşım, sermaye ve likidite elde edilmesi durumunu ölçmektedir³⁸.

Döviz cinsine göre derecelendirme, uluslararası döviz cinsinden ve ilgili para cinsinden doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi hususlarının puanlandığı uluslararası yerel para cinsinden derecelendirme türüdür. Verildiği kuruma göre derecelendirme notları ülke notu, banka notu ve şirket notu olarak üç başlık altında toplanmaktadır.

Ülke Notu, bir ülkenin borç yükümlülüğünü zamanında ve tam olarak yerine getirebilmesini ölçen not olarak ifade edilmektedir. Derecelendirmenin ana kriteri politik, finansal, harici ve ekonomik riskleri kapsayan skorları oluşturmak için devlet şekli, politik istikrar, politik sistem, uluslararası ekonomik durum, uluslararası ilişkiler, yaşam standartları, gelir dağılımı, nüfus ve işgücü yapısı, borç göstergeleri, enflasyon ve cari işlemler dengesi gibi pek çok faktör risklerin saptanmasında dikkate alınmaktadır. Banka notu, şirket notu, sigorta şirketi notları ve belediyelere verilen notlar ülkeye verilen nottan yüksek olamamaktadır. Çünkü söz konusu kuruluşlar genellikle ülke sınırlarında borçlanmaktadır. Bu sebeple ilgili kuruluşlara verilebilecek en yüksek derecelendirme notu, ülke derecelendirme notundan teşekkül eder. Bir istisna olarak, yüksek kredibiliteye sahip olan şirketlerin uluslararası piyasadan borçlanma olanağına sahip olması halinde, ilgili şirketin notu, ülkenin kredi derecelendirme notundan yüksek olabilmektedir.

Şirket Notu, yatırımcılar açısından şirketlerin sahip olduğu risk derecelerini göstermektedir. Şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirebilmesi hususunda görüş sunan kredi derecelendirmede, şirketin idaresi, faaliyetleri, stratejisi, mali durumu, sektörün performansı ve yapısı gibi pek çok kriter dikkate alınmaktadır³⁹. Derecelendirme faaliyeti

³⁸Yavuz Akbulak, “Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler”, **Mali Çözüm**(Mayıs-Haziran, 2012), s. 175.

³⁹Vasıf Sipahi, “Kredi Derecelendirme Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: İMKB-Banka Hisse Senetleri Üzerinde Bir Uygulama”, (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2010).

derecelendirmeyi yapan kuruluşa göre, dışsal derecelendirme ve içsel derecelendirme olarak ikiye ayrılmaktadır⁴⁰:

Dışsal Derecelendirme; kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan kredi derecelendirme faaliyetini ifade etmektedir. Firmaların sermaye piyasalarından borç alabilmelerini sağlamak amacıyla gerçekleştirilen gösterge niteliğindeki derecelendirme işlemidir. İçsel Derecelendirme; Bankalar tarafından borç isteyen müşterilere, kendilerine ait içsel değerlendirme ölçütleri çerçevesinde verdikleri notlardır. Bankalar içsel derecelendirme yaparken müşterilerden resmi evraklarını, mali tablolarını, içsel ve dışsal referans kaynaklarını talep etmektedirler.

Dışsal derecelendirmeye göre sistemin iyi bir şekilde işlemesi için verilere kolay, somut ve standart bir şekilde ulaşılması ve geçmiş arşiv kayıtlarının işlenebilir duruma getirilmesi gerekmektedir. Söz konusu derecelendirme, derecelendirme yapan kuruma göre tasnif edilmek istendiğinde, derecelendirme notu “Ülke Notu”, “Sigorta Şirketi Notu”, “Banka Notu”, “Belediyelere Verilen Notlar” ve “Şirket Notu” gibi farklı kategoriler kapsamında detaylı bir şekilde incelenebilmektedir.

Derecelendirme kavramı yatırımcılar açısından olduğu kadar mali kurumlar, şirketler, sermaye piyasası ve ülkeler açısından da büyük ölçüde önem arz eden bir kavramdır.

Şirketler Açısından: Uluslararası yatırımcılar, işletmelerin risk değerlerini ölçebilmek için söz konusu işletmenin mali durumu hakkında bilgi sahibi olmaya ihtiyaç duymaktadır. Bu sebeple işletmeler tarafından kamuoyuna doğru, güvenilir, açık ve detaylı bir şekilde açıklama yapmaları gerekmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları doğru bilgi paylaşımı yaptıkları için yatırımcıların bilgi ve tecrübe eksikliklerini büyük ölçüde azaltan kuruluşlar olarak görülmektedirler. Kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafsız olması ve derecelendirdiği işletmenin ya da ülkenin her yönü ile ele alınmasıyla verilen notun doğru olması, yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Kredi derecelendirmesiyle, yatırım gerçekleştirilecek olan şirketler ihtiyaç duydukları bilgilere

⁴⁰Mehmet Yazıcı, **Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi**, Makale Koleksiyonu, İstanbul, Arel Üniversitesi Kurumsal Arşiv Sistemi, 2009, s. 4.

ulaşmakta ve bu bilgiler aracılığıyla risk ve kazançlarını hesaplayabilmektedirler. Bu kapsamda derecelendirme, yatırımcılara yatırım kararı alma aşamasında destek sunan önemli bir araçtır. Bununla birlikte derecelendirme yatırımcılara arzu ettikleri risk grubu seçme imkânı da sunmaktadır. Ancak piyasalarda her zaman sadece yatırımcı bulunmamaktadır. Kredi derecelendirme, yatırımcı açısından önemli olduğu gibi yatırımı alan taraflar açısından da büyük oranda riskleri azaltan araç olarak önem taşımaktadır.

Sermaye Piyasası Açısından: 21. yüzyılda finansal piyasalardaki altyapı eksikliklerinden dolayı her 3-4 yılda bir kriz ortaya çıkmaktadır. Piyasaların problemsiz ve normal bir şekilde çalışabilmesi için piyasa aktörlerinin üstlendiği risklerin bilincinde olması gerekmektedir⁴¹. Sermaye piyasasının gelişim gösterebilmesi için piyasadaki riskler iyi bir şekilde değerlendirilmelidir. Sermaye piyasasında bulunan yatırımcılar tarafından, piyasadaki şirketlere ait finansal bilgiler talep edilmektedir. Kredi derecelendirme kurumları tarafından yapılan derecelendirmeler aracılığıyla şirketlerin özel ve genel finansal bilgilerini kapsayan kredi notlarını yatırımcılara sunmaktadır. Uluslararası yatırımcıları, her zaman yatırımcıları koruyan sermaye piyasaları cezbetmiştir. Derecelendirmenin sermaye piyasalarına sağladığı pek çok avantajlara aşağıda değinilmektedir.

Derecelendirme işlemleri, tahvillerin veya dövizlerin takas yapılması ya da ellerinde tutmasına yönelik kararların alınması hususunda oluşan riski derecelendirmek için aracı konumundadır. İşletmeler tarafından ihraç edilen tahvillerin ortak bir kriterle oturtulması riskin tespit edilmesinde kolaylık sunmaktadır. Tahvillerin derecelendirilerek ikinci el piyasalar kapsamında işleme tabi tutulması açısından önemlidir. Çünkü tahviller ikinci el piyasalarda birinci el piyasalara kıyasla çok daha fazla rağbet görmektedirler.

Şirketlere ait mali ve özel bilgilerin yatırımcılara arz edilmesinden sonra bu şirketlerin sermaye piyasalarına girmelerini ve finansman kaynaklarını artırmaktadır. Yatırım kararlarının alınma aşamasında şirketlerin güvenilir olmasını ve düşük düzeyde tahvil fiyatlarının oluşması sağlanmalıdır. Kredi derecelendirme, şirket tahvil piyasasında

⁴¹Şenol Babuşçu, Adalet Hazar ve Sedat Yenice, **SPK Bağımsız Denetim Lisanslama Sınavlarına Hazırlık**, 3. Baskı, Akademi Consulting & Training, 2012.

kredi faiz oranlarının tespit edilmesi, kısa sürede piyasadaki şirketlerin tahvil oluşturarak halka açılma işlemlerinin gerçekleştirilmesi ve finansmanı da sağlayacaktır. Kredi derecelendirme yatırımcıların sermaye piyasasına girmesini sağlayarak piyasanın derinleşmesini sağlamaktadır. Yerli ve yabancı yatırımcıların uluslararası piyasalarla birleşmesini sağlamaktadır.

Finans Kurumları ve Şirketler Açısından: Kredi derecelendirme süreci kapsamında sermaye piyasalarının açısından önem arz eden kuruluşlar arasında finans kurumları da yer almaktadır. Finans kurumları kredi derecelendirme işleminin direkt olarak ya da dolaylı olarak etkisi altında kalan ve işletmelerin kendi faaliyetlerini uygun durumlarda kredi derecelendirme notuna göre biçimlendirebilen kurumlardır. Bu çerçevede finansal kuruluşlar açısından kredi derecelendirmenin önemi aşağıda şöyle ifade edilmektedir⁴²: Tahvil veya kredi faiz oranlarında risk durumuna göre değişiklik sağlamaktadır. Uluslararası bankacılık maliyetlerinin azalmasını sağlamaktadır. Finansal durumun iyileşmesine ve risklerin en aza indirilmesine destek olmaktadır. Finansal etkinliğin artmasını sağlamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kurulan sisteme güven duyulmasını ve gereksinimlerin karşılanmasını sağlamaktadır. Uluslararası finansal kurumlar ile finansal ilişkilerin düzenlenmesini sağlamaktadır. İç ve dış kaynak kullanımı maliyetlerinin azalmasını sağlamaktadır. Kredi derecelendirilmesi, riskli ve problemlı kredilerin mevcudiyetini önlemekte ve kredi puanlarının yükselmesini sağlamaktadır. Uluslararası şirketler açısından kredi derecelendirme süreci önem arz etmektedir. Kredi derecelendirme, şirketlerde hisse sahibi olanlar ve şirket yöneticileri açısından önemli bir süreç olarak nitelendirilmektedir. Şirketler açısından kredi derecelendirmenin önemine aşağıda değinilmiştir⁴³.

Kredi derecelendirme kuruluşları bağımsız bir yapıya sahip olmaları sebebiyle şirketleri objektif bir şekilde değerlendirmektedir. Kredi derecelendirme sürecinin başlamasıyla birlikte şirket, süreklilik sürecine girmektedir. Kredi derecelendirme işleminden sonra verilen not diğer kurumlardaki notlar ile karşılaştırılabilmektedir. Kredi

⁴²Babuşçu, Hazar, Yenice, SPK Bağımsız Denetim Lisanslama Sınavlarına Hazırlık.

⁴³SeyhanTaş, “Finansal Liberalizasyon, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri”, (Yayımlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001).

derecelendirme, genel olarak benzer faaliyetlere sahip olan şirketlerin kredi derecelendirme puanlarıyla uyumludur. Kredi derecelendirme kuruluşları derecelendirme süreci kapsamında şirketlerin özel ve mali bilgilerini kamuoyuna duyurmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları yerli ve yabancı yatırımcıları sermaye piyasalarına giriş için teşvik ederek uluslararası piyasanın genişlemesini sağlar. Kredi derecelendirme tahvillerin uluslararası piyasalara ulaşmasını sağlayarak şirketlerin borçlanmasını sağlar. Derecelendirme işlemi neticesine göre şirketlere yeni fon kaynakları temin eder ve şirketlerin gelecek planlarını uzun vadede yapmaları konusunda destek olur.

Ülkeler Açısından: Küreselleşme ile birlikte işletmelerin dünyaya açılması sonucunda finansal piyasalarda ve uluslararası fonlarda rahat bir şekilde hareket edilmeye başlanmıştır. Fonun, finansal varlığı hangi şirketin veya ülkenin yöneteceği çatışması yaşanmaktadır. Yatırımcılar kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelere veya şirketlere verdiği kredi notlarını dikkate alarak yatırım planlarını yapmaktadırlar. Bu bağlamda yüksek kredi puanı verilen ülkelerin bono veya tahvillerine olan talep, düşük puana sahip olan ülkelere kıyasla çok daha avantajlıdır. Yatırımcılar genel olarak düşük risk oranını tercih edeceklerdir. Fakat yatırımcılar yüksek kâr sunan bu ülke tahvillerini alma konusunda planlar yapacaklardır. Kredi derecelendirmesinin ardından verilen notlar yatırımcılar ile yatırım yapılan ülkeler ve işletmeler tarafından kullanılmaktadır. Bu sebeple derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlar finansal piyasalarda önemli bir role sahiptir. Kredi derecelendirme, gelişmekte olan ülkeler için de büyük bir öneme sahiptir. Gelişmekte olan ülkeler kaynak yetersizliklerden devlet tahvili çıkarmakta ve yabancı dövizlere gereksinim duymaktadırlar. Gelişmekte olan ülkeler uluslararası piyasalarda fon talep ettikleri için derecelendirme işleminin doğru bir şekilde yapılması önemlidir. Bu sebeple kredi derecelendirme notları, fon sağlama ve risk yönetimi aşamasında sıklıkla kullanılan bir araç konumuna ulaşmıştır⁴⁴.

Kredi derecelendirme ülkelere pek çok olanak sunmaktadır. Kredi derecelendirme ülkelere sunduğu olanaklara aşağıda yer verilmektedir⁴⁵. Ülkenin kredi faiz oranlarının riske ve kredi derecelendirme notlarına göre farklılık sergilediği, tahvil

⁴⁴Timur H. Gür, Hüseyin Öztürk, “Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler”, *Sosyoekonomi*, Sayı 2, (2011), s. 71.

⁴⁵Babuşçu, Hazar, Yenice, SPK Bağımsız Denetim Lisanslama Sınavlarına Hazırlık.

satışı yapmanın ve borç temin etmenin eski dönemlere kıyasla çok daha kolaylaştığı, uluslararası yatırımcılar arasında denge kurulduğu, yatırımcılara büyük ölçüde kolaylık sağlandığı, borçlanmayla birlikte işlem hacminin düzenli bir yapıya dönüştürüldüğü bir sermaye piyasası kazandırmıştır.

2.2.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihsel Gelişimi

Kredi derecelendirme kuruluşları 1800’lü yılların ikinci çeyreğine kadar uzanan bir geçmişe sahiptir. 1837 yılında ABD’de meydana gelen büyük bunalımdan sonra, şirketler tarafından verilen taahhütler yerine getirilememiş ve pek çok yatırımcı mağdur olmuştur. Lewis Tappan söz konusu ekonomik bunalımdan etkilenen yatırımcılar arasında yer almaktadır. Lewis Tappan tarafından pek çok yatırımcının yatırımlarının yönlendirilebileceği şirketleri takip etmek ve değerlendirmek amacıyla “Mercantile Agency” şirketi kurulmuştur. Başlangıçta Mercantile Agency derecelendirme simgeleri kullanılmadan yalnızca belirli dönemlerde üyelerin bilgilendirilmesi amacıyla faaliyetlerini sürdürmüştür. Söz konusu dönemde büyük ölçüde zarara uğrayan Tappan, müşteriler ile borçluların kredi değerliliğini tespit etme konusunda çok daha resmi bir yöntem üretmiştir. Tappan tarafından üretilen bu yöntemde, ABD’de, çoğunluğunu avukatların oluşturduğu ve kendi bölgelerindeki kişiler ve işler ile ilgili bilgi toplayan toplam 180 muhabir ile büyük bir bilgi ağı kurulmuştur. Bu ağ aracılığıyla toplanan bütün bilgiler müşterilere sözlü olarak aktarılmıştır⁴⁶.

Yatırımcılar açısından ölçülmesi gerekli olan bir kavram olarak risk, ilk kez menkul kıymetler alanında ortaya çıkmıştır. ABD’de 1909 yılında demiryolu yatırımlarının analizini yapan John Moody tarafından Moody Yatırım Hizmetleri Şirketi kurulmuştur. Söz konusu şirket tarafından kamuoyuna menkul kıymetlerin derecelendirilmesine yönelik ilk veriler duyurulmuştur. Bu veriler John Moody tarafından kaleme alınan “Demiryolları Yatırımının Analizi” adlı eserde yayımlanmıştır. Moody geliştirdiği derecelendirme sistemini 1924 yılına gelinceye kadar kullanmış ve 1924’ten bugüne kadar halen kullanılmakta olan harf ve rakamları içeren derecelendirme skalasını piyasaya sürerek kullanmıştır. John Moody’ nin 1924 yılına kadar kullanmış olduğu

⁴⁶Erdal T. Karagöl, Ülkü İ. Mıhçıokur, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar”SETA,Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı, (2012), s. 2.

sistem⁴⁷ derecelendirme cetvelinde şöyle yer almıştır; A- En yüksek kalitedeki borç, B- Orta kalitedeki borç, C- Düşük kalitedeki borç.

Moody Yatırım Hizmetleri Şirketi'nden sonra 1916 yılında yine benzer alanda faaliyete başlayan Poor's Publishing şirketi kurulmuş ve 1922 yılına gelindiğinde de Standard Statistics Company kurulmuştur. Daha sonra Standard Statistics Company, Poor's Publishing şirketiyle birleşerek Standard&Poor's adı ile faaliyetlerini sürdürmeye devam etmiştir⁴⁸. 1924 yılına gelindiğinde ise yine derecelendirme alanında faaliyet göstermeye başlayan üçüncü şirket olarak Fitch Publishing Company of New York kurulmuştur⁴⁹.

Kredi derecelendirme kuruluşları, bağımsız olarak kredi değerliliği görüşü sunmak amacıyla verdikleri notlar ile hükümetler, yatırımcılar, kredi talep edenler ve ihracatçılar tarafından türlü sebeplerle kullanılmakta olan kuruluşlardır. Kredi derecelendirme kuruluşları özel sektör ve kamu sektörüne ait menkul kıymetlerin risk düzeylerini ölçmekte ve belirli dönemlerde ilgili birimlere sonuçları sunmaktadır. Günümüze kadar kredi derecelendirme alanında pek çok girişim var olmasına karşın piyasa hakimiyetinin yaklaşık olarak %95'lik oranı Moody's, Standard&Poor's ve Fitch Derecelendirme Kuruluşlarının elindedir⁵⁰. Bu üç şirket yaptıkları risk analizleri ile neredeyse bütün dünya piyasalarında etkili olmaktadır. Bununla birlikte hiçbir ülke bu üç şirketin vermiş olduğu ülke puanını aşan bir puan ile değerlendirilememektedir. Bu sebeple bu kuruluşlar tarafından verilecek olan yüksek puanlar, borç talep eden ülkelerin kolaylıkla ve daha fazla dış borç bulma olanağına sahip olmalarını sağlayacaktır. Eğer bu kuruluşlar tarafından borç talep eden ülkelerin kredi notları düşürülürse, ülkenin dış borç bulma olanakları güçleşecek ve bu da temin ettikleri yabancı finansmanın yükümlülüğünü büyük ölçüde arttıracaktır. Yatırımcılarını korumakta olan bir ülkenin sahip olduğu sermaye piyasasının, uluslararası yatırımcıları çekme olasılığı çok daha fazla olacaktır. Sermaye piyasalarında bulunan yatırımcıların büyük bir bölümü, dış piyasalara girme

⁴⁷Moody's Investor Service, **The Function of Ratings In Capital Markets**. New York, 1997, s. 4.

⁴⁸Randall Dodd, Gautam Setty, **Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries**. Special Policy Report, Financial Policy Forum Derivatives Study Center, 2003.

⁴⁹Şenol Babuşcu, Adalet Hazar, **SPK Kredi Derecelendirme Uzmanlığı Sınavlarına Hazırlık**, Ankara, Akademi Kitabevi, 2008, s. 349.

⁵⁰Philip Monaghan, **Rating Sovereign Raters: Credit Rating Agencies – Political Scapegoats or Misguided Messengers?**, Manchester, Infrangilis, 2012, s. 12.

süreçlerinde gereksinim duydukları bilgileri elde edememektedirler. Bu noktada kredi derecelendirme kuruluşları devreye girmektedir. Bu kuruluşlar yatırımcıların gereksinim duydukları bilgileri sunmak ve onlara karar aşamasında yardımcı olmak amacıyla faaliyetlerini sürdürmektedirler. Bununla birlikte bu kuruluşlar yatırımcıların sistemleştirilen ve belirli anlamlara sahip olan notlarla aydınlatılmasına ve bilgilendirilmesine katkı sağlamaktadır⁵¹.

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından bankalar, finansal kurumlar ve ülkelerin derecelendirilmesi neticesinde elde edilen kısa semboller, verilerin anlaşılmasını kolaylaştırmıştır. Bu kuruluşlar tarafından derecelendirme faaliyeti boyunca derecelendirmeye konu olan şirket, ülke ya da kurum hakkında çeşitli bilgiler toplanmaktadır. Bu süreçte toplanan bilgilerin kapsamında kısa geçmiş, kuruluş, felsefe, strateji, faaliyet durumu, muhasebe politikası, mali yönetim, planlanan projeler ve potansiyel kazançları yer almaktadır⁵².

Derecelendirme faaliyeti, söz konusu firma ya da ülkenin başvuru yapmasıyla veya başvuru yapılmadan derecelendirme kuruluşunun kendi değerlendirmesiyle gerçekleştirilebilmektedir. Bununla birlikte söz konusu ülkenin başvurusu olmadan yapılan derecelendirme işlemine istenilmeyen derecelendirme denir. Örnek verilecek olursa; Moody's Investor Service şirketi eğer ilgili ülkenin talebi olmaksızın kendiliğinden bir değerlendirme yaparsa bu istenilmeyen derecelendirmedir. Bahsi geçen derecelendirme, ülkenin veya şirketin derecelendirme şirketine belli bir ücret ödemediğini gösterir. Öte yandan istenilmeyen derecelendirme, şirketin bir inceleme yaptırması ve bunun ücretini ödemesi için bir baskı unsuru olarak değerlendirilmektedir. Söz konusu şirketin ya da ülkenin yapmış olduğu başvurusu ile derecelendirme işlemi gerçekleştirilecekse bu işleme istenilen derecelendirme denilmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının çeşitli yatırımlar yapabilecek farklı yatırımcı profilleri için kısa ve uzun vadeli yükümlülükleri kapsayacak biçimde ayrı ayrı not sistemleri bulunmaktadır. Kısa vadeli yükümlülükleri içeren notlar finansman bonusu piyasasında kullanılmaktadır. Uzun vadeli yükümlülükleri içeren notlar ise, daha kalıcı yatırımlar olması nedeniyle

⁵¹Babuşcu, Hazar, 349.

⁵²Yaslıdağ, 130.

DYSY (Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları)’ler üzerinde kullanılmaktadır. Çünkü DYSY’ler kalıcı yatırımlar olduğu için yatırımcılar tarafından kredi değerliliği ölçüsü olarak daha çok uzun vadeli notlar referans olarak alınmaktadır⁵³.

Derecelendirme kuruluşların her birinin kendi derecelendirme sistemi bulunmakta ve tahvillerin risk kategorilerini belirtmek amacıyla bazı semboller kullanılmaktadır. Söz konusu sembollerin anlamları farklılık göstermemektedir. Bu çerçevede uzun vadeli derecelendirme sembolleri A, B, C ve D harfleri ile başlar⁵⁴.

Tablo 1. Not Düzeyleri

Not Düzeyi	Anlamı
A	Derecelendirilen şirketin ödeme gücünün çok iyi düzeyde olduğunu göstermektedir.
B	Şu an tanımlanan bir risk olmamasına karşın, gelecekte bir sorunla karşılaşabileceği anlamı taşımaktadır.
C	Belirli bir ödeme dengesi bozukluğu olduğunu belirtmektedir.
D	Tamamen istikrarsız, riskli, hakkında uzun vadede bir şey söylenemeyecek piyasa, kurum veya kuruluşlar için kullanılmaktadır.

Kaynak:Alper Bakdur, Duman Gülyeter, **Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları**, Ankara, DPT Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 1999, s. 5.

Üç büyük derecelendirme kuruluşunun not tanımları sembolize edilmiş ve üç kategoriye ayrılmıştır. Bunlar; ‘‘Spekülatif Seviye’’, ‘‘Yatırım Yapılabilir Seviye’’ ve ‘‘ÇÖP/Default (Borcunu Ödeyememe)’’ seviyesi olarak sınıflandırılmıştır. Yatırım Yapılabilir Seviyede olan bir notlama, şirketin borç aracının ya da ülkenin kredi riskinin düşük olduğunu, temerrüt ihtimalinin düşük olduğunu ve şüpheli ve hileli piyasa hareketlerinden büyük oranda etkilenmediğini gösterir. Notun Spekülatif Seviyede olması, yatırım ihtimali olmasına rağmen ülkenin veya şirketin altyapısının sağlam olmaması nedeniyle manipülasyona açık olduğunu göstermektedir. Notun Çöp Seviyede olması ise, ülkenin veya şirketin yatırım yapılamayacak kadar riskli olduğunu

⁵³Seval, 13.

⁵⁴Alper Bakdur, Duman Gülyeter, **Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları**, Ankara, DPT Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 1999, s. 5.

göstermektedir⁵⁵. Öte yandan derecelendirme notlarına ilave olarak bazı semboller de bulunmaktadır. Kredi notları borçlunun temel derecelendirme kategorilerindeki göreceli durumunu göstermek amacıyla (+) ve (-) işaretlerle vurgulanabilmektedir. Bir başka ifadeyle derecelendirme kuruluşu tarafından verilen kredi notunun bir uzantısı ise bu notun görünümüdür (rating outlook). Notların görünümleri ‘durağan’, ‘pozitif’ veya ‘negatif’ şeklindedir. Bu görünümeler genel olarak verilen notun dönem içerisinde hangi yönde hareket edeceğine yönelik olarak yatırımcıya fikir veren simgeler olarak görülmektedir. Bu kapsamda pozitif görünümlü kredi notlarının kısa vadede yukarı yönlü, negatif görünümlü kredi notlarının da kısa vadede aşağı yönlü hareket edeceği varsayılmaktadır⁵⁶.

Derece notunun yanında bulunan negatif sembol, bu derece notunun üç yıl içerisinde düşürülebileceği anlamına gelirken, pozitif sembol ise derece notunun aynı süre içinde yükseltilebileceği anlamına gelmektedir. Durağan notların ise değişme olasılığının çok az olduğu belirtilmektedir. KDK’lar, şirketlere ve ülkelere yönelik verdiği kredi notlarını risk düzeyinin düşük olduğu “prime” düzeyinden “iflas” düzeyine kadar birçok not basamağını kapsayan bir ölçekte tespit etmektedirler. Ayrıca kredi notları yerli ve yabancı para cinsinden verilebilmektedir. Ancak küresel finansal piyasalar kapsamında bir ülkeye ait risk düzeyinin göstergesi olarak, ilgili ülkenin küresel sermayeye erişimi hususunda belirleyici nitelikte olan yabancı para cinsinden ve uzun vadede verilen not ifade edilir. Yatırım yapılabilir seviye olarak değerlendirilen kredi notları, Standard&Poor's (S&P) ve Fitch’in derecelendirme sistemi çerçevesinde BBB- ve üstü, Moody’s derecelendirme sisteminde ise Baa3 ve üstündeki kredi notlarını kapsamaktadır⁵⁷.

⁵⁵M. Süheyb Ayaz, “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Eleştirel Bir Bakış”, <http://www.bilgesam.org/incele/230/-uluslararasi-kredi-derecelendirme-kuruluslari--elestirel-bir-bakis/#.XBqCYFwzY2w>, (11.02.2019).

⁵⁶Seval, 14.

⁵⁷İ. Burak Kanlı, Yasemin Barlas, “Eşiği Aşınca: Kredi Notunun “Yatırım Yapılabilir” Seviyeye Yükselmesinin Etkileri”, 2011, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d69e5cd3-f981-42e9-925d-b213f2dcdece/WP1123.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d69e5cd3-f981-42e9-925d-b213f2dcdece-m3fw5XZ>, (11.02.2019), s. 3.

Tablo 2. Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Not Tanımları

Moody's		S&P		Fitch		DERECE	SEVİYE
Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli		
Aaa	P1	AAA	A1+	AAA	F1+	En Yüksek Dereceli	Yatırım Yapılabilir Seviye
Aa1		AA+		AA+		Yüksek Dereceli	
Aa2		AA		AA			
Aa3		AA-		AA-			
A1		A+	A1+	A+	F1	Üst Orta Sınıf	
A2		A		A			
A3	P2	A-	A2	A-	F2	Alt Orta Sınıf	
Baa1		BBB+		BBB+			
Baa2	P3	BBB	A3	BBB	F3		
Baa3		BBB-		BBB-			
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Yatırım Yapılamaz	Spekülatif Seviye
Ba2		BB		BB		Spekülatif	
Ba3		BB-		BB-			
B1		B+		B+		Son Derece Spekülatif	
B2		B		B			
B3		B-		B-			
Caa1		CCC+	C	CCC+	C	Önemli Riskler	
Caa2		CCC		CCC		Büyük Ölçüde Spekülatif	
Caa3		CCC-		C		Kurtarılması Beklenen İflasa Yakın	
Ca		CC					
		C					
D				D			
	DD						
	D						

Benzer şekilde Tablo 2 incelendiğinde spekülatif seviye kredi notu Moody's için "Ca" ve "Ba1" aralığında gerçekleşirken, Fitch ve S&P için "C" ve "BB+" aralığında gerçekleşmektedir.

2.2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ortaya Çıkış Nedenleri

20. yüzyılın ikinci yarısına gelindiğinde küreselleşmenin hızlanmasına paralel olarak, ülkeler ve finans piyasaları arasındaki etkileşim artış göstermiştir. Bununla birlikte finans piyasaları küreselleşme eğilimine sahip olmuş ve ülkelerin iktisadi faaliyetleri birbirinden etkisi altında kalmaya başlamıştır. Bu gelişmelere paralel olarak ülkelerin ve şirketlerin yerine getirmesi gereken finansal sorumlulukların ortaya çıkması

sonucunda kredi derecelendirme faaliyetinin önemi gittikçe artmıştır⁵⁸. Bu bağlamda 1980 dönemine gelindiğinde kredi notuna duyulan ihtiyacın artış gösterdiği söylenebilmektedir. Söz konusu dönemde meydana gelen borç krizleri ve 1982’de Meksika’nın var olan borçlarını ödeyemeyeceğini ilan etmesi gibi gelişmeler sonucunda ülkelerin kredi derecelendirme faaliyetlerine olan ihtiyaçlarının artmasına yol açmıştır⁵⁹.

Dünya çapında küreselleşmenin etkilerin hızla artmaya başlaması özellikle ekonomi ve pek çok alanda köklü değişimlerin yaşanmasına sebep olmuştur. Bu çerçevede meydana gelen değişimler kredi derecelendirme faaliyetlerini de büyük ölçüde etkilemiş ve yeni uygulamaların gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Söz konusu değişimi gerektiren temel unsurlar arasında borç veren şirketlerin ya da ülkelerin kendilerini güvence altına almak istemeleri de yer almaktadır⁶⁰. Kredi derecelendirme faaliyetlerine duyulan ihtiyacın hızla artış göstermesinin nedeni, ülkeler arasında gerçekleştirilen faaliyetlerin ve finansal işlemlerin eski dönemlere oranla önemli ölçüde artmasıdır. Bu çerçevede yapılacak olan yatırımların artmasına paralel olarak yapılması gerekli olan risk analizlerinin de artması gerekliliği doğmuştur. Bunun sonucunda kredi derecelendirme faaliyetlerine duyulan gereksinim de hızla artmaya başlamıştır. Dünya çapında yürütülen ekonomik faaliyetlerin artış göstermesi ve finansal sistemin gittikçe genişleyen bir yapıya sahip olması gibi nedenler, derecelendirme kuruluşlarına daha fazla ihtiyaç duyulmasına yol açmıştır⁶¹. Kredi notu ihtiyacının ortaya çıkmasında etkisi olan temel hususlar şöyle ifade edilmektedir⁶².

- Dünya çapında yaşanan gelişmeler sonucunda pek çok yeni yatırımın ortaya çıkması,

⁵⁸Gazi Erçel, “Türkiye'nin Dış Kredibilitesini Yükseltmek İçin Gerekli Yaklaşımlar”, 1997, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/82ee7930-59c6-4127-9f0f-c7025bbd6412/ISO.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-82ee7930-59c6-4127-9f0f-c7025bbd6412-m3fBeHC>, (11.02.2019). s. 1.

⁵⁹Erçel, 1.

⁶⁰Nesrin Şirvan, **Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi**, Bankacılık Araştırma Merkezi, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, 2004, s. 3.

⁶¹Derya T.Hasbi, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”, (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2012), s. 8.

⁶²Erçel, 1.

- Uluslararası faaliyetler çerçevesinde sermaye hareketlerinin hız kazanması,
- Mali alım satım işlemlerinde büyük ölçüde değişikliklerin yaşanması,
- Finansal piyasaların geniş bir kitle tarafından ilgilenilen bir alan konumuna ulaşmaya başlaması,
- Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi kuruluşlar tarafından yürütülen faaliyetlerinin ilgili taraflar için güvence niteliğine sahip olmaması.

Söz konusu ifadeler dikkate alındığında, mali piyasalarda ortaya çıkan değişimlerin kredi notuna duyulan ihtiyacı etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Bunun yanı sıra dünya çapında ortaya çıkan değişimlerin, pek çok sistemde yol açtığı farklılıkların mali sistemler üzerinde de büyük ölçüde etkili olduğu gözlenmiştir. Dünya çapında ortaya çıkan bu gelişmeler sonucunda kredi notuna duyulan gereksinim çok daha somut bir biçimde gündeme taşınmaya başlamıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen not ihtiyacının ortaya çıkmasında ekonomik ve politik risklerin de büyük ölçüde etkisi olmuştur. Bu bağlamda alınacak olan ekonomik ve politik risklerin olumsuz yansımaması için yürütülecek araştırmalar çerçevesinde kredi derecelendirme kurumlarına başvuru yapılması söz konusudur. Söz konusu risklerin sonuçlarına etki eden değişkenlerin ve etki derecelerinin hızla artmasıyla birlikte kredi notuna gereksinim duyulmuştur. Ülkelerin uzun vadeli ekonomik planlar yapması nedeniyle de uzun vadeli değerlendirmelerle verilen kredi notlarına gereksinim duyulması son derece normal bir durumdur. Genel bir değerlendirme yapılacak olursa, dünya üzerinde her alanda olduğu gibi mali sistemler üzerinde de pek çok değişikliğin ortaya çıkmasıyla birlikte yürütülen faaliyetler çerçevesinde dikkate alınması gereken etkenlerin sayısı da artış göstermiştir. Bu kapsamda gerçekleştirilecek olan yatırımlarda pek çok risk faktörünün görülmesi sonucunda sağlıklı bir değerlendirmeye gereksinim duyulmuştur⁶³.

Bu noktada kredi derecelendirme olgusu ve derecelendirme kuruluşlarının önemi büyük ölçüde artmış ve kredi derecelendirme faaliyeti önem arz eden bir gereksinim konumuna ulaşmıştır. 20. yüzyılın ikinci yarısında küreselleşmenin hız

⁶³Şirvan, 3.

kazanmasına paralel olarak açık bir şekilde kredi notuna gereksinim duyulmaya başlanmıştır. Bu çerçevede uzun vadeli yatırım planlarında, derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların önem arz eden bir yere sahip olduğu ve yatırımcıların da bu notları dikkate alarak yatırım yapıp yapmayacaklarına karar verdikleri unutulmamalıdır. Bahsi geçen durum kredi notunun önemini gözler önüne sermektedir.

2.2.5. Finansal Kurumlar İçerisinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yeri ve Önemi

Kredi derecelendirme genelde ülkelerin, özelde ise firma, banka ve sair iktisadi kuruluşların, anapara ve faiz gibi borç yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyetlerini ölçmek için kullanılan bir mekanizma olarak ifade edilmektedir. Kredi derecelendirme, ilgili ülkelerin ve kurumların kredibilitelerinin puanlanması ve ekonomik döngü içinde firmaların geçmişini ve mevcut iktisadi şartlarını etki altına alan faktörlere göre kredi risklerinin değerlendirilmesi işlemi olarak tanımlanmaktadır⁶⁴.

Derecelendirme çalışmalarının tarihsel seyri incelendiğinde, bu tarz bir faaliyetin meydana gelmesi için pek çok sebebin varlığı gözlenebilmektedir. Bu sebeple; para ve sermaye piyasalarında ortaya çıkan gelişmelere paralel olarak yaşanan ekonomik riskler, teknolojik gelişmelerle birlikte finansal piyasalarda ortaya çıkan sermaye hareketliliği ve bunun sonucunda sermayenin el değişim hızının artması, sosyal ve iktisadi hayati etki altına alan küresel savaşlar olarak ifade edilebilmektedir. Öte yandan bütün bu gelişmeler beraberinde asimetrik bilgi ya da bilgi kirliliğini getirmiştir. Bunun sonucunda derecelendirme faaliyetinin ve bu faaliyeti gerçekleştiren kuruluşlarının ortaya çıkması için bir alt yapı oluşturmuştur. Bu açıdan bakıldığında derecelendirme kavramı ile derecelendirme kuruluşlarının tarihsel seyri paralellik göstermektedir. 1800’lü yıllar derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıktığı tarih olarak kabul edilmektedir. Aynı zamanda bu tarih derecelendirme kavramının da ortaya çıktığı tarih olarak bilinmektedir⁶⁵.

⁶⁴HamiSaka, “Analysis of the Rating Discrepancies Assigned by Credit Rating Agencies”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Fatih Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014), s. 5.

⁶⁵Handan Kab, “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Güvenilirliği ve Türkiye Üzerine Bir Analiz”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2015), s. 10.

Kredi derecelendirme kuruluşları 1800’lü yıllarda ortaya çıkmış ve bu yıllarda kredi kuruluşları ilk değerlendirme faaliyetlerini yapmışlardır. Bu çerçevede kredi kuruluşları tarafından yapılan ilk derecelendirme hizmeti, 1837 yılında ABD’de ortaya çıkan finansal krizde kullanılmıştır. Nitekim söz konusu dönemde ABD’de yaşanan finansal kriz neticesinde işletmeler yükümlülüklerini yerine getirememeye başlamışlar ve sözlerini tutamaz hale gelmişlerdir. ABD’de yaşanan mali krizin ardından işletmeler tarafından verilen sözlerin tutulamaması neticesinde, ticaretle uğraşan New York’lu bir manifaturacı olan Lewis Tappan tarafından ilk kredi derecelendirme metodu geliştirilmiştir. Lewis Tappan ilk olarak geliştirdiği kredi derecelendirme yöntemini kendi işletmesi için kullanmıştır. Gelecek yıllarda ise bu faaliyeti meslek haline getirmiş ve 1841 yılında ilk kredi derecelendirme şirketi olan Mercantile Agency’i kurmuştur⁶⁶.

Bunun ardından 1900 yılında John Moody tarafından yatırımcıların tercihlerine yön vermek amacıyla, şirket bilgilerinin toplandığı “Moody’s Manual of Industrial and Corporation Securities” (Moody’s’in Endüstri ve Şirket Menkul Kıymetleri) adlı el kitabı yayınlanmıştır. 1909 yılına gelindiğinde ise Moody’s ilk defa şirket borcu için derecelendirme yapmış ve en yüksek kalitede olan borca “A”, orta kalitede olan borca “B”, en düşük kalitede olan borca ise “C” derecelerini vermiştir. 1913 yılında ise Fitch, firmaların performanslarını yayımlayan bir şirket olarak kurulmuştur. Söz konusu şirket 1924 yılında günümüzde halen kullanılmakta olan üç harfli derecelendirme çizelgesini piyasaya sürmüştür. Bu derecelendirmeler ABD Borsası çöktükten sonra ilk kez 1931 yılında düzenleyici amaçlarla kullanılmaya başlamıştır. Öte yandan 1932 senesinde Duff & Phelps; 1941 senesinde ise Standard and Poor’s kurulmuştur⁶⁷.

Dünya çapında yüzlerce kredi derecelendirme kuruluşu faaliyette bulunmasına rağmen uluslararası piyasalarda yalnızca birkaç derecelendirme kuruluşu kabul görmektedir. Dünya çapında kabul gören bu kuruluşlar kuruldukları ülkelerde ve dünyanın farklı ülkelerinde bulunan şubelerinde faaliyet göstermektedirler. Derecelendirme alanında faaliyette bulunan farklı ülkelere yüzlerce derecelendirme

⁶⁶ÜmitYıldız, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Ülke Kredi Notlarının Makroekonomik Belirleyicileri: Panel Veri Analizi”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014), s. 15.

⁶⁷TCMB, Derecelendirme Kuruluşları, **TMB Bülten 18**, Ankara, TCMB, 2010, s. 3.

kuruluşu vardır. ABD’de NRSRO bünyesinde yalnızca 10 adet kredi derecelendirme kuruluşu faaliyet göstermektedir⁶⁸.

Günümüzde dünya eskiye kıyasla çok başka bir boyut kazanmıştır. Ekonomik, kültürel, teknolojik vs. alanlarda farklılaşan dünya düzenine uyum sağlamak isteyen ülkeler; yaşanan bu değişime ortak olma isteğindedirler. Bunu başarmak için yatırımlarını yönlendirmeye çalışan ülkelerin, kredi derecelendirme kuruluşlarının dışında ayrı bir resim çizmeleri olanaksız olmaya başlamıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarınca gerçekleştirilen bir derecelendirme faaliyeti herkes için baz alınması gereken kriterler konumuna gelmiştir.

Bunun için ülkeler tarafından yerel ya da yerel ötesi pek çok kredi derecelendirme kuruluşu kurulmuştur. Bu derecelendirme kuruluşların büyük bir kısmı küçük bir alanı işgal etmekteyken, bunlardan sadece üçü ya da dördü küresel ölçekte çok önemli bir pozisyona sahiptirler. Bu şirketler Moody’s Investor Service (Moody’s), Fitch uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu, Standard&Poor’s ve Japanese Credit Rating (JCR) şirketleri olarak sıralanmaktadır. Söz konusu kuruluşlar özellikle 1980’lerden sonra küresel ölçekte finansal piyasalara yön veren kuruluşlar haline gelmişlerdir. Dünya piyasalarındaki kredi dereceleri çoğunlukla, Moody’s Investor Service (Moody’s), Fitch Ratings (Fitch) ve Standard And Poor’s kredi kuruluşlarınca sağlanmaktadır⁶⁹.

2.3. Genel Değerlendirme

Altın Standardı Sistemi, her ülkenin ulusal parasının altın cinsinden tanımlandığı, paranın değerinin belirlenen altın miktarına eşit olduğu ve bu eşitliğin sağlanması için altınla para birimi arasında konvertibilite sağlandığı uluslararası para sistemidir. Bu sistemde, ülke para birimlerinin belli bir miktar altın ile ifade edilmesi bu sistemin sabit döviz kuru sistemi olarak adlandırılmasına neden olmuştur. Bretton Woods Sistemi içerisinde altın, uluslararası rezervlerin bir kısmını oluşturması, ülkelerin likidite ihtiyacını karşılaması ve ulusal paraları için doğrudan veya dolaylı şekilde değer ölçüsü

⁶⁸Selçuk Şen, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Analizi: Moody’s Örneği”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014), s. 27.

⁶⁹BelkısSeval, **Kredi Derecelendirmesi. Lisanslama Sınavları Çalışma Notları**, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, 2017, s. 85.

olması rolünü oynamıştır. Diğer taraftan, ABD, USD'nin sistem içerisinde anahtar para rolünü koruması için, yabancı merkez bankalarına ellerinde biriken USD stokunu Federal Rezerv Bankası'na (FED) arz etmeleri karşılığında sabit resmi fiyattan altın satmayı taahhüt etmiştir. Bu sayede ülkelerin ulusal parası dolaylı olarak altına sabitlenmiş olmaktadır. Bretton Woods Sistemi'nde merkez bankalarına yüklenen temel fonksiyon ödemeler bilançosu problemlerini etkileme gücüdür. Ulusal paraların dalgalanma payı $\pm\%1$ olarak belirlenmiştir. Herhangi bir sebeple ulusal paraların USD bazındaki değerlerinin bu sınırın dışına çıkması durumunda merkez bankaları döviz piyasalarına müdahale ederek paritenin belirlenen sınırlar içerisinde kalmasını sağlayacaklardır. Bretton Woods sonrası dönemde ülkelerin para birlikleri kurdukları ve ulusal paralarını bu birliklere bağladıkları da görülmüştür. Bu çabaların en başarılısı Avrupa Para Birliği ve Euro uygulamasıdır. Avrupa Ekonomik Topluluğu'na (AET) üye ülkelerden başta Almanya ve Fransa, 1960'lı yıllarda ABD'nin altın taleplerini karşılama kapasitesine olan güvenin sarsılması ile birlikte, kendilerini küresel krizlerden korumak amacıyla yeni bir para birliğine geçmek üzere çalışmalara başlamışlardır. Bretton Woods sisteminin yıkılmasını takip eden yıllarda, bu çalışmaları hayata geçirdikleri görülmektedir. Parasal açıdan Avrupa'nın bütünleşmesini anlatan Avrupa Para Birliği düşüncesi, tek bir Avrupa Para Birimi'nin oluşturulmasını, bütün Avrupa Ekonomik Topluluğu ülkeleri için tek bir Merkez Bankası'nın kurulmasını öngörür. 1978 yılında Bremen Avrupa Zirvesi'nde kabul edilen Bremen Raporu'nun ekinde Avrupa Para Sisteminin esasları belirlenmiştir.

Ekonomik birimlerin finansal varlıkların alınıp satıldığı piyasanın oluşturduğu organizasyon olan finansal sistem farklı kurumlar tarafından farklı tanımlarla açıklanmıştır. Finansal sistem IMF tarafından ticari aktivitelerin devam edebilmesi için fonların yatırımlara katılmasını amaçlayan bir yapı olarak tanımlanmıştır. 40'lı yılların ortasında başlayan Bretton Woods döneminde fonların yatırıma dönüşmesinde yerel durgunluk yılları dışında bir problem yaşanmadığı gibi artı değer oranı da yükselmiştir. Yüksek üretim gücüne sahip Amerika ve gücünü yükseltmeye çalışan Batı Avrupa ve Japon ekonomilerinin çalışmalarıyla ekonomik büyüme hızlanmıştır.

Hızlanan ekonomik büyüme son sınırına geldiğinde, önemli kapitalist ülkelerde büyüme hızlarında düşüşler başlamıştır. Bu düşüşler yeni yatırımların ve sermaye

birikiminin önünü kesmiştir. Yaşanılan bu durumda çıkış kapısı olarak yeni pazar arayışı, düşük maliyet, serbest piyasa ve yeni finansal araçların ortaya çıkarılması görülmüştür. Bu çözümler McKinnon ve Shaw tarafından, negatif reel faiz oranı, bozuk kaynak dağılımı ve tasarrufta düşüşe neden olduğu yönünde savunulmuştur ve IMF, WTO ve G7 ülkelerinin de desteğiyle serbest ve uluslararası piyasanın öncüleri olmuşlardır.

1974 yılında iflas eden küçük bir Alman bankası bu piyasanın riskli olduğunu göstermiştir. Bu iflastan sonra resmi düzeyde yapılan ilk uluslararası finansal organizasyon olarak bilinen ve G10 ülkelerinin merkez bankası temsilcilerinin katıldığı bir toplantı yapılmıştır. İlerleyen süreçte finansal sıkıntıları çözmek için çeşitli komisyonlar kurulmuş, neoliberal ekonomi politikaları hazırlanmış ve uluslararası serbest sermaye hareketliliğinden doğan dalgalı döviz kurları ortaya çıkmıştır.

İlerleyen zamanla birlikte piyasada yeni fırsatlar ortaya çıkmıştır. Fon arz ve talep eden kurumların doğrudan karşılaşmadığı durumda fonların akışını sağlayacak kurumlara ihtiyaç duyulmuştur. Bu finansal kurumların düzgün fon akışı sağlamak dışında miktar, risk ve vade ayarlama; ödeme ve fon maliyetlerinin azaltılması gibi fonksiyonları da mevcuttur.

Herhangi bir sektör veya ülke için riskin bulunması ve kuruluşların yatırım yapılabilmesi için puanlaması süreci olarak açıklayabildiğimiz kredi derecelendirme kavramı basit bir anlatımla borçlunun anapara ve faiz yükümlülüğünü uygun zamanda ve tam olarak ödemesini ölçen bir araç olarak da tanımlanabilir. Derecelendirme işlemi firma ya da ülkenin sektörel, ekonomik, politik, mali ve sosyal koşulların göz önünde bulundurulup inceleme, sınıflandırma ve değerlendirme sürecidir. Bu risk bilgisi iki tarafın da içinde bulunduğu eşit bilgiye sahip olunmamasından kaynaklanan temsil maliyetlerini düşürüp piyasanın etkin şekilde işlemesine yardımcı olur.

Derecelendirme kendi içinde vadesine göre, döviz cinsine göre, derecelendirilen kuruma göre ve derecelendirmeyi yapan kuruma göre olmak üzere dört gruba ayrılır. Vadesine göre derecelendirmede 1 yıldan uzun süre için belirtildiğinde uzun vadeli; 1 yıldan kısa bir süre için incelendiğinde kısa vadeli derecelendirme olmaktadır. Yerine getirilmesi gereken yükümlülüğün para cinsine göre de derecelendirme döviz cinsinden

yahut yerel para cinsinden derecelendirme olarak ikiye ayrılmaktadır. Derecelendirilen kurum ülke, şirket yahut banka olmasına göre kredi derecelendirmesi derecelendirilen kuruma göre üçe ayrılır. Bu konuda istisna olarak şirketin kredi notu içinde bulunduğu ülkenin kredi notundan yüksek olabilir. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan yani üçüncü bir tarafın değerlendirme yaptığı durum dışsal derecelendirme olarak adlandırılırken; bankanın müşterilerine kredi notu vermesi gibi taraflardan birinin derecelendirme yaptığı durum içsel derecelendirmedir.

Ülkelerin ve kurumların borçlarını ödeyebilme güçlerinin puanlanması ve ekonomi içinde firmaların geçmiş şartlarını da göz önüne alarak risklerin değerlendirilmesi işlemi kredi derecelendirme olarak adlandırılır. Ekonomik riskler, sermaye hareketliliği ve küresel savaşlar gibi olayların bilgi kirliliğine sebep olmasından ötürü derecelendirme faaliyetine ve bu faaliyeti yapan kuruluşlara ihtiyaç duyulmuştur. İlk derecelendirme kavramı 1800'lü yıllarda ABD'de gerçekleşen finansal kriz sonrasında ortaya çıkmış olup ilk kredi derecelendirme şirketi olan Mercantile Agency 1841 yılında kurulmuştur. 90'lı yıllarda John Moody, şirketlerin bilgisine yer verdiği bir el kitabı yayınlamıştır. Daha sonra da şirket borçları için A, B ve C harf sistemlerini kullanarak derecelendirmiştir. Günümüzde hala kullanılan Fitch'e ait üç harfli derecelendirme çizelgesi ortaya çıkmıştır. Zamanla Duff & Phelps, Standard and Poor's başlıca olmak üzere fazla sayıda kredi derecelendirme kuruluşu açılmıştır. Fakat dünya çapında geçerliliği olan firmaları; Moody's, Fitch ve S&P olarak sıralayabiliriz.

3. BAŞLICA KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Kredi derecelendirme faaliyetleri 1830'lu yıllara kadar uzanan bir geçmişe sahiptir. Kredi derecelendirme kuruluşları kamu sektörü, özel sektör ve bu sektörlerle ait menkul kıymetlerin risklerini ölçmekte ve elde ettiği sonuçları ilgili taraflar için belirli dönemlerde yayınlamaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının büyük bir bölümünün yeni kurulmuş olması sebebiyle sadece ulusal düzeydeki şirketlere ait menkul kıymetler derecelendirilmektedir. Moody's ve Standard and Poor's şirketlerinin derecelendirme yaptıkları menkul kıymet rakamı ve çeşidi, çok sayıda gösterge kullanmaları, ülke riski notu verdikleri ülke sayısı, elde ettikleri sonuçları periyodik bir şekilde yayınlamaları ve pazardaki güçleri açısından ABD'de ve dünyada faaliyet gösteren en önemli iki derecelendirme firması konumuna ulaşmıştır⁷⁰.

1909 yılında Moody's, yayınlamış olduğu kılavuz ile derecelendirme sektörüne girmiştir. Daha sonra 1914 yılında Fitch derecelendirme faaliyetlerinde bulunmaya başlamıştır. 1941 yılına gelindiğinde ise S&P's derecelendirme faaliyetlerine başlamıştır. Sermaye piyasasının gelişim göstermesi ve küresel piyasalarda işlem görmeye başlaması sonucunda kredi derecelendirme faaliyetlerine olan talep büyük ölçüde artmıştır. Derecelendirme kuruluşları yüksek talebi karşılamak amacıyla ve kurumsal büyüme aracılığıyla bu üç büyük derecelendirme kuruluşu, rakiplerini satın alarak ya da ortaklık kurarak piyasanın büyük bir kısmına sahip olmuşlardır. Dünya genelinde pek çok kredi derecelendirme kuruluşu faaliyetlerini sürdürmeye devam etse de ABD piyasalarının %97'lik kısmına ve dünya piyasasının yaklaşık olarak %95'lik kısmına sahip olan üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bu kuruluşlar; Moody's Investors Service, Standard&Poor's Ratings Services ve Fitch Ratings Şirketleri olarak sıralanmaktadır⁷¹.

⁷⁰ATB, Kredi Notu, 2018,<http://eski.ankaratb.tobb.org.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e>, (11.02.2019).

⁷¹Akçayır, Yıldız, 7.

3.1. Moody's Derecelendirme Kuruluşu

3.1.1. Tarihçesi ve Gelişimi

Moody's derecelendirme şirketi 1909 yılında John Moody tarafından kurulmuştur. Moody's derecelendirme şirketi en eski derecelendirme şirketi olarak bilinmektedir. İlk olarak devlet demir yolları tahvillerini derecelendiren Moody's, 1914 yılından sonra faaliyet alanını genişleterek yatırımlara ve kamu borçlanma araçlarına ilişkin derecelendirmeler yapmaya başlamıştır. 1970'li yıllarda ise şirket özel kesim tahvillerini derecelendirme faaliyeti bünyesine eklemiştir. Şirket tarafından yapılan derecelendirme işleminin ardından verilen kredi notunun basın yoluyla duyurulduğu bilinmektedir. Şirket basın yoluyla not duyurma yöntemini kredi notu açıklamalarının tamamında kullanmaktadır⁷².

Moody's bugün dünyanın en önde gelen derecelendirme kuruluşlarından biridir. Şirket 135'den fazla ülkede, yaklaşık 8.900 ihraççı şirket, 17.600 kamu ihraççısı ve 9.600 yapılandırılmış finansman tahvilini incelemektedir.

3.1.2. Derecelendirme Sistemi

Moody's derecelendirme şirketi, Standart and Poor's şirketi ile kıyaslandığında Moody's şirketinin kullandığı not sisteminin daha farklı olduğu görülmektedir. Moody's şirketinin kullanmakta olduğu not sistemi aşağıdaki gibidir.

⁷²Hasbi, 28.

Tablo 3. Moody's Şirketinin Kredi Notları ve Notların Anlamları

Verilen Not	Notun Anlamı
Aaa	Riskin en az olduğu düzeydir. Finansal görevlerin yerine getirilmesi için tüm şartlar uygundur.
Aa1	En az seviyede olmasa da riskin az olduğu düzeydir. Olumlu gelişmeler sürece yansımaktadır.
Aa2	Bu not sürecin durağan bir şekilde ilerlediği anlamını taşımaktadır.
Aa3	Risk düzeyinin dikkate alınmasının gerektiği nottur. Olumsuz gelişmeler yaşanması halinde notlar düşebilir.
A1	Eğilimin pozitif olduğu ve yatırım yapılmasında sakınca olmadığı anlamına gelir.
A2	Süreç içerisinde durağanlığın hakim olduğu not olarak ifade edilmektedir.
A3	Yatırımın yapılabildiği ancak eğilimin negatif olduğu durumu ifade eder.
Baa1	Bu düzey yatırımın yapılabilir düzeyde olup olmadığının belirlendiği düzeydir. Eğilim pozitiftir.
Baa2	Bu düzey, eğilimin durağan olduğu düzey olarak gösterilmektedir.
Baa3	Yatırımın belirlenmesi süreci içerisinde eğilim negatif yönde olduğu düzeydir.
Ba1	Eğilim pozitif olsa kayda değer risklerin bulunduğu not olarak kabul edilir.
Ba2	Yatırım için durağan nitelikteki bir süreci ifade eder. Negatif ya da pozitif eğilim yoktur.
Ba3	Spekülatif olarak kabul edilen ve eğilimin negatif yönde olduğu düzeydir.
B1	Eğilim pozitif yönde olsa da yüksek oranda spekülatif olan bir düzeydir.
B2	Risk ifade ediyor olsa da negatif ya da pozitif bir eğilimin olmadığı düzeydir.
B3	Spekülatif niteliği taşıyan ve eğilimin negatif olduğu bir düzeydir.
Caa	Risk seviyesinin en yüksek olduğu ve yapının kırılgan olduğu düzeydir. Yatırım yapılamaz anlamı taşır.
Ca	
C	

Kaynak: Derya T.Hasbi, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2012), s. 28.

Tablo 2’de görüldüğü gibi Moody’s şirketinin kullandığı not sistemi ve harfleri Standart and Poor’s şirketinden oldukça farklıdır. Ancak kullanılan harflerde bazı farklılıklar bulunmasına rağmen, harfler diğer şirketlerin harfleriyle neredeyse aynı anlamlara sahiptir. Yine Tablo 3’te görüldüğü üzere Moody’s şirketinin değerlendirmeleri kapsamında yatırımın yapılabilirlik düzeyi Baa1 notundadır. Bununla birlikte kredi notunun C olması durumunda, yatırım yapılamayacak düzey söz konusu olmaktadır. Moody’s derecelendirme şirketi ülkeler için kredi derecelendirmesi yapmasının yanı sıra bankalar için de kredi notu vermektedir. Derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan derecelendirme işlemlerinin her zaman objektif ve bağımsız veriler içermesi gerekmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının etkinlik düzeyleri dikkate alındığında, aksi bir durumun yaşanması pek mümkün değildir. Moody’s derecelendirme şirketi, finans piyasasında yer alan kişi ve kurumlar tarafından dünya çapındaki en büyük ve en etkin derecelendirme kuruluşu kabul edilmektedir. Moody’s şirketinin dünya çapında en etkin ve en büyük şirket olarak kabul edilmesinin en önemli sebebi, şirketin yüzden fazla ülkede faaliyet gösteriyor olmasıdır⁷³. Moody’s şirketi, dünya piyasasında yer almak isteyen kuruluşlara ait değerleri öğrenmek amacıyla başvuru alan şirket konumundadır. Söz konusu durum, Moody’s şirketinin sahip olduğu etkiyi ve gücü kanıtlamak için gösterilen bir örnek olarak ele alınabilir. Moody’s derecelendirme şirketinin derecelendirme süreçlerinde dikkate aldığı bazı hususlar vardır. Bu hususların en önemlileri şöyle sıralanmaktadır⁷⁴:

- Kayda değer düzeylerde yatırım yapan yatırımcıların rating alanlarının büyüyebilmesi için yapılan baskı,
- Faaliyette bulunan pazarlarda yapılan derecelendirmeler için piyasanın bilincini artırmak,
- Kredi kalitesinin yanlış ve hatalı bir şekilde anlaşılmasını engellemek,

⁷³Nadide S.Halıcı, “Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005), s. 79.

⁷⁴Erdinç Tutar, Filiz Tutar ve Mehmet V. Eren, “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenilirlik Açısından Sorgulanması ve Türkiye”, **Akademik Bakış Dergisi**, Cilt 25, (2011), s. 7.

- Faaliyet alanını genişletebilmek adına daha kapsamlı rating örnekleri oluşturmak biçimindedir.

Şirket tarafından dikkate alınan bu durumların uygulanmasından sonra verilen kredi notları ile birlikte ekonomik açıdan içinde bulunulan düzeyin tespit edilmesi söz konusu olacaktır. Dolayısıyla derecelendirmenin yapılmış olduğu ülkelerin ya da kuruluşların ortaya çıkan sonuçları göz önünde bulundurmaları büyük ölçüde önemlidir. Kredi derecelendirmesi yapan kurumların amaçları arasında ilgili ülke ya da kuruluşlar için risk seviyesini tespit etmek de yer almaktadır. Moody's derecelendirme şirketi tarafından risk hususunda kullanılan harfler ve anlamları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 4. Moody's Şirketinin Risk Sembolleri ve Risk Oranları

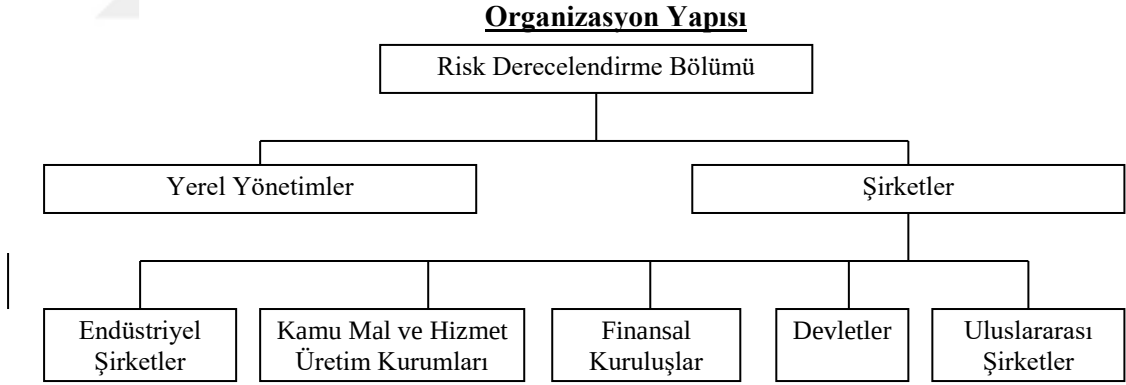
Sembol	Güven	Risk
A	100%	0%
B	75%	25%
C	50%	50%
D	25%	75%
E	0%	100%

Tablo 4'te görüldüğü gibi A sembolüne yaklaştıkça risk oranları aşağıya doğru ilerlemektedir. Benzer şekilde tabloda görüldüğü üzere A sembolünden uzaklaştıkça da risk oranları artmaya, güven azalmaya başlamaktadır. Bu noktada verilen bilgilerden yola çıkılarak Moody's derecelendirme şirketinin dünya çapındaki en etkin ve en saygın derecelendirme kuruluşları arasında olduğu söylenebilmektedir. Bu bağlamda Moody's derecelendirme şirket tarafından verilen kredi notları ülkeleri ve işletmeleri büyük ölçüde etkileyecektir. Öte yandan Moody's kredi derecelendirme kuruluşu, bu alanda faaliyete başlayan ilk kuruluş niteliğine sahip olmaktadır. Moody's, dünya çapındaki pek çok ülkede faaliyet gösteren bir şirkettir. Moody's şirketinde istihdam edilen önemli miktarda analistin varlığı, şirketinin etkinliğini üst noktalara taşımasını sağlamıştır. Söz konusu özellikleri sayesinde Moody's derecelendirme şirketinin finans piyasalarına yön veren önemli kuruluşlar arasında yerini aldığı söylenebilir.

3.1.3. Organizasyon Şeması

Moody's derecelendirme kuruluşunun organizasyon yapısına bakıldığında; şirketin derecelendirme departmanında iki ana servisin faaliyet gösterdiği görülmektedir. İki ana servisin; birincisi yerel yönetimler, ikincisi şirketlerdir. Yerel yönetimler servisinin işlevi, kuruluşlar tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin derecelendirmesini yapmaktır. İkinci ana servis olan şirketlerin işlevi ise şirketler tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin derecelendirme süresiyle ilgilenmektedir. İki ana servis altında beş alt departman faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu departmanlar sırasıyla endüstriyel şirketler, kamu mal ve hizmet üretim kurumları, finansal kuruluşları, devletler ve uluslararası şirketlerdir. Moody's firması; şirketleri değerlendirirken bu birimde analist ve diğer yardımcı ünvanlarda yaklaşık 250 personel çalışmaktadır⁷⁵

Şema 1. Moody's Şirketinin Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Yapısı



⁷⁵ <http://www.moodys.com>

3.2. Standart &Poors Derecelendirme Kuruluşu

3.2.1. Tarihçesi ve Gelişimi

Standart and Poor's kuruluşu, dünya çapında kabul gören üç kredi derecelendirme kuruluşundan biridir. 1941 yılında Standart and Poor's kuruluşu, Standart Statistics Company ve Poor's Publishing Company'nin birleşmesiyle kurulmuştur⁷⁶.

Şirket birleşmeden önce derecelendirme faaliyetlerinde bulunmuş olsa da dünya çapında kabul gören çalışmalarını bu birleşmeden sonra yapmıştır. Standart and Poor's şirketinin 150 yıla yakın bir süredir yürütmekte olduğu derecelendirme faaliyetleri modern finansal piyasalara yön vermektedir. Dolayısıyla Standart and Poor's şirketi dünya çapında önem taşıyan derecelendirme kuruluşları arasındadır. Standart and Poor's şirketinin faaliyet gösterdiği ülke sayısının 120'den fazla olduğu bilinmektedir⁷⁷.

3.2.2. Derecelendirme Sistemi

Standart and Poor's şirketinin derecelendirme sürecinde dikkate aldığı temel kriterler şöyle ifade edilmektedir⁷⁸: Politik risk, iktisadi yapı, finansal esneklik, büyüme trendi, genel devlet yükümlülükleri, dış ticaret faaliyetleri, dış borç yükü ve para politikası.

Şirket tarafından kredi derecelendirme notunun verilme aşamasında göz önünde bulundurulacak bu kriterlerin tamamı önem arz eden faaliyetleri içermektedir. Politik riskler kapsamında ulusal güvenlik düzeyi, yönetim düzeni ve ekonomik hedeflerin ne ölçüde şeffaf olduğu konularına yanıt olabilecek nitelikteki faaliyetler değerlendirilmektedir. Standart and Poor's kuruluşu tarafından değerlendirilen bu hususların büyük bir kısmı diğer derecelendirme kuruluşları tarafından da kabul görmüştür. Standart and Poor's kuruluşunun ülke derecelendirme sürecinde değerlendirmeye aldığı esaslar arasında milli gelir, diğerlerinden ayrı bir parametre olarak görülmektedir. Bu çerçevede bir ülkede kişi

⁷⁶Yazıcı, 5.

⁷⁷RamazanYanık, *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülke Notlarının Değerlendirilmesine İlişkin Akademisyenlerin Algısı*, Ankara, Pegem Akademi Yayınlar, 2013, s. 6.

⁷⁸Hasbi, 2012, 41-42.

başına düşen milli gelir düzeyinin ne olduğu, o ülkeye verilecek kredi notunun önemli bir göstergesi olmaktadır. Kredi derecelendirme esaslarında derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların anlamlarına da değinilmiştir. Standart and Poor's şirketinin derecelendirme sürecinde kullanmış olduğu notlar ve bu notların anlamları aşağıdaki tabloda gösterildiği gibidir.

Tablo 5. Standart and Poor's Şirketinin Kredi Notları ve Notların Anlamları

Verilen Not	Notun Anlamı
AAA	Sorumluluklarını yerine getirebilmek için son derece güçlü kapasiteye sahip.
AA	Sorumluluklarını yerine getirebilmek için çok güçlü bir yapısı var.
A	Sorumluluklarını karşılayabilmek adına güçlü bir kapasite vardır, ancak ekonomik olarak kötüye doğru gidilmesi durumunda dengeler oldukça hassas bir hal alır.
BBB	Finansal görevlerin yerine getirilmesi adına gerekli şartlar mevcuttur, fakat olumsuz bir durumlara karşı kırılganlık söz konusudur.
BB	Finansal yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi için gereken kapasite mevcuttur, piyasa şartlarına karşı hassas bir yapı söz konusudur.
B	Sahip olunan şartlarda değişiklik olmadığı takdirde ödemeler yapılabilir, piyasa değişkenlerine karşı kırılganlık vardır.
CCC	Sahip olunan ödeme kapasitesinin sürekliliği piyasa koşullarına bağlıdır. Piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler dengeleri bir anda değiştirebilir.
CC	Ödemelerin yapılmasında zorlanmalar söz konusu olabilir.
C	İflas durumunun varlığı dahi söz konusu olabilir. Ancak ödemeler bir şekilde devam eder.
D	Bu durum için ödemelerin yapılabilmesi söz konusu değildir.

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

Tablo 5'te anlamlarıyla birlikte verilen notlardan "BBB" ve üzeri notlar yatırım yapılabileceğini gösterir, "BB" ve altındaki notlar ise spekülasyon notlarıdır. "D" notu ile temerrüt durumunu ifade eden ülkeler anlaşılmaktadır. Notların yanına "+" veya "-" işareti konularak derecelendirme çeşitlendirilebilmektedir. Örneğin, "A"nın (+) ifade edilmesi (A+) o ülke için notun "AA"dan aşağı "A"dan da yukarı olduğu ifade

edilmektedir. (-) konulması ise notun “BBB”den daha iyi ancak “A”dan daha aşağıda olduğunu ifade etmektedir.

Ayrıca Tablo 5’te görüldüğü üzere finansal sorumlulukların hangi seviyelerde yerine getirildiği derecelendirme sürecinde önem arz eden bir esastır. Yapılan değerlendirmeler sonucu ekonomik açıdan üstlenilen görevler yerine getirilse bile piyasadaki değişkenlerle birlikte bunun sürekli bir şekilde devam edeceğinin bir garantisi bulunmamaktadır. Derecelendirme işlemlerinin yapılması ile birlikte piyasalarda yer alan değişkenlere yönelik önlem alınıp alınmamasına karar verilebilmektedir. Derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlar büyük anlamlar ifade etmektedirler. Çünkü ekonomik açıdan görevlerini yerine getiremez biçiminde bir anlama gelen notun alınması sonucunda büyük ekonomik kayıplar yaşanabilmektedir. Standart and Poor’s kuruluşunun yaptığı değerlendirmelerin öncelikli hedefi ülkelerin istikrar dereceleridir. Bu bağlamda iktisadi faaliyetlerde istikrar kavramı, diğer faaliyetlere kıyasla çok daha önemlidir. Dolayısıyla derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan değerlendirmeler kapsamına istikrar da dahil edilerek bir siyasi risk araştırması yürütülmektedir. Söz konusu değerlendirmelerle ülkelerin şeffaflık düzeyleri de belirlenebilmektedir. Standart and Poor’s şirketinin değerlendirmelerinde ülkelerin büyüme trendlerinin belirlenmesi de önem arz etmektedir. Şirketin ülkelere yüksek notlar verebilmesi adına gerekli olan temel kriterler kapsamında büyüme trendi de yer almaktadır⁷⁹.

Bunun yanı sıra ekonomik faaliyetlerde kullanılan alt yapının sağlam olması da önem taşıyan bir parametredir. Standart and Poor’s şirketinin yaptığı değerlendirmeler çerçevesinde ülkelere göre birkaç kriterin birlikte ortaya çıkması normal bir durumdur. Bu noktada hangi kriterlerin ön plana çıktığından daha çok tüm kriterlere uygun olup olunmaması önem taşımaktadır. Standart and Poor’s kuruluşu dünya çapında kabul gören üç derecelendirme kuruluşundan biridir. Bu durum Standart and Poor’s kuruluşunun dünyanın ekonomik gidişatına yön veren kuruluşlar arasına girmesini sağlamıştır. Günümüzde dünya ülkeleri birbirlerinin yaptığı faaliyetlerden haberdar olmakta ve bu faaliyetlerden büyük ölçüde etkilenmektedirler. Söz konusu etkilenmeler sonucunda

⁷⁹VolkanKaymaz, “Kredi Derecelendirme Sistemi ve Uluslararası Sermaye Şirketleri”, (YayımlanmamışYüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2012), s. 30.

yürütülen faaliyetlerin birbirine benzemesi durumu ortaya çıkabilmektedir. Bu gelişmeyle derecelendirme kuruluşlarının not verme sürecinde değerlendirmeye almaları gereken farklı parametreler de meydana çıkabilmektedir. Öte yandan ekonomik şeffaflığın tespit edilebilmesi amacıyla sürdürülen faaliyetlerin en ince ayrıntılarına kadar değerlendirilmesi gerekebilmektedir. Standart and Poor's kuruluşu, dünya çapında faaliyet gösteren en eski ikinci derecelendirme kuruluşudur⁸⁰.

Söz konusu kuruluşun dünya çapında birçok ülkede faaliyette bulunması da kuruluşun ne ölçüde kabul gördüğünün bir başka göstergesidir. Standart and Poor's kuruluşunun yaptığı derecelendirmeler ülkelerin ekonomik geleceklerine direkt olarak etki etmektedir. Günümüzde sahip olunan ekonomik güç, her şeyin önüne geçmiş durumdadır. Bir başka anlatımla ülkelerin sahip oldukları güç, ekonomik güç ile doğru orantılı olarak belirlenmektedir. Dünyada finansal hareketlerin büyük ölçüde önemli bir hale gelmesi sonucunda finansal hizmet veren kuruluşların önemi de artmıştır. Bu çerçevede kredi derecelendirme kuruluşlarının da finansal hizmet veren kuruluşlar arasında yer aldığı düşünüldüğünde, Standart and Poor's kuruluşunun da finansal hizmet şirketi olarak faaliyetlerini yürüttüğü söylenebilmektedir. Sürdürülen bu faaliyetler çerçevesinde kurumlar ya da ülkeler bazında değerlendirmelerde bulunan kuruluş, ülkelere ya da kurumlara kısa ve uzun vadeli kredi notları vermektedir.

3.2.3. Organizasyon Şeması

Standart and Poor's şirketinde derecelendirme birimi beş ana bölüme ayrılmıştır. Böylelikle organizasyon yapısı ile Moody's şirketinden farklı olduğu görülmektedir. Moody's derecelendirme şirketinin organizasyon yapısına ek olarak yasal ve iktisadi danışmanlar yer almaktadır. Bölümler sırasıyla; finansal kurumlar ve ipotek kurumları, sigorta ve taşımacılık şirketleri, uluslararası şirketler, yerel yönetimler, endüstriyel şirketler ve kamusal mal ve hizmet üreten şirketlerdir. Her bölüm bir müdür tarafından yönetilmektedir ve bu müdürler aynı zamanda derecelendirme birimi başkanına bağlı çalışmaktadırlar. Derecelendirme bölümünün yönetimi ise, bölüm başkanı ve bölüm müdürlerinin oluşturduğu yönetim kurulu tarafından yapılmaktadır.

⁸⁰Akçayır, Yıldız, 33.

Şema 2. Standart&Poor's Şirketinin Derecelendirme Bölümünün Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Yapısı



3.3. Fitch Derecelendirme Kuruluşu

3.3.1. Tarihçesi ve Gelişimi

Fitch derecelendirme kuruluşu 1913 yılında New York'ta John Knowles Fitch tarafından kurulmuştur. John Knowles Fitch soy ismini şirkete vermiştir⁸¹. 1975 yılında Fitch derecelendirme kuruluşu, Moody's ve Standart&Poor's kuruluşları ile birlikte dünya üzerinde kabul gören üç büyük derecelendirme kuruluşu arasında yer almaktadır. Bu kuruluşu diğerlerinden farklı kılan niteliklerinin en önemlisi, kuruluşun Avrupa kökenli olmasıdır. Fitch önce ABD'de kabul görmüş ve ilerleyen yıllarda faaliyet alanını genişleterek dünya çapında bir şirket konumuna ulaşmıştır⁸².

Fitch derecelendirme kuruluşu faaliyetlerini çok geniş bir ölçekte yürütmektedir. Fitch derecelendirme kuruluşu 1200 kurumda ve 105 ülkede faaliyetlerini sürdürmektedir. Fitch zaman içerisinde bazı rakipleri ile birleşerek ortaklık kurmuştur.

⁸¹ Ömer Akçayır, "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliliklerinin Sorgulanması Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)",(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, 2013), s.35.

⁸² Akçayır, 35.

Örnek verilecek olursa Fitch şirketinin Duff&Phelps şirketi ile olan birleşmesi gösterilebilmektedir⁸³.

Söz konusu birleşme sonucunda şirketin pazar payı büyük oranda artmıştır. Yürütülen faaliyetler neticesinde Fitch şirketinin hedefinde büyüme yer almış ve böylece şirket daha geniş ölçeklere yayılmaya başlamıştır.

3.3.2. Derecelendirme Sistemi

Fitch şirketi tarafından kullanılan not sistemi Standart and Poor's şirketi ile aynı özelliklere sahiptir. Kredi derecelendirme notu ve notun ifade ettiği anlam hususunda üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu arasında farklı bir yöntem kullanan tek şirket Moody's şirkettir. Fitch derecelendirme şirketi kısa vadeli ve uzun vadeli değerlendirmeler yapmaktadır. Fitch kurumu tarafından yapılan derecelendirmelerde var olan risklerin tespit edilebilmesi amacıyla nicel ve nitel analizlere başvurulmaktadır. Bu çerçevede Fitch kuruluşu beş yıllık verilerden yararlanmaktadır⁸⁴.

Tablo 6. Fitch Şirketinin Kredi Notları ve Notların Anlamları

Verilen Not	Notun Anlamı
AAA	Sorumluluklarını yerine getirebilmek için son derece güçlü kapasiteye sahip.
AA	Sorumluluklarını yerine getirebilmek için çok güçlü bir yapısı var.
A	Sorumluluklarını karşılayabilmek adına güçlü bir kapasite vardır, ancak ekonomik olarak kötüye doğru gidilmesi durumunda dengeler oldukça hassas bir hal alır.
BBB	Finansal görevlerin yerine getirilmesi adına gerekli şartlar mevcuttur, fakat olumsuz bir durumlara karşı kırılganlık söz konusudur.
BB	Finansal yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi için gereken kapasite mevcuttur, piyasa şartlarına karşı hassas bir yapı söz konusudur.
B	Sahip olunan şartlarda değişiklik olmadığı takdirde ödemeler yapılabilir, piyasa değişkenlerine karşı kırılganlık vardır.
CCC	Sahip olunan ödeme kapasitesinin sürekliliği piyasa koşullarına bağlıdır. Piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler dengeleri bir anda değiştirebilir.

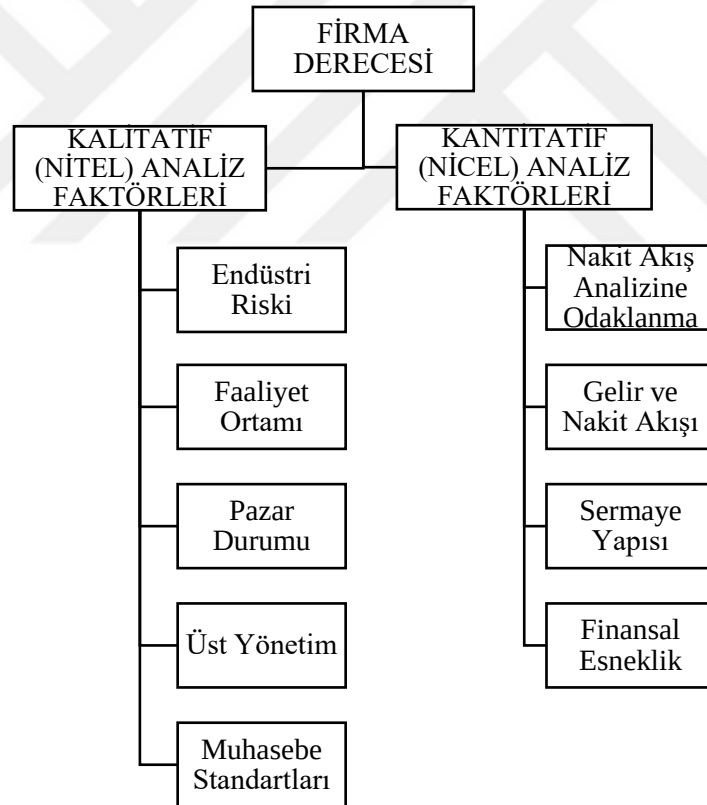
⁸³Kaymaz, 33.

⁸⁴ Cebail Meydan, "Bağımsız Derecelendirme Şirketlerinin Kurumsal Derecelendirme Yaklaşımları Çerçevesinde Bir Derecelendirme Uygulaması", **Maliye Finans Yazıları**, Cilt 86, (2010), s.

Verilen Not	Notun Anlamı
CC	Ödemelerin yapılmasında zorlanmalar söz konusu olabilir.
C	İflas durumunun varlığı dahi söz konusu olabilir. Ancak ödemeler bir şekilde devam eder.
D	Bu durum için ödemelerin yapılabilmesi söz konusu değildir.

Kaynak : Haspolat, F. B. (2015). Ülke Kredi Notu Belirleyicileri: Türkiye’nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi. Uzmanlık Tezi, T. C. Kalkınma Bakanlığı, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, 22

Kuruluş hem bu verilerden yararlanmayı hem de piyasada ortaya çıkan değişikliklere uyum sağlamayı amaçlamaktadır. Fitch derecelendirme kuruluşunun kullanmış olduğu nitel ve nicel analizler aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.



Şekil 2. Fitch Derecelendirme Şirketinin Derecelendirme Yaklaşımı

Kaynak: Cebail Meydan, “Bağımsız Derecelendirme Şirketlerinin Kurumsal Derecelendirme Yaklaşımları Çerçevesinde Bir Derecelendirme Uygulaması”, **Maliye Finans Yazıları**, Cilt 86, (2010), s. 76.

Şekil 2’de görüldüğü üzere Fitch derecelendirme şirketi derecelendirme süreci kapsamında nitel ve nicel yaklaşımlarda bulunabilmektedir. Bununla birlikte şirketin değerlendirmeye aldığı nitel faktörler kapsamında ortam, endüstriyel risk, muhasebe standartları ve pazarın içerisinde bulunduğu durum yer almaktadır. Nicel faktörler kapsamında ise nakit akışı, finansal esneklik ve nakit akış analizine odaklanma gibi unsurlar yer almaktadır. Şekil 2’de gösterilmiş olan şirketin derecelendirme yaklaşımlarıyla birlikte kredi derecelendirme şirketlerine yönelik birtakım durumlar tespit edilmiştir. Söz konusu durumlar şöyle sıralanmaktadır.

- Fitch şirketi tarafından sağlık kurumlarının değerlendirilmesi sürecinde farklı bir birim devreye sokulmakta ve sağlık alanı için ayrı bir birimin kullanılması şirketin gücünü artırmaktadır.

- Fitch ve Moody’s şirketlerinin bağımsız uluslararası bölümlere sahip olmamaları, bir eksiklik olarak görülmektedir.

- Fitch şirketi dünya genelinde kabul gören en önemli derecelendirme kuruluşları arasında ayrı bir finansman bonosuna sahip olan tek şirkettir.

- Garantili finansman bölümü hususunda ise Fitch ve Standart&Poor’s şirketlerinde olmayan bölüm Moody’s şirketinde yer almaktadır.

- Söz konusu şirketlerde analizleri gerçekleştiren uzmanlara gözetmenlik yapan direktör yardımcıları bulunur ve bu direktör yardımcılarının sorumluluğu da başkan yardımcılarına aittir.

Yukarıda yer verilen durumlardan anlaşılabileceği gibi derecelendirme konusunda dünya çapında kabul gören ve piyasalara yön veren kuruluşlar farklı özelliklere sahip olabilmektedirler. Kuruluşların sahip olduğu farklı özelliklerin var olmasının yanı sıra benzer yöntemlerin belirlenmesi de normal bir durum olarak görülmektedir. Fitch şirketi, dünyanın en büyük üçüncü derecelendirme şirketi niteliğine sahiptir. Söz konusu şirket uzun dönemli ve kısa dönemli değerlendirmeler yapmaktadır. Bu çerçevede şirketin değerlendirme sürecinde kullandığı not sisteminin kısa döneme ve uzun döneme göre farklılık gösterdiği ifade edilmektedir. Şirketin not sisteminin uzun döneme ve kısa

döneme göre farklı olması şöyle izah edilebilmektedir: Not sisteminde yer alan kısa dönem notlarında A, B gibi notlara ek olarak F1, F2 gibi notlar da verilmektedir. Uzun dönem notlarında ise diğer kuruluşlarla benzer bir şekilde D'den A'ya doğru yükselmekte olan harfler var olmaktadır. Bu çerçevede uzun dönem notlarının ifade ettiği anlamlar önceki bölümde açıklanmıştır. Kısa dönem notlarından yüksek kredi kalitesini gösteren not F1, orta kredi kalitesini gösteren not ise F3'tür. Ayrıca F harfinin yer aldığı notlar dışında kalan diğer notların farklılık sergilemedikleri ifade edilmektedir⁸⁵.

3.3.3. Organizasyon Şeması

Fitch şirketinin derecelendirme bölümü organizasyon yapısı bir başkan yönetiminde yerel yönetim ihraçları, şirket tahvilleri, finansman bonoları, sağlık kurumları ihraçları olmak üzere dört alt kademeden oluşmaktadır. Şirket tahvilleri içerisinde ise yine dört kurum yer almaktadır. Bunlar; endüstriyel şirketler, kamusal mal ve hizmet üreticileri, bankalar ve sigorta şirketleri, finans ve kiralama şirketleridir.

Şema 3. Fitch Şirketinin Derecelendirme Bölümünün Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Yapısı



⁸⁵Tutar, Tutar, Eren, 12.

3.4. Genel Değerlendirme

1800'lü yıllarda Amerika'da meydana gelen krizden sonra şirketler verdikleri sözleri yerine getirememiş ve yatırımcılar yaptıkları yatırımın karşılığını alamamışlardır ve bunları önlemek amacıyla ilk derecelendirme şirketi olan Mercantile Agency kurulmuştur. İlerleyen süreçte sırasıyla Moody's, Standard&Poor's ve Fitch başta olmak üzere birçok şirket kurulmuştur. Günümüzde piyasa hakimiyetinin %95'i Moody's, S&P ve Fitch firmalarına aittir.

Derecelendirme kuruluşlarının her biri kendi sistemine sahiptir ve risk kategorilendirmesi için bazı semboller kullanmaktadır. Uzun vadede derecelendirme sembolleri A, B, C ve D harfleri ile başlar. A harfi ödeme gücünün çok iyi düzeyde olduğunu gösterir. B harfi anlık bir sorun olmasa da ileride problemlerin yaşanabileceğini belirtir. C harfi ise ödeme dengesinde bozukluk olduğunda kullanılır. D harfi ise oldukça istikrarsız, riskli ve uzun vadede öngörülemeyecek piyasa, kurum ve kuruluşlar için kullanılır. Ayrıca bu üç firmanın notları sembollerin dışında kategorilere de ayrılmıştır. Yatırım Yapılabilir Seviye, şirket veya ülkenin kredi riskinin düşük olduğunu ve piyasadaki hileli ve şüpheli hareketlerden etkilenmediğini gösterir. Spekülatif Seviyedeki firmalar yatırım ihtimali olmasına rağmen manipülasyona açık olduğunu gösterir. Çöp Seviye ise şirketin çok fazla riski olduğundan yatırım yapılmayacağını belirtir. Bunların dışında derecelendirme sırasında (+) ve (-) işaretleri kullanılarak kredi notunun durağan, pozitif veya negatif durumu gösterilir. Pozitif işaretli kredi notları kısa vadede yukarı yönlü; negatif işaretli notların ise aşağı yönlü hareket edeceği varsayılır.

Derecelendirme kuruluşları doğru ve tarafsız bilgi paylaşımlarıyla yatırımcıların eksikliklerini büyük ölçüde azaltan kuruluşlar olarak kabul edilmektedir. Yatırımcılar yatırım sürecinde bu kuruluşlardan destek alarak risk ve kazanç hesabı yapabilmektedir. 21. Yüzyıl başlarında piyasadaki risklerin bilinmemesinden ötürü birçok kriz yaşanmıştır. Derecelendirme kurumları tarafından hazırlanan şirketlerin özel ve genel bilgilerinin de yer aldığı kredi notlarıyla riskler bilinir hale gelip piyasanın gelişimine katkı sağlamıştır. Finans kurumları kredi derecelendirme işleminden dolayı ve doğrudan etkilenmektedir. Finansal durumun iyileşmesi ve riskin en aza indirgenmesiyle uluslararası bankacılık maliyetleri azalmaktadır. Kurulan sisteme güvenin artmasıyla, yerli ve yabancı

yatırımcıların sermaye piyasalarına girişı teşvik edilip piyasanın genişlemesi sağlanır. Kredi derecelendirme ile ölkeler açısından tahvil satışı yapmak ve borç temin etmek eski dönemlere göre daha kolaylaşmış, uluslararası yatırımcılara kolaylık sağlanıp denge kurulmuş ve borçlanmayla birlikte işlem hacmi düzenli bir yapıya dönüşmüştür.

Başlıca kredi derecelendirme kuruluşları olan Moodys, Standart&Poor's ve Fitch şirketlerinin ortaya çıkış nedenleri benzer özelliklere sahiptir. Derecelendirme sistemleri farklı olan tek şirket Moody's dir. Kuruluşların organizasyon yapısının benzer özellikleri olsa da alt kademelerde farklılaşmaktadırlar.



4. KÜRESEL FİNANS KRİZİNDE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ ROLÜ

4.1. Küresel Finans Krizi

4.1.1. Genel Bakış

2007 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan ve bütün dünya ekonomilerini etkisi altına alan kriz, 1929 Büyük Bunalımından sonra tarihin en büyük ekonomik krizi olarak nitelendirilmektedir. Ortaya çıkan finansal dalgalanma, gelişmiş bir ekonominin bankacılık sisteminde geçmiş dönemlerde yaşanan problemlerden oldukça farklı bir sorun yaratmıştır. Bu kriz denetleyici ve düzenleyici kurumları da etki altına alarak finansal piyasaların tamamını yapılan hatalar üzerinde düşünmeye teşvik etmiştir. Teknolojinin hızla gelişmesine paralel olarak yaşanan gelişmeler sonucunda internet ve bilişim sektörü dünya çapında hızla yayılmıştır. Böylelikle ülkeler ve piyasalar birbirine daha çok bağlanmış ve bilgi daha akışkan bir hale gelmiştir. Küreselleşmeyle birlikte 2000'li yıllardan itibaren uluslararası finans piyasalarının ayrılmasını sağlayan bütün sınırlar ortadan kalkmış ve sermaye akımları ileri boyutlara yükselmiştir. Bununla birlikte telefon üzerinden internet ulaşımının gerçekleşmesi, piyasalara daha kolay ulaşmayı ve 24 saat boyunca hizmet veren finans piyasalarının ortaya çıkmasını sağlamıştır. Bahsi geçen gelişmeler sonucunda finansal ürünlerinin çeşitliliği artmış ve bu ürünlerin alınıp satılması büyük ölçüde kolaylaşmıştır. Teknolojik gelişmenin merkezinin Amerika Birleşik Devletleri olması, Amerika Birleşik Devletleri'nin finans piyasalarının merkezinde yer almasına ve bu piyasalarda oluşan pozitif ya da negatif herhangi bir finansal olayın dünya çapında bütün piyasalara etki etmesine neden olmuştur. Bu nedenle 2008 yılında ABD merkezli olarak ortaya çıkan Mortgage krizinin dünya ekonomilerinin tamamının büyük ölçüde etkilenmesine yol açmıştır. Mortgage krizi sonucunda dünya genelindeki bütün ülkelerin büyüme oranları, istihdam yapıları, üretim yapıları ve ödemeler dengesi gibi pek çok değişkenleri derinden etkilenmiştir. Makroekonomik açıdan açıklaması yapılamayan fiyat yükselişleri emlak piyasasında balon oluşumuna yol açmıştır. Bununla birlikte varlık balonunun patlak verdiği süreçte etrafa hızla yayılmaya başlayan riskli yüksek varlıklar tarafından ekonomik denge tehdit

edilmeye başlamıştır. Küresel ekonomik kriz, Mishkin⁸⁶ tarafından yürütülen çalışma kapsamında iki aşamalı bir kriz olarak ifade edilmiştir. Bu aşamaların birincisi 2007 Ağustos-2008 Ağustos dönemi eşik altı ipotek krizidir. İkinci aşamayı ise 2008 Eylül ve sonrasındaki dönemin küresel krize dönüşmesi oluşturmaktadır⁸⁷. Küresel kriz, dünyanın en gelişmiş finansal sistemine sahip olan ABD’de ortaya çıktığı için bugüne kadar ortaya çıkan diğer krizlere kıyasla özellikli bir kriz olarak nitelendirilmektedir.

4.1.2. Küresel Krizin Özellikleri

Küresel krizin başlangıç noktası, subprime kredilerin niteliği itibarıyla riskli krediler grubunda olmasına rağmen bu riskler yokmuş gibi davranılıp, kredilerin kullanılması ve kullandırılmasıdır. Subprime mortgage kredileriyle başlayan krizin, büyüyüp, önlenemeyerek, diğer kredi türlerini de etkisi altına alması sonucunda güven kaybı yaşanarak, mortgage piyasasının tamamı etkilenmiştir. Bu nedenle de Küresel Finans Krizi öngörülemez, büyük bir istikrarsızlık yaratmıştır. Bu istikrarsızlık, daha sonra, likidite krizine dönüşerek yayılma etkisi yaratarak bütün dünyaya yayılan küresel krizin zeminini oluşturmuştur. Tarihin en büyük gayrimenkul ve kredi balonu yaratan bu krizi, kredinin değil ama krediye dayanılarak yapılan işlemlerin yarattığı tarihi bir gerçektir.

Bu kapsamda küresel finans krizinin özelliklerine aşağıda yer verilmiştir.

Yayılma Etkisi: Yatırımlarını krizlerin yaşandığı ekonomilere yapan yatırımcılar, yatırımlarını korumak amacıyla kriz yaşanmayan ülke ekonomilerinin kaynaklarından faydalanmaya çalıştıkları zaman, ilgili ülke ekonomilerinin de krizin etkisinde kalmasına sebebiyet vermektedirler. Yayılma etkisindeki krizler etkilerine ve sürelerine göre bölgesel veya küresel biçimde incelenmektedir⁸⁸. Bir ülkede ortaya çıkan kriz diğer ülkelere doğrudan, krizin sektörü veya krizin konusu olarak etki

⁸⁶Frederic S. Mishkin, “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis”, **ECB Central Banking Conference, Monetary Policy Revisited: Lessons from the Crisis**, Cilt 1, Sayı 57, 2010, November, s. 1.

⁸⁷Çiğdem Kurt Cihangir, **Küresel Kriz ve Borsa Etkileşimi**, Ankara, Bankacılık Akademisi Yayınları, 2016,.s. 62.

⁸⁸Cüneyt Sevim, **Öncü Göstergeler Yaklaşımına Göre Finansal Krizler ve Türkiye Örneği**, Ankara, BDDK Kitapları, 2012, s. 39-40.

edebilmektedir. Fakat uzun vadede ortaya çıkan bir kriz, diğer ülkelerde bulunan yatırımcıların kararlarını negatif yönde etkileyecek ve piyasalara duyulan güveni azaltacaktır⁸⁹. Gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan krizlerin, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine etki etmemesi mümkün değildir. Söz konusu etki az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine daha geniş ölçekli bir şekilde yansiyacaktır. Krizin etkisini yaşayan ülke ekonomilerinde; likidite problemi, istihdam problemi ve üretim kapasitesinde düşüş gibi pek çok problemin yaşanmasına yol açacaktır⁹⁰. Geçmişten günümüze kadar meydana gelen ekonomik krizlerin büyük bir kısmı diğer ülke ekonomilerine de etki etmiş ve bu ülkeleri de ekonomik olarak negatif yönde etkilemiştir. Bununla birlikte krizlerin yayılması hususunda ülke sınırlarının ne olduğunun bir önemi bulunmamaktadır. Krizlerin yayılması için, ülkelerin herhangi bir şekilde ekonomik faaliyette bulunuyor olmaları yeterlidir⁹¹.

Önceden Sezilememe: Krizlerin başlangıç evresinde kontrol altına alınması veya önlenmesi için sektörel olarak bazı tedbirler alınmıştır. Piyasalarda faaliyetlerini sürdüren firmalar, bankalar, sigorta şirketleri belli standartlar çerçevesinde sürekli olarak denetlenmektedirler. Ancak bu denetimlerin bazı açıklarının olması ya da kriz öncesinde ortaya çıkan gelişmelerin krize yönelik belirtileri bu denetimlere gölge düşürmektedir⁹². Örnek verilecek olursa Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan ve hızla bütün dünya ekonomilerini derinden sarsan küresel kriz öncesi dönemde, ilgili ülkelerin sermaye girişleri ve büyüme rakamları hızlı bir artış göstermiştir. Fakat kriz döneminden önce mali piyasalar en yüksek işlem hacimlerine ulaşmış, reel üretimde aksaklıklar yaşanmıştır. Bu nedenle küresel krizin yaklaşmakta olduğu tahmin edilememiştir⁹³. Bu dönemde piyasada likiditenin fazla olması, kurumların likiditeyi emlak piyasalarında değerlendirmesine

⁸⁹Bülent Erdoğan, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri", (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006), s. 53.

⁹⁰Yersultan Yerzhanov, "İki Büyük Global Krizde Devletin Ekonomiye Müdahaleciliği ve Maliye Politikası Açısından Değerlendirilmesi: Kazakistan Örneği", (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010), s. 18.

⁹¹Fatih Yücel, Hüseyin Kalyoncu, "Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği", **Maliye Dergisi**, Cilt 159, (2010), s. 55.

⁹²Cevat Gergi, Ö. Selçuk Emsen, M. Kemal Değer, "Erken Uyarı Sistemleri Yoluyla Türkiye'deki Ekonomik Krizlerin Analizi", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Cilt 2, (2005), s. 11.

⁹³OrkunÖzbek, "Ekonomi, Küresel Krizin Dünya Ekonomisine Etkileri ve Geleceği", **İZTO Ar&Ge Bülteni**, (Aralık), 2009, s. 3.

neden olmuştur. Bunun sonucunda emlak fiyatları büyük bir hızla yükselerek reel fiyatının çok üstünde değerlerde işlem görmeye başlamıştır. Bu dönem ABD, İngiltere, İspanya ve İrlanda gibi ülkeler tarafından “emlak balonu” olarak adlandırılmış ve fiyat artışları bu dönemde en yüksek düzeylere ulaşmıştır⁹⁴. Bahsi geçen nedenlerin yanı sıra, 2008 yılı öncesindeki dönemlerde de piyasaların olumlu bir havaya sahip olması sonucunda krizin tahmin edilmesi daha da güçleşmiştir.

Resesyon: Resesyon; durgunluk, hareketsizlik ya da yavaşlama olarak tanımlanmaktadır. Resesyon iktisadi olarak ise ekonomik daralma ve ekonomik faaliyetlerin yavaşlama dönemlerini açıklamak için kullanılan bir kavramdır. Ekonominin üretim hacimlerinde ortaya çıkan daralmalar, üretim faaliyetlerinin durması, üretim ve tüketim düzeyinin azalması, ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması gibi durumlar ekonomik resesyon durumlarını ifade etmektedir⁹⁵. Resesyon, krizlerin ortak ve en belirgin özellikleri arasında yer almaktadır. Bununla birlikte resesyon krizlerde yaşanması zorunlu olan dönemlerden biri olarak nitelendirilmektedir. Kriz dönemlerinin bir önceki aşaması olan resesyon dönemlerinde hane halkı harcamalarında büyük ölçüde azalmalar görülmekte ve yapılan tasarruflar nakit olarak değerlendirilmektedir⁹⁶. Resesyon dönemlerinde hammadde fiyatlarında ve üretim hacimlerinde düşüş söz konusu olmakta ve bu da toplumsal problemlerin yaşanmasına yol açmaktadır. Bu dönemlerde kredi ödemelerinde de bazı aksaklıklar yaşanmakta, kredi maliyetleri artmakta ve piyasalarda likidite sorunu ortaya çıkmaktadır⁹⁷. Küresel kriz meydana geldiğinde ülke ekonomilerinin krizden etkilenme durumları kredi portföylerine göre değişiklik göstermiştir. Merkez bankaları tarafından ortaya çıkan likidite sorunlarının çözülmesi için yapılan enjeksiyonlar ve diğer müdahaleler üretim sektörlerinin resesyona girmesini önlemek amacıyla da sahiptir⁹⁸. Fakat Merkez bankası tarafından yapılan müdahaleler

⁹⁴Muharrem Afşar, “Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 17, (2011), s.149.

⁹⁵Orhan Bilge, “Ekonomik Krizlerin Yoksulluk Üzerine Etkileri”, Ankara, T.C. Başbakanlık Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışma Genel Müdürlüğü, **Sosyal Yardım Uzmanlık Tezi**, (2009), s. 21.

⁹⁶Yücel Ayırcay, “Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Etkileri”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 1, (2003), s. 12.

⁹⁷Jacques Attali, **Kriz ve Sonrası 2008 Krizinin Üzerine Ufka Bakarken**, (N. T. Cheviron, Çev.), İstanbul, EKS Libris Araştırma İnceleme Yayınları, 2015, s. 105.

⁹⁸Suna S. Sarpkaya, “Finansal Krizler ve Kriz Dönemlerinde Uygulanan Para Politikası Araçları”, **(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2009)**, s. 104.

resesyonu önlemede yetersiz kalmış, yalnızca resesyonların süreleri ve etkileri değiştirilebilmiştir.

Güven Kaybı: Kriz dönemlerinde oluşan belirsizlik ortamı, büyük bir güven kaybının yaşanmasına yol açmaktadır. Güven kaybının süresi krizin süresini de uzatabilmektedir. Buna ek olarak artan belirsizlik ortamı da krizin derinleşmesine ve daha geniş alanlara yayılmasına neden olabilmektedir. Ortaya çıkan son kriz sonucunda pek çok finans kurumunun iflas etmesiyle piyasalara duyulan güven büyük ölçüde azalmıştır. Öte yandan yaşanan likidite sorunu da krizin süresinin uzamasına yol açarak krizin ekonomi üzerindeki etkilerini derinleştirmiştir⁹⁹. Kriz öncesi dönemlerde hızla artarak devam eden belirsizlik, risk algılamasının doğru bir şekilde işlememesine yol açmaktadır. Yaşanan güven kaybı, kredi piyasalarının yavaşlamasına sebep olarak, ülke ekonomilerinde kayıpların görülmesine neden olmuştur. Yürütülen iktisadi faaliyetlerde küresel anlamda beklenmedik bir yavaşlama ve gerileme yaşanmıştır¹⁰⁰. Bu durumda yavaşlayan ekonomik faaliyetlere verilecek olan tepkiler sonucunda ya kriz başlayacak ya da kısa süreli ekonomik durgunluklar yaşanacaktır. Bu çerçevede ekonomideki tarafların yürütülen ya da planlanmakta olan politikaların güvenilir ve etkili olmadığı kanısına sahip olmalarıyla yeni krizlerin meydana gelme olasılığı artış göstermektedir¹⁰¹. Kriz dönemlerinde devletlerin uygulayacakları yöntemlerde, kaynak dağılımında ve sosyal sonuçlara yol açan ekonomik hususlarda izledikleri stratejilerde güvenilir olmaları büyük ölçüde önem arz etmektedir. Hükümetlerin izleyeceği politikalarda güvenilir olmamaları sonucunda söz konusu politikalar yeni bir ekonomik krizin ortaya çıkmasına sebebiyet verebilmektedir. Bu nedenle hükümetler tarafından planlanan para politikalarının kazandırıcı ve güvenilir olması gerekmektedir¹⁰².

⁹⁹Zübeyir Turan, “Dünyadaki ve Türkiye’deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi”, **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 4, Sayı 1, (2011), s. 72.

¹⁰⁰Mehmet Yörükoğlu, “Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisi”, **TCMB Sunumu**, İstanbul, TCMB, (2009, Şubat 26), s. 1.

¹⁰¹TEPAV, 2009, Mart, Türkiye Ekonomisi için Kriz Önlemleri, https://www.tepav.org.tr:https://www.tepav.org.tr/upload/files/1271243166r3775.Turkiye_Ekonomisi_icin_Kriz_Onlemleri.pdf, s. 2, (6.02.2019).

¹⁰²GüvenDelice, “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 20, (2003), s. 63.

Saydam Eksikliği – Belirsizlik: Krizlerin özellikleri arasında bilgi yetersizliğinin sebep olduğu saydam eksikliği ve belirsizlik de yer almaktadır¹⁰³. Krizlerde krizi doğuran faktörler ya da taraflar, kriz öncesinde durumu net bir şekilde anlayamamakta ve oluşan karmaşık yapıya müdahale edememektedirler¹⁰⁴. Küresel krizinin öncesi dönemde finansal çeşitlilik durumunun var olması da karmaşık bir yapının ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Gelişmiş finansal piyasalara sahip olan ülkelerde, ortaya çıkan finansal araçların fazla olması da piyasaların anlaşılmasını güçleştirmektedir. Bu durum küçük yatırımcılar açısından piyasaların takibini oldukça zorlaştırmıştır¹⁰⁵. Finansal aktörlerinin sahip oldukları türev varlıkları, kriz sonrasında da net bir şekilde belirlenememiştir. Bu finansal varlıkların belirsiz olması, var olan risklerin net bir şekilde hesaplanmamasına ve analizlerin hatalı yapılmasına sebep olmuştur. Bankaların ve finans kuruluşlarının iflas etmeleriyle piyasalarda yaşanan belirsizlik, krizin derinliğini büyük ölçüde artırmıştır¹⁰⁶.

4.1.3. Küresel Krizin Sonuçları

Dünya ekonomisi başta ABD olmak üzere birçok ülkeyi derinden sarsan Küresel Finansal Krizin sonuçları hakkında kesin hüküm vermek mümkün olmasa da genel olarak ortaya çıkan sonuçlara aşağıda yer verilmiştir.

Konut Fiyatlarındaki Düşüş: Konut fiyatlarının yükselmesi finansal krizin sebeplerinden biridir. Ancak finansal krizin sonuçlarından biri de konut fiyatlarının düşmesidir. Piyasada Mortgage kredilerinin bir bölümünün geri ödenmemesi sonucunda piyasa bir kısır döngüye girmiştir. Böylelikle Amerika Birleşik Devletleri'nde 2007 yılının ilk aylarından itibaren konut fiyatlarında önemli düşüşler yaşanmaya başlamıştır. 2001-2007 döneminde ABD konut fiyatları yaklaşık olarak %90 düzeyinde artış

¹⁰³UmutEvlimoğlu, Aslı Yenipazarlı, “Dünyada Yaşanan Son Ekonomik Krizlerin Ortak Paydası: Yayılma Etkisi ve Belirleyicileri Üzerine Bir Değerlendirme”, **Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 6, Sayı 10, (2015), s. 95.

¹⁰⁴Bedriye Tunçsiper, Gökhan Dikili, “Küresel Ekonomik Kriz Çerçevesinde İşletmelerde Kriz Yönetimi ve Balıkesir İli Örneği”, **Akademik Fener Dergisi**, Cilt 14, (2010), s. 12.

¹⁰⁵DoğanAlantar, “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, **Maliye Finans Yazıları**, Cilt 81, (2008), s. 3

¹⁰⁶Afşar, Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları, 152.

göstermiştir. Konut fiyatlarındaki düşüş ise 2007 yılının ilk çeyreğinden itibaren başlamıştır. İngiltere’de de konut fiyatlarında benzer düşüşler görülmüştür¹⁰⁷.

Büyüme Oranlarındaki Düşüş: Gelişmekte olan ülkelerde ve gelişmiş ülkelerde krize yönelik bazı önlemler alınmıştır. Fakat krize yönelik alınan bütün tedbirlere rağmen büyüme oranları belirgin bir biçimde azalmıştır. Bu durumun sebebi olarak, küresel krizden dolayı oluşan güven kaybı gösterilmektedir¹⁰⁸. Küresel krizin finansal sektörden reel sektöre yansımaları sonucunda ülke ekonomilerinin ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinin büyüme oranları azalmıştır. Bu çerçevede konut kredisinden krizlerin sonrasında yaşanan iyileşme sürecinin, bankacılık ve hisse senedi krizlerine kıyasla çok daha uzun süreceği bilinmektedir. Dolayısıyla 2009’da büyüme oranları düşük olmuştur¹⁰⁹.

İşsizlik Oranlarındaki Artış: Finansal kriz işsizlik rakamlarını büyük oranda etkilemiştir. Kriz sonrasında özellikle Amerika Birleşik Devletleri ve gelişmiş ülkelerin ekonomilerinde yukarı yönlü eğilim görülmüştür¹¹⁰.

Enflasyonist Etki: 2007 yılında ve 2008 yılında ortaya çıkan yüksek enflasyonun sebebi yalnızca finansal kriz değildir. Bu dönemde görülen enflasyonist etkinin sebebi, petrol ve gıda fiyatlarının yükselmesidir. Gelişmekte olan ülkelerde hızlı bir şekilde artış gösteren enerji talebi ve enflasyon oranları aynı düzeyde ilerlemiştir. 2009 yılına gelindiğinde ise petrol fiyatlarında görülen düşüş sonucunda krizin ekonomi üzerindeki etkisinin azalacağı ve enflasyonist eğilimlerin düşeceği yönünde beklentiye girilmiştir¹¹¹.

4.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü

Kredi derecelendirme kuruluşları uluslararası finansal piyasalar içinde düzenleme, denetim ve yatırım aktivitelerinin gerçekleşmesi konusunda önemli bir rol

¹⁰⁷Alantar, 3.

¹⁰⁸DurmuşYılmaz, 77. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açılış Konuşması. Ankara, TCMB, 2009.

¹⁰⁹Victoria Ivashina, David S. Scharfstein, “Bank Lending During The Financial Crisis of 2008”, **Journal Financial Economics**, Cilt 97, Sayı 3, (2010), s. 319.

¹¹⁰Alantar, 3.

¹¹¹Alantar, 5.

oyunamaktadırlar. Özellikle küresel krizin derinleşmesindeki etkileri sebebi ile tartışma konusu olmuşlardır. Bu kapsamda hükümetler ve kredi derecelendirme şirketleri piyasaya olan güvenin geri kazandırılması amacıyla yeni düzenlemelere gitmişlerdir.

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının; bağımsız olarak kredibilite görüşü veren ve verdikleri dereceler ile yatırımcılar, ihraççılar, kredi talep edenler ve hükümetler tarafından birçok nedenlere bağlı olarak kullanılan kuruluşlar olduğu gerçeği ile derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar finansal piyasaların düzenlenmesi ve denetlenmesinde de bir kıstas olarak kullanılmaktadır. Basel II kriterleri gibi uluslararası veya yerel düzenlemelerde risk düzeylerinin tespitinde önem arz etmektedir.

4.2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Küresel Finansal Krizine Etkisi

MBS-Mortgage' a Dayalı Menkul Kıymetler ve CDO-Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri gibi yapılandırılmış olan finansal ürünlerin karmaşık yapısıyla birlikte, bu ürünlere yönelik derecelendirme talebinin 2004-2006 yıllarını kapsayan dönemde hızla artış göstermesi, meydana gelen finansal krizin kapsamına kredi derecelendirme kuruluşlarının da girmesine yol açmıştır. Piyasanın şekillenmesine paralel olarak derecelendirme uzmanlarına duyulan ihtiyaç da şekillenmiştir. Yatırımcıların büyük bir bölümünün karmaşık yapıda bulunan ürünleri değerlendirme ve inceleme kabiliyeti bulunmadığı için, kredi derecelendirme kuruluşlarının genel kabul görmüş olan derecelendirmeleri dikkate alınmıştır. Oluşan karmaşık şartlar belirsizliğin ortaya çıkmasına, belirsizlikler de riskin ortaya çıkmasına yol açmıştır. Bu dönemde ev kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi asimetrik bilgi probleminin yaşanmasına neden olmuştur. İlk krediyi kullandıran kurum tarafından risk bilinirken, kredi sözleşmesinin satıldığı kurum, riski net bir şekilde bilmemektedir. Bu çerçevede oluşturulan kredi havuzları kompleks yapılarıyla devredildiği için riskin boyutu da gizlenmiştir. Bu nedenle kredi derecelendirme kuruluşlarına güvenilmektedir. Çünkü ürünlerin kapsamı ve teminat yapıları açısından şeffaflığı azdır. Bununla birlikte yatırımcılar söz konusu karmaşık yapıyı anlayabilmek için yeterli düzeyde teknik bilgiye ve zamana sahip değillerdir. Kredi derecelendirme kuruluşları risk ölçümü hususunda da yıllardır

süregelen bir itibara sahiplerdi¹¹². Ancak kredi derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirme aşamasında gerekli özen gösterilmemiş, ilgili menkul kıymetleri satın alan taraflarla ilgili gereken incelemeler yapılmamış ve ipotekli konut kredisi tahsis eden kuruluşların değerlendirmeleri yeterli sayılmış ve dikkate alınmıştır. Söz konusu ürünlere teminatlandırılmış borç yükümlülüklerinin büyük bir kısmına ödenmede güçlük yaşanmaması sebebiyle oldukça yüksek puanlar verilmiştir. Bu gelişmeler incelendiğinde yapılandırılmış finans balonunun, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen yüksek notlar sonucunda patlama durumuna geldiği anlaşılmaktadır. Bu duruma örnek verilecek olursa, Lehman Brothers’a çöküşünden bir ay önce verilen notun A olması gösterilebilir. Hatta düşük gelir grubuna yüksek faiz oraları ile verilen mortgage kredisine dayanan binlerce türev ürünlerine, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından AAA olarak not verilmesi de bu durumu kanıtlar niteliktedir. Yaşanan bu gelişmelere paralel olarak ani not indirimleri yapılmaya başlanmış ve bunun sonucunda da yatırımcıların büyük bir kısmı paralarını fonlardan çekmek istemiştir. Ancak talebin artmasıyla yatırım araçlarının fiyatlarının düşmesi ve değerlerini kaybetmeye başlamaları ürünleri nakde çevirmeyi de oldukça zorlaştırmıştır. İşletmeler ise paralarını fonlardan çekmeyi amaçlayan yatırımcılara ödeme yapmak için gereken miktarda para bulamamıştır. Bunun sonucunda da fonlar dondurulmuştur. İlgili ürünlere büyük miktarlarda yatırım yapan Lehman Brothers ve Washington Mutual gibi kuruluşlar, milyarlar kaybetmişlerdir¹¹³. Bu bağlamda kredi derecelendirme kuruluşları farklılaşan piyasa koşullarına vaktinde tepki vermekte başarısız olmuşlar ve bu koşullarının oluşmasında da önemli bir role sahip olmuşlardır. Kredi derecelendirme kuruluşları, türev ürünlerin risklerini göz önünde bulundurmamaları, bu ürünlere çok fazla yüksek not vermeleri ve kredibilitenin kötüye gitmekte olduğu dönemlerde not indirimi hususunda geç kalarak krizin derinleşmesine yol açmaları sebebiyle sert eleştirilere maruz kalmışlardır. Öte yandan şeffaflığın eksik olması, menfaat çatışması ve derecelendirme kuruluşları arasındaki rekabet eksikliği gibi

¹¹²Ersagun Şimşek, “Global Krizlerin Ortaya Çıkmasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü”, **Çerçeve Dergisi**, (Nisan), (2009), s. 110-115.

¹¹³Mary L.Schapiro, (2010, April 20), Testimony Concerning the Lehman Brothers Examiner's Report: Before the House Financial Services Committee, <https://www.sec.gov/news/testimony/2010/ts042010mls.htm>, s. 4, (06.02.2019).

hususlar da kriz öncesi dönemde ipoteğe dayalı menkul kıymetlere gereğinden yüksek bir şekilde not verilmesine katkı sağlamıştır¹¹⁴.

4.2.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Eleştiriler ve Ortaya Çıkan Sorunlar

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yeterince Şeffaf Olmaması: Kredi derecelendirme kuruluşları belirli yöntem ve analizleri kullanarak derecelendirme işlemini gerçekleştirmektedirler. Bu kuruluşlar tarafından kullanılan yöntemler ve veriler, sektörün para kazanılan bir sektör olması sebebiyle gizli tutulmaktadır. Söz konusu durum derecelendirme işleminin şeffaflığını kaybetmesine yol açmaktadır. Benzer bir şekilde bu durum Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının kapalı bir kutuya dönüşmesine neden olmaktadır. Bu çerçevede ticari sır kaygısıyla, derecelendirme yapılırken kullanılan değişkenlerin ve bu değişkenlerin etki düzeyinin net bir şekilde açıklanamaması hususları da derecelendirilen kuruluşlar ve fon sağlayanlar açısından eleştirilmektedir. Eleştirilen bir diğer husus ise, derecelendirme kriterlerinin kapsamında siyasi ve sosyal faktörler gibi niceliksel girdilerin yer alması ve bu girdilerin derecelendirme notunda ne oranda etkili olduğudur¹¹⁵.

Piyasaya Giriş Engelleri ve Rekabet Eksikliği: Amerika Birleşik Devletleri'nde SEC kapsamında NRSRO olarak kabul gören kredi derecelendirme kuruluşları incelendiğinde ilgili piyasaya girmenin çok güç olduğu net bir biçimde anlaşılmaktadır. SEC tarafından 2018'den itibaren NRSRO olarak kabul edilen yalnızca 10 kredi kuruluşu bulunmaktadır. Ancak bu sayının kredi derecelendirme kuruluşlarının sayısının 150 olduğu düşünüldüğünde, sayının az olduğu görülmektedir. Bu çerçevede NRSRO olarak kabul edilen sadece 10 kuruluş olsa bile piyasanın %80'lik bir bölümünü Moody's ve S&P oluşturmaktadır. Piyasanın geriye kalan %15'lik bölümünü de yine ABD menşeli Fitch derecelendirme şirketi oluşturmaktadır. Bu kadar büyük orandaki bir pazar payının yalnızca üç kredi kuruluşu tarafından paylaşılması hususu da beraberinde

¹¹⁴Amanda J.Bahena, (2010, March), What Role Did Credit Rating Agencies Play in the Credit Crisis?, http://www.spaeth.ru: http://www.spaeth.ru/HS20152016/artikel_16.pdf, s. 9, (6.02.2019).

¹¹⁵Fatih B.Haspolat, Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi, **Uzmanlık Tezi**, Ankara, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, (2015), s. 24.

pek çok soru işaretini getirmektedir. Böyle büyük bir paya sahip olunması da sermaye piyasalarında menkul kıymet ihraç etmeyi amaçlayan kuruluşların ister istemez bu üç kuruluştan biri ile anlaşma yapmak zorunda kalması anlamına gelmektedir. Her ne kadar arzu edilmese de söz konusu üç kuruluş, yaptıkları not derecelendirmesinde uluslararası bir etki yaratacaklarının da bilincindedirler. Bu kuruluşlar bu açıdan oligopol bir piyasa mahiyetine bürünmüşlerdir. Ayrıca çok az sayıda NRSRO statüsünde sahip olan kredi derecelendirme kuruluşu sayısı neredeyse 1970’den bu yana aynıdır. Bu açıdan SEC tarafından kabul gören NRSRO kriterleri de kısmen piyasaya giriş aşamasında aşılmaz ve yapay bir bariyer görevi görmektedir. Piyasadaki rekabet eksikliği de fiyatların şişirilmesine, yeniliklerin önlenmesine, derecelendirmelerin kalitesiz olmasına ve denetim altına alınamayan menfaat çatışmalarına sebebiyet vermektedir¹¹⁶.

Potansiyel Çıkar Çatışmaları: Kredi derecelendirme kuruluşları gelirlerini, derecelendirme yaptıkları firmalara verdikleri not ve raporlardan sağlamaktadırlar. Bununla birlikte kredi derecelendirme kuruluşları, yaptıkları analizlerin sonucunda verdikleri not haricinde risk analizi ve yönetimi hususunda da pek çok hizmet sunmaktadırlar. Ülkelere ve firmalara gerçekleştirdikleri işlemler neticesinde analiz, veri ve risk modelleri satarlar. Kredi derecelendirme kuruluşları bu yönüyle danışmanlık faaliyeti de yürütmektedirler. Bu kuruluşlar tarafından danışmanlık hizmeti verilen veya risk yönetimlerinin satıldığı ülke ya da şirket notunun düşürülmesi de düşük bir ihtimal olduğu için çıkar çatışmasının yaşanması kaçınılmazdır¹¹⁷. IOSCO’nun 2003 yılında yayınladığı “Analistlerin Çıkar Çatışması Raporu” çıkara dayanan bir ilişkiyi vurgulamaktadır. Böyle bir ilişkinin varlığı ise çıkar çatışmalarının ve güvenilirlik sorununun yaşanmasına yol açmaktadır. Çünkü danışmanlık hizmeti, genel olarak verilen notun daha iyi olması amacıyla danışılan konumda olan kredi derecelendirme kuruluşlarını baskı altına alabilmektedir. Söz konusu baskı sebebiyle derecelendirme kuruluşları ticari çıkarlarını gözeterek not verebilmektedirler¹¹⁸. Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme işleminin yanı sıra danışmanlık hizmetini de sunması birçok spekülâte zemin yarattığı için akıllarda her zaman soru işaretlerinin oluşmasına

¹¹⁶Marwan Elkhoury, (2008, January), Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries, **United Nations Conference On Trade and Development(No: 186)**, United Nations, s. 13.

¹¹⁷Haspolat, 27.

¹¹⁸Elkhoury, 27.

sebepler olmaktadır. Derecelendirme kuruluşları tarafından finansal araçlara not verme aşamasında bu araçları piyasaya süren kurumlardan aldıkları ücret hususunda çıkar çatışmaları yaşanmaktadır¹¹⁹. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarında notun ve paranın kaynağının aynı olması, yatırımcıların haklarını dikkate almayan bir çıkar çatışmasına sebep olmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları ortaklı yapılarından ötürü dünyanın en büyük fon yönetim şirketlerinin ve yatırım danışmanlarının iştiraki durumundadır¹²⁰.

Derecelendirme Yapılırken Ülkesel Farklılıkların Göz Ardı Edilmesi:

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkelere yönelik not verilirken ekonomik, sosyal ve siyasal pek çok unsur girdi kapsamına dahil edilmektedir. Fakat bu girdilerle ilgili ölçüt oranları belli bir kalıp içinde olmasına rağmen not verme işleminde ne kadar etkili oldukları açıklanmamaktadır. Bu durum ise akıllara şöyle bir sorunun gelmesine yol açmaktadır. Ülkesel farklılıklar göz önünde bulunduruluyor mu? Karagöl ve Mihçioğur tarafından yapılan değerlendirmeler sonucunda, ülkeler arası bir farklılığın göz önünde bulundurulmadığı ortaya çıkmıştır. Ülkeler arası farklılıklar da göz önüne alınmadığı için, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları yaşanan ekonomik şoklar karşısında ülkelerin her birinin vereceği tepkiyi kestirme hususunda başarılı olamamışlardır. Örnek verilecek olursa, Türkiye ekonomisinin yakın tarihi incelendiğinde, meydana gelen sosyal ve siyasi olaylar sonucunda oluşan finansal krizlerde, mevduat kaçıışı beklenmesine rağmen bu durum gerçekleşmemiştir. Buna rağmen Latin Amerika gibi ülkelerde, ortaya çıkan ekonomik ve siyasi krizler sonucunda bankalardan mevduat kaçıışı yaşanmıştır. Ancak Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülke farklılıkları derecelendirme kriteri olarak görülmemektedir¹²¹.

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Hesap Verebilirliği: Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan hatalar sonucunda yatırımcıları ve borçluları koruyan bir mekanizma yoktur. Hesap verme hususunda var olan boşluk özellikle kredi derecelendirme kuruluşları ve piyasa katılımcılarında büyük ölçüde kaygı

¹¹⁹Nurullah Gür, “G20 ve Küresel Finans Yönetişimi”, **Seta Analiz**, Cilt 129, (2015), s. 11.

¹²⁰Can M.Bostancı, “Küresel krizin Dinamikleri ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredibilitesi” (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2012), s. 142.

¹²¹Karagöl, Mihçioğur, s. 28.

oluşturmaktadır. Bu açıdan olası bir hesap verme açığı güvenilirlik üzerinde olumsuz bir etki yaratmaktadır. Bir diğer açıdan ise kredi derecelendirme kuruluşları sermaye piyasaları için büyük ölçüde önemli bir konumdadır. Sermaye piyasaları aktörleri tarafından kredi notları görüş mahiyetinde olsa bile yakından takip edilmektedir. Bu noktada kredi notları bir kılavuz niteliği taşımaktadır. Dolayısıyla hesap verme sorumluluğunun varlığı herhangi bir itibarsızlaşma durumunun yaşanmasında yapılabilecek olan hatalara karşı frenleme görevi üstlenecektir¹²². Meydana gelen finansal krizin ardından kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik ABD’de ve AB’de yapılan düzenlemeler, hesap verilebilirlik hususunda boşluklar olduğunu net şekilde göstermektedir. Geçmiş dönemlerde ortaya çıkan pek çok finansal krizde yapılan hatalar ülkelerin ve şirketlerin büyük ölçüde zarar görmelerine yol açmasına rağmen hesap verme açısından ilgili kuruluşlara hiçbir yaptırım uygulanmamıştır. Denetim ve hesap vermeden uzak olan bir yapının hata yapmadan çekinme olasılığının oldukça az olması rekabetin ve çıkar çatışmasının olduğu bir alanda suistimallere neden olmaktadır.

4.3. Başlıca Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Değerlendirilmesi

4.3.1. Moody’s Derecelendirme Kuruluşuna Yönelik Değerlendirme

Moody's Firmasının Güçlü Yönleri:

Sektöründe lider kuruluşlardan biri olan Moody's, pazarda büyümesine fayda sağlayacak çok sayıda güçlü özelliğe sahiptir. Bu güçlü özellikler hem firmanın mevcut pazarlardaki pazar payını korumasını sağlamakta hem de yeni pazarlara girmesine yardımcı olmaktadır. Firmanın başlıca güçlü tarafları şu şekilde sıralanabilir:

- Başarılı eğitim ve öğrenme programları sayesinde yüksek yeteneklere sahip işgücü, Moody's çalışanlarının eğitim ve gelişimine büyük kaynak aktarmaktadır. Bu sayede hem çalışanların yetenekleri arttırılmakta hem de motivasyonları güçlendirilmektedir.

¹²²Elkhoury, 15.

- Hammadde tedariki için güçlü bir tedarikçi tabanına sahiptir. Böylece tedarik zincirinde oluşabilecek darboğazlara karşı şirket güvence altındadır.
- Ürünleri için son derece başarılı bir pazara açılma stratejisine sahiptir.
- Yatırım harcamalarına karşılık iyi dönüşler elde etmektedir. Yeni getiri kanalları oluşturmak sureti ile yeni projelerin başarılı bir şekilde uygulanması ve iyi çıktılar elde edilmesi sağlanmaktadır.
- Firma, yeni ürünler geliştirme ve inovasyon konusunda başarılı bir geçmişe sahiptir.
- Faaliyetlerin otomasyonu ile ürünlerin kalitesi konusunda bir tutarlılık oluşmuştur ve firma pazarın talep koşullarına göre ölçeğini küçültüp büyütebilmektedir.
- Özel müşteri ilişkileri yönetimi departmanına sahip olan şirket, mevcut müşteriler arasında yüksek düzeyde müşteri memnuniyeti ve potansiyel müşteriler arasında pozitif marka değeri elde etmeyi başarmıştır.
- Şirket yıllar içerisinde oluşturulmuş ve potansiyel pazarlara ulaşabilecek güçlü bir dağıtım ağına sahiptir.

Moody's Firmasının Zayıf Yönleri:

Şirketin zayıf yönleri, Moody's in kendisini geliştirebileceği alanlardır. Strateji seçimler yapmakla ilgilidir ve zayıf yönler bir kuruluşun SWOT analizini kullanarak rekabet avantajı ve stratejik konumlandırmasını geliştirebileceği alanlardır.

- Şirketin sattığı ürün yelpazesinde boşluklar vardır. Bu boşluklar pazarda pay sahibi olmak isteyen yeni bir rakibe bir dayanak noktası sağlayabilir.
- Ürün talep tahmin performansı düşüktür. Bu nedenle rakiplerine kıyasla birtakım fırsatları yakalamakta yavaş kalmaktadır. Envanterinin rakipleriyle karşılaştırıldığında yüksek olmasının nedenlerinden biri, Moody's firmasının talep

tahmininde çok iyi olmaması ve dolayısıyla hem şirket içinde hem de kanalda daha yüksek envanter tutmasıdır.

- Niche kategoride, şirket pazara yeni giren firmalara pazar payını kaptırmaktadır. Moody's bu zorluklarla başa çıkmak için doğrudan satış ekibinden içsel geri bildirim mekanizması oluşturmak zorundadır.

- Ürünlerin pazarlaması konusunda eksiklikler bulunmaktadır. Ürün satış açısından başarılı olsa bile konumlandırılması ve özgün satış teklifi açıkça tanımlanmadığında rakipler için bir alan oluşmaktadır.

- Finansal planlama düzgün ve verimli bir şekilde yapılmamaktadır. Mevcut varlık oranı ve likit varlık oranları, şirketin nakit parayı mevcut durumdan daha verimli kullanabileceğini göstermektedir.

- Günlük envanterin yüksek olması dağıtım kanalı için şirketin daha fazla yatırım yapmasına neden olmaktadır.

- Firmanın Ar-Ge'ye yaptığı yatırım, sektördeki en hızlı büyüyen rakiplerinin altındadır. Moody's Araştırma ve Geliştirme konusunda sektör ortalamasının üzerinde bir harcama yapsada, yenilikçilik açısından sektördeki lider oyuncularla rekabet edememektedir.

Moody's Firması için Fırsatlar

- Piyasa gelişimi, rakiplerin avantajlarının azalmasına yol açacak ve firmanın diğer rakiplerine kıyasla rekabet gücünü artırmalarını sağlayacaktır.

- Çevrimiçi kanal aracılığı ile yeni müşterilerin gelmesi ile yeni satış ortamları doğacaktır. Firmanın online platform için yaptığı yatırımlar önümüzdeki birkaç yıl içinde müşterisini daha iyi tanımasını ve büyük veri analitiği kullanarak müşteri ihtiyaçlarını karşılamasına imkân tanıyacaktır.

- Kararlı serbest nakit akışı ile yeni ürün segmentlerine yatırım yapma imkânı doğacaktır. Daha fazla kaynak ile yeni teknolojilere olduğu kadar yeni ürün

segmentlerine de yatırım yapılabilir. Diğer ürün kategorileri için bu durum Moody's firmasına bir fırsat yaratmaktadır.

- Kurumun temel yetkinlikleri, benzer diğer ürünler alanında başarıyı sağlayabilir.
- Vergilendirme politikası, iş yapış biçimini önemli ölçüde etkileyebilir ve Moody's gibi yerleşik oyunculara kârlılığını artırmak için yeni bir fırsat açabilir.
- Düşük enflasyon oranı kredi imkanlarını artırmakta ve yeni pazarlara girmek için kaynak temini faaliyetlerini kolaylaştırmaktadır.

Moody's Firması için Tehditler

- Şirket, farklı yasalar ve bu pazarlardaki ürün standartlarına ilişkin değişiklikler nedeniyle çeşitli pazarlardaki davalarla karşılaşabilir.
- Tüketici satın alma davranışını çevrimiçi bir kanala yönlendirmek, mevcut fiziksel altyapı odaklı tedarik zinciri modeli için bir tehdit olabilir.
- Belli bir küresel pazarda vasıflı işgücünün azlığı, o pazarda kârların istikrarlı büyümesi için bir tehdit oluşturmaktadır.
- Yerel dağıtımçıların artan güçleri bazı pazarlarda bir tehdit oluşturmaktadır.
- Ülkelerin ekonomik durumları ile ilgili olarak personel maliyetlerinin artış göstermesi bir tehdit oluşturmaktadır.
- Çokuluslu bir işletme olan şirketin para birimi dalgalanmalarından etkilenmesi bir tehdit unsurudur.
- Farklı ülkelerdeki sorumluluk yasaları farklıdır ve Moody's bu pazarlardaki politikalarda değişiklik yapılmasından dolayı çeşitli sorumluluk taleplerine maruz kalabilir.

4.3.2. Standart&Poors Derecelendirme Kuruluşuna Yönelik Değerlendirme

Standard&Poor's Firmasının Güçlü Yönleri:

Kredi derecelendirme kuruluşları arasında önemli bir pozisyonu olan Standard & Poor's firması pazar pozisyonunu koruyabilecek birçok güçlü özelliklere sahiptir. Başlıca güçlü yönler şu şekilde listelenebilir:

- S&P global güçlü bir marka portföyüne sahiptir. Yeni ürün kategorilerini genişletmek isteyen işletmeler için bu çok önemli bir özelliktir.
- Yeni projelere yatırım yapabilmek için firmanın kararlı bir serbest nakit akışı vardır.
- Faaliyet otomasyonu ile pazara tam uyum sağlanabilmektedir.
- Firmanın güçlü bir dağıtımçı ve satıcı ağı vardır. Satış noktaları yalnızca firmanın ürünlerini tanıtmak ile kalmamaktadır. Satış ekibinin eğitimi de satış noktaları tarafından gerçekleştirilmektedir.
- Yeni girilen pazarlarda firma üstün bir performans göstermektedir. Genişleme, kuruluşun yeni gelir akışı yaratmasına ve faaliyet gösterdiği pazarlardaki ekonomik döngü riskini çeşitlendirmesine yardımcı olmaktadır.
- Firma yeni ürün geliştirme ve inovasyonu başarılı bir şekilde takip etmektedir.
- Eğitimli, motive olmuş ve yüksek yetenekleri olan bir işgücüne sahiptir. S&P eğitim ve öğretim faaliyetlerine büyük önem vermektedir.
- Birleşme ve satın alma yoluyla firmaları entegre etme stratejisi başarılı olarak uygulanmaktadır. Operasyonlarını kolaylaştırmak ve güvenilir bir tedarik zinciri oluşturmak için son birkaç yılda teknoloji şirketlerini başarıyla bütünleştirmiştir.

Standard&Poor's Firmasının Zayıf Yönleri:

- Günlük envanter seviyesi rakip firmalara göre yüksek olduğunda ilave maliyet kalemleri oluşmaktadır.
- Ürün ailesindeki boşluklar yeni firmalar tarafından kendi lehlerine kullanılmaktadır.
- AR-GE yatırımları olması gereken seviyede değildir. S&P Endüstri ortalamasının üstünde AR-GE yatırımı yaptığı halde inovasyon açısından istenen rekabet seviyesine ulaşamamıştır.
- Farklı iş kültürüne sahip işletmeler ile entegrasyon yeterince başarılı sonuçlanmamıştır.
- Talepleri öngörme konusunda da kuruluşun eksikleri mevcuttur.
- Şirketin iş gücünün yıpranma oranı yüksektir. Bu nedenle eğitim ve geliştirme faaliyetleri için rakiplerine göre daha fazla harcama yapmak durumundadır.
- Temel iş alanları dışında firmanın başarısı son derece sınırlıdır. S&P Global, sektöründe lider kuruluşlardan biri olmasına rağmen, mevcut kültürü ile diğer ürün segmentlerine geçmekte güçlükler ile karşılaşmaktadır.

Standard&Poor's Firması için Fırsatlar:

- Yeni teknolojiler, S&P globale yeni pazardaki farklı fiyatlandırma stratejisini uygulama fırsatı sunmaktadır. Bu durum firmanın sadık müşterilerine başarılı bir şekilde hizmetini sürdürmesini ve diğer müşterilere değer odaklı tekliflerle cazip olanaklar sunmasını sağlayacaktır.
- Kredi imkânlarının artması düşük enflasyonun bir sonucudur.
- Tüketici davranışlarında yeni yönelimler firmaya yeni fırsatlar sunmaktadır.

- Online platformdan gelen yeni müşteriler kazancı artırmakla birlikte önemli bilgilerin şirket tarafından derlenip yorumlanmasına imkân tanımaktadır.
- Tüketicilerin harcamalarını artırması firma için yeni müşterilere ulaşılmasına ve pazar payının artırılmasına olanak sağlamaktadır.
- Firmanın temel yetkinlikleri diğer ürün çeşitleri için yeterli seviyededir.
- Vergilendirme konusunda gerçekleştirilecek iyileştirmeler şirketin karlılığını artırabilecektir.

Standard&Poor's Firması için Tehditler:

- Yüksek kar getiren ürünler için talep genellikle dönemsel ve dönemsel beklentilerin karşılanmaması orta ve uzun vadede firmanın karlılığına zarar verebilir.
- Amerikan ekonomisindeki soyutlanma politikasına yönelik eğilimin artması, diğer hükümetlerden benzer tepkilere yol açarak uluslararası satışları olumsuz yönde etkileyebilir.
- Rakipler tarafından geliştirilecek yeni teknolojiler orta ve uzun vadede şirketi olumsuz etkileyebilir.
- Nitelikli işgücü kaybı ile küresel pazardaki büyüme sekteye uğrayabilir.
- Gücünü arttıran yerel dağıtımıcılar bazı pazarlarda olumsuz sonuçlar doğurabilir.
- İnovasyon konusunda geri kalma riski her zaman mevcuttur. Yeni geliştirilen ürünler rakip firmalar tarafından da yakından takip edilmektedir. Yeni ürün tedariki aksarsa zaman içerisinde satışlarda dalgalanmalar yaşanacaktır.
- Sahte ve düşük kaliteli taklit ürünler, özellikle gelişmekte olan pazarlarda ve düşük gelirli pazarlarda S&P global ürünleri için tehdit oluşturmaktadır.

- Ülkelerde ürünlere yönelik yasal düzenlemeler şirketin birtakım davalar ile yüzleşmesine neden olabilmektedir.

4.3.3. Fitch Derecelendirme Kuruluşuna Yönelik Değerlendirme

Fitch Ratings Firmasının Güçlü Yönleri:

- Yeni ürün karmasında yapılan geliştirmeler sayesinde müşterilere kapsamlı ürün fırsatları sunulmaktadır.
- Kapsamlı bir bayi ağına sahiptir ve müşterilere sadece verimli hizmetler sunmada yardımcı olmakla kalmayıp aynı zamanda rekabet güçlüklerini yönetmede yardımcı olan bir ağ yapısına sahiptir.
- Firma tüketici odaklı inovasyonda başarılı bir sicile sahiptir.
- Pazarda etkin bir konuma sahiptir ve yeni ürünleri kullanıcılara ulaştırma konusunda başarılı bir performans sergilemektedir.
- Çalışanların eğitimi için önemli kaynak aktarımı yapılmaktadır. İnsan kaynakları yönetimi konusunda sektör ortalamasının üzerinde bir performans göstermektedir.
- Kazanç getiri kanallarını çeşitlendirmek için planlı bir strateji izlenmektedir.

Fitch Ratings Firmasının Zayıf Yönleri:

- Niche kategoride, rekabet konusunda yerel kuruluşların gerisinde kalmıştır.
- Tüketici odaklı hizmetler için yeterli kaynak aktarılmamaktadır.
- Tedarikçiler ile kurulan bağ diğer rakipler ile kıyaslandığında zayıf görünmektedir.

- Kuruluş içindeki mevcut uzmanları değiştirmenin maliyeti yüksektir. Firma faaliyetlerinden rakiplere kıyasla daha az sayıda çalışan sorumludur ve mevcut koşullarda onları değiştirmek çok zor olacaktır.

- şirketin iş modeli kolaylıkla taklit edilebilecek bir yapıya sahiptir.
- Uzmanları kaybetmemek için yüksek personel maliyetlerine katlanmak durumundadır.

Fitch Ratings Firması için Fırsatlar:

- Küçük lekli kuruluşların kredi derecelendirme ürünlerine karşı ilgisi artmaktadır.
- Yerel oyuncularla iş birliği, şirket için uluslararası pazarlarda büyüme fırsatları da sağlayabilir.
- Harcanabilir gelirlerin artması, bilgiye kolay erişim ve teknolojik ürünlerin hızla benimsenmesiyle müşteriler piyasada yeni ürünleri denemeye daha isteklidirler.
- Müşterilerin st düzey ürünlere olan ilgisi marka tanınırlığı olan firma için fırsatlar sunmaktadır.
- ABD ekonomisinin son dönemdeki başarılı seyri sayesinde ABD merkezli firmalar için avantajlı durumlar oluşmaktadır.
- Perakende ortaklar ve özel sosyal ağ aracılığıyla yeni ürün maliyetinin düşürülmesi sağlanabilir.

Fitch Ratings Firması için Tehditler:

- rn geliştirme konusunda rakip firmaların da hızlı bir şekilde hareket etmesi ciddi bir tehdit oluşturmaktadır.
- Sektörde yeni ürün lansman döngüleri azalmaktadır. Bu durum da firmalara ek rekabet baskısı getirmektedir.

- Yüksek personel değişim oranı yenilikçi çözümlere olan bağımlılığı artırmaktadır. Yakın gelecekte şirket insan kaynağı ile ilgili sorunlar ile yüzleşmek durumunda kalabilecektir.

- Yerel rakiplerin teknolojiye bağı gelişimi çokuluslu firma için tehdit oluşturmaktadır.

- Ülkeler arası ortaya çıkabilecek ticari anlaşmazlıklar küresel faaliyeti olumsuz etkileyebilmektedir.

Yukarıda yer verilen açıklamalar kapsamında Moody's, S&P ve Fitch şirketlerinin, güçlü yanları, zayıf yanları, piyasadaki fırsatları ve tehditlerine ilişkin özet tabloya aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 7. Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Değerlendirme Özeti

7.1 Moody's Kredi Derecelendirme Kuruluşu Özet Tablo

GÜÇLÜ YÖNLER • Başarılı eğitim ve öğrenme programları • Güçlü tedarikçi tabanına sahip olması • Başarılı pazar stratejilerine sahip olması • İnovatif ve gelişimci bir geçmişe sahip olması • Pazar koşullarına kendini adapte edebilmesi • Yüksek müşteri memnuniyeti sağlaması • Güçlü bir dağıtım ağına sahip olması	ZAYIF YÖNLER • Rakiplerine pazarda yer alma şansı tanınması • Ürün talep tahmin performansının düşük olması • Pazarlama eksikliklerinin bulunması • Finansal planlamanın düzgün ve verimli yapılamaması • Günlük envanterinin yüksek olması • Rakiplerine göre Ar-Ge yatırımlarının az olması
FIRSATLAR • Piyasanın her geçen gün gelişmesi • Yeni müşteriler bulunarak yeni satışlar yapılabilmesi • Kararlı serbest nakit akışına sahip olması • Ürün yelpazesini genişletme kabiliyetine sahip olması • Vergilendirme politikası • Düşük enflasyon oranı sayesinde kredi alma imkanının olması	TEHDİTLER • Her pazarın kendine ait kurallarının olması • Tüketici satın alma davranışının değiştirilmesi • Vasıflı işgücü azlığı • Yerel firmaların gücünün artması • Personel maliyetlerinin artması • Para birimi dalgalanmalarından etkilenmesi • Ülkelerin sorumluluk yasalarının farklı olması

7.2. Standart&Poor's Derecelendirme Kuruluşu Özet Tablo

GÜÇLÜ YÖNLER • Global güçlü bir marka portföyüne sahip olması • Kararlı bir serbest nakit akışına sahip olması • Pazara tam uyum sağlayabilmeleri • Güçlü bir satış ağına sahip olması • Yeni girilen pazarlarda yüksek performans sergilemesi • İnovatif bir firma olması • Yüksek yetenekli işgücüne sahip olması • Firmaları entegre etme stratejisinin başarılı olması	ZAYIF YÖNLER • Günlük envanterinin yüksek olması • Ürün gamında boşluklar bulunması • Ar-Ge yatırımlarının yeterli olmaması • Kendinden farklı firmalar ile uyumlu çalışamaması • Talep tahminlerinin yetersiz olması • İşgücü yıpranma oranının yüksek olması • Temel iş alanı dışında düşük başarı oranına sahip olması
FIRSATLAR • Yeni teknolojilerin ortaya çıkması • Kredi imkanlarının yüksek olması • Tüketici davranışlarında yeni yönelimler olması • Online platformlar ile müşteri ağının genişlemesi • Firmanın temel yetkinliklerinin yüksek olması • Vergilendirme konusunda oluşabilecek iyileştirmeler	TEHDİTLER • Dönemsel beklentilerin karşılanamaması • Ülke ekonomilerindeki soyutlanma politikalarının yaygınlaşması • Rakipler tarafından geliştirilecek yeni teknolojiler • Nitelikli işgücü kaybı • Yerel firmaların gücünü arttırması • Düşük kalite taklitlerin pazardan pay alması • Ülkelerdeki yasal düzenlemeler

7.3. Fitch Derecelendirme Kuruluşu Özet Tablo

GÜÇLÜ YÖNLER • Müşterilere kapsamlı ürün fırsatları sunması • Geniş bir ağına sahip olması • İnovatif bir firma olması • Pazarda etkin bir konuma sahip olması • Çalışanların eğitimine önem vermesi • Planlı stratejilere sahip olması	ZAYIF YÖNLER • Rekabette yerel firmaların gerisinde kalması • Tüketici odaklı hizmette yetersiz olması • Tedarikçi bağlarının zayıf olması • Yetkin iş gücünün az olması • İş modelinin kolay taklit edilebilir olması • Uzmanlarını kaybetmemek için yüksek personel giderlerine sahip olması
FIRSATLAR • Küçük ölçekli kuruluşlardaki pazarın artması • Yerel oyuncular ile iş birliği yapılması • Harcanabilir gelirlerin artması • Müşterilerin üst düzey ürünlere olan ilgisinin artması • ABD ekonomisinin son dönemdeki seyrinin iyi olması • Yeni ürün maliyetlerinin düşürülebilme imkanının olması	TEHDİTLER • Ürün geliştirme konusunda rakiplerin de hızlı davranması • Sektörde yeni ürün lansman döngülerinin azalması • Yüksek personel değişim oranı • Yerel rakiplerin de teknoloji ile kendini geliştirmesi • Ülkeler arası ticari anlaşmazlıklar oluşması

4.4. Genel Değerlendirme

1929 Büyük Bunalımından sonra tarihin en büyük ekonomik krizi olarak nitelendirilen, 2007 küresel krizi Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayarak dünyayı etkisi altına almıştır. Teknolojinin gelişmesiyle, bu teknolojinin merkezi olan Amerika Birleşik Devletleri'nin pozitif veya negatif etkileri bütün dünyaya kolaylıkla yayılmaktadır. Böylelikle, Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan 2008 Mortgage krizi tüm dünyayı etkilemiştir. Emlak fiyatları açıklanamayacak düzeyde yükselmiştir. Oluşan varlık balonunun patlaması ile birlikte, ülkelerin büyüme oranları, istihdam yapıları, üretim yapıları ve ödemeler dengesi etkilenmiştir, ekonomik denge sarsılmıştır.

Gelişmiş ülkeleri etkisi altına alan krizlerin, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere etki etmemesi mümkün değildir. Krizlerin yayılabilmesi için ülkelerin ekonomik ilişkiler içinde olması yeterlidir. Bu ülke ekonomilerinde likidite problemi, istihdam

problemi ve üretim kapasitelerinde düşüş görülmektedir. Krizleri öngörmek, kontrol altına almak adına bazı tedbirler alınabilir. Piyasalarda faaliyetini sürdüren bankalar, firmalar ve sigorta şirketleri belli standartlar çerçevesinde denetlenmelidir. Ancak, tüm dünyayı etkileyen bu küresel kriz öncesinde yapılan öngörüler ile reel üretim birbirini karşılayamamıştır ve bunun sonucunda krizin yaklaşmakta olduğu tahmin edilememiştir. Kriz ile birlikte, emlak fiyatları reel fiyatının çok üstüne işlem görmeye başlamıştır. Kriz dönemlerinin öncesinde hane halkı harcamalarını azaltır, tasarruf yapılır ve bu döneme resesyon adı verilir. Resesyon, ekonomik daralma ve ekonomik faaliyetleri yavaşlatma olarak açıklanabilecek iktisadi bir dönemdir. Bu dönemde, hammadde fiyatları, üretim hacmi düşmektedir ve bu toplumsal problemler yaratmaktadır. Kredi maliyetleri artmakta ve piyasalarda, merkez bankalarında likidite sorunu yaşanmaktadır. Kriz dönemlerinin içinde bulunduğu belirsizlik ortamı, güven kayıplarına yol açmaktadır. Oluşan son kriz döneminde, güven kayıpları krizin süresinin uzamasına ve likidite problemi oluşumuna yol açmıştır. Krizlerde bilgi yetersizliklerinin de sebep olduğu saydam eksikliği ve belirsizlikler yer almaktadır. Gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde, finansal araçların sayısının çok olması ile de birlikte, küçük yatırımcıların piyasa takibini zorlaştırmıştır.

Küresel krizin sonucunda konut fiyatlarında düşüş, büyüme oranında düşüş ve işsizlik oranında artış oluşmuştur. Konut fiyatlarında 2001-2007 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri'nde yaşanan %90 düzeyindeki artış, 2007 yılının ilk çeyreğinde düşüşle sonuçlanmıştır. Büyüme oranındaki düşüş, krizi önlemek için alınan önlemlere rağmen durdurulamamıştır. Reel sektöre yansıyan kriz sonucunda gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin büyüme oranları azalmıştır. Yaşanan finansal kriz işsizlik oranlarını da artırmıştır. Etkilenen enflasyon, yalnızca krizin bir sonucu değildir. Enflasyon, gelişmekte olan ülkelerde talep edilen enerji ile doğru orantılı artış göstermiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşları, 2004-2006 yılında artış gösteren yapılandırılmış borçlarda rol oynamıştır. Bu dönemde kullanılan konut kredileri asimetrik bilgi problemine yol açmıştır. Krediyi kullanan ilk kurum için riski kabul ederken, kredi sözleşmesinin satıldığı kurum riski bilmemektedir. Bu noktada kredi derecelendirme

kuruluşlarına olan güven artmıştır. Ancak, kredi değerlendirme kuruluşları, derecelendirme aşamasında gerekli özeni göstermemiştir. Bu gelişmeler ışığında, yapılandırılmış finans balonunun, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen yüksek notlar sonucunda patlama durumuna geldiği görülmüştür.

Bu bilgiler ışığında, kredi derecelendirme kuruluşlarının rolleri sorgulanmaya başlamış ve bazı sorunlar ortaya çıkmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının yeterince şeffaf olmaması, piyasaya giriş engelleri ve rekabet eksikliği, potansiyel çıkar çatışmaları, derecelendirme yapılırken ülkesel farklılıkların göz önüne alınmaması gibi sorunlarla karşılaşmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kullandığı belirli yöntemler ve analizler, talep gören bir sektör olmasından dolayı gizli tutulmaktadır. Söz konusu durum, derecelendirme işleminin şeffaflığını yitirmesine neden olmaktadır. Amerika Birleşik Devletleri'nde SEC kapsamında NRSRO olarak kabul edilen kredi derecelendirme kuruluşları kendi içinde incelendiğinde, 150 kuruluş arasından yalnızca üç büyük kuruluşun pazar payını aldığı görülmüştür. Moody's ve S&P pazarın %80'ini, Fitch %15'ini oluşturmaktadır. Bu dağılım bize pazarda rekabet eksikliği olduğunu kanıtlar.

Başlıca kredi derecelendirme kuruluşları olan Moody's, S&P ve Fitch şirketlerinin, güçlü yanları, zayıf yanları, piyasadaki fırsatları ve tehditleri ile ilgili durumlar Tablo 7'de özetlenmiştir.

5. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINDA REGÜLASYON POLİTİKALARI

5.1. Kredi Derecelendirmeye Yönelik Düzenleme ve Denetim Önerileri

5.1.1. ABD’de Yapılan Düzenlemeler

Amerika Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) Düzenlemeleri: 2008 yılında ortaya çıkan finansal krizden önce Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına yönelik ABD’de pek çok düzenleme yapılmıştır. 1934’de ABD’de yürürlüğe giren Menkul Kıymetler Yasası gereğince Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına yönelik ilk düzenleme gerçekleştirilmiştir. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının kullandıkları yöntemlere Amerika Sermaye Piyasası Kuruluşunun (SEC) müdahalesi şu madde gereğince yasaklanmıştır; “Hukukun diğer hükümlerine bakılmaksızın ne komisyon ne de herhangi bir devlet (veya ilgili siyasi alt bölümü) kredi derecelendirmenin varlığını veya NRSRO tarafından belirlenmiş derecelendirmenin usul ve metotlarını düzenleyemez¹²³”. 1994 yılında Amerika Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) tarafından Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının piyasada üstlendikleri rollere yönelik kamuoyu soruşturması yapmak amacıyla bir rapor sunulmuştur. Bu raporun sonucuna göre Amerika Sermaye Piyasası Kurulu (SEC), 1934 Sermaye Piyasası Kanunu (Exchange Act of 1934) kapsamında yer alan Net Sermaye Kanunu’nun NRSRO çerçevesinde değiştirilmesi önerisinde bulunmuştur. Söz konusu kanun teklifi 30 Aralık 1997 senesinde çıkarılmıştır¹²⁴. Pek çok büyük firmanın iflaslarını açıklamalarının ardından, 2002 yılının Ocak ayına gelindiğinde “Resmi Sorunlar Senato Kurulu (Senate Committee on Governmental Affairs)” tarafından KDK’ların başarısızlıklarını değerlendirmek amacıyla bir rapor düzenlenmiştir. Bu raporun sonucuna göre Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının kaliteli

¹²³Securities and Exchange Commission, 1934, Sec. 15E. Registration of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, <https://www.sec.gov: https://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/sea34-15e.pdf>, (6.02.2019).

¹²⁴Claire A.Hill, Regulating the Rating Agency, **Georgetown University Law Center. Business, Economics and Regulatory Policy Working Paper**, Washington, Georgetown University, 2004, s. 53.

bir şekilde derecelendirme işlemi yapmadıkları ve derecelendirme aşamasında özenli davranmadıkları yönünde karar verilmiştir¹²⁵.

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının mevcut eksiklikleri ve hataları dikkate alınarak iyileştirmeye dönük öneriler sunulmuştur. 2002 senesinde ABD’de Sarbanes-Oxley Yasası’nı (Sarbanes Oxley Act – SOX) yürürlüğe girmiş, sermaye piyasasında KDK’ların rolleri ve fonksiyonlarına yönelik incelemelerin SOX Yasası’nın 702. maddesi çerçevesinde yapılması zorunlu hale getirilmiştir. SOX Yasası, KDK’lar tarafından piyasaya bilgi akışını hızlandırmak, kredi derecelendirme sektörüne giriş engellerini ortadan kaldırmak ve KDK’ların karşı karşıya kaldıkları çıkar çatışmalarına engel olmak için çalışma ölçüleri sunmuştur. 3 Ocak 2003 tarihinde, SEC tarafından “Enron’un Kredi Derecelendirmesi: Şirket Bankacılarının Moody’s ve Hükümet Yetkilileriyle İlişkisi” adlı bir rapor yayınlanmıştır. Rapor kapsamında Senato Kurulu, Enron’un çöküş aşamasında Moody’s’in yanıltıcı nitelikte notlar verdiğinin altını çizmiştir. Daha sonra 2003 yılı Haziran ayında SEC, “Derecelendirme Kuruluşları ve Menkul Kıymetler Yasası Kapsamında Kredi Notlarının Kullanımı” isimli açıklamada bulunmuştur. 2004’te yayınlanan IOSCO Kuralları çerçevesinde ise yatırımcının korunması, sermaye piyasalarının şeffaflığının ve etkinliğinin artırılması ve sistemik riskin en aza indirilmesi amaçlanmıştır. 2006 yılında yapılan kongrede “The CRA Duopoly Relief Act” önerilmiş, Temmuz ayında Temsilciler Meclisi’nde (House of Representatives) gerçekleştirilen oylama sonucunda ilgili tasarı geçmiş ancak Başkan Bush’un imzası bulunmadığı gerekçesiyle tasarı yasalaşamamıştır. KDK’lar, ABD’de Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşları (NRSRO)’na tabi tutulmak için SEC’in belirlediği kapsamlı güvenlik inceleme kurallarına uymak mecburiyetindedirler. Bu SEC kuralları kapsamında IOSCO kodunun pek çok unsuru yer almaktadır. 1975 yılında NRSRO sistemi tanıtılmış ve 2006 yılına gelindiğinde revize edilmiştir. Bu kapsamda NRSRO olarak onaylanma aşaması aynı anda kayıt aşaması olmuştur. KDK’lar 2008 yılından itibaren açıklama yapma hususunda SEC gözetimine tabi tutulmuş ve dolayısıyla derecelendirme kuruluşlarının üstlendikleri sorumluluklar

¹²⁵JungwonHur, “Reforming the Regulatory Regime for Credit Rating Agencies in Kores: Analysis and Proposal Based on Recent U.S. Experience “, (Yayımlanmamış Doktora Tezi, American University, 2014), s. 73.

artmıştır. Bu çerçevede SEC'in belirlediği standartlara uyum sağlama bakımından KDK'lar sorumlu tutulmaktadır. Söz konusu kuralların kapsamında çıkar çatışmalarının yönetimi, saklı bilgilerin kötüye kullanımı, uyum görevlisi atanması, uygulama yasakları ve kuruluşların mali gelişmelerinin açığa çıkarılması yer almaktadır. Bununla birlikte SEC'in yetkileri, derecelendirme kuruluşlarını bu kurallara uymak için zorlamaktadır. Bu sebeple ABD'de yapılan düzenlemeler IOSCO koduna kıyasla ileri boyuttadır. Örnek verilecek olursa, ABD denetçilerinin yayımlamış oldukları hukukta ya da düzenlemelerde bulunan hükümlerin bazıları, AB'de sahip olduğu etkiye kıyasla daha sıkı bir etkiye sahip olmaktadır¹²⁶.

Kredi Derecelendirme Kuruluşu Reform Yasası: 29 Eylül 2006 tarihinde Başkan Bush'un imzası ile Kredi Derecelendirme Kuruluşu Reform Yasası (Credit Rating Agency Reform Act) yürürlüğe konulmuştur. Kredi Derecelendirme Kuruluşu Reform Yasası, Enron gibi yüksek notlu firmaların çöküş sürecinin ardından yasalaştırılmış, gelecek dönemlerde aynı hataların tekrar edilmesini engellemek ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarını düzenlenmek amacıyla tasarlanmıştır. Kredi Derecelendirme Kuruluşu Reform Yasası ile denetim, şeffaflık ve derecelendirme kalitesinin artırılması hedeflenmektedir¹²⁷. Bu yasa gereğince Sermaye Piyasası Kanunu'nun 17. Bölümünde değişiklik yapılmıştır. Yalnızca kredi derecelendirme hususuna yönelik bağımsız nitelikte bir kanunun yürürlüğe girmesinden ötürü bu kanun büyük ölçüde önemlidir. ABD'de Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına yönelik yoğun eleştirilerin yapıldığı bir dönemde, KDK Reform Yasası'nın yürürlüğe girmesi uygun bir karar olarak görülmektedir. KDK Reform Yasası kapsamında yer alan kriterler ciddi düzeyde katılaştırılmış ve KDK'lar tarafından yerine getirilmiştir¹²⁸. KDK Reform Yasası'nda derecelendirme kuruluşlarının resmi bir açıklama yapmaksızın derecelendirmeye yönelik bilgi sızdırma durumu olursa, NRSRO olma özelliklerini yitirecekleri vurgulanmıştır. Bu çerçevede NRSRO'ların kural ihlalinin önem derecesine göre, faaliyet ve işlev alanlarında 12 ayı geçmemek şartıyla bazı sınırlamalar getirilebilecektir. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Reform Yasası'nın

¹²⁶Siegfried Utzig, "The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective", **ABDI Working Paper Series**, Mandaluyong City, Asian Development Bank Institute, 2010, s. 8.

¹²⁷Hur, 77.

¹²⁸US Congress, **Credit Rating Reform Act of 2006**, Washington, 2006.

piyasaya sunulmasından itibaren kayıtlı Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının sayısında büyük bir artış gözlenmiştir. Reform Yasası'nın yalnızca NRSRO'ya kayıtlı olan Kredi Derecelendirme Kuruluşlarını ilgilendirdiği belirtilmiştir. Piyasada diğer Kredi Derecelendirme Kuruluşları tutunabilirlik bakımından kayıt için NRSRO'ya başvuruda bulunmuşlardır. Öte yandan bahsi geçen yasa, NRSRO'ya kayıt koşullarının da hafifleştirilmesini sağlamıştır. Amerika Birleşik Devletleri'nde derecelendirme kuruluşlarına yönelik kullanılan iki farklı tanım bulunmaktadır. NRSRO ise, SEC'e tescil başvurusunda bulunulduğunda en az üç sene boyunca derecelendirme kuruluşu olarak görev yapan ve SEC tarafından tanınmış olan derecelendirme kuruluşu olarak ifade edilmektedir. Benzer işleri yürüten kuruluşlar için tanım ayrımında bulunulması NRSRO'ya kayıtlı durumda olmayan diğer KDK'ları, tescil için SEC'e başvurma hususunda büyük ölçüde teşvik etmiştir¹²⁹. 2008 yılından önce NRSRO'ya kayıtlı KDK sayısı yalnızca beş iken, bu sayı KDK Reform Yasası'ndan sonra 2008 Eylül ayından itibaren on olmuştur (Bknz:1.2.3-Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihsel Gelişimi).

SEC, ABD'de finansal piyasaların düzenlemelerinden sorumlu olması sebebiyle kriz döneminde de Kredi Derecelendirme Kuruluşlarıyla ilgili düzenlemelerine devam etmiştir. Bu kapsamda ilk olarak SEC, 2008 yılı Haziran ayında derecelendirme sürecine yönelik var olan temel eksikliklerin gösterildiği bir rapor sunmuştur. Daha sonra NRSRO'ya kayıtlı olan derecelendirme firmalarının metodolojilerindeki şeffaflığın artırılmasını hedefleyen, çıkar çatışmalarının önlenmesini sağlayan ve NRSRO çerçevesinde kayıt tutmayı arttıran yeni kurallar ortaya koymuştur. NRSRO kapsamına dahil olan Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından ihraççı ödemeli olan derecelendirme sınıflarının her birinden %10'luk kısmının rastgele örneklem seçimi yöntemiyle seçilerek derecelendirme geçmişlerinin halka açık bir duruma getirilmesi talep edilmiştir. IOSCO'nun derecelendirmelerde bütünlük ve açıklık ilkesi gereğince SEC; NRSRO'ların mevcut ve geçen 1, 3 ve 10 yıllık derecelendirme performanslarının kamuya açık durumda olma şartı getirmiştir. Öte yandan NRSRO'lara finansal raporlarını yılda 5 ya

¹²⁹IOSCO, (2010, July 25), "Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies", **Consultation Report**, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, s.16.

da 6 defa SEC'e sunma zorunluluğu da getirilmiştir. Kuruluşlara başvuran müşterilerinin yararına ya da zararına yol açacak bir şekilde derecelendirme evrelerinde değişiklik yapılması da yasaklanmıştır. IOSCO'nun ilkelerinden biri olan bağımsızlık ve çıkar çatışmaları ilkesi çerçevesinde, ihraççıların anlaşma sağlamış olduğu Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından analisti belirleme yönündeki hakları da kaldırılmıştır. SEC'in arzusu doğrultusunda NRSRO'lar, en fazla gelir sağladıkları müşterilerinin listesini sunmaya mecburdurlar. Ayrıca ihraççı onay vermeden ve internette yayımlanmadan derecelendirme notunun üçüncü kişilerin bilgisine sunulması durumunda cezai işleme tabi tutulacağı da vurgulanmıştır¹³⁰.

Dodd Frank Yasası: 21 Temmuz 2010'da ABD Başkanı Barack Obama'nın imzaladığı Dodd Frank Yasası (Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), 1933 Menkul Kıymetler Yasası (Securities Exchange Act) ve 1934 Menkul Kıymetler Borsası Yasası (Securities Exchange Act)'ndan sonra gelen en önemli finansal reform yasası olarak kabul edilmektedir. 2 Aralık 2009 tarihinde Barney Frank ve Chris Dodd tarafından önerilen yasa kapsamında 16 bölüm bulunmaktadır. Yasa temelinde sermaye piyasalarına dönük olarak hazırlanmış gibi görünse de aslında 1929 ve 2008 senesinde yaşanan Büyük Durgunluk-Finansal Krize bir yanıt niteliğinde hazırlanmıştır. Dodd Frank Yasası, finansal düzenleyici kuruluşlarının güçlenmesinin yanı sıra sistemik riskin değerlendirilmesi adına bir mekanizma da sağlamaktadır. Ayrıca yasa yeni tüketici koruma reformları oluşturmakta, kredi derecelendirme kuruluşlarına ve türev ürünlere düzenlemeler getirmekte, bankaların özel sermaye ve hedge fonlara yapılan yatırımlarına da sınırlama getirmektedir¹³¹. Dodd Frank Yasası, temelinde bankacılık ve finans kesimini büyük ölçüde etkileyen mevzuatın önem arz eden bir parçası niteliğindedir. Söz konusu yasa kapsamında, bankalara ve finansal hizmet firmalarına yeni haklar vermekten ziyade ortaya çıkan son durgunluk dönemine yönelik karşılaşılan problemleri çözmek için pek çok yeni düzenlemeye yer verilmiştir. Dodd Frank Yasası, ABD'de finansal piyasalarda güvenlik ağı olarak hizmet sunmaktadır. Finansal piyasalarda şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin artırılması, vergi mükelleflerinin muhafaza edilmesi adına kurtarma paketlerinin sona erdirilmesiyle, tüketicileri kötü mali uygulamalardan korumak amacıyla

¹³⁰IOSCO, 20-33.

¹³¹Sanjai Anand, **Essentials of the Dodd-Frank Act**, Canada, John Wiley & Sons, 2011, s. 14.

ABD’de mali istikrarın özendirilmesi hedeflenmiştir. Kredi Düzenleme Kuruluşlarına yönelik düzenlemeler “Bölüm IX (SEC 901) Yatırımcının Korunması ve Menkul Kıymetler Düzenlemelerinin İyileştirilmesi” Alt Bölüm C kısmında yer almaktadır. Dodd Frank Yasası 931. Bölümü’nden 939H’ye kadar “Kredi Derecelendirme Kuruluşları Düzenlemelerinin Geliştirilmesi” adlı başlıkla Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına ait düzenlemeleri belirler. Yasada KDK’lara yönelik yapılan düzenlemeler, 2008 yılında ortaya çıkan finansal kriz dönemi süresince güçsüzleşmelerine yol açan çıkar çatışmalarının azalmasını sağlayacak bir biçimde yerini almıştır. Bu yasa ile ilk olarak bir NRSRO çalışanının sermaye piyasası aracı için derecelendirme yaparken, onun bir yıllık görünümü incelemesi zorunlu olmuştur. Söz konusu durum, NRSRO’ların iyi işleyen bir iç kontrol sistemi oluşturarak yıllık kontrol raporlarını SEC’e sunmalarını gerekli kılar. Ayrıca KDK’lar arasında bulunan rekabeti artırıcı etkiye sahip olsa da yalnızca NRSRO’lara yönelik olarak yapılan resmi bir düzenlemedir. Sadece NRSRO’ların kontrol edilir düzeyde olması da diğer KDK’lara göre öncelikli bir konumda olmalarını sağlamaktadır. Böylelikle derecelendirme amacıyla ihraççılar ve yatırımcılar tarafından NRSRO’lar seçilir ve ister istemez onların arzu edilemeyen oligopol yapıları özendirilir¹³². İkinci olarak Dodd Frank Yasası’ndan sonra 1933 Menkul Kıymetler Yasası 436(g) hükmü etkisini yitirmiştir. Önceki hüküm yatırım yapanları aldatmak amacıyla bilinçli bir şekilde hatalı ya da yanıltıcı notlar veren NRSRO’ları korumakta ve onları sorumlu tutmamaktadır. Dodd Frank Yasası’ndaki yeni hüküm sayesinde yatırımcılara, KDK’ların özenli ve dikkatli bir şekilde araştırma yapmadıkları anlaşıldığı zaman mesleki yükümlülüklerini yerine getirmedikleri gerekçesi ile KDK’lara dava açma hakkı verildi. Bu çerçevede 4 Şubat 2013 tarihinde S&P’ye Amerika Birleşik Devletleri hükümeti tarafından kamu davası açılmıştır. S&P, mortgage krizinin ortaya çıktığı dönemde Mortgage’a Dayalı Menkul Kıymetler (MBS) ve Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (CDO) gibi yapılandırılmış finansal ürünlere oldukça abartılı notlar vermesinin yanı sıra yatırımcıları da dolandırmakla suçlanmıştır. S&P’nin verdiği yüksek notlarla CDO’ların kredi risklerini gizleyerek, yatırımcıların yüksek miktarlarda kayba uğramalarına sebebiyet verdikleri ileri sürülmüştür. Benzer şekilde İtalya hükümeti de 2011 ve 2012 dönemlerinde S&P ve Fitch kuruluşlarını ülkeye düşük not vermesi sonucu

¹³²Hur, 80.

piyasaları manipüle ettiklerini iddia ederek dava açmıştır (Euronews, 2014). Üçüncü olarak da Dodd Frank Yasasıyla derecelendirmeye olan bağımlılık düzeyinin azaltılması hedeflenmiştir. Bu hususta yapılan düzenlemelerin büyük bir bölümünde emeklilik fonlarının yalnızca borçlanma araçlarına yatırım yapabileceği vurgulanmıştır. Bahsi geçen yeni kanun ile yatırımcıların kendi analizlerini gerçekleştirme hususunda teşvik edilerek, derecelendirme aşırı bağımlı olma durumunun azaltılması amaçlanmıştır. 2013 yılı Kasım ayı itibarıyla Dodd Frank Yasası'nın 939A bölümü gereğince, SEC tarafından kredi derecelendirmelere başvuruyu zorunlu hale getiren kurallar silinmiştir. SEC kredi derecelendirme işlemine bir alternatif yaratabilmek amacıyla kamu üyelerinden görüş bildirmelerini de istemiştir¹³³. Bununla birlikte SEC ihraççı ödemeli derecelendirme sistemine bir alternatif oluşturmak amacıyla da halkın görüşlerini talep etmiştir. SEC derecelendirme kuruluşlarına yönelik var olan bütün kurallarını silmeyi hedeflemiştir. Bu hedefin gerçekleşmesi halinde ise, kredi derecelendirme piyasasında köklü değişiklikler meydana gelecektir. Bahsi geçen kuralların silinmesi aslında kredi derecelendirme için bir çözüm yolu olarak düşünülmüştür. Ancak KDK'ların karşılaştığı sorunların çözümü için yetersiz kalacaktır. Öte yandan kredi derecelendirmenin zorunlu olma durumu ortadan kalksa bile yatırımcılar, finansal araçların sağlamlık düzeyi ile ilgili bilgi edinmek amacıyla kredi derecelendirmeleri kullanmayı sürdürmek isteyeceklerdir. Ancak SEC'in, kredi derecelendirme yerine başka bir alternatif bulması halinde, bulunan alternatifin finansal piyasalarda kullanılması da ekonomik bozulmalara yol açabilecektir. Sonuç olarak Dodd Frank Yasası tarafından bütün KDK'ların gözetilmesi, onu diğer yasalardan farklı kılmıştır. Dodd Frank Yasa'sı kapsamında sadece KDK'ların karşı karşıya kaldığı temel problemlerin değil, genel çaplı problemleri de değerlendirmiştir. Bu yasanın kabulünden itibaren geçen zaman incelendiğinde ortaya çıkan sorunlarda büyük bir değişiklik görülmemektedir. Bu hususta yapılan düzenlemelere karşın, ABD'de önemli KDK'ların işlerinde ve gelirlerinde artış görülmektedir. Piyasa payı da dikkate alındığında öteki KDK'ların üç büyükler ile rekabet halinde olması güçtür. Bu noktada ihraççı ödemeli model halen en çok kullanılan sistem olurken, KDK'ların şeffaf ve doğru not verip vermedikleri hususunda tahmin yürütmek de oldukça güçtür.

¹³³Securities and Exchange Commission, 2013, SEC Announces Agenda for Credit Ratings Roundtable, <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-2013-71htm#.UtEiwfRDvIs>, (6.02.2019).

NRSRO Düzenlemeleri: Dodd Frank Yasası gereğince NRSRO'lar tarafından derecelendirme metodolojilerini daha şeffaf bir hale getirmek amacıyla Elektronik Veri Toplama, Analiz ve Erişim isimli EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval) elektronik sistemi kurulmuştur. EDGAR elektronik formatta, var olan bütün bilgileri ve geçmiş dönem verilerini; erişilebilir ve karşılaştırılabilir bir şekilde yatırımcılara ve kullanıcılara sunmaktadır¹³⁴. Bütün şirketler, EDGAR'daki kayıt formlarının tamamını belirli aralıklarla güncellemek mecburiyetindedir. EDGAR veri tabanında bulunan bütün bilgilerin erişimi ve indirilmesi ücretsizdir.

5.1.2. AB'de Yapılan Düzenlemeler

Avrupa'da 2008 Finansal Krizi öncesinde, sistem IOSCO kodu biçiminde belirli denetimler kapsamında kendi kendini düzenlemeye dayanırdı. IOSCO öncesinde, Avrupa Komisyonu tarafından 2002 yılı Nisan ayında, KDK problemlerinin analizini yapmak üzere İktisadi ve Mali İşler Konseyi (Economic and Financial Affairs Council-ECOFIN) görevlendirilmiştir. Bu tarihten yaklaşık olarak iki yıl sonra 2004 yılı Şubat ayında, Avrupa Parlamentosu tarafından KDK'ların görevleri ve yöntemleri hususunda bir yasa çıkarılmıştır¹³⁵. Fakat 2005 yılına gelindiğinde CESR (Committee of European Securities Regulators-Avrupa Menkul Kıymet Piyasa Düzenleyicileri Komitesi), Avrupa Komisyonu'na bu tarih itibarıyla derecelendirme sektörünün AB çerçevesinde düzenlenmemesi gerektiği yönünde bir tavsiyede bulunmuştur. Bu uygulamanın yerine ise pragmatik bir yaklaşımın benimsenmesi gerektiğini ve KDK'ların IOSCO davranış kuralları kapsamında yer alan standartlara ne derece uygun olduğunun incelenmesini önermiştir¹³⁶. Dolayısıyla CESR, temelinde gönüllü uyum yer alan bir strateji oluşturmuştur. Bunun yanı sıra Aralık 2005 tarihinde IOSCO kuralları uygulamasının gözden geçirilmesi aşamasını özetleyen bir basın bildirisi de yayınlamıştır. Söz konusu

¹³⁴Securities and Exchange Commission, 2014, Nationally Recognized Statistical Rating Organizations,<https://www.sec.gov/rules/final/2014/34-72936.pdf>, s. 52, (6.02.2019).

¹³⁵Vekil, A.Manaigo, "The Regulation of Credit Rating Agencies in Europe and ESMA's Supervisory Power", **The Columbia Journal of European Law Online**, Cilt 33, Sayı 18, (2012), s.34.

¹³⁶CESR, (2005, March), CESR's Technical Advice to the European Commission on Possible Measures Concerning Credit Rating Agencies, s. 7.

bildiri Avrupa Birliği'nde faaliyette bulunan başlıca KDK'lar tarafından kabul edilmiştir. Bu bildiri kapsamında yer alan üç unsur şöyle ifade edilmektedir¹³⁷:

- KDK'ların her birinin yıllık bilgilerini CESR'ye göndermesi ve kamuya açıklanması. IOSCO koduna uyulma şeklinin temel hatlarının ve ortaya çıkan sapmaların gösterilmesi;

- IOSCO Kodunun uygulanmasına yönelik ortaya çıkan problemleri CESR ve KDK'lar ile tartışmak amacıyla yıllık toplantı düzenlenmesi;

- Piyasada yer alan belirli bir ihraççı ile önem arz bir olayın yaşanması durumunda, KDK'ların CESR üyelerine açıklama yapması.

Moody's, Standard&Poor's, Fitch Ratings ve Dominion Bond tarafından gönüllü olarak bu çerçeve kabul edilmiştir. 2004 senesinin son döneminde AB mevzuatı tarafından Finansal Hizmetler Eylem Planı (FSAP-Financial Services Action Plan) sunulmuştur. Finansal Hizmetler Eylem Planı, AB'ye üye ülkelerin bankacılık, menkul kıymetler, mortgage ve bütün finansal işlemleri gerçekleştirmek için ayrı ayrı olarak uyguladıkları kuralların tamamını bir çatı altında toplamıştır. FSAP'nin temel amacı, yatırımcıların kazançlarını en yüksek seviyeye ulaştıran rekabet gücünün var olduğu, ancak aşırı riski bulunmayan AB'ye etkin, açık ve entegre olmuş finansal piyasalar meydana getirmektir. Dolayısıyla FSAP iyi bir biçimde düzenleyici kontrolleri sürdürerek, yatırımcıları yüksek seviyede korumuştur. FSAP aynı zamanda işletmelerin üstlenmek durumunda kaldıkları düzenleme yükünü de en aza indirmek için çabalamıştır¹³⁸.

FSAP kapsamında KDK'larla ilintili olan üç yönerge yer almaktadır. Bu yönergelerin ilki ve en önemlisi Market Abuse Directive (MAD-Piyananın Kötüye Kullanılma Yönergesi)'dir. Market Abuse Directive piyananın manipüle edilmesi ve içerden bilgi sızdırma probleminin yaşanmasına engel olmak, yatırımcıların güvenliğini sağlamak ve piyasaların bütünlüğünü korumak amacıyla oluşturulan bir yönergedir.

¹³⁷Utzig, 8.

¹³⁸European Union Commission, 2006, Communication from the Commission on Credit Rating Agencies, <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:EN:PDF>, s. 3, (6.02.2019).

Piyasa manipölasyonu, piyasanın şeffaflığına engel olmaktadır. Bu çerçevede KDK'lar yatırımcı güveninin oluşturulmasında fayda sağlayacak olan, objektif, bağımsız ve doğru kredi derecelendirme işlemi yapılabilme adına iç prosedürlere uyum sağlamak mecburiyetindedirler. Sonuçta KDK'nın ya da gizli tutulan bilgilere içeriden erişim sağlayan bir personelin bu bilgileri kullanarak ticari faaliyette bulunması yasaklanmaktadır. Öte yandan personelin görevi gereği bilmesi gereken bilgiler dışında başka birine gizli tutulan bilgilerin ifşa edilmesi de yasaklanmaktadır. Avrupa Birliği Komisyonu tarafından KDK'lara yönelik hükümlerin nasıl uygulandığını aktif bir şekilde takip edileceği belirtilmiştir¹³⁹. KDK'larla ilgili olarak düzenlenen ikinci yönerge ise yatırım firmaları ve bankalar için yeni sermaye yeterliliği kapsamının tanıtımını yapan Capital Requirements Directive (CRD-Sermaye Gereksinimleri Yönergesi)'dir. Bu yönergeyi 2004 yılında Bankacılık Denetleme Basel Komitesi (Basel II) kabul etmiştir. CRD, kurumların işlerini nasıl yapmaları gerektiğine yönelik düzenlemelerden daha çok sermaye gereksinimleri hususuna odaklanır. Avrupa Birliği Yönetmeliği'nin son kısmı Markets in Financial Instruments Directive (MiFID-Finansal Araçlar Piyasaları Yönergesi)'dir. Bu yönetmeliğin gelecek dönemlerdeki uygulama ölçütleri, söz konusu yönerge kapsamında tanımlandığı gibi firmanın yatırım hizmetleri ve aktivite girişimlerini içermemesi sebebiyle KDK'ların derecelendirme süreçleri açısından uygun görülmemektedir. Söz konusu yasal çerçeve, Avrupa Birliği'ne üye olan ülkeler tarafından 2006 yılında devreye sokulmuştur. Bu kapsamda var olan bütün yönergelerin doğru ve etkili bir biçimde uygulanması zorunlu kılınmıştır. Avrupa Birliği Komisyonu bu yönergelerin iç hukuka aktarılmasını da detaylı bir şekilde incelemektedir¹⁴⁰.

Finansal kriz ortaya çıktıktan sonra Avrupa Birliği Komisyonu kredi derecelendirmeye yönelik problemler ile ilgili olarak CESR tarafından bir rapor hazırlanmasını talep etmiştir. CESR'ye aşağıda yer alan konulara odaklanması için talimat vermiştir¹⁴¹.

- Derecelendirme metodolojilerinin şeffaf olması,

¹³⁹European Union Commission, 2006, 6.

¹⁴⁰European Union Commission, 2006, 5.

¹⁴¹Utzig, 14.

- KDK’larda istihdam edilen personellerin sayısı ve uzmanlıklarının standardı,
- Derecelendirme işlemlerinin düzenli bir şekilde incelenmesi ve belirli aralıklarla güncellenmesi,
- Potansiyel çıkar çatışmaları.

CESR¹⁴² tarafından KDK'ların düzenlenmesi hususunda sunulan öneriler şöyledir¹⁴³;

- IOSCO kodunun asgari standartta olması gerekmektedir,
- IOSCO temelinde KDK’ların standartlarını belirlemek ve uyum takibi yapmak amacıyla uluslararası bir kurulun kurulması gerekmektedir,
- IOSCO kodundan sapmış olan KDK’ların adlarının kamuya açıklanması gerekmektedir,
- Derecelendirme ile ilgili ihtiyaç duyulan bilgiler KDK’lar tarafından gerekli görülen zamanlarda sunulmalıdır.
- Avrupa Birliği Komisyonu tarafından süreç olabildiğince hızlı bir şekilde harekete geçirilmelidir.

Rapor kapsamında CESR¹⁴⁴ yer alan ifadelerle göre: derecelendirme sektörü ile ilgili olarak yürütülen çalışmalara bakıldığında, riske dayalı menkul kıymetlerden kaynaklanan bir düzenleme gereksiniminin ortaya çıktığına dair bir kanıtı yer verilmemiştir. Dolayısıyla CESR piyasanın yön vermiş olduğu gelişmelere destek olmayı sürdürecektir. 2011 yılına gelindiğinde Avrupa Birliği Komisyonu CESR’nin yerine ESMA’yı kurmuştur. Bununla birlikte Avrupa Birliği Komisyonu tarafından ESMA’dan (The European Securities and Markets Authority-Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi) menkul kıymetler piyasası kapsamında kredi derecelendirme işlemlerinin detaylı bir şekilde incelenmesini talep etmiştir. ESMA ise, KDK’ların yaşamakta olduğu

¹⁴²CESR, 2008, CESR's Second Report to the European Commission on the Compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code and the Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/cesr_08_277.pdf, (6.02.2019).

¹⁴³Utzig, 14.

¹⁴⁴CESR, 2008, 3.

güven kaybı problemlerini kendi kendilerine çözmeleri gerektiği inancına sahip olduğunu ve yasal bir düzenleme aracılığıyla KDK'ların güvenilirliklerinin sorgulanmamasının mümkün olabileceğini ileri sürmüştür. Dolayısıyla ESMA tarafından IOSCO kodunun yeniden gözden geçirilmesi ve derecelendirme işlemleri ortaya çıkan sorunları çözmek için yeni hükümler eklenmesi önerilmiştir. Bununla birlikte IOSCO kodunun KDK'ların kurumsal yönetimini takip etmesiyle tamamlanabileceğini ve ESMA'ya rapor vermesi için bir danışman grubunun kurulması gerektiğini vurgulamıştır¹⁴⁵. IOSCO kodu çerçevesinde KDK'ların derecelendirme işlemi yaptıkları kuruluşlara danışmanlık hizmeti sunması kesinlikle yasaklanmıştır. İhraççıların KDK'lara derecelendirme işlemi karşılığı olarak ödediği tutarın, işlem için gerekli görülen tutarı aşmaması da belirtilmiştir. Bununla birlikte IOSCO'nun şeffaflık ilkesi gereğince, KDK'ların derecelendirme işlemlerinde uyguladıkları prosedürlerin kamuya açıklanması koşulu da getirilmiştir¹⁴⁶. 7 Aralık 2009 tarihinde Avrupa Birliğine üye olan ülkelerde faaliyette bulunan KDK'ların tescillenmesini zorunlu kılan ilk düzenleme CRAI (Regulation No 1060/2009) adı ile uygulamaya konulmuştur. Ancak tescillenme işleminin denetiminin kimler tarafından yapılacağı belirlenmemiştir¹⁴⁷.

2009'da yayımlanan CRAI (Regulation No 1060/2009) Düzenlemesi, Avrupa Birliği Komisyonunca yapılan görüşmeler sonucunda 1 Haziran 2011 tarihinde CRAII (Regulation No 513/2011) olarak değiştirilmiştir. ESMA, Avrupa Birliği'nde faaliyette bulunan KDK'ların kayıtlarının ve denetimlerinin yapılması için görevlendirilmiştir. Bununla birlikte ESMA, KDK'ların çalışma alanlarının incelemesinin yapılması ve KDK'ların verilerinin toplanması hususunda da görevlendirilmiştir. 12 Aralık 2014 tarihi itibarıyla ESMA'nın tescillendirdiği ve sertifikalandırdığı KDK'lar listesinde yer alan derecelendirme kuruluşu sayısı 31'dir. Bu çerçevede ESMA tarafından KDK'ların derecelendirme istatistiklerinin ve performanslarının yayımlandığı Merkezi Havuz (Central Repository CEREP) sistemi kurulmuştur. ESMA, Merkezi Havuz aracılığıyla kullanıcılarına KDK'ların derecelendirme faaliyetlerine ve performans istatistiklerine

¹⁴⁵Utzig, 14.

¹⁴⁶IOSCO, 25-28.

¹⁴⁷Manaigo, 33.

erişim olanağı sunmaktadır. Yatırımcılar bütün istatistiklere 6 ay ile 1 sene arasında değişen zaman zarfında erişim sağlayabilmektedirler.

Avrupa Birliği'nde KDK'lara yönelik yapılan düzenlemelerin üçüncü dalgası, 20 Haziran 2013 tarihinde yürürlüğe konulan CRA III (Regulation No 462/2013)'tür. Avrupalı yetkililerin bu yeni düzenlemede çerçevesindeki başlıca hedefleri şöyle sıralanmaktadır¹⁴⁸:

- KDK'lara aşırı düzeyde bağımlı olma durumunu azaltmak,
- Avrupa Birliği'ne üye olan ülkelerinin derecelendirme kalitesini artırmak,
- KDK'ların bağımsızlıklarını güçlendirirken özellikle ihraççı ödemeli modelden ötürü ortaya çıkan çıkar çatışmalarını en aza indirmek,
- Derecelendirme faaliyetlerinin ve metodolojilerinin şeffaflığını arttırmak,
- KDK'lara kanunlara uyulmadığı zamanlarda, hukuki ve cezai sorumluluklar yüklemek.

Söz konusu düzenleme gereğince ihraççının yapılandırılmış finansal ürünlerini “ihraççı ödemeli model” çerçevesinde derecelendiren kurumun dört yılda bir değiştirilmesi gerekmektedir. Yapılandırılmış finansal ürünler için ihraççının yine aynı KDK ile sözleşme tarihi bitiminde 4 yıllık eşit sürelerde sözleşmelerini yenilemesine de onay verilmemektedir. Yürürlüğe konulma tarihinin 2013 yılı olmasından ötürü bu maddenin neticeleri uzun vadede alınabilecektir¹⁴⁹. Avrupa Birliği Komisyonu tarafından 5 Aralık 2010 tarihinde hazırlanan “Public Consultation on CRA-Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Halkın Görüşü” isimli rapor kapsamında derecelendirmede oluşan aşırı bağımlılığın azaltılması hususuna odaklanılmıştır. Avrupa Birliği Komisyonu değerlendirmelerde alternatif piyasa göstergelerinin kullanılabileceğini belirtmiştir.

¹⁴⁸allenoverly.com., 2013, CRA III and the Over-Reliance on Rating in Question, <http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/Pages/CRA-III-and-the-over-reliance-on-rating-in-question.aspx>, (7.02.2019).

¹⁴⁹European Commission, 2013, New Rules on Credit Rating Agencies (CRAs) Enter into Force – Frequently Asked Questions, http://europa.eu: http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-13-571_en.htm, (7.02.2019).

Böylelikle ilk kez siyasi bir otorite tarafından CDS (Credit Default Swap-Kredi Temerrüt Takası)'nin kredi riski değerlendirme işleminde kullanılması önerilmiştir¹⁵⁰.

5.1.3. Türkiye’de Yapılan Düzenlemeler

1989’da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ardından Türkiye’ye oldukça yoğun bir şekilde yabancı sermaye girişi olmuştur. Yine aynı dönemde uluslararası tahvil piyasasına giriş yapılması ve başlangıçta Amerika Birleşik Devletleri’nin savunma amaçlı kredilerine sunulan finansman imkânı sonucunda dış piyasada tahvil satışının hızla yaygın bir hale gelmesine yol açmıştır. Türkiye’nin dünya para piyasalarından borçlanması sonucunda kredi derecelendirme süreci başlamıştır¹⁵¹. Türkiye 1989’da ilk kez kredi derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur. Ancak Yankee Bond ve Japonya’da Samurai Bond’un ihraç edilmesinden ötürü verilen kredi notunun ilan edilmesi için 1992 senesine kadar beklenmiştir. 1989 senesinde dışa açılmanın gerçekleşmesiyle yabancı sermaye parasal tabanının genişletildiği ileri sürülmektedir. Fakat bu parasal tabanın büyük ölçüde hazine kağıtlarıyla kamunun kullanımına sunulmuş olmasıyla enflasyonist bir etkinin ortaya çıktığı vurgulanmaktadır. Öte yandan özelleştirmelerin gerçekleştirilememesi ve enflasyonun yüksek seviyelerde olması, 1993 yılında Moody’s tarafından ülke notunun yatırım yapılabilir düzeyden (Baa3) spekülasyon düzeyine (Ba1) düşürülmesine neden olmuştur. Bu durum 1994 yılında yaşanan krize etki eden unsurlar arasında yer almış ve Türkiye’nin ani bir dalgalanmaya sürüklenmesine yol açmıştır¹⁵². Türkiye 1992 yılında derecelendirme faaliyetiyle tanışmış, ilk defa ülke derecelendirmesi almıştır. Böylelikle Türkiye dış piyasalardan borçlanma imkânına sahip olmuştur. Günümüzde genellikle az gelişmiş ülkelerin kredi notu bulunmamaktadır. Türkiye’de kurulan ve faaliyetlerine başlayan derecelendirme şirketi yalnızca Fitch’dir. Dünya çapında en büyük iki rating şirketi olarak tanınan S&P ve Moody’s ise yurt dışında faaliyetlerini sürdürmekte ve Türkiye’yi yurt dışından değerlendirerek derecelendirme faaliyetinde bulunmaktadırlar. Bu kapsamda bir ülkenin derecelendirme notu olmaksızın yurt dışı finans piyasalarından borçlanması olanaksız bir hale gelmiştir. 1992 yılından

¹⁵⁰Gür, Öztürk, 88.

¹⁵¹Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 2009

¹⁵²Karagöl, Mihçioğur, 18.

günümüze kadar Türkiye'nin kredi notu üç farklı kuruluş tarafından toplam 98 kez değiştirilmiştir.

4 Mayıs 1992 tarihinde Türkiye'nin piyasaya egemen olan üç büyük firma tarafından derecelendirme faaliyetleri ilk kez S&P tarafından verilen notlar ile başlamıştır. Sonrasında 5 Mayıs 1992 tarihinde Moody's firması kredi notu vermiş ve Türkiye ikinci bir firma tarafından derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur. 10 Ağustos 1994 tarihinde de Fitch firması tarafından kredi notu verilmeye başlanmış ve böylece Türkiye küresel hakimiyete sahip olan üç büyük derecelendirme kuruluşu tarafından verilen notlara sahip olmuştur.

2005 yılında Standard and Poor's Türkiye'nin kredi notunun yükseltilmesi için gerekli olan hususları şöyle ifade etmiştir:

- Vergi sisteminin mevcut etkinliğinin artırılması,
- Sosyal sigorta ve emeklilik sisteminin iyileştirilmesi,
- KİT'lerin özelleştirilmesi,
- İstihdam fazlasının azaltılması,
- Merkez Bankası'nın bağımsız bir duruma getirilmesi,
- Enflasyon oranlarının düşürülmesi.

Türkiye'de derecelendirme kuruluşları ve hizmetlerine yönelik olarak yapılan ilk yasal düzenleme, SPK'nın "Derecelendirme Faaliyeti ile Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar"ı düzenleyen Seri:VIII, No:3 sayılı Tebliğ'i, Resmi Gazetenin 6 Mart 1997 tarih ve 22925 sayısında yayımlanmış ve yürürlüğe girmiştir. Bu tebliğ ile derecelendirme faaliyeti ve bu faaliyetleri gerçekleştirecek olan firmaların kuruluş, faaliyet ve denetimlerine yönelik esasların düzenlenmesi yapılmıştır¹⁵³. Türkiye'de derecelendirme faaliyetleri oldukça yenidir. Bununla birlikte bu husus ile ilgili ilkeler ve kurallar, bankacılık mevzuatı ve sermaye piyasası mevzuatı aracılığıyla

¹⁵³Yaslıdağ, 130.

belirlenmiştir. Bu çerçevedeki temel düzenlemeler; SPK'nın "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği 4" ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun "Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik 5"tir. Bu hükümler gereği, bir firma derecelendirme faaliyetinde bulunabilmek için bahsi geçen düzenlemeler kapsamındaki ilkelere ve kurallara uymak mecburiyetindedir¹⁵⁴.

Tablo 8. Sermaye Piyasası Kurulunca Resmi Gazete'de Yayımlanan Tebliğler ve Düzenlemeler

S.No	Resmi Gazete Yayın Tarihi	Tebliğ	Yürürlükten Kalkış Tarihi
VIII-3	22925 06/03/1997	Derecelendirme Faaliyeti ile Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar	4.12.2003
VIII-40	25306 04/12/2003	Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar	12.07.2007
IV	26333 01/11/2006	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) "Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesi ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik	-
VIII-51	26580 12/07/2007	Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar	-
VIII-76	28750 29/08/2013	Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ	-

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından (SPK) Seri: VIII, No: 51 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" 12/07/2007 tarih ve 26580 sayılı Resmi Gazete' de yayımlanmış ve yürürlüğe girmiştir. Bu tebliğ gereğince, derecelendirme çalışması kapsamında Kredi Derecelendirmesi ve Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetleri yer almaktadır. Tebliğ çerçevesinde kredi derecelendirme faaliyeti, ortaklıkların ve sermaye piyasasında yer alan kuruluşların risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil etmekte olan sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz vb. yükümlülüklerinin vadelerinde giderilebilme riskinin, derecelendirme kuruluşlarınca

¹⁵⁴Eren, 116.

adil, bağımsız ve tarafsız bir şekilde değerlendirilmesi ve gruplandırılması faaliyeti olarak tanımlanmıştır. Bununla birlikte Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi ise, ortaklıklar ve sermaye piyasası kuruluşlarının Kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum düzeyinin derecelendirme kuruluşlarınca tarafsız, bağımsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve gruplandırılması faaliyeti olarak tanımlanmıştır. Türkiye'de kurulmuş olan ve Kurul tarafından yetki verilen derecelendirme kuruluşu (Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.) ile Kurul tarafından Türkiye'de derecelendirme faaliyeti göstermesine onay verilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarına (Standards and Poor's Corp., Moody's Investor Service Inc. ve Fitch Ratings Ltd.) kredi derecelendirme faaliyetlerinde bulunma hususunda yetki verilmiştir.

Bu tebliğ ve düzenlemeler çerçevesinde derecelendirme firmaları, kuruluş ilkeleri, derecelendirme faaliyetleri, derecelendirme firmaları tarafından uyulması zorunlu olan kurallar gibi bütün kurallar kapsamlı bir şekilde düzenlenmiştir.

İlgili Tebliğ'in 5. Maddesi çerçevesinde kredi derecelendirme faaliyeti; firmaların risk durumları ve ödeyebilme durumlarının ya da borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz vb. yükümlülüklerinin vaktinde ödenebilirliğinin derecelendirme firmalarınca tarafsız, adil ve bağımsız bir şekilde değerlendirilmesi ve gruplandırılması faaliyeti olarak ifade edilmiştir. Derecelendirme kuruluşu ise; Türkiye'de kurulan ve tebliğ çerçevesinde düzenlenen derecelendirme faaliyetleri yürütmek amacıyla kurul tarafından görevlendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye'de derecelendirme faaliyeti yürütmesi kurul tarafından onaylanan uluslararası derecelendirme kuruluşlarını ifade eden bir kavramdır¹⁵⁵. Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetleri kapsamında; kredi derecelendirme faaliyetleri ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetleri yer alır. Bu tebliğ Sermaye Piyasası Kurulu'nun internet sayfasında kısaca şöyle ifade edilmiştir¹⁵⁶;

a. Firmalar tarafından derecelendirme faaliyeti yaptırılması talebe bağlıdır, ancak SPK'nın gerekli gördüğü durumlarda derecelendirme faaliyeti zorunlu kılınabilir.

¹⁵⁵Yaslıdağ, 131.

¹⁵⁶Seval, 35.

b. Kredi Derecelendirme Kuruluşları, firmalar talep etmeseler de derecelendirme faaliyetinde bulunabilirler. Fakat, isteğe bağlı olmayan derecelendirme durumunda elde edilen sonuçların halka açıklanmadan önce ilgili firmalara bilgi verilmesi zorunludur. Derecelendirme süresince ilgili firmanın yapmış olduğu değerlendirmeler de derecelendirme kuruluşlarınca dikkatli bir şekilde gözden geçirilir.

c. İsteğe bağlı olmayan derecelendirme faaliyeti bu tebliğ çerçevesinde belirlenen ilke, usul ve esaslarla uyumlu olacak şekilde ilgili firmanın birbirini takip eden üç hesap dönemi süresi boyunca sürdürülür. Bu kapsamda verilen not, en fazla altı aylık periyotlarla gözden geçirilerek halka açıklanır.

ç. İsteğe bağlı olmayan derecelendirmelerde, müşteriden veya diğer taraflardan sağlanması amaçlanan ücret vb. çıkarların var olması halinde de söz konusu bilginin derecelendirme kuruluşlarınca not ile beraber halka açıklanması zorunlu kılınmıştır.

Ayrıca 2007 yılı tarihli Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Seri: VIII, No: 51 sayılı Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre, derecelendirme faaliyetinde bulunabilecek olan uluslararası derecelendirme kuruluşları, SPK'ya başvuru yapmaları halinde faaliyetlerinin süresi ve içeriği, müşterileri, faaliyette bulundukları ülkeler ile bu ülkelerin yetkili otoritelerince kabul edilip edilmedikleri ve kredibiliteleri açısından değerlendirmeden geçerler ve uygun görülen kuruluşlar kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları olarak SPK tarafından listeye dahil edilmektedirler. SPK'nın kabul ettiği uluslararası derecelendirme kuruluşları, Türkiye'de yürütecekleri derecelendirme faaliyetine yönelik halka açıklama ve bildirim yükümlülüklerinin tebliğ hükümleri kapsamında uygulanmasını temin etmek ve Türkiye'de bir temsilci bulundurmak zorundadırlar. SPK'nın kabul ettiği uluslararası derecelendirme kuruluşlarının bağlı ortaklığı veya iştiraki olarak derecelendirme faaliyeti yürütmek isteyen kuruluşlar ise söz konusu tebliğ hükümleri kapsamında yetki verilir ise Türkiye'de derecelendirme faaliyetlerinde bulunabilirler ve ilgili tebliğ hükümlerine uyarlar¹⁵⁷.

¹⁵⁷Seval, 49.

2013'te yapılan yeni düzenlemelere göre; Ülkenin isteğe bağlı olan ya da olmayan derecelendirme notları en fazla altı aylık bir sürenin sonunda yeniden gözden geçirilmelidir. Bu notlarının, not görünümünün yanı sıra kamuya açıklanması ile ilgili de birtakım düzenlemeler getirilmiştir.

Türkiye'nin kredi notu en son 14 Haziran 2019'da Moody's tarafından Ba3'ten B1'e düşürülerek ilan edilmiş ve görünümün negatif olduğu ifade edilmiştir. Bu durum da yatırım hususunda Türkiye'nin spekülative ülkeler kapsamında devam ettiğini göstermektedir. Ve açıklama olarak "Türkiye'nin geniş alanlara yayılmış bir ekonomisi olmasına karşın, ülkenin kurumsal yapıdaki sağlamlığının kaybolmayı sürdürmesi ve yatırımcı güvenini arttıracak etkili politikaların uygulamaya konulamaması" sebebi vurgulanmıştır. Türkiye'ye pek çok kredi derecelendirme kuruluşu not vermektedir. Bu kapsamda Türkiye genel olarak bütçe açığı, mali sistemin gelişimi, kamu borç yükünün düşüklüğü, yeterli seviyede parasal esneklik, dış borç stoku açısından denk olan ülkelere kıyasla çok daha iyi bir konumdadır. Ancak bahsi geçen verilere karşın notları açısından diğer ülkelere nazaran çok iyi bir konumda olduğunu ifade etmek de yanlış olacaktır. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan puanlamalar incelendiğinde siyasi ve politik istikrar bakımından karşılaşılan sorunların Türkiye'ye verilen notu düşürdüğü önem taşıyan bir gerçek olarak dikkat çekmektedir. Fakat politik ve siyasi istikrarın sayısal veriler kullanılarak ölçülmesi zor olduğu için sübjektif yorumların gündeme gelmesi de kaçınılmaz olacaktır. Öte yandan Türkiye'nin notunu düşüren diğer kalemler arasında eğitimdeki kalite problemi, işsizlik oranları, özel sektörün liberalleşme stratejisine karşın halen arzu edilen konuma ulaşamaması gibi nedenler yer almaktadır¹⁵⁸.

Dünya çapındaki üç büyük derecelendirme şirketi, oligopol piyasa yapısına sahiptir. Bu şirketler köklü bir tarihe ve derecelendirme hususunda büyük bir deneyime sahiptirler. Bu çerçevede derecelendirme faaliyetine tabi olan ülkeye yerel bir derecelendirme şirketinin vereceği yüksek kredi notunun, ilgili ülkeye yatırımda bulunacak olan yabancı yatırımcılar açısından güvenilir olamayacağı bilinmektedir.

¹⁵⁸Kaymaz, 39.

5.2. Küresel Finans Krizi Işığında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Geliştirilebilmesi İçin Çözüm Önerileri

Küresel finans krizi ışığında kredi derecelendirme kuruluşlarının geliştirilebilmesi için çözüm önerilerine literatürde oldukça az yer verilmesine karşın, genel olarak çözüm önerilerine aşağıda yer verilmiştir.

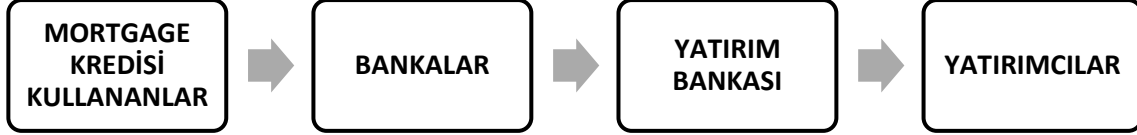
1) İş birliği ve Koordinasyon: 2008 Finansal Krizinin yarattığı etkiler azalmaya başladığında, piyasaların dengesinde bozulmalara yol açan Kredi Derecelendirme Kuruluşları da düzenleme ve denetleme kuruluşlarının büyük bir kısmı tarafından incelenmeye alınmıştır. ABD Finansal Kriz Soruşturma Komitesi tarafından 2008 Finansal Krizinin tetikleyicisi ve derinleştiricisi olarak görülen derecelendirme kuruluşlarına yoğun düzenleme çalışmaları başlatılmıştır. G20 zirvesi 2009 yılında Londra’da düzenlenmiştir. G20 zirvesinde Finansal İstikrar Kurulu kurulmuştur. G7-G8 ülkelerinin 1999’da kurdukları Finansal İstikrar Forumu (FSF-Financial Stability Forum)’nun kapsamının genişletilmesi ve getirilen düzenlemelerin ülkelerin büyük bir kısmında standart olabilmesi amacıyla G20 zirvesi çerçevesinde Finansal İstikrar Kurulu olarak değiştirilmiştir. Bu bağlamda Finansal İstikrar Kurulu, uluslararası düzenleme sisteminin kalbi niteliğindedir. Derecelendirme kuruluşlarına olan aşırı bağımlılık oranını azaltmaya dönük olarak pek çok uluslararası eylem planı üretilmiş ve G20 ülkelerinin Maliye Bakanları ve Merkez Bankası Başkanlarına arz edilmiştir. Öte yandan aldıkları kararlarla gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımları da teşvik eden veya engelleyen yapıları nedeniyle kuruluşların yalnızca kurulu oldukları ülkelerde değil dünya genelinde tüm kamusal yapılara ilişkin bir iş birliği gerçekleştirmeleri beklenmektedir.

2) Denetim ve Standart Geliştirme: Basel II düzenlemeleri 2008 krizinin bir diğer sorumlusu olarak görülmektedir. Buna ek olarak Basel II düzenlemeleri, büyük ve güçlü bankaların iflas etmelerinin ardından revize edilmesi ve küresel likidite riskinin ölçülmesi hususunda getirilen yeni standartlar Basel III düzenlemeleri ismiyle yayımlanmıştır. Derecelendirme piyasasının kalitesini, işlevselliğini ve bütünlüğünü artırmak amacıyla uluslararası düzenlemeler getiren komitelere Şekil 3’te yer verilmiştir. Düzenleyici gruplar arasında yer alan dolaylı ilişkiler ise çizgili bağlantılar aracılığıyla ifade edilmiştir. Düzenlemeler arasında belirli bir hiyerarşinin var olmaması, uluslararası

düzenlemelerin en büyük eksikliği olarak görülmektedir. Bu durum başta finans sektörü olmak üzere bu kriterlere odaklanan ve küresel finansal entegrasyonu gerçekleştirmeyi planlayan çok sayıda ülkenin de algısal farklılıklar ve denetime ilişkin kuralların uygulama biçimleri itibarıyla mağdur edilmesine neden olmaktadır. Standartların uluslararası finans kuruluşları nezdinde ve uygulanabilir biçimde yerel hükümetlerle anlaşmalı olarak hayata geçirilmesi hem reel sektörü büyütecek hem de finans sektörünün maruz kaldığı bir dizi risk faktörünü ortadan kaldıracaktır.

3) Bağımsız Karar Alma: Kredi derecelendirme kuruluşlarının standartlara tabi olması ve faaliyetlerinin denetlenebilir olması kuruluşları belirli kişi veya kurumlara bağımlı hale getirebilecektir. Öte yandan iş birliği ve koordinasyon faaliyetlerinin beklenen objektif çerçevede gerçekleşmemesi yerel hükümetlerin çıkar ilişkileri ve siyasi parametreler doğrultusunda mümkün olabilecektir. Bu durumun kuruluşlar açısından belirli kişilere endeksli ya da sermayenin geldiği noktaya odaklı bir yapıda karar almasına neden olması olasıdır. Uluslararası firmalar yatırım kararı alma konusunda, bu kuruluşların kararlarına odaklanmakta ve kuruluşların sübjektif karar almasında, risk faktörlerinin göz ardı edilmesine neden olabilmektedir. Belli başlı ülkelere yapılan yatırımlardan daha karlı yatırımların bu kuruluşlardan olumlu puan alamayan ülkelere yönelmesi, kredi derecelendirmenin mantığına aykırı olup bu kuruluşlara destek sağlayan kesimlerin iyi analiz edilmesi ve hâkim oldukları noktaların belirlenmesi gerekmektedir. Böylece güven sağlayan derecelendirme kriterlerinin her ülke ve finansal kurumlar açısından uygulanma ihtimali artacak ve bu kuruluşların var olma sebebiyle çelişmesi olanaksız hale gelecektir.

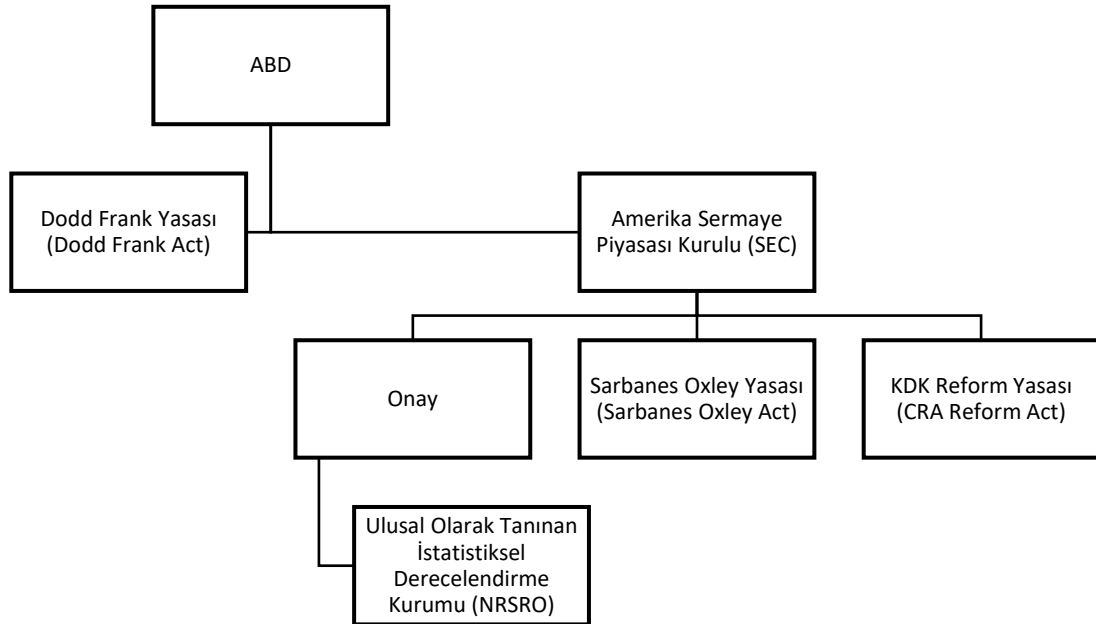
2008 krizinin ortaya çıkmasına sebebiyet veren menkul kıymetleştirme zincirinin detaylı bir şekilde incelenmesi gerekmektedir. Menkul kıymetleştirme zinciri ise Şekil 4’de gösterilmiştir.



Şekil 4. Menkul Kıymetleştirme Zinciri

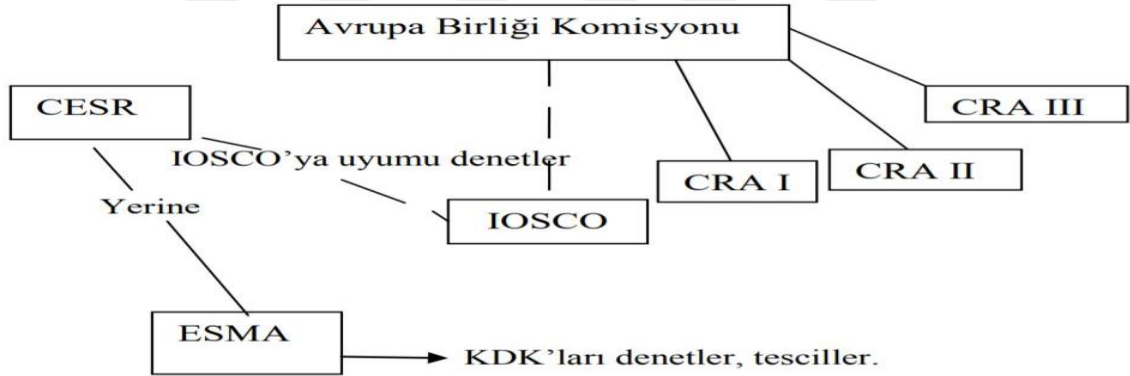
ABD’de esnek ödemeli ve düşük maliyetli kredi şartlarının oluşturulması sonucunda herkes ev sahibi olmak amacıyla bankalara başvuru yapmıştır. Bir işi, sabit bir geliri ve varlığı bulunmayan bireylerin mortgage kredilerindeki payında yaşanan artış ise bankaları kaygılandırmamıştır. Zira bu krediler, yatırım bankaları tarafından bankalardan satın alınmıştır. Böylelikle bankalar için de yeni krediler için kaynak yaratılmıştır. Yatırım Bankaları, diğer bankalardan temin ettikleri mortgage kredilerini, taşıt kredilerini ve kredi kartı borçlarının tamamını tek bir havuzda birleştirmiş ve teminatlandırılmış borç yükümlülükleri ismiyle anılan CDO’ları kurmuşlardır. Bu kapsamda yatırım bankaları kurmuş oldukları yapılandırılmış finansal ürünlerin sigortalarını yaparak, yatırımcılar açısından daha cazip hale gelmesini sağlamışlardır. Ancak bu zincirin herhangi bir aksaklık yaşanmadan yatırımcılara ulaşabilmesi için kredi derecelendirme notlarına gereksinim duymuşlardır. KDK’lar yatırımcıları çekmek amacıyla yüksek riske sahip olan mortgage kredilerinin de yer aldığı yapılandırılmış finansal ürünlere yüksek notlar vermiştir. 2008 Finansal Krizinin ortaya çıkmasıyla sistemin aksaklıkları da ortaya çıkmıştır. 2008 Finansal Krizinin öncesinde zincirin halkaları arasında kimse bu durumdan rahatsız değildi. Bu çerçevede subprime kredi kullanan kişiler kolaylıkla ev almaktan ve bankalar da ellerinde bulunan riskli kredileri yatırım bankalarına satıp yeni krediler için likidite oluşturmaktan memnundu. Yatırım bankaları ise riskli ürünlerini belirli bir ücret karşılığında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına yüksek notlandırmaktan dolayı memnuniyet duymaktalardı. Mevcut risklerin farkına varamayan yatırımcılar da yüksek notlu ürünlere yatırım yaptıklarını zannetmekte ve zincirin son mutlu halkasını oluşturmaktaydılar. Dolayısıyla krizden en fazla zarar gören kesimi ise masum

yatırımcılar oluşturmıştır. Bahsi geçenlerden anlaşılabacağı üzere derecelendirme sektörü açısından, Basel Komitesi ve IOSCO kodu büyük ölçüde önem taşımaktadır. Bu bağlamda Dodd Frank Yasası ise 2008 Krizinin ardından yapılan en geniş kapsamlı finansal düzenleme olmuştur. Dodd Frank Yasası KDK'ları düzenlemenin yanı sıra, kurtarma paketleri neticesinde mağduriyet yaşayan müşterileri korumakta, türev ürünleri de düzenlemekte ve mali sistemin şeffaflığını ve hesap verilebilirlik düzeyini arttırmaktadır. 1933 Menkul Kıymetler Yasası gereği, derecelendirme faaliyetlerinin yalnızca görüşleri ve fikirleri yansıttığı gerekçesiyle NRSRO'ların sorgulanması yasaklanmıştı. ABD ve İtalya Dodd Frank Yasası'nın KDK'lara dava yolunu açması sonucunda S&P'ye dava açmıştır. Bununla birlikte Dodd Frank yasasıyla ticari bankalar ile yatırım bankalarının ayrıştırılması kararı tekrar gündeme taşınmıştır. Glass Steagall Yasası'nın iptal edilmesi krizin dinamikleri kapsamında düşünüldüğünde, yeniden bu ayrıma gidilmesinin önem arz eden bir husus olduğu görülmektedir. Kriz sonrasında NRSRO'ların derecelendirme metodolojilerinin şeffaflık düzeyini artırmak amacıyla geliştirilmiş olan EDGAR ve elektronik veri toplama sistemi de aktif bir şekilde kullanılmaktadır. Bu çerçevede 2008 Finansal Krizinin ana merkezini oluşturan ABD'nin, KDK'lara yönelik düzenleme sistemi ise şöyledir;



Şekil 5. ABD'deki KDK'lara Yönelik Düzenleme Sistemi

Avrupa Birliği'ne üye ülkelerde KDK'ların denetim ve tescili görevini ESMA üstlenmiştir. CRA II ve CRA III ile de derecelendirmeye aşırı bağımlılığı ve potansiyel çıkar çatışmalarını azaltmak hedeflenmiştir. Buna ek olarak derecelendirme faaliyetlerinin kalitesinin ve şeffaflık düzeyinin de artırılması amaçlanmıştır. Derecelendirmeye olan bağımlılığı azaltmak amacıyla ilk kez akademik camianın dışında Avrupa Birliği Komisyonu, kredi riski değerlendirilme hususunda CDS'lerin kullanılması yönünde öneride bulunmuştur. 15 Kasım 2011 tarihinde Avrupa Birliği Komisyonu tarafından alınan kararla, kriz ortamında bulunan ülkelerin derecelendirilme çalışmasına ara verilmesi gerekli görülmüştür. Derecelendirme kuruluşlarının var olan kurallara bilinçli bir şekilde uymadıkları ya da ihmal ettikleri saptanırsa, yatırımcıların hukuki yollardan haklarını aramalarının da önü açılmıştır¹⁵⁹. Avrupa Birliği'nde derecelendirme kuruluşlarına yönelik düzenleme sistemi, uluslararası düzenlemelerle uyumu benimsemiştir. Avrupa Birliği Komisyonu tarafından yapılan KDK'lara yönelik düzenleme sistemi şöyledir;



Şekil 6. Avrupa Birliğinde KDK'lara Yönelik Düzenleme Sistemi

KDK'lara yönelik yapılan düzenlemeler bazı alanlarda yeterli görülmemiştir. Bu kapsamda derecelendirme kuruluşlarının bir gelir elde etme modeli olarak halen ihraççı ödemeli modeli kullanmaya devam etmesi eleştiri konusu olmaktadır. Finansal sistem içerisinde menkul kıymet ihraç etmek isteyen tarafların, derecelendirme isteği için derecelendirme kuruluşlarına belirli bir miktarda ödeme yapmaları gerekmektedir.

¹⁵⁹JohnRyan, (2012, January 1), "The Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation", **Working paper**, Berlin, Research Division EU Integration, German Institute for International and Security Affairs. s. 3.

İhraççıların KDK'ların mevcut müşterileri olduğu göz önünde bulundurulduğunda; verdikleri yüksek notlar hususunda adaletli davrandıklarını ifade etmek pek mümkün değildir¹⁶⁰. Bu konunun KDK'ların gelirlerine doğrudan etki edecek bir konu olması sebebiyle gelir modelleri konusunda köklü bir düzenleme getirmemiştir. 1970 yılı öncesi dönemde hâkim olan model piyasada abone ödemeli modelken, günümüzde ise ihraççı ödemeli model hakimdir. Moody's' in yöneticisi olan John Diaz tarafından şirketin yıllık gelirinin %85'lik oranından daha fazlasının kredi notu verdikleri ihraççılardan sağlandığı belirtilmiştir. Söz konusu değişimin kaynağının teknolojik gelişmeler olduğu ileri sürülmektedir¹⁶¹. KDK'lar tarafından abone ödemeli modelin yerine ihraççı ödemeli modelin kullanılmaya başlanmasının pek çok sebebi vardır. Bu sebeplerden ilki, karmaşık yapıda olan finansal ürünleri çıkaran ihraççıların kredi notlarını piyasaya açıklanmadan önce öğrenmek istemeleridir. Bu noktada göz önünde bulundurulması gereken husus, oldukça büyük işlem hacmine sahip olan menkul kıymetlerin derecelendirilmesinin yapılmasında KDK'ların da oldukça yüksek ücretler istemesinin beklenen bir durum olmasıdır. Örnek verilecek olursa, 2013'de Moody's Firmasının 2,972,5 milyon \$ geliri, 382,5 milyon \$ yapılandırılmış finansal ürünlere ait işlemlerden elde edilmiştir. Ülke ya da firma derecelendirmesine kıyasla daha kompleks bir yapıya sahip olan finansal ürünlerin değerlendirilmesi için çok daha fazla çaba ve vakit gerekmektedir. Bir yatırımcının abone ödemeli modelde bir mali kuruluş gibi yüksek miktarlarda ödeme yapması beklenmemektedir. İhraççılar ödemelerini yaptıktan sonra kredi derecelendirme notları KDK'ların resmi internet sitelerinde kamuya açık bir şekilde ilan edilmektedir¹⁶². Derecelendirme kuruluşlarının gelirlerin önemli bir kısmı ihraççı ödemeli modelden sağlanırken, ihraççılardan ücret istemeden resen yaptıkları derecelendirme faaliyetleri pek çok soru işaretinin oluşmasına sebep olmaktadır. Bu durumun en net örneği ise S&P'nin Türkiye'yi hiçbir ücret istemeden notlandırmasıdır. Bu tarz derecelendirme faaliyetleri söz konusu olurken, ihraççı ödemeli modelin eleştirisi konusu olması gereksiz bir durum olarak algılanmasına rağmen son dönemlerde yürütülen çalışmalar bunun aksini ileri sürmektedir. Sonuçta, KDK'ların resen

¹⁶⁰Hur, 98-99.

¹⁶¹AndrewCrockett, Trevor Harris, Frederic Mishkin, Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?, **Geneva Reports on the World Economy** 5. Switzerland, 2003, s. 45.

¹⁶²Hur, 98-99.

derecelendirme faaliyetinde bulunarak çok daha fazla gelir elde etmeleri mümkündür¹⁶³. KDK'lar gelirleri artırmak isterken, ihraççılar da ihraçlarını yüksek kar oranlarıyla satabilecekleri yüksek notlara gereksinim duyarlar. Bu sistemde müşterileri ihraççılar oluşturmaktadır. Dolayısıyla bu durum sistemde hataların göz ardı edilmesine ve gereken özenin gösterilmemesine yol açmaktadır. Ayrıca derecelendirme kuruluşlarına çok daha fazla miktarda ödeme yapanlar, yüksek not almak için baskı da yapabilmektedirler. Bu çerçevede ihraççı ödemeli model ile ilgili getirilen yeni düzenlemelerin yetersiz olduğu düşünülmektedir.

5.3. Genel Değerlendirme

1989'da Türkiye'ye yoğun bir sermaye girişi olmuş, uluslararası tahvil piyasasında yaygın hale gelmiştir. Ve Türkiye uluslararası para piyasalarına borçlanması sonucunda 1989'da ilk kez kredi derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur, inceleme sonucunda verilen kredi notu 1992'de açıklanmıştır. 1993 yılında Moody's Türkiye'deki özelleştirmelerin gerçekleştirilmemesi ve yüksek enflasyon sebebiyle notunu (Baa3) yatırım yapılabilir düzeyden (Ba1) spekülasyon düzeyine düşürmüştür.

2002 yılında Resmi Sorunlar Senato Kurulu tarafından kredi değerlendirme kuruluşlarının başarısızlıklarını değerlendirmek amacıyla bir rapor düzenlenmiş, kaliteli bir şekilde değerlendirme yapamadıklarına ve özenli davranmadıklarına dair karar verilmiştir. 2008 yılında yaşanan küresel kriz sonucunda Amerika Birleşik Devletleri'nde pek çok düzenleme yapılmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kullandıkları yöntemlere Amerika Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) müdahalesi yasaklanmıştır. Sarbanes-Oxley Yasası 2002 yılında yürürlüğe girmiştir, sermaye piyasasındaki kredi derecelendirme kuruluşlarının incelenmesini zorunlu hale getiren hüküm yasanın 702. maddesine eklenmiştir. NRSRO sistemi, 1975 yılında tanıtılmış, 2006 yılında revize edilmiştir.

Avrupa Komisyonu 2002 yılında kredi düzenleme kuruluşlarının problemlerini analiz etmek amacı ile İktisadi ve Mali İşler Konseyi'ni görevlendirmiştir. 2004 yılında,

¹⁶³Paolo Fulghieri, Günter Strobl, Han Xia, "The Economics of Solicited and Unsolicited Credit Ratings", **SSRN Electronic Journal**, (2011), January, s. 1-3.

Avrupa Parlamentosu kredi derecelendirme kuruluşlarının görevlerini ve yöntemlerini belirtmek amacı ile yasa çıkarmıştır. Ancak 2005 yılında, bu düzenlemelerin AB’liği çerçevesinde düzenlenmemesi gerektiğine karar verilmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşu reform yasası 2006 yılında Başkan Bush’un onayı ile yürürlüğe konulmuştur. Bu yasaya göre, kredi derecelendirme kuruluşlarının, resmi açıklama yapılmaksızın derecelendirdikleri kuruluşlar ile ilgili bilgi sızdırma durumunda kalırlarsa, NRSRO olma özelliklerini yitirecekleri vurgulanmıştır. IOSCO’nun derecelendirmelerde bütünlük ve açıklık ilkesi gereğince SEC, NRSRO’ların mevcut ve geçen 1, 3 ve 10 yıllık derecelendirme performanslarının kamuya açık durumda olma ve finansal raporlamalarının yılda 5 veya 6 defa SEC’e sunma şartı getirilmiştir.

2008 Finansal Krizi sonrası, Avrupa Birliği Komisyonu kredi derecelendirme problemleri ile karşı karşıya kalmıştır, CESR tarafından rapor hazırlatmıştır. CESR raporunda yer alan öneriler IOSCO kodunun asgari standartta olması, kredi değerlendirme kuruluşlarının standartlarının belirlenmesi ve uyum takibi yapılması gerektiği, bu kuruluşların kamuya açıklanması gerektiğini, derecelendirme ile ilgili bilgilerin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından gerekli görülen zamanlarda sunulması gerektiğine yer verilmiştir. 2013 yılında yeni hedefler belirlenmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarına aşırı bağımlı olma durumunun azaltılması, Avrupa Birliği’ne üye olan ülkelerin derecelendirme kalitesinin artırılması, derecelendirme faaliyetlerinin ve metodlarının şeffaflıklarının artırılması ve kuruluşlara hukuki ve cezai sorumluluklar yüklenmesi konusunda düzenlemeler yapılmıştır.

2008 Finansal Krizi’nin yarattığı etkiler azalmaya başladığında, kredi derecelendirme kuruluşlarında düzenleme ve denetlemeler yapılmaya başlanmıştır. 2009 yılında Londra’da düzenlenen G20 zirvesinde Finansal İstikrar Kurulu kurulmuştur.

2010 yılında Amerika Birleşik Devletleri başkanı Barack Obama’nın onayı ile Dodd Frank Yasası yürürlüğe girmiştir. Bu yasa, 2009 yılında Chris Dodd ve Barney Frank tarafından önerilen, 16 bölümden oluşan bir yasadır. 1929 Büyük Bunalımı ve 2008 Küresel Krize yanıt verir nitelikte olan bu yasa, sistem riskinin değerlendirilmesine

yardımcı olur niteliktedir. Bu yasada, tüketici koruma reformları, kredi değeriendirme kuruluşlarına yönelik düzenlemeler, bankalara sınırlamalar yer almaktadır. Dodd Frank yasası ile kredi derecelendirme kuruluşlarının gözetilmesine karar verilmiştir, NRSRO'ların derecelendirme metodlarının daha şeffaf hale getirilmesi amacı ile Elektronik Veri Toplama, Analiz ve Erişim (EDGAR) sistemi kurulmuştur. Bu veri tabanında bütün şirketlerin verilerini belirli aralıklarla güncellemeleri zorunludur ve bu ağa erişim ücretsizdir.



6. SONUÇ

Günümüzde finansal piyasaların karmaşık yapıda olması ve asimetrik bilgi probleminin var olması nedeniyle KDK'lara daha fazla ihtiyaç duyulmaya başlanmıştır. KDK'ların verdikleri notlar ile yatırımcıların yatırım yapıp yapmamalarına karar vermediklerini ve bu notların yalnızca birer görüş olduğunu vurgulamalarına rağmen, kredi derecelendirme notları yatırım kararı verme aşamasında referans alınmaktadır.

Güvenilir kurumlar tarafından kredi derecelendirme faaliyetinin gerçekleştirilmesi yatırımcılara, firmalara ve ülkelere pek çok açıdan yarar sağlamaktadır. Örnek verilecek olursa, ülkelerin sahip oldukları kredi notlarının yatırım yapılabilir düzeyde olması, ilgili ülkelere düşük maliyetli ve kolay kredi sağlamaları hususunda büyük ölçüde destek olmaktadır. Oligopol yapıya sahip olan kredi derecelendirme piyasasında verilen notların objektif olup olmadığı da tartışılmaya devam etmektedir. Piyasayı takip etme hususunda gecikmelerin yaşanması ve 2008 Finansal Krizinin öncesinde yapılandırılmış finansal ürünlere yüksek notlar vermeleri sonucunda güvenilirlikleri sorgulanmaya başlamıştır. Dünya genelinde itibarları ve kredibiliteleri sorgulanmakta olan derecelendirme kuruluşlarının masum olmadıkları bilinmektedir. Finansal Kriz Soruşturma Raporu'nun sonucu kapsamında Kredi Derecelendirme Kuruluşları 2008 Finansal Krizinin başkahramanı olarak gösterilmiştir. 2008 Finansal Krizinin ortaya çıkmasına yol açan derecelendirme kuruluşlarının tutumlarını özetlemek gerekirse; ilk olarak düşük oranlarda belirlenen faizler bankaları ucuz borçlanmalara teşvik etmiş ve bunun sonucunda silah bankalar eline geçmiştir. Sistemdeki düzenlemelerin eksik oluşu bankaların daha fazla cesaretlenmesini sağlamıştır. Böylelikle bankalar yeniden menkul kıymetleştirme aracılığıyla havuzlar oluşturmuş ve ortamı daha hızlı bir hale getirmişlerdir. Kredi Derecelendirme Kuruluşları, yeteri düzeyde incelenmeden oluşturulmuş olan yapılandırılmış ürünlerin notlarını şaşırtıcı derecede yüksek vererek, yatırımcılar için bu ürünlerin daha cazip hale gelmesini sağlamışlardır. Daha sonra KDK'lar sert ve ani not indirimlerine başlamışlar ve tetiği çeken taraf konumuna geçmişlerdir. Bu sektörde çok uzun yıllar bulunan KDK'ların verdikleri notları referans olarak alan ve var olan risklerin farkında olmayan yatırımcılar da büyük bir mağduriyet yaşamışlardır. O mermi Amerika Birleşik Devletleri'ni ve

küresel finans sistemini büyük oranda etkilemiş ve krizin etkileri çok uzun yıllar devam etmiştir.

Bu kapsamda yapılan düzenlemelerin içerikleri irdelendiğinde, benzer şeylerin ayrı otoriteler tarafından sık sık değerlendirildiği anlaşılmaktadır. Kriz dönemi ve kriz döneminden sonra IOSCO kodu ve Basel düzenlemeleri revize edilmiş şekilleriyle karşımıza çıkmıştır. Yapılan düzenlemeler kapsamında ABD’de kriz öncesi Sarbanes Oxley Yasası (2002) ve KDK Reform Yasası (2006) yürürlüğe girerken, kriz sonrasında da Dodd Frank Yasası (2010) yürürlüğe girmiştir. AB’de ise öncelikli olarak IOSCO koduna uyum denetiminin yapılması gerektiği ileri sürülmüştür. CRAI yasası gereği, derecelendirme kuruluşlarının tescillenmesi zorunlu kılınmıştır. Bu noktada CRAII yasası gereğince denetim ve tescil görevi ESMA’ya verilmiştir. Bu bilgiler doğrultusunda derecelendirme sektörüne yönelik getirilen düzenlemelerin çeşitliliğinin artması, var olan sistemin sağlam bir yapısının bulunmadığı ya da iyi bir şekilde işlemediği görülmektedir. Özellikle kriz öncesi dönemde uluslararası, eş zamanlı ve tek vücut halinde çalışabilen bir düzenleme altyapısının bulunmaması oldukça dikkat çeken bir durumdur. Kriz sonrasında uluslararası düzenleme komitesinin matriks yapısının sadeleştirilmesi sağlanmıştır. Bu çerçevede uluslararası düzenleme sistemi içerisinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına yönelik olarak yapılan düzenlemeleri direkt organize eden bir komitenin bulunmayışı, finansal piyasalar açısından önem arz eden derecelendirme kesimi için büyük bir eksiklik olarak nitelendirilmektedir. Bu durum KDK’lara yönelik düzenlemelerin ayrı alanlarda çalışmalar yürüten düzenleme komiteleri tarafından organize edilmesine yol açmaktadır. Öte yandan getirilen her yeni düzenleme, derecelendirme sektöründeki maliyetlerin artış göstermesine sebep olmaktadır. Eğer 2008 Krizi öncesinde gereken düzenlemeler yapılsaydı, krizin yol açtığı etkiler küresel boyutlara ulaşmayabilirdi ve kriz daha az zarar ile sona erebilirdi. Fakat; uluslararası ve ulusal düzenleyicilerin kriz dönemindeki ve kriz sonrasındaki uygulamaları için geç kalındığı düşünülse de gelecek dönemlerde aynı hataların yeniden yapılmasını önleyebilecektir. Yaşanan tecrübeler uluslararası finansal kuruluşlar için bir ders niteliğinde olmalı ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına kurumsal bir altyapı sunmalılardır. KDK’ların ise yaşanan tatsız tecrübeler sebebiyle, gelecek dönemlerde yeniden arzu edilmeyen olayların yaşanmasına ortam hazırlamamak için çaba

göstermeleri gerekmektedir. Bu kapsamda KDK'lar; bağımsız karar almalı, çıkar çatışmasından uzak durmalı, kaliteli ve her ülkenin ve piyasanın kendine özgü ekonomik, sosyal ve politik özellikleri dikkate alınarak derecelendirme faaliyeti tesis etmeli, efektif kayıt ve gözetim rejimi kurarak ve sektör içinde rekabete açık kendini geliştirici bir şekilde politika izlemelidir. Dolayısıyla, finansal kalitenin, istikrarın ve bütünlüğün sağlanması için uluslararası finansal kuruluşların ve KDK'ların önemli görevler üstlenmesi gerekmektedir.



KAYNAKÇA

Kitaplar

Babuşcu, Ş., & Hazar, A. (2008). *SPK Kredi Derecelendirme Uzmanlığı Sınavlarına Hazırlık*. Ankara, Akademi Kitabevi.

Babuşcu, Ş., Hazar, A., & Yenice, S. (2012). *SPK Bağımsız Denetim Lisanslama Sınavlarına Hazırlık* (3 b.). Akademi Consulting & Training.

Başıoğlu, U., Ceylan, A., & Parasız, İ. (2001). *Finans, Teori-Kurum-Uygulama*. Bursa, Ekin Kitabevi.

Boratav, K. (2009). *Türkiye İktisat Tarihi* (1908-2007). İmge Kitabevi.

Canbaş, S., & Doğukanlı, H. (1997). *Finansal Pazarlar* (2 b.). İstanbul, Beta Basım.

Davies, H. (2010). Global Financial Regulation after the Credit Crisis. *Global Policy*, 1(2), 185-190.

Işık, S., & Togay, S. (2002). Para Krizi Modellerinin Eleştirisi ve Uluslararası Para Sisteminin Düzenlenmesine Yönelik Keynesyen Öneriler. *İktisat İşletme ve Finans*, 17(191), 31-53.

Kepenek, Y., & Yentürk, N. (2009). *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Remzi Kitabevi.

Kurt Cihangir, Ç. (2016). *Küresel Kriz ve Borsa Etkileşimi*. Ankara, Bankacılık Akademisi Yayınları.

Seval, B. (2014). Kredi Derecelendirme Sınavı, Kredi Derecelendirmesi. *Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları*. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu.

Sevim, C. (2012). *Öncü Göstergeler Yaklaşımına Göre Finansal Krizler ve Türkiye Örneği*. Ankara: BDDK Kitapları.

Sönmez, S. (2005). *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm*. İstanbul: İmge Kitabevi.

TDK. (2004). *İktisat Terimleri Sözlüğü*. TDK Yayınları.

Turan, G. G. (1980). *Uluslararası Para Sistemi: Dünü ve Bugünü*. Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.

Uludağ, İ. & Arıcan, E. (1999). *Finansal Hizmetler Ekonomisi*. Beta Basın Yayın.

Sürekli Yayınlar

Afşar, A. (2007). Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(36), 188-198.

Afşar, M. (2004). Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi. Eskişehir, *Anadolu Üniversitesi İİBF Yayınları*.

Afşar, M. (2011). Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*(17), 143-171.

Akbulak, Y. (2012). Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler. *Mali Çözüm*(Mayıs-Haziran), 171-184.

Akçayır, Ö. (2013). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliliklerinin Sorgulanması Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012). *Yüksek Lisans Tezi*. Isparta, Süleyman Demirel Üniversitesi.

Akçayır, Ö., & Yıldız, Z. (2014). Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013) : Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi. *Akademik Bakış Dergisi*(40), 1-21.

Alantar, D. (2008). Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme. *Maliye Finans Yazıları*(81), 1-10.

Alp, A. (2002). *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*. Ankara, İMKB Yayınları.

Anand, S. (2011). *Essentials of the Dodd-Frank Act*. Canada, John Wiley & Sons.

Arestis, P. (2004). Washington Consensus and Financial Liberalization. *Journal of Post Keynesian Economics*, 27(2), 251-271.

Arner, D. W., & Buckley, R. P. (2010). Redesigning the Architecture of the Global Financial System. *Melbourne Journal of International Law*, 11(2), 27-28.

Attali, J. (2015). *Kriz ve Sonrası 2008 Krizinin Üzerine Ufka Bakarken*. (N. T. Cheviron, Çev.) İstanbul: EKS Libris Araştırma İnceleme Yayınları.

Ayrıçay, Y. (2003). Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Etkileri. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*(1), 1-19.

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

Champell, T. & Kracow, W. A. (1993). *Financial Institutions and Capital Markets*. Harper Collins.

Crockett, A., Harris, T., & Mishkin, F. S. (2003). Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them? *Geneva Reports on the World Economy* 5. Switzerland.

Davidson, P. (1998). The Case for Regulating International Capital Flows. *Social Market Foundation Seminar on Regulation of Capital Movements* , London, (s. 147-165)

Davidson, P. (2005). A Post Keynesian View of the Washington Consensus and How to Improve It. *Journal of Post Keynesian Economics*, 27(2), 208-230.

Delice, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*(20), 57-81.

Diaz-Alejandro, C. (1985). Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash. *Journal of Development Economics*, 19(1), 1-24.

Dodd, R., & Setty, G. (2003, Nisan 6). Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries. *Special Policy Report*. Financial Policy Forum Derivatives Study Center.

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

Erdoğan, B. (2006). Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri. *Yüksek Lisans Tezi* . Kahramanmaraş : Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Erdoğan, E., & Ener, M. (2000). Türkiye’de Enflasyonla Mücadele Sürecinde Son Dönem Uygulamalar ve Değerlendirmesi. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 15(17), 18-31.

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

Evlimoğlu, U., & Yenipazarlı, A. (2015). Dünyada Yaşanan Son Ekonomik Krizlerin Ortak Paydası: Yayılma Etkisi ve Belirleyicileri Üzerine Bir Değerlendirme. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(10).

Fulghieri, P., Strobl, G., & Xia, H. (2011). The Economics of Solicited and Unsolicited Credit Ratings. *SSRN Electronic Journal*(January).

Gergi, C., Emsen, S., & Değer, K. (2005). Erken Uyarı Sistemleri Yoluyla Türkiye'deki Ekonomik Krizlerin Analizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*(2), 11-29.

Gür, T. H., & Öztürk, H. (2011). Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler. *Sosyoekonomi*, 2011(2), 69-92.

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

Gür, N. (2015). G20 ve Küresel Finans Yönetişimi. *Seta Analiz*(129), 1-25.

Hasbi, D. T. (2012). Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*. Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Hur, J. (2014). Reforming the Regulatory Regime for Credit Rating Agencies in Kores: Analysis and Proposal Based on Recent U.S. Experience . *Yayınlanmış Doktora Tezi*. Washington: American University.

IOSCO. (2010, July 25). Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies. *Consultation Report*. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.

Ivashina, V., & Scharfstein, D. S. (2010). Bank Lending During The Financial Crisis of 2008. *Journal Financial Economics*, 97(3), 319-338.

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

Karagöl, E. T., & Mihçioğur, Ü. İ. (2012). Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar. *Seta Rapor*(Eylül), 1-35.

Karagöz, M. A. (1990). Kredi Değerliliğinin Tespiti. *Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi*(1).

Kaymaz, V. (2012). Kredi Derecelendirme Sistemi ve Uluslararası Sermaye Şirketleri. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kenen, P. B. (2002). The International Financial Architecture: Old Issues and New Initiatives. *International Finance*, 5(1), 23-45.

Knafo, S. (2003). The Gold Standard and the Origin of the International Monetary System, *Review of International Political Economy*, Ocak.

Köne, A. Ç. (2003). Para-Sermayenin Yeniden Yapılandırılması: Türk Özel Bankacılık Sektörü Örneği. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4(2), 233-246.

Lawrence, D. S. & Haley, W. (1992). *Introduction to Financial Management*, Mc Graw Hill.

Lipietz, A. (1997). The Post-Fordist World: Labour Relations, International Hierarchy and Global Ecology. *Review of International Political Economy*, 4(1), 1-41.

Manaigo, V. A. (2012). The Regulation of Credit Rating Agencies in Europe and ESMA's Supervisory Power. *The Columbia Journal of European Law Online*, 33(18), 33-46.

Meydan, C. (2010). Bağımsız Derecelendirme Şirketlerinin Kurumsal Derecelendirme Yaklaşımları Çerçevesinde Bir Derecelendirme Uygulaması. *Maliye Finans Yazıları*(86), 69-100.

Mildward, A. (1984). *The Reconstruction of Western Europe: 1945–1951*, Londra, Methmen & Co. Ltd., 1984

Mishkin, F. S. (2010, November). Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. *ECB Central Banking Conference, Monetary Policy Revisited: Lessons from the Crisis*, 1-57. Frankfurt.

Monaghan, P. (2012). *Rating Sovereign Raters: Credit Rating Agencies – Political Scapegoats or Misguided Messengers?* Manchester: Infrangilis.

Moody's Investor Service. (1997). *The Function of Ratings In Capital Markets*. New York.

Moseley, F. (1997). The Rate of Profit and the Future of Capitalism. *Review of Radical Political Economics*, 29(4), 23-41.

Özbek, O. (2009). Ekonomi, Küresel Krizin Dünya Ekonomisine Etkileri ve Geleceği. *İZTO Ar&Ge Bülteni*(Aralık), 3-6.

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

Sarpkaya, S. S. (2009). Finansal Krizler ve Kriz Dönemlerinde Uygulanan Para Politikası Araçları. *Yüksek Lisans Tezi*. Ankara : Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Sipahi, V. (2010). Kredi Derecelendirme Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: İMKB-Banka Hisse Senetleri Üzerinde Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

Şen, S. (2014). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Analizi: Moody's Örneği. *Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Şimşek, E. (2009). Global Krizlerin Ortaya Çıkmasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü. *Çerçeve Dergisi*(Nisan), 110-115.

Şişman, M. (2008). İkinci Bretton Woods Çökerken Dünya Ekonomisi ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Değerlendirmeler, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 1.

Taş, S. (2001). Finansal Liberalizasyon, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*. Afyon : Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

TCMB. (2010). Derecelendirme Kuruluşları. *TMB Bülten* 18, 1-6. Ankara: TCMB.

Triffin, R. (1961). *Gold and the Dollar Crisis*. New Haven: Yale University Press.

Tuncer, S. (1985). *Türkiye’de Sermaye Piyasası, Teori-Uygulama*. İstanbul Matbaası.

Tunçsiper, B., & Dikili, G. (2010). Küresel Ekonomik Kriz Çerçevesinde İşletmelerde Kriz Yönetimi ve Balıkesir İli Örneği. *Akademik Fener Dergisi*(14), 1-14.

Turan, Z. (2011). Dünyadaki ve Türkiye’deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4(1), 56-80.

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

Utzig, S. (2010). The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective. *ABDI Working Paper Series*. Mandaluyong City: Asian Development Bank Institute.

Williamson, J. (1990). *What Washington Means by Policy Reform, Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*. Washington: Institute for International Economics.

World Bank. (1989). *World Development Report*, Oxford University Pres, 14(21).

Yaman, B. (2003). Uluslararası Rezervler, Türkiye İçin Rezerv Yeterliliği ve Optimum Rezerv Seviyesi Uygulaması, *Uzmanlık Tezi*, TCMB.

Yanık, R. (2013). *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülke Notlarının Değerlendirilmesine İlişkin Akademisyenlerin Algısı*. Ankara: Pegem Akademi Yayınlar.

Yaslıdağ, B. (2007). *Kredi Derecelendirme Sistemi SPK Lisanslama Sınavına Hazırlık Soru Örnekleri*. İstanbul: Literatür Yayınları.

Yeldan, E. (2002). Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler. *Praksis*(7), 1-14.

Yerzhanov, Y. (2010). İki Büyük Global Krizde Devletin Ekonomiye Müdahaleciliği ve Maliye Politikası Açısından Değerlendirilmesi: Kazakistan Örneği. *Yüksek Lisans Tezi* . İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

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

Yücel, F., & Kalyoncu, H. (2010). Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği. *Maliye Dergisi*(159), 53-69.

US Congress. (2006). Credit Rating Reform Act of 2006. Washington.

Diğer Yayınlar

allenoverly.com. (2013, July 15). *CRA III and the Over-Reliance on Rating in Question*. <http://www.allenoverly.com: http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/Pages/CRA-III-and-the-over-reliance-on-rating-in-question.aspx> (07.02.2019)

ATB. (2018). *Kredi Notu*. <http://eski.ankaratb.tobb.org.tr: http://eski.ankaratb.tobb.org.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e> (20.11.2018)

Ayaz, M. S. (2013, Temmuz 27). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Eleştirel Bir Bakış*. <http://www.bilgesam.org: http://www.bilgesam.org/incele/230/-uluslararasi-kredi-derecelendirme-kuruluslari--elestirel-bir-bakis/#.XBqCYFwzY2w> (20.11.2018)

Bahena, A. J. (2010, March). *What Role Did Credit Rating Agencies Play in the Credit Crisis?* http://www.spaeth.ru: http://www.spaeth.ru/HS20152016/artikel_16.pdf (06.02.2019)

Bakdur, A., & Gülyeter, D. (1999). *Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları*. Ankara, DPT Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.

Bilge, O. (2009). *Ekonomik Krizlerin Yoksulluk Üzerine Etkileri. Sosyal Yardım Uzmanlık Tezi*. Ankara, T.C. Başbakanlık Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışma Genel Müdürlüğü.

CESR. (2005, March). *CESR's Technical Advice to the European Commission on Possible Measures Concerning Credit Rating Agencies*. CESR.

CESR. (2008, May). *CESR's Second Report to the European Commission on the Compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code and the Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance*. https://www.esma.europa.eu: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/cesr_08_277.pdf (06.02.2019)

Eğilmez, M. (2002). IMF ve Türkiye, *Ceteris Partibus*, <http://www.ceterisparibus.net/turkiye/makaleler.htm>, (11.02.2019).

Eichengreen, B. (1980). *Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition*, *National Bureau of Economic Research Working Papers*, 11336.

Eichengreen, B. & Sussman, N. (2000). *The International Monetary System in the (Very) Long Run*, *IMF Working Paper*, WP/00/43.

Erçel, G. (1997, Mart 26). *Türkiye'nin Dış Kredibilitesini Yükseltmek İçin Gerekli Yaklaşımlar*. <http://www.tcmb.gov.tr: http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/82ee7930-59c6-4127-9f0f-c7025bbd6412/ISO.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-82ee7930-59c6-4127-9f0f-c7025bbd6412-m3fBeHC> (20.11.2018)

Euronews. (2014, Ekim 29). *İtalya Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Davacı*. Tarihinde <https://tr.euronews.com: https://tr.euronews.com/2014/10/29/italya-kredi-derecelendirme-kuruluslarindan-davaci> (06.02.2019)

European Commission. (2013, June 18). *New Rules on Credit Rating Agencies (CRAs) Enter into Force – Frequently Asked Questions*. [http://europa.eu: http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-13-571 en.htm](http://europa.eu: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-571_en.htm) (07.02.2019)

European Union Commission. (2006, March 3). *Communication from the Commission on Credit Rating Agencies*. <https://eur-lex.europa.eu: https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:EN:PDF> (06.02.2019)

Griffith-Jones, S. (2002). *New Financial Architecture as a Global Public Good*. <http://www.ids.ac.uk: http://www.ids.ac.uk/files/griffithj4.pdf> (19.11.2018)

Haspolat, F. B. (2015). *Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi. Uzmanlık Tezi*. Ankara: Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü.

Hill, C. A. (2004). *Regulating the Rating Agency*. *Georgetown University Law Center. Business, Economics and Regulatory Policy Working Paper*. Washington, Georgetown University.

IMF. (2006). *Overview of the Financial System*. <https://www.imf.org: https://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/chp2.pdf> (19.11.2018)

Kanlı, İ. B., & Barlas, Y. (2011, Kasım). *Eşiği Aşınca: Kredi Notunun "Yatırım Yapılabilir" Seviyeye Yükselmesinin Etkileri*. <http://www.tcmb.gov.tr: http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d69e5cd3-f981-42e9-925d-b213f2dcdece/WP1123.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d69e5cd3-f981-42e9-925d-b213f2dcdece-m3fw5XZ> (20.11.2018)

Ryan, J. (2012, January 1). *The Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation*. *Working paper*. Berlin: Research Division EU Integration, German Institute for International and Security Affairs.

Schapiro, M. L. (2010, April 20). *Testimony Concerning the Lehman Brothers Examiner's Report: Before the House Financial Services Committee*.

<https://www.sec.gov>:
<https://www.sec.gov/news/testimony/2010/ts042010mls.htm> (06.02.2019)

Securities and Exchange Commission. (1934). *Sec. 15E. Registration of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. <https://www.sec.gov>:
<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/sea34-15e.pdf>
(06.02.2019)

Securities and Exchange Commission. (2013, April 23). *SEC Announces Agenda for Credit Ratings Roundtable*. <https://www.sec.gov>:
<https://www.sec.gov/news/press-release/2013-2013-71htm#.UtEiwfRDvIs>
(06.02.2019)

Securities and Exchange Commission. (2014, Ekim 14). *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. <https://www.sec.gov>:
<https://www.sec.gov/rules/final/2014/34-72936.pdf> (06.02.2019)

Şirvan, N. (2004). Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi.

TEPAV. (2009, Mart). *Türkiye Ekonomisi için Kriz Önlemleri*.
<https://www.tepav.org.tr>:
[https://www.tepav.org.tr/upload/files/1271243166r3775.Turkiye Ekonomisi için Kriz Önlemleri.pdf](https://www.tepav.org.tr/upload/files/1271243166r3775.Turkiye_Ekonomisi_ici_n_Kriz_Onlemleri.pdf) (06.02.2019)

Yazıcı, M. (2009). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi. *Makale Koleksiyonu*. İstanbul: Arel Üniversitesi Kurumsal Arşiv Sistemi.

Yılmaz, D. (2009). 77. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açılış Konuşması. Ankara: TCMB.

Yörükoğlu, M. (2009, Şubat 26). Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisi. *TCMB Sunumu*. İstanbul: TCMB .