



BEU. SBE. Derg.  
Cilt:3 Sayı:1 Haziran 2014

## KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE FİNANSAL KRİZLERE ETKİLERİ

Cengiz TORAMAN\*

Muhammed Fatih YÜRÜK\*\*

### Özet

Kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal piyasalar içindeki önemi oldukça fazladır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar ülkeler ve şirketler üzerine baskı oluşturmaktadır. Dünyanın birçok ülkesindeki fonlar bu derecelendirme notlarına göre değerlendirilmektedir. Kredi derecelendirme her ne kadar görüş niteliğinde de olsa yapılan değerlendirmeler yatırımcıyı etkilemektedir. Dünya üzerinde yaşanan kriz ve skandallarda kredi derecelendirme kurumlarının rolü olduğu konusu sıkça yazılmıştır. Kredi derecelendirme kurumlarının krizi önceden algılama ve yatırımcıya risk konusunda bilgi vermesi beklenmektedir; ancak bu kurumlar bu görevi yerine getirmede yetersiz kalmışlardır. Amerika'nın dev şirketlerinden Enron'a iflasından kısa bir süre önce derecelendirme kuruluşunun yüksek not vermesi bu kurumları daha fazla sorgulanır hale getirmiştir. Enron vakasına benzer olayların sık yaşanır olması, rating kuruluşlarının rekabet ortamından uzak, oligopol yapıda bulunmaları ve yüksek ücretler almaları bu kuruluşları etkin bir şekilde eleştirilme noktasına getirmiştir.

Bu çalışmada kredi derecelendirme kurumları, işleyişleri ve kriz dönemlerindeki rolleri incelenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** *Kredi Derecelendirme, Finansal Kriz, Derecelendirme Kuruluşları*

## CREDIT RATING AGENCIES AND THEIR IMPACT ON THE FINANCIAL CRISIS

### Abstract

The importance of credit rating agencies is quite high in financial markets. Credit ratings are given by rating agencies and can put pressure on both countries and companies. Funds are assessed according to this method in many countries around the world. Although the nature of credit ratings is the opinion of the assessments made,

---

\*Prof. Dr., Gaziantep Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, cengiztoraman@gmail.com

\*\*Doktora Öğrencisi, Gaziantep Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, mfyuruk@hotmail.com

investors are affected. The crises and scandals which involve the role of credit rating agencies are frequently all over the world. Credit rating agencies are expected to anticipate crisis and provide information about risk for investors. But these institutions have failed to fulfill this task. For instance rating agencies gave high marks shortly before the bankruptcy of one of America's giant companies, Enron. Occurrence of similar events like the Enron case reveals the rating agencies to be removed from the competitive environment; they are oligopolistic in structure and their employees receive higher wages in these organizations. In this study credit rating agencies are investigated for their role in crisis periods.

**Keywords:** *Credit Ratings, Financial Crisis, Rating Agencies*

## GİRİŞ

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar, küreselleşmenin etkisiyle finansal piyasalar içinde önemli bir role sahiptir. Kredi derecelendirme kuruluşları yaptıkları derecelendirmenin görüş niteliğinde olduğunu, yatırımcının kararlarını etkileme anlamı taşımadığını bildirseler de bu notların ülkeler ve şirketler üzerinde etkisi fazladır. Şirketler ve ülkeler derecelendirme kuruluşlarının verdiği notları baz alarak borç alıp vermekte yatırım kararı almaktadırlar.

Ülke ya da şirketler fon temin etmek amacıyla bono, tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymet ihraç ederler. Borç vermek isteyenler ile ihraççıların bir araya geldiği piyasalarda yaşanan en büyük sorun olarak karşımıza asimetrik bilgi problemi çıkmaktadır. Yatırımcı tam olarak neye yatırım yaptığı ve ne düzeyde bir riski göze aldığını bilmek isterken, ihraççı ise kendini tam olarak ifade edebilmenin yollarını aramaktadır. Bu noktada kredi derecelendirme kuruluşları devreye girmektedir (Akçayır, 2013:2). Bu nedenle kredi derecelendirme kuruluşlarından beklenen yatırımcılara yol göstermesi, yapacağı yatırımın ne kadar risk taşıdığı ve gelecekte yatırımcının karşılaşacakları hakkında fikir verebilmesidir.

Kredi derecelendirme kuruluşları ve bu kuruluşların ülkelere verdiği, uluslararası sermaye piyasalarında önemli yer teşkil eden kredi notları, yaşanan her finansal kriz sonrasında giderek artan bir şekilde eleştiriye maruz kalmaktadır. Birçok uluslararası otorite, kredi derecelendirme sektörünün düzenlenmesine ve denetlenmesine yönelik olarak önerilerde bulunmuş ve birçok ülke, kredi derecelendirme sektörünün düzenlenmesi ve denetimi yolunda önemli adımlar atmıştır (Gür ve Öztürk, 2011:69).

Özellikle kredi derecelendirme kuruluşlarının kriz başladıktan sonra sadece not düşümüyle adeta yangına benzin dökme işlemi yapmış oldukları konusunda oldukça çok eleştiriler yapılmıştır. Globalleşen dünyada özellikle 1980'lerden itibaren önem kazanan kredi derecelendirme kuruluşlarının, büyük çaplı şirket iflaslarında, skandal diye tabir edilen olaylarda rol aldığı görülmüştür.

Amerika Birleşik Devletleri'nde faaliyet gösteren 2001'de Enron, 2002'de Worldcom, İtalya'da faaliyet gösteren 2003'te Parmalat, dev şirketlerin iflasından çok kısa süre önce yüksek not veren kredi derecelendirme kurumları olarak dikkatleri üzerlerine çekmişlerdir ve sorgulanmaya başlamışlardır.

## 1. Kredi Derecelendirme

Derecelendirme bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceği, borçlunun anapara ve faizini geri ödeme kapasitesini ölçmeye yarayan profesyonel bir görüştür (Ege, 2006:110).

Kredi derecelendirmesi veya kredi değerlendirmesi, bir kişi, şirket hatta bir ülkenin kredi itibarının belirlenmesidir. Kredi derecelendirmesi, bir borçlunun kredi geçmişi hakkında yapılan bir değerlendirme olabileceği gibi, potansiyel bir borçlunun borcunu geri ödeyebilme yeteneğinin bir değerlendirmesi de olabilir. Hesaplanması için malî geçmiş, cari varlık ve cari borçlar incelenir. Tipik olarak bir kredi değerlendirmesi, borç veren veya yatırımcı için, o borcun geri ödeme olasılığını belirlemek amacıyla yapılır ([http://tr.wikipedia.org/wiki/Kredi\\_derecelendirmesi](http://tr.wikipedia.org/wiki/Kredi_derecelendirmesi). E.T: 06.01.2014).

Derecelendirme kuruluşları serbest piyasalarda yatırımcıların ve diğer piyasa oyuncularının bilgi açığını kapatan araçlardır ve piyasaların etkin işleyebilmeleri için önemli bir sorumluluk üstlenmişlerdir. Rating piyasa oyuncularına yol gösteren bir araçtır ve yatırımlarını uygun gördükleri risk grubunda değerlendirebilmelerini sağlar ([http://www.fitchratings.com.tr/ftp/derecelendirme/drc\\_23.pdf](http://www.fitchratings.com.tr/ftp/derecelendirme/drc_23.pdf). E.T:05.01.2014).

“S&P derecelendirmeleri, ihraççıların (bir kuruluş, bir devlet veya bir belediye gibi) mali yükümlülüklerini eksiksiz ve zamanında yerine getirme kapasitesi ile bu konudaki istekliliğine dair Standard&Poor's görüşleridir” ([http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings\\_EMEA/kredi\\_derecelendirmelerini\\_tanima\\_rehberi.pdf](http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/kredi_derecelendirmelerini_tanima_rehberi.pdf). E.T: 01.01.2014). Fitch Ratings'in tanımına göre derecelendirme: “Rating en genel tanımı ile bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceği hakkında verilen bağımsız bir görüştür. (<http://www.fitchratings.com.tr/ftp/derecelendirme/drc23.pdf>. E.T: 05.01.2014).

## 2. Kredi Derecelendirme Kurumlarının Tarihsel Süreci

Yüzyıl boyunca çok az sayıda kredi derecelendirme kuruluşu faaliyet göstermiştir (Mullard, 2012). Kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihi 1837 yılına kadar gitmektedir. 1837-1841 tarihleri arasında ABD ekonomisindeki büyük çöküş nedeniyle şirketler yükümlülüklerini yerine getirememiş, birçok yatırımcı zor durumda kalmıştır. Bu mağdur yatırımcılardan biri olan Lewis Tappan da birçok yatırımcı adına şirketleri izlemek ve değerlendirmek amacıyla

Mercantile Agency şirketini kurmuştur. Tappan, sonraları şirketini daha profesyonelleştirip borçluların kredi değerliliğinin belirlenmesi amacıyla Doğu ve Batı eyaletlerinde çoğunluğu avukat olan 180 muhabiri kapsayan bir ağ kurmuştur. Bu muhabirler kendi bölgelerinde bulunan borçlular ve işler hakkında bilgi toplayıp Tappan'a bildirmişlerdir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:10).

Daha sonra 1900'da John Moody şirket bilgilerini derlediği "Moody's Manual of Industrial and Corporation Securities" adlı yatırımcılara yol gösterecek kitabı yayınlamıştır. Derecelendirme kavram olarak ilk defa Moody tarafından 1909 yılında semboller kullanılarak yapılmıştır. Şirketlerin performanslarını yayınlayan Fitch, 1913 yılında kurulmuştur. 1924'de ise şimdi kullanılmakta olan üç harfli rating skalasını piyasaya çıkartmıştır. 1931 yılında Wall Street'in çöküşünün ardından ilk kez derecelendirmeler düzenleyici amaçlarla kullanılmıştır. Derecelendirmelerin resmi olarak kabulü ile rating ABD finans piyasasının önemli bir parçası haline gelmiştir. 1932'de Duffand Phelps; 1941'de ise Standard and Poor's kurulmuştur ([http://www.fitchratings.com.tr/ftp/derecelendirme/drc\\_23.pdf](http://www.fitchratings.com.tr/ftp/derecelendirme/drc_23.pdf). E.T: 05.01.2014).

### **3. Kredi Derecelendirme Notunun Önemi**

Sermaye piyasalarında aktörlerin doğru, güvenilir ve anlaşılabilir bilgiye ihtiyaçları vardır. Ama bu bilgiye ulaşmak ve değerlendirmek zaman kaybına neden olduğu gibi maliyeti yükseltmektedir. Bu nedenlerden dolayı aktörlerin işlerini kolaylaştıracak ülkelerin ve firmaların mevcut ekonomik durumlarını bildirip finansal varlıklarının gelecekteki durumlarını doğru yansıtabilecek kuruluşlara ihtiyaç duyulmuştur. Başta ABD olmak üzere dünyanın birçok ülkesinde fonlar bu notlara göre değerlendirilmektedir. Avrupa ve ABD'deki fonların içtüzüğünde yer alan yatırım yapılabilir seviyede olan ülkelere yatırım yapılabilmesi, fon arz ve talep edenleri derecelendirmeye bağımlı hale getirmektedir. Türkiye gibi uluslararası kabul gören kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyede olmayan ülkelere fonların girişi engellenmektedir. Bu ülkeler yatırım yapılabilir notu aldıklarında söz konusu fonlar çözülecek ve ülkeye düşük maliyetli önemli bir kaynak sağlanmış olacaktır. Bu nedenle kredi derecelendirmenin notu hem borçlanma maliyetlerini hem de yabancı fonların ülkeye girişini etkilemektedir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:14). Bu açıdan değerlendirildiğinde kredi derecelendirme kurumlarının ülkelerin potansiyel sermaye hareketlerini belirleyen önemli kuruluşlar olduğu söylenebilir (Calvo ve Mendoza, 2000).

### **4. Kredi Derecelendirme (Rating) Kuruluşları**

Derecelendirme kuruluşları belirli ölçüt ve kriterlere bağlı olarak devletin ya da firmaların borçlarını geri ödeyebilme kapasitesini herkesin anlayabileceği harf ve/veya rakamlara bağlı olarak sınıflandıran kuruluşlardır (Çalışkan, 2003:9).

Kredi derecelendirme endüstrisinin amacı yatırımcıya şirket hakkında gerekli finansal bilgileri sunmaktır (Camanho vd., 2012:2). Kredi derecelendirme, değerlendirilen varlık hakkında bilgi sağlamak sureti ile bilgi asimetrisini azaltmayı amaçlar.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme işlemi, bankaları, kamu kuruluşlarını, yerel yönetimleri ve genel olarak ülkeleri de kapsayan geniş bir alana yayılmıştır. Dünya genelinde 150 adet kredi derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen günümüzde, Moody's, Standard and Poor's ve Fitch, kredi derecelendirme sektöründe hâkim kuruluşlardır (White, 2010:216).

Piyasada uluslararası düzeyde kabul gören az sayıda derecelendirme kuruluşu olmasının önemli sebebi, 1975 yılında Amerikan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonunun (Securities Exchange Commission – SEC) bazı derecelendirme kuruluşlarını “Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşu” (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations - NRSRO) olarak tanımasıdır (Eren, 2010:115).

Tablo1. Türkiye’de Faaliyet Gösteren Derecelendirme Kurumları.

<b>Türkiye’de kurulan ve SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları</b>	<b>Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları</b>
1- Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri AŞ	1- Standards and Poor’s Corp.
2- JCR Avrasya Derecelendirme AŞ	2- Moody’s Investor Service Inc.
3- TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme AŞ	3- Fitch Ratings Ltd.
4- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri AŞ	
5- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri AŞ	
6- Turkrating İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri AŞ	

Kaynak:(<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1&submenuheader=null>)

Tablo 1’de görüldüğü gibi Türkiye’de kurulan ve SPK tarafından yetkilendirilen 6 derecelendirme kuruluşu mevcuttur. 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 yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğ uyarınca, derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır. S&P, Moody's Investor Service Inc. ve Fitch Ratings Ltd., Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunan ve SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarıdır (SPK, 2013).

#### **4.1. Moody's Derecelendirme Şirketi**

“Moody's şirketi uluslararası finans piyasalarında en büyük derecelendirme şirketi olarak kabul edilmektedir. Tüm dünyada 100 ülkede faaliyet gösteren bu şirket, 1500 şirket ile ortaklaşa çalışmaktadır. Ayrıca, Moody's 700 uzman analisti bünyesinde barındırmaktadır. Moody's'in derecelendirme portföyünde 85.000 şirket ve hazine bonusu, 68.000 devlet tahvili ve 100 devlet bulunmaktadır. Global anlamda etkin bir konuma sahip bulunan Moody's, dünyaya açılmak isteyen büyük şirketlerin kredi değerliliğini öğrenmek için başvurdukları başlıca şirket konumundadır” (Halıcı, 2005:79).

#### **4.2. Standard and Poor's Derecelendirme Şirketi**

Amerika Birleşik Devletleri'nin en büyük iki derecelendirme kuruluşundan biri olan Standart&Poor's (S&P), finansal kurumların piyasadaki değerlerini belirlemeye yardımcı olan ve onlara bağımsız görüş, analiz ve bilgi sağlayan bir şirkettir.

Ülkesinde 21 ve diğer ülkelerde 40 ofisi ve iştiraki bulunan S&P, yatırım ve finansal analiz konusunda deneyimli, kendi ülkesinde 1200, diğer ülkelerde 5000'den fazla analisti çalıştırmaktadır (Yenmez, 2005).

#### **4.3. Fitch IBCA Derecelendirme Şirketi**

New York ve Londra'da olmak üzere iki merkezi bulunan şirketin dünyanın çeşitli yerlerinde 51 ofisi bulunmaktadır. Fitch IBCA bugüne kadar 1600 finans kurumunu, 1000 anonim şirketini, 700 sigorta şirketini derecelendirmiş ve buna ek olarak halen 69 ülkenin derecelendirme sürecini sürdürmektedir. Şirket, 1975'te ulusal anlamda üç önemli rating şirketinden biri olmayı başarmıştır. 1997'de merkezi Londra'da olan IBCA Limited şirketiyle birleşmesi Fitch'in tüm dünya üzerindeki varlığını arttırmasına olanak sağlamıştır. 2000 senesinde Duff&Phelps adlı kredi derecelendirme şirketini bünyesine geçirdikten sonra uluslararası düzeydeki varlığını arttırmıştır (Bostancı, 2012:98).

## 5. Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Not Sistemleri

Derecelendirme (rating) kuruluşları yaptıkları istatistiksel analizlerden çıkan sonuçları herkesin anladığı bir şekilde harflerle ifade edilen sembolleri kullanarak yayınlarlar. Moody's ise en yüksek kredi derecesine "Aaa" veya "Aa1, Aa2, Aa3" notunu vermektedir. Yüksek bir kredi derecesi olan "A1, A2, A3" notu ülkenin finansal taahhütleri karşılamak için güçlü kapasiteye sahip olduğu fakat olumsuz ekonomik koşullardaki değişimlere karşı duyarlı olduğu anlamına gelmektedir. Yatırım yapılabilir bir görünüme sahip olan ülkelere verilecek notlar "Baa1, Baa2, Baa3" ile simgelenmektedir. "Ba1, Ba2, Ba3" kredi notu ise piyasa katılımcıları tarafından düşünülen en yüksek riskli nottur. Spekülatif değer taşıyan ve yatırım yapılamaz durumda olan finansal varlıklar için ise "B1, B2, B3", "Caa, Caa3, Ca" ve "D" harfleri kullanılmaktadır (Karagöl, Mihçioğur, 2012:15).

Tablo 2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Sistemi.

Standart&Poor's	Fitch	Moody's	Not'un Açıklaması	
AAA	AAA	Aaa	En yüksek derece	Yatırım Yapılabilir Seviye
AA+	AA+	Aa1		
AA	AA	Aa2	Yüksek derece	
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1		
A	A	A2	İyi kredi derecesi	
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1		
BBB	BBB	Baa2	Ortanın altı seviye	
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1		Spekülatif Seviye
BB	BB	Ba2	Yatırım yapılmaz	
BB-	BB-	Ba3		
B+	B+	B1	Spekülatif	
B	B	B2	Önemli derecede spekülatif	
B-	B-	B3		
CCC+	Ccc	Caa		
Ccc	Cc	Caa3	Şiddetli riskli	
Cc	C	Ca	Aşırı spekülatif	
D	DDD DD D	D	Yükümlülüğünü yerine getiremez	Default

Kaynak: S&P, Moody's ve Fitch; akt: Karagöl ve Mihçioğur, 2012:16.

Standard&Poor's kuruluşunun ülkelere ait kredi notları ise şu şekildedir (Bostancı, 2012:97):

AAA : Bu nota sahip olan ülkeler borcunun ana parası ve faizini ödemedede çok yüksek bir geri ödeme kapasitesine sahiptir.

AA : En iyi sayılan bir önceki not grubundan çok az farka sahip olan bu not grubuna sahip ülkeler yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptir.

A : Bu nota sahip olan ülkeler yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptir ancak ekonomik koşullardaki değişmelere üst derecelere kıyasla daha duyarlıdır.

BBB : Bu nota sahip olan ülkeler borcunu ödemesinde yeterli kapasiteye sahiptir ancak ortaya çıkabilecek ufak bir belirsizlikte üstteki nota sahip ülkelerden çok fazla çabuk ve fazla etkilenir.

BB : Bu ülke ekonomisinde belirsizlikler vardır ve bu belirsizlikler borç ödeme dengelerini etkileyebilecek karakteristiktir.

B : Ülkede yüksek oranda risk vardır ancak şu anda geri ödemelerini gerçekleştirebilecek düzeyde gözükmektedir.

CCC : Bu ülke büyük ihtimalle borç ödemelerini gerçekleştiremeyecektir.

CC : Bu ülkenin ekonomik tablosu çok kötü durumda ve borcunu geri ödeyememesi kesindir.

C : Bu nota sahip ülke iflasın eşiğindedir.

D : Ülkenin iflası kesindir ve borçlarını ertelemeyen ödeyebilmesi imkansızdır.

## **6. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının İşleyişi**

Bir şirket, nakit ihtiyacı duyduğunda (Yardımcıoğlu ve Bora, 2013:115):

a. Banka kredisi çekebilir; b. Şirket hissesi satabilir; c. Tahvil satabilir.

Şirketler genellikle düşük maliyetli olması nedeniyle tahvil basmayı diğer iki seçeneğe tercih ederler. Potansiyel tahvil satıcıları, finansmanın düzenlenmesi ve bir kredi kuruluşu ile çalışmak için genellikle bir yatırım bankası ile iletişime geçerler. Kredi derecelendirme kuruluşu, tahvil alıcıları için bu yatırımın güvenilirliğini değerlendirir (Korkmaz, 2010:40).

Derecelendirme süreci, şirketin derecelendirme kararı aldıktan sonra başlayan ve sözleşme yapılan derecelendirme şirketinin yapacağı analizler sonucu notun ilan edilmesine kadar geçen süreçtir. Derecelendirme kararından sonra derecelendirme şirketi ile sözleşme imzalanır. Derecelendirme şirketi ilgili firmayı araştırmak için bir analist ya da derecelendirme uzmanı atar. Bu analist/uzman finansal, ekonomik ve teknik analizlere bağlı kalarak şirketin yayınladığı finansal tabloları ve ihraççı tarafından yayınlanmış diğer belgeler üzerinden sektörün durumunu da ele alacak şekilde detaylı bir analiz yapar. Bu çalışmalar gizlilik içinde ve özellikle ilk ihraçlarda ihraççı kurumun merkezinde

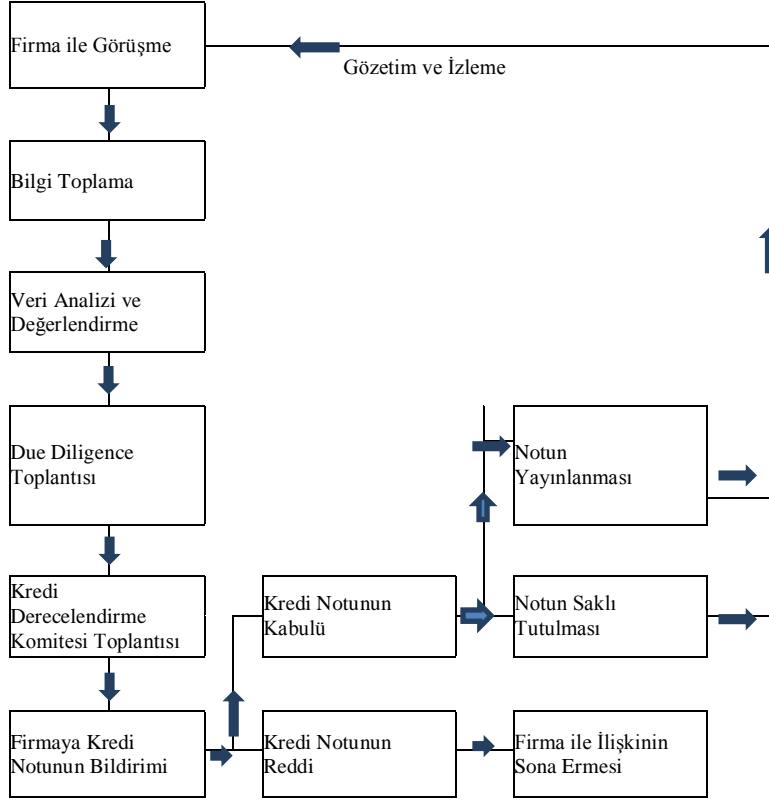


yapılarak ihraççının faaliyet durumu gözlenerek, kurum gerçeğe daha yakın şekilde incelenir. Kurumun son beş yıllık finansal verileri, geleceğe dönük projeleri analiz edilir. Analizlerde kurumun sadece mali verileri incelenmekle kalmaz, bunun yanı sıra faaliyette bulunulan sektör, ekonomik yapı içindeki piyasa şartları, ekonominin genel yapısı, siyasi durum da çeşitli yöntemlerle analiz edilir (Halıcı, 2005:88). Bilgi ve belgeler toplandıktan sonra şirket yöneticileri ile bir toplantı (Due Diligence) yapılır. Derecelendirme şirketlerinin kendine has metodolojileri sonucunda ortaya çıkan not, kredi derecelendirme komitesinde oylanır ve şirkete bildirilir. Şirket bu notun açıklanmamasını isteyebilir. Ya da bu puanın gerçeği yansıtmadığı şüphesi varsa itiraz edebilir. Şirket bu notu onaylarsa kamuoyuna açıklanır. Bundan sonraki süreçte şirket ile derecelendirme kuruluşu arasındaki bağ kopmamaktadır. Bu ilişki uzun vadeli devam eder. Derecelendirme kuruluşu firmayı bundan sonraki süreçte de takip edecektir. Şirketin iş yaptığı ortam sürekli izlenecek eğer bir değişim olursa şirketten bilgi istenecek tekrar toplantılar yapıp bilgi alışverişinde bulunulacaktır. Hedeften sapmalar, yönetim ya da üretim politikalarındaki değişim masaya yatırılacaktır.

Firma derecelendirilmesi yapılırken aşağıdaki faktörler dikkate alınarak değerlendirme yapılır (<http://www.turkrating.com/metodolojiler/kurumsal-sirketler/>, E.T: 02.01.2014):

- Son ekonomik gelişmeler,
- Ekonomik ve finansal yönetimin kalitesi,
- Ekonominin derinliği ve incelikleri,
- Ekonomi politikalarının istikrarı,
- Politik sistemin verimliliği ve istikrarı,
- Uzun vadeli eğilimler ve beklenen gelecek performans.

Şekil1. Firma Derecelendirme Süreci.



Kaynak: Turkrating ve Kobirate.

## 7. Derecelendirme Kurumlarının Kriz Durumundaki Rolü

Krizi, önceden bilinmeyen, öngörülemeyen ekonomik ve ekonomik olmayan bazı gelişmelerin etkisiyle ekonomik konjonktürdeki yön değiştirme, yani bir ilerleme döneminden uzun ya da kısa bir bunalım evresine geçiş olarak tanımlayabiliriz (Aydın, 2006:21).

Krizlerin özellikleri şu şekilde sıralanmaktadır:

- Önceden bilinmemesi ya da öngörülememesi,
- Kısa ya da uzun süreli olması,
- Yayılma etkisinin bulunması.

19. y.y. başlarından günümüze kadar etki dereceleri birbirinden farklı birçok kriz yaşanmıştır. 19. y.y.'da ortaya çıkan ve dünya ekonomisini etkileyen 1825, 1836 -1847, 1857, 1866, 1873, 1882-84, 1890-93 krizlerinin oluşum sebepleri daha çok savaş, mali spekülasyon ve kıtlıklardır. 20 ve 21. y.y.'da ortaya çıkan krizler ise kapitalist ülkelere özgü nitelikler taşımaktadır. Bu krizler 1900, 1907, 1913, 1920 krizleri, 1929 Büyük Bunalımı, 1973 – 1978 Petrol Krizleri

olarak sıralanabilir. 1990’lardan sonra da küreselleşmenin hız ve boyut değiştirmesine bağlı olarak dünyanın farklı bölgelerinde krizler yaşanmıştır. Bunlar, Avrupa para sistemine bağlı 1992-1993 Avrupa, 1994 Meksika “tekila”, 1994 Türkiye, 1997-1998 Asya, 1998 Rusya, 1999 Brezilya, 2000-2001 Türkiye, 2001 Arjantin ve tüm dünyayı etkileyen 2008 Amerika “mortgage” krizidir (Yücel ve Kalyoncu, 2010:54).

Büyük bunalım 1929’da başlayan etkisini 1930’lu yıllar boyunca gösteren ekonomik buhrana verilen isimdir. 1929 krizi işsizliğin, ekonomik daralmanın nedeni olmuştur. Ekonomide yeni akımların temelleri bu kriz nedeniyle atılmıştır (Turan, 2011:58). 1930’lu yıllardan sonra küresel sistemdeki ekonomik krizlerin görülme sıklığı giderek artmış 1980’lerden sonra daha çok görünür olmuştur. Neolibereal dönemde piyasaların birbirine eklenmiş olması, ortaya çıkan krizin yayılarak diğer piyasalarında çökmesine neden olmuştur (Birdişli, 2012:446).

Tablo 3. Modern Küresel Kapitalist Krizler.

Yıl	Krizin Çıkış Noktası
1994-1995	Meksika ekonomi krizi, Meksika pezosunda yapılan ani devalüasyon sonucu ortaya çıktı ve Latin Amerika’yı etkiledi (tequila effect).
1997-1998	Asya finansal krizi Tayland’da baht’ın çökmesiyle başladı. Fakat borsanın çökmesiyle çoğu güney Asya ülkesini ve Japonya’yı etkiledi.
1998	Rusya finansal krizi emtia fiyatlarının aniden düşmesiyle para ve bono piyasalarıyla borsada yaşanan çökme sonucu ortaya çıktı ve Asya finansal krizini tetikledi.
1999-2002	Arjantin finansal krizi, Arjantin ekonomisine yatırımcıların güveninin sarsılmasıyla başladı ve Arjantin de GDP’nin düşmesine neden oldu. Önemli miktarda para ülke dışına çıktı.
2000	DOT-com krizi: IT firmasıyla ilgili hisse senetlerinde 1998 yılından beri yaşanan spekülasyon artışının ardından patlayan DOT.com köpüğü krize neden oldu.
2002	Arjantin kriziyle bağlantılı olarak Uruguay’da başlayan banka krizleri bankaların kitlesel çöküşüne neden oldu.
2007-2008	ABD’de başlayan mortgage krizi tüm dünyayı etkiledi.
2007-2009	Küresel finansal kriz.

Kaynak: (Heywood, 2011:106 akt: Birdişli, 2011).

Bu krizlerde kredi derecelendirme kurumlarının rolü oldukça tartışılmıştır. Kredi derecelendirme kurumlarının bazı ülkeler ve şirketlerin yaşadığı belli başlı krizler üzerindeki etkisi şu şekilde açıklanabilir:

### 7.1. Meksika Krizi

1994-1995 yıllarındaki Meksika krizi diğer ülkelerle karşılaştırıldığında istikrarın sağlandığı bir dönemde ortaya çıkmıştır. Meksika'nın ekonomik durumu birçok ülkeye örnek olabilecek durumdaydı. Meksika 1980'lerin ortalarında kamu maliyesini düzeltmek istemiş bunun neticesinde özelleştirme faaliyetlerine başlamıştır. 1990'lı yıllarda 18 kamu bankası özelleştirilmiş, faiz oranları serbest bırakılmış, kredi sınırlamaları ve bankaların kasalarında likit tutma zorunluluğuna son verilmiştir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:113). Rezervlerin azalması nedeniyle mevcut durumun sürdürülememesi sonucu Meksika pezosuna devalüasyonu getirmiştir (Turan, 2011:59). 23 Eylül 1994'de S&P Meksika'nın kredi notunu BB+ olarak açıklamışken 10 Şubat 1995'de notunu BB'ye düşürmüş ve daha sonra kredi notunu (-) olarak belirlemiştir. Kredi derecelendirme kurumlarının yaptığı not değişikliği krizin daha da yayılmasına neden olmuştur (Kraussl, 2000:14).

### 7.2. Asya Krizi

Temmuz 1997'de Tayland'da başlayan kriz, bölgenin diğer ülkeleri Malezya, Endonezya, Güney Kore, Filipinler, Hong Kong ve Singapur'a yayılmıştır. 1997 Asya finansal krizin nedenleri arasında iki yaklaşım söz konusudur. Birinci yaklaşımda Asya ülkelerinin yapısal ve politik bozuklukları 1997'de para ve finansal krizi tetiklemiştir. Kriz başladıktan sonra piyasanın aşırı reaksiyonu ve piyasada yer alan aktörlerin davranışı sonucunda kurlarda, varlık fiyatlarında ve ekonomik aktivitede daha büyük çöküntü yaşanmıştır. İkinci yaklaşımda ise, 1997'deki finansal kargaşa, piyasa beklentilerinde ve yatırımcıdaki güven bozukluğuna bağlanmıştır (Seyidoğlu ve Yıldız, 2006:180). Finansal kriz sonrası ülkelerin paraları değer kaybetmiş, borsaları çökmüştür, ekonomi küçülmüştür, işsizlik artmıştır, uluslararası alanda kredi akışı düşmüştür, bankalar ve şirketler iflas etmiştir, faizler yükselmiş ve ticaret hacmi düşmüştür (Turan, 2011:61). Bu kriz sonucunda ülkelerin kredi notlarında kredi derecelendirme tarihinin en büyük not düşürümleri yapılmıştır. Tablo 4'de görüldüğü üzere S&P, 1 Temmuz 1997'de Tayland'a A notunu vermiş iken kriz sonrası 30 Kasım 1998'de bu notu BBB- seviyesine düşürmüştür. Endonezya'ya 1 Temmuz 1997'de BBB notunu veren S&P, 30 Kasım 1998'de bu notu CCC+ seviyesine indirmiştir. Aynı şekilde Kore'nin AA- notu BB+'ya, Malezya'nın A+ notu BBB-'ye düşürülmüştür. Kriz sonrası Endonezya ve Kore'nin notu sekiz basamak, Malezya'nın beş basamak, Tayland'ın dört basamak aşağı düşmüştür. Bu duruma finans piyasaların reaksiyonu güçlü olmuştur (Kraussl, 2000:5).

Tablo 4. Standard&amp;Poor's un Asya krizi sırasındaki not değişimi.

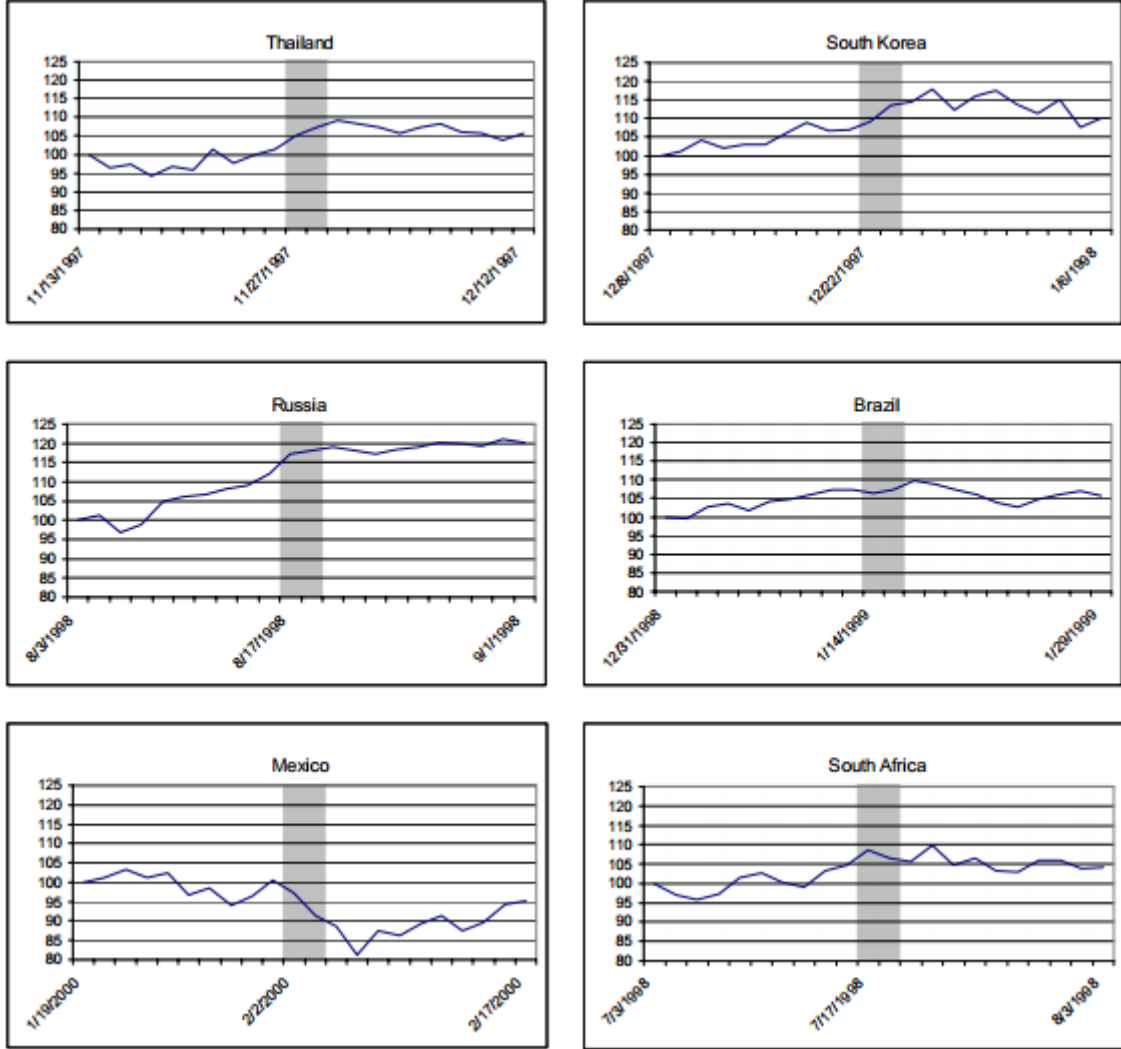
Ülkeler	1 Temmuz 1997	30 Kasım 1998
Endonezya	BBB	CCC+
Güney Kore	AA-	BB+
Malezya	A+	BBB-
Tayland	A	BBB-

Kaynak: (Kraussl, 2000).

Asya krizinden sonra kredi derecelendirme kurumlarının krizleri öngörememesi eleştiri almıştır. Rating kuruluşlarının ülke kredi notlarını bir seferde birden çok kademe indirmesi de özellikle eleştirilen diğer bir husus olarak öne çıkmaktadır. Ülkelerin finansal, mali ve ekonomik göstergelerinde önemli bir değişiklik olmaksızın yapılan büyük not indirimleri, rating kuruluşlarının ülkeler hakkında sağlıklı analizler yapamadıkları ya da ülke kredi notlarının güvenilir olmadığı yönündeki endişeleri artırmaktadır (Gür ve Öztürk, 2011:77). 27 Kasım 1997'de Moody's'in Tayland'ın notunu Ba1'den negatif görünümünü koruyarak Baa3 yatırım yapılır seviyesine indirmesi dolayısıyla ortaya çıkan spekülatif pazar piyasa endeksi baskısı, finansal pazar tepkisinin güçlü olduğunu göstermiştir (Şekil 2).

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE FİNANSAL KRİZLERE  
ETKİLERİ

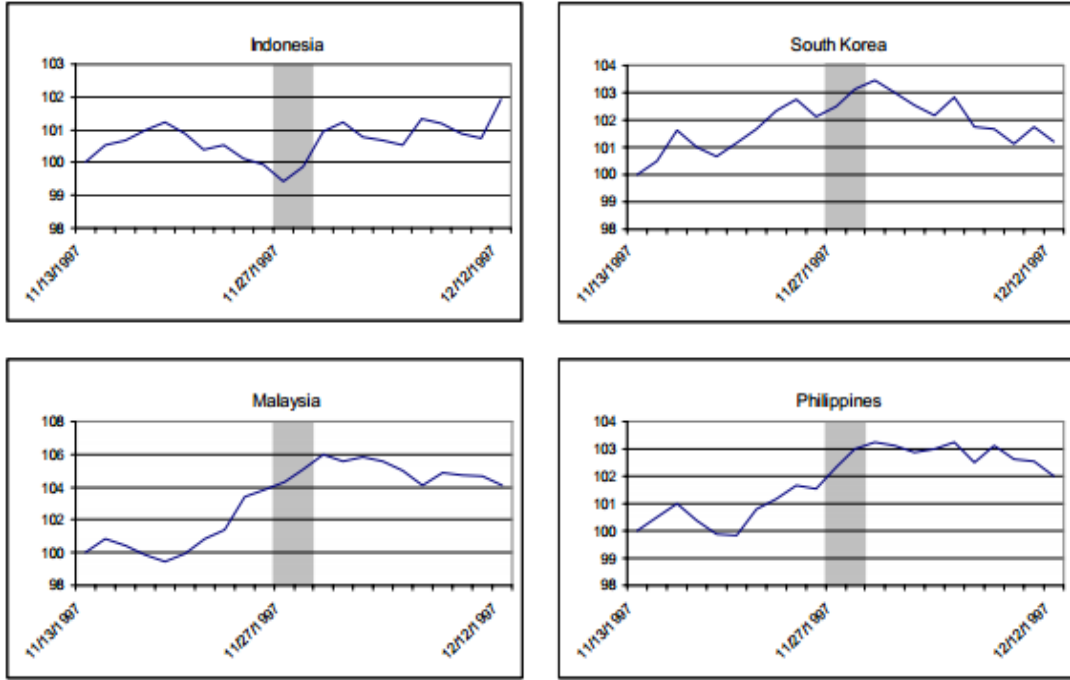
Şekil 2. Kısa Dönemde Kredi Derecelendirme Kurumlarının Ülkeler Üzerine Etkisi.



Kaynak:(Kraussl, 2003).

Şekil 2’de 22 Aralık 1997’de S&P ve Moody’s’in Güney Kore’nin notunu yatırım yapılabilir seviyenin altına indirmesinin pazar piyasa endeksi üzerindeki baskısı görülmektedir. Güney Kore üzerindeki güçlü spekülasyon piyasa endeksi baskısını sadece rating kuruluşlarının not düşümüne bağlamak yanlış olur. Çünkü aynı günde Moody’s Endonezya, Malezya ve Tayland’ın da notlarında düşüme gitmiştir (Kraussl, 2003:30). Ayrıca Şekil 3’de Moody’s in Tayland’ın notunu düşürmesinin Endonezya, Güney Kore, Malezya ve Filipinler’deki finansal pazarın tepkisini göstermektedir.

Şekil 3. Kısa dönemde Tayland'ın 27 Kasım 1997'de not düşümünün etkileri.



Kaynak: (Kraussl, 2003).

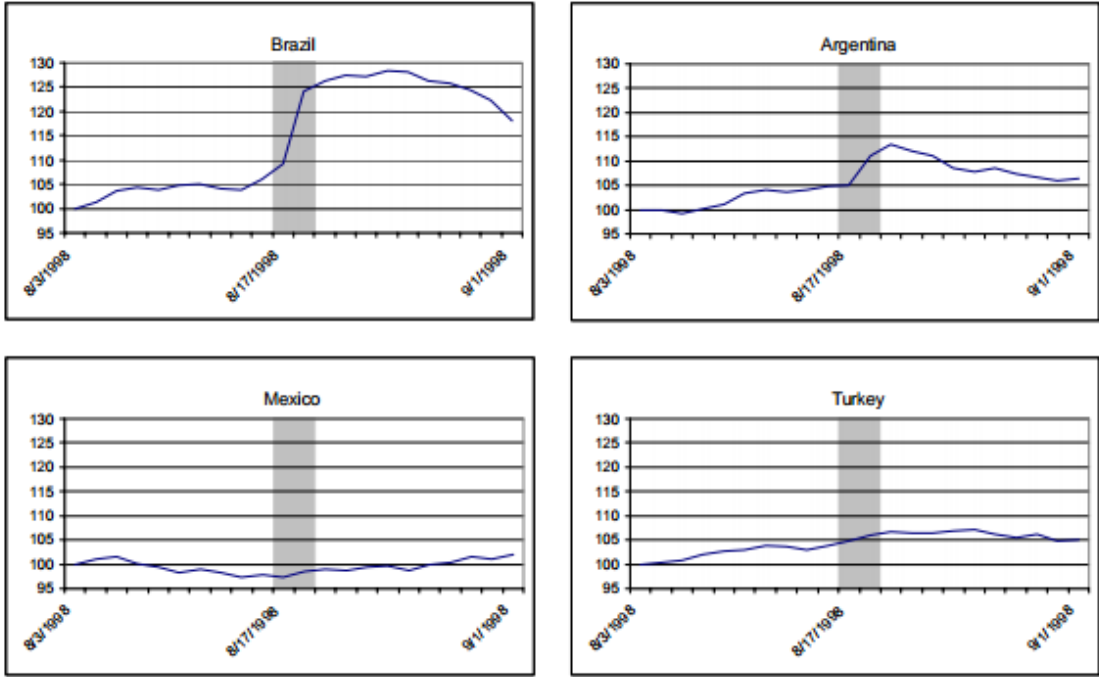
### 7.3. Rusya Krizi

1991 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla Rusya'da merkezi yapıli ekonomiden serbest piyasa ekonomisine geçerken Ocak 1992'de fiyatlar serbest bırakılmış, dış ticaret liberalizasyonu gerçekleştirilmiş, devlete ait işletmelerin büyük çoğunluğu özel sektöre devredilmiştir. Fakat Rusya'da 1998 Ağustos ayında rublenin devalüasyonu ile başlayan ve kısa süreli borçların ertelenmesine neden olan kriz patlak vermiştir. Krizi tetikleyen dış faktörler, Asya ülkelerinde meydana gelen mali kriz ve dünya enerji fiyatlarındaki düşüş olurken; merkezi planlı finansal yapıdan serbest piyasa ekonomisine geçerken uygulanan politikanın yeterli mali ve yapısal reformlarla desteklenmemesi sonucu bütçe gelirlerini toplamadaki zorluklar, giderlerin dış borçlanma ile karşılanmaya çalışılması, kısa süreli borçların artması ve yatırımlarda yaşanan sıkıntılardan dolayı üretimin azalması krizi oluşturan iç faktörler arasında sayılır (Seyidoğlu ve Yıldız, 2006:362). 1998'de Rusya'da meydana gelen kriz sonrasında S&P Rusya'nın notunu B- den, negatif görünümünü koruyarak CCC'ye düşürdü (Tablo 5). Diğer kredi derecelendirme kurumlarından da benzer haberlerin alınması ile 17 Ağustos 1998'de Rusya devalüasyon yapmak zorunda kalmış ve dış borçların ödenmesi askıya alınmıştır (Kraussl, 2003:30). Şekil2'de bu durumun spekülative pazar piyasa endeksi üzerindeki kısa dönemdeki etkisi görülmektedir. Şekil 4 de Rusya'nın not düşümünün Brezilya, Arjantin, Meksika ve Türkiye finans pazarı

## KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE FİNANSAL KRİZLERE ETKİLERİ

üzerindeki etkisini göstermektedir. Özellikle Rusya'nın S&P tarafından kredi notunun düşürülmesi, Brezilya spekülasyon pazar endeksi baskısında %20'den fazla artışa sebep olmuştur. Rating kuruluşlarının ülkelerin kredi notlarını düşürmesinin sadece not düşümü yapılan ülkeyi etkilemediği ayrıca bu olayın diğer finansal pazarlara yayılmasına da etki ettiği görülmektedir (Kraussl, 2003:32).

Şekil 4. Kısa dönemde Rusya'nın kredi notunun düşürülmesinin diğer pazarlara etkisi.



Kaynak: (Kraussl, 2003:24).



Tablo 5. Ocak 1997-Aralık 2000 dönemlerinde S&amp;P ve Moody's in Rusya'ya verdiği notlar.

Tarih	S&P	Moody's
01.01.1997	BB-(N)	Ba2 (N)
12.19.1997	BB-(O-)	
02.03.1998		Ba2 (CW-)
03.11.1998		Ba3 (N)
05.27.1998	BB-(CW-)	
05.29.1998	B1 (N)	
06.09.1998	B+ (N)	
08.13.1998	B-(O-)	B2 (N)
08.17.1998	CCC (O-)	
08.21.1998		B3 (N)
09.16.1998	CCC-(O-)	
01.27.1999	SD	
04.10.2000		B3 (O+)
08.23.2000		B3 (CW+)
11.13.2000		B2 (N)
12.08.2000	B-(N)	

Kaynak: (Kraussl, 2003).

#### 7.4. Türkiye Krizi

1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisinin durumu, kamu sektörünün daha aktif olduğu bir yapıdaydı. Ekonomide kamu sektörü ağırlıklı olduğundan kamu borcunun milli gelire oranı yüzde 10 civarında, geri ödeme oranı ise daha düşük seviyelerde kalmıştır. Bu oranının düşük olmasına rağmen, 1989 yılında dışa açılma ile birlikte gelen yabancı sermaye parasal tabanı genişletmiş, bu parasal taban Merkez Bankası tarafından sterilize edilmek yerine büyük oranda hazine kağıtlarıyla likidite kamu tarafından kullanılabilir hale getirilmiş ve bu durum enflasyonist bir etki yapmıştır. Aynı zamanda açıklanan özelleştirmelerin yapılmaması ve enflasyonun yüksek düzeylerde seyretmeye devam etmesi sebebiyle 1993 yılına gelindiğinde ülke notu, kredi derecelendirme kuruluşu Moody's tarafından yatırım yapılabilir seviyeden (Baa3) spekülasyon seviyesine (Ba1) indirilmiş, bu da Türkiye'yi ani olarak dalgalanmaya itmiştir. Bu durum 1994 krizini etkileyen unsurlardan biri olmuştur. 1994 krizinde S&P ve Moody's Türkiye'nin notunu art arda düşürerek yatırım yapılabilir seviyeden spekülasyon seviyesine indirmişlerdir. Fitch ise 1995 yılında Türkiye'nin kredi derecelendirme notunu (BBB) 'den (BB-)'ye, 1996 yılında ise (B+)'ya indirmiştir. 2004 yılına kadar farklı bir seyir izlemeyen derecelendirme notu 2004 yılında S&P (BB-), 2005 yılında da Moody's (Ba3) ve Fitch tarafından (BB-)' ye yükseltilmiştir. JCR ise 2001 krizine kadar Türkiye'nin notunu değiştirmemiş sadece görünümünü değiştirmiştir (Tablo 6). Türkiye 1990'lı yıllarda alınan bu düşük notlar sebebiyle uluslararası piyasalarda borçlanırken vade yapısı ve maliyeti daha uygun olan

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE FİNANSAL KRİZLERE  
ETKİLERİ

piyasalardan borçlanamamıştır ve bu durum ekonomiyi olumsuz etkilemiştir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012:18).

“1994 krizinin başlangıcında bekleyişlerin kötüleşmesine katkıda bulunan faktörlerden biri, Ocak ayının ortasında kredi derecelendirme kurumları tarafından Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesi olmuştur. Ülkenin kredi notunun düşürülmesi, yabancı yatırımcıların ülkeye yatırım yapma konusundaki düşüncelerini olumsuz yönde etkilemiştir. Böyle olunca bir taraftan sermaye girişlerinde keskin bir geri dönüş yaşanmış, bir taraftan da döviz mevduatları geri çekilmeye başlamıştır. Bu durum karşısında bankalar mevduat geri çekişlerini karşılamak ve döviz açık pozisyonlarını kapatmak için döviz alımına geçmişlerdir. Sonuçta faiz oranlarımızla yükselmiş ve yerli para önemli ölçüde değer kaybetmiştir” (Balmumcu, 2006:125).

Tablo 6. Türkiye'nin Dört Kredi Derecelendirme Kuruluşu Tarafından Verilen Kredi Notları (1992-2000 Yılları Arası Yabancı Para Cinsinden).

Tarih	Moody's	Tarih	S&P	Tarih	Fitch	Tarih	JCR
05.05.92	Baa3	04.05.92	BBB (durağan)				
08.10.93	Baa3 (olası not indirimi için izleme)	03.05.93	BBB (negatif)				
13.10.94	Ba1	14.01.94	BBB- (negatif)	10.08.94	B	18.01.94	BBB
06.04.94	Ba1 (olası not indirimi için izleme)	22.03.94	BB (negatif izleme)			15.08.94	BB+
02.06.94	Ba3	29.04.94	B+ (negatif izleme)				
		16.08.94	B+ (durağan)				
		24.07.95	B+ (pozitif)	26.09.95	BB-	02.11.95	BB+
		18.10.95	B+ (durağan)				
		17.07.96	B+ (negatif izleme)	20.12.96	B+	14.05.96	BB+ (izleme)
		13.12.96	B (durağan)			19.11.96	BB
09.01.97	Ba3 (olası not indirimi için izleme)						
13.03.97	B1						
		10.08.98	B (pozitif)			23.08.99	BB (izleme)
30.11.99	B1 (pozitif)	21.01.99	B (durağan)				
		10.12.99	B (pozitif)				
24.07.00	B1 (pozitif) (olası not artırım için izleme)	25.04.00	B+ (pozitif)	10.04.00	B+ (pozitif izleme)	28.01.00	BB+

Kaynak: Türkiye'nin Kredi Notu Gelişimi, Mynet Finans, akt: Karagöl ve Mihçioğur, 2012.

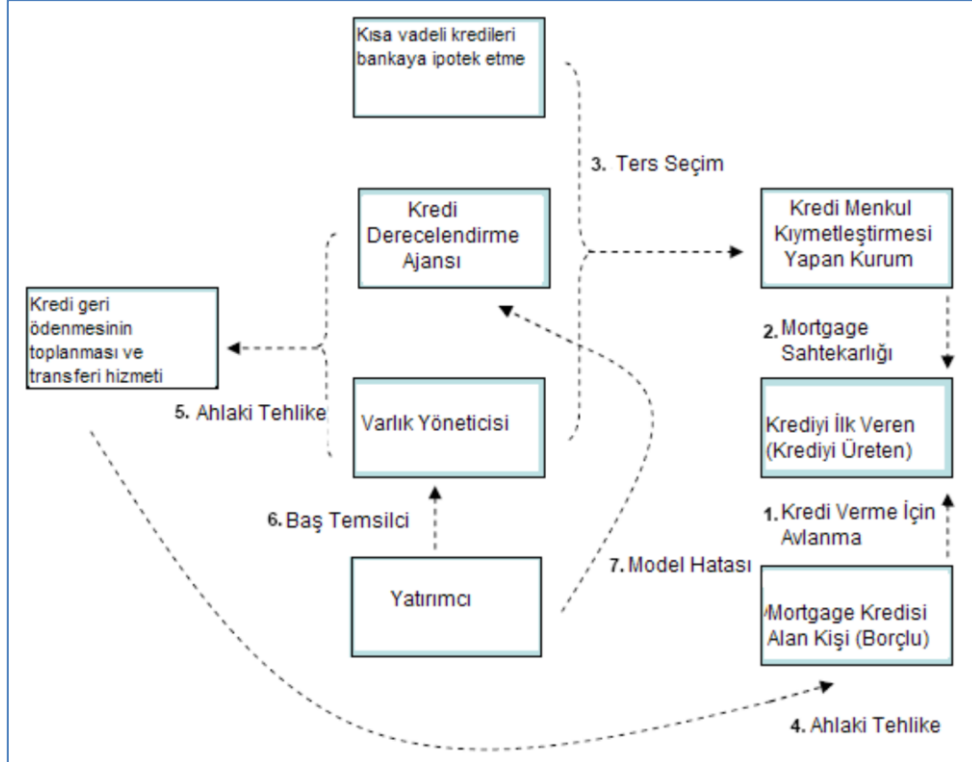
### 7.5. Amerika Mortgage Krizi

Faizlerin düşük olduğu dönemlerde artan risk iştahıyla kişilerin kredi geçmişlerine bakılmadan verilen sub prime mortgage kredilerinde, faizlerin yükselmesiyle birlikte temerrütler ve icra yoluyla satışlar artmaya başlamış ve bu durum karmaşık türev araçlarla finansal sisteme yayılarak dalgalanmaya neden olmuştur (BDDK, 2008:45). Konuyla ilgili olarak birçok ekonomist ve politikacı, kredi derecelendirme kuruluşlarını 2008 krizinde özellikle yüksek riskli mortgage kredilerini dayanak oluşturdukları, düşük kalitedeki türev ürünlere yüksek notlar vererek kredi piyasasında oluşan balona katkıda buldukları yönünde eleştirmektedir (Ryan, 2012).

Mortgage piyasalarında RMBS (Residential Mortgage-Backed Security) fiyatlanması konusunda en büyük sorumluluk kredi derecelendirme kuruluşlarına düşmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği kredi notları kredi piyasasından menkul kıymet piyasasına kadar fiyatlamanın temelini oluşturmaktadır. Finansal aktörler risk-getiri düzeyinin ölçülmesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği kredi notlarını dikkate alırlar (Bostancı, 2012:62). Kredi derecelendirme kuruluşları ard arda mortgage kredilerine dayalı tahvillerin notunu indirirken paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki artışla birlikte bu ürünleri nakde çevirmek de zorlaşmıştır. Aynı kredi derecelendirme kurumlarının, bu tahvillere yakın tarihlerde olumlu notlar verirken, bir anda not indirimlerine gitmesi sistemin sorgulanmasını da beraberinde getirmiştir. Bu yatırım araçlarının fiyatları oldukça düşmüş ve milyarlarca dolarlık fonlar değerini kaybetmiştir (BDDK, 2008:57).

Kredi derecelendirme şirketlerine yönelik yapılan eleştirilerin birisinde ABD soruşturma senatosu, bu kuruluşların ABD konut piyasasının çökmeye başlamasından bir ay sonra bile RMBS'lere en üst seviye notlarını tahsis etmeye devam ettiklerini belirtmiştir (Ryan, 2012).

Şekil 5. Eşikaltı Mortgage Kredisi Menkul Kıymetleştirilmesinde Temel Oyuncular ve Sürtüşmeler.



Kaynak: Ashcraft, Adam B., Til Schuermann (2008), akt: Varderi ve Dursun, 2010.

Şekil 5’de eşikaltı mortgage kredi menkul kıymetleştirilmesindeki temel oyuncular ve sürtüşmeler ve her düzeyde yaratılan ahlaki tehlike ve ters seçim problemi gözlemlenmektedir. Sürecin her adımındaki problem anlaşmazlıkların hepsini kapsayan asimetrik bilgidir (Varderi ve Dursun, 2010:144). Kredi derecelendirme kuruluşlarının asimetrik bilginin ortadan kaldırılması görevini yerine getirmemesi krizin büyümesine yol açmıştır.

Kredi değerlendirme kuruluşları eşikaltı ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetlerin erimesi ile başlayan dalgalanmada bırakınız yatırımcıları uyarmayı sorunun büyüklüğünü dahi algılayamamışlardır. Nitekim ABD Başkanı’na bağlı finans piyasaları çalışma grubu, 2008 yılında piyasaların yıkılmasıyla sonuçlanan ve 2007 yılı Haziran ayında başlayan dalgalanmalar öncesinde, kredi değerlendirme kuruluşlarının kredi riskini görmezden gelerek büyük bir hata yaptıklarını açıklamıştır. Değerlendirme kuruluşları, yüksek maliyetli ve problemlili varlığa dayalı menkul kıymetler için yanlış ve olması gereken değer çok üzerinde notlandırmalarda bulunarak milyonlarca ailenin evlerini kaybederek mali kâbus görmelerinde baş aktör olmuştur. Sonuç olarak,

ABD tarihinin gördüğü en büyük mali krizin merkezinde değerlendirme kuruluşlarının olduğu uzmanlar ve kamuoyu tarafından geniş kabul görmüştür (Şimşek, 2009).

Ağustos 2007’de SEC (Securities and Exchange Commission) üyeleri üç kredi derecelendirme kurumunun (Fitch Ratings, Ltd. (“Fitch”), Moody’s Investor Services, Inc. (“Moody’s”) and Standard&Poor’s Ratings Services (“S&P”)) mortgage krizi ile bağlantısını araştırmışlar ve şu sonuçlara ulaşmışlardır (SEC, 2008):

– 2002 yılından beri CDO ve mortgage kredilerine bağlı menkul kıymetlerin yapılarının karmaşıklığında ve sayılarında çok hızlı bir artış olmakla birlikte bazı derecelendirme şirketlerinin bu artışla başa çıkamadığı görülmektedir.

– Derecelendirme sürecinin çok önemli yanları her zaman net bir şekilde açıklanmamıştır.

– CDO ve RMBS’lerin derecelendirme prosedürü ve politikasının daha iyi dokümanlaştırılabilir olduğu görülmektedir.

– Kredi derecelendirme şirketleri her zaman derecelendirme sürecindeki adımları ve katılımcıları dokümanlaştırmamıştır.

– Kredi derecelendirme şirketlerinin iç denetim prosedürü şirketler arasında çok farklı yapıdadır.

## 7.6. Dot Com Krizi

“1990’lı yılların ikinci yarısında oluşan ve dot-com olarak tabir edilen balonun 2001’de patlaması ile birlikte ABD ekonomisi bir resesyona sürüklenmişti” (Ünal ve Kaya, 2009:3). 10 Mart 2000’de teknoloji ağırlıklı NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) endeksi tepe yaptı ve ardından hafifçe düştü. Önce düşüş ‘düzeltme’ diye algılandı. Fakat düşüşler devam etti ve önce yavaş sonra hızlı biçimde paniğe dönüştü. Altı gün içinde NASDAQ %9 civarında değer kaybetti. 2001’in başında endeks değerinin yarısından fazlasını da yitirmiş 2000’li seviyelerin bile altına inmişti. Sonuçta dünyanın her yanında boşa giden pek çok altyapı yatırımlarını ve kurulan yeni ekonomi şirketlerine yatırılan sermayeyi saymasak bile 2000 Mart’ından 2002 Ekim’ine kadar dot-com şirketlerinin piyasa değeri kaybı 5 trilyon \$’ı buldu. Dot-com krizine yol açan spekülasyon şüphesinde ABD’ye gelen yabancı likiditenin 1997 Asya-1998 Rusya krizleri nedeniyle artması önemli bir neden ise 2008 küresel ekonomi krizine giden yolu döşeyen ABD gayrimenkul spekülasyonuna da internet borsa balonunun patlaması sebep oldu (“Ekodialog”).

Dot-com krizinde çarpıcı bir örnek olan AOL (American Online) internet medya şirketi Mart 1992'de halka açıldığında değeri yaklaşık 62 milyon dolardı. Haziran 1998'de şirket hisseleri hızlı bir yükselişe girdi ve şirket değeri 19 milyar dolara ulaştı. Temmuz 1999'da şirketin değeri 105 milyar dolara yükselmişti. Ocak 2000 ayında şirket değeri 161 milyar dolara ulaştı ("Socialmedia", 2010).

AOL şirketinin hisselerinin halka arz edilmesinden sonra 1998 yılında Moody's tarafından verilen kredi notu B2 iken dot-com balonunun patlamasından hemen önceki kredi notu Baa1 yani kredi riski orta, yatırım yapılabilir anlamına gelmekteydi (Birdiqli,2012:454). Kredi derecelendirme kurumunun şirkete krizden önce Baa1 yatırım yapılabilir notu vermesi derecelendirme kurumlarının işlevini sorgular hale getirmiştir.

### **7.7. Enron Skandalı**

2000 yılı ABD'nin en büyük 500 şirketi (Fortune 500) sıralamasında yedinci sırada olan Enron, 1985 yılında birkaç şirketin birleşmesiyle kuruldu ve kurulduğu anda ABD'nin en büyük doğal gaz dağıtıcısı haline geldi. 2000 yılı gelirleri 100 milyar doları aşan Enron, enerji üretimi ve dağıtımını ile başlayıp, daha sonra enerji ticareti üzerinde yoğunlaşmış bir şirkettir. Şirket, zaman içerisinde, kendi başına adeta bir enerji borsası haline geldi ve ABD ile Avrupa'da enerji ticaretinin yüzde 20'sini gerçekleştiriyordu. Bunun yanı sıra, şirket birçok yeni alana da girmişti. Enron, bir yandan ABD'de enerji piyasasının liberalleştirilmesi için var gücüyle çabalarırken, diğer yandan da bu piyasada önemli bir oyuncu haline gelmişti ("Ekodialog"). Şirket'in batışına giden yoldaki en önemli kilometre taşları, yasal ve/veya yasadışı olarak uygulanan bazı muhasebe kuralları ve Enron dışında kurulmuş birçok SPE (Special Purpose Entity) şirket kanalıyla risklerin ve zararların bilanço dışına çıkarılarak gizlenmesi olmuştu. Bu işlemlerle ve diğer bazı ilişkiler sayesinde karlı ve parlak bir görüntü yaratılarak şirketin hisse senedi fiyatları yükseltilmişti. Enron'un, Ekim 2001'de zarar açıklaması ve Kasım 2001'de geçmişe dönük olarak gelirlerini düzeltmesiyle başlayan süreç, Aralık başında şirketin iflasını istemesiyle korkunç sona ulaştı ("Riskonomi"). Enron'un iflastan önce 63,4 milyar dolar aktif toplamı vardı (Tablo 7). Enron'un çöküşü kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliğini sorgular hale getirdi. Ekim ayı ortalarında Enron'a 'Baa', yani kredi verilebilir notu veren Moody's, bu notu ancak kasım sonlarında Junk Bond (batmış hisse) anlamına gelen 'B2'ye düşürdü.

Tablo 7. ABD'deki İflaslar ve İflas Öncesi Aktif Toplamı.

ABD'deki en büyük iflaslar		
Şirketler	İflas yılı	(milyar \$)
1. WorldComInc.	2002	107
2. EnronCorp.	2001	63,4
3. Texaco Inc.	1987	35,9
4. Financial Corp of America	1988	33,9
5. Global Crossing Ltd.	2002	25,5
6. Adelphia Communications Corp.	2002	24,4
7. Pacific Gas &ElectricCo.	2001	21,5
8. MCorp	1989	20,2
9. KmartCorp.	2002	17
10. NTLInc.	2002	16,8

Kaynak: (<http://arsiv.ntvmsnbc.com/news/165149.asp>, E.T:15.12.2013).

### 7.8. Kredi Derecelendirme Kurumlarının Şirketler Üzerine Negatif Etkileri

Kredi derecelendirme kuruluşları şirketler üzerine baskı oluşturmaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar şirketlerin geleceklerini etkileyebilmektedir. 1998 yılında Moody's firması, Alman Sigorta Şirketi Hannover Re'yi hiçbir ücret almadan derecelendirmek istemiş; fakat şirket başka bir derecelendirme kurumuyla çalışmakta olduğundan dolayı bu teklifi ret etmiştir. Moddy's'in buna rağmen şirketi derecelendirmesi ve diğer derecelendirme kurumunun olumlu değerlendirmesine karşın Moddy's'in olumsuz değerlendirme yapıp düşük not vermesi, şirket hisselerinin piyasa fiyatının birkaç saat içinde yüz milyonlarca dolar kaybetmesine neden oldu (Maliye Bakanlığı, 2005). Bu durum kredi derecelendirme kurumlarının yaptığı derecelendirmenin şirketler üzerinde yarattığı baskıyı açıkça göstermektedir. Kredi derecelendirme kurumlarının rekabet ortamından uzak oluşu ve oligopol bir yapının var olması, derecelendirme kurumlarına yöneltilen eleştirilerin başında gelmektedir (Ryan, 2012). Son zamanlarda sık eleştiri alan diğer bir konu, kredi derecelendirme kurumlarının yıllık ücret, izleme ücretleri yanında şirketin çıkardığı her bir tahvil için ücret almaları ve bu sebeple derecelendirme kurumlarının kazançlarının aşırı artmasıdır. Kredi derecelendirme kurumlarını diğer finansal piyasaların kapıcısından farklı kılan rating kurumlarının pazarın oligopol yapısından başarıyla faydalanması ve "Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşu" (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations - NRSRO) tarafından güçlendirilmesidir (Partnoy, 2006).

## SONUÇ

Küreselleşme ile ülkelerde patlak veren mali krizler arasında bir ilişki vardır ve yaşanmış krizler de bunu doğrulamaktadır. Dünya üzerinde bir bölgede meydana gelen mali kriz küreselleşmenin etkisiyle başka coğrafyalara da bulaşmaktadır. Yaşanan krizler incelendiğinde finansal krizin hakim olduğu ülkelerde makroekonomik politikaların başarıyla uygulanmadığı görülmektedir. 1990'lardan sonra Meksika'da, Asya ülkelerinde, Rusya'da, Brezilya'da ve Türkiye'de ortaya çıkan mali krizler ülkelerin refah seviyesini düşürmüştür.

Yatırımcıların yatırım yapacağı ya da borç vereceği ülkenin veya şirketin mali durumunu ve yükümlülüğünü yerine getirip getiremeyeceği, ne kadar riskin altına gireceğini bilmesi önemlidir. Bu durumda yatırımcıya görüş bildiren asimetrik bilginin azalmasını sağlayan kredi derecelendirme kurumlarının önemi günden güne artmaktadır. Kredi derecelendirme kurumları, derecelendirmeyi borçlunun belirli bir finansal yükümlülükten ya da finansal programdan kaynaklanan kredibilitesine ilişkin fikir vermek olarak tanımlasa da verilen not ülkeyi, firmayı ve yatırımcıyı oldukça fazla etkilemektedir.

Dünya üzerinde yaşanan Meksika krizi, Asya krizi, Rusya krizi, Arjantin krizi, 2008 küresel ekonomik kriz ve 2011 Avrupa borç krizinden derecelendirme kurumlarına yönelik bazı sonuçlar çıkarılmaktadır: Derecelendirme kurumlarının vermiş oldukları notlar yanıltıcı olmuş, bu krizleri önceden öngörme kabiliyetlerinin olmadığı kanısı oluşmuş, yüksek not alan ülkelerin kısa süre sonra finansal krize girmeleri, şirketlerin iflas etmeleri bu kurumların ekonomik çöküşlerdeki aktörlerden biri olarak görülmesine neden olmuştur. 1990'lı yıllardan sonra yaşanan krizler kredi derecelendirme kurumlarına olan güveni oldukça sarsmasına rağmen büyüyen finans sektörü yatırımcılar için risk değerlendirmesi yapacak, asimetrik bilgiyi azaltacak kurumların varlığına ihtiyacı artırmış ve bu kurumların yaygınlaşmasına ve güçlenmesine neden olmuştur.



## KAYNAKÇA

- Ashcraft, Adam B. ve Til, S. (2008) “Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 318, March, p.3
- Akçayır, Ö. (2013) “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye’nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)”, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aydın, Ü. (2006) “Türkiye’de 1980 Sonrası Dönemde Yaşanan Ekonomik Krizlerin Analizi”, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayınları, İstanbul.
- Balmumcu, Ö. (2006) “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Kamu Borç Stoku İlişkisi: Türkiye Örneği”, Muğla Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2008) “ABD Mortgage Krizi”, Çalışma Tebliği, Sayı:3
- Berker, A. Botan, Derecelendirme Kuruluşları, s.5, [http://www.fitchratings.com.tr/ftp/derecelendirme/drc\\_23.pdf](http://www.fitchratings.com.tr/ftp/derecelendirme/drc_23.pdf) (E.T: 25.12.2013).
- Birdişli, F. (2012) “Küresel Ekonomik Sistemin İşleyişi İçinde Kredi Derecelendirme Kuruluşları’nın İşlevi”, Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi II, Malatya, İnönü Üniversitesi, (19-21 Nisan 2012).
- Bostancı, C.M. (2012) “Küresel Krizin Dinamikleri ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredibilitesi”, Yüksek lisans tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Camanho, N. ve Deb, P. ve Liu, Z. (2012), “Credit rating and competition”. Financial Markets Group.
- Calvo, G. A. ve Mendoza, E.G. (2000) “Rational Contagion and The Globalization of Securities Markets”, Journal of International Economics, 51 (1), pp: 79-113.
- Çalışkan, Ö. (2003) “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerleme Kriterleri”, Sakarya Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, ss:2.
- Eren, E. (2010) “Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği”.
- Ege, İ. (2006) “Kredi Derecelendirme Sistemleri ve Kobiler”, 3. KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi, İstanbul Kültür Üniversitesi, 17-18 Kasım.

- Gür, H.T. ve Öztürk, H. (2011) “Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler”, *Sosyoekonomik Dergisi*, Temmuz-Aralık, s:69
- Halicı, S, N. (2005) “Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri”, Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karagöl, E. ve Mihçioğur, Ü. (2012) “Kredi Derecelendirme Kuruluşları; Alternatif Arayışlar”, Seta Rapor.
- Mullard, M. (2012) “The Credit Rating Agencies and Their Contribution to the Financial Crisis”, *The Political Quarterly*, Vol.83, No.1.
- Lawrance, W. (2010) “*Journal of Economic Perspectives*”, v24, N2, s:216.
- Yenmez, B. (2005) “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları, İşleyişleri ve Türkiye Değerlendirmesi”, Anadolu Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.
- Korkmaz, C. (2010) “Türk Bankacılık Sisteminde Kredi Derecelendirme Standartları ve İ.M.K.B.’ye Kote Olmuş Bir Şirkete Uygulanması”, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Yazıcı, M. (2009) “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi”, *Maliye ve Finans Yazıları*, Sayı: 82.
- Ryan, J. (2012) “The Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation”, Research Division EU Integration Stiftung Wissenschaft and Politik German Institute for International and Security Affairs, Berlin.
- T.C. Maliye Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Kredi Derecelendirme Kuruluşları Raporu, Rapor No:2, 2005.
- Sağlar, J. ve Kandemir, C. (2007) “Enron Olayı: Muhasebe Hilesi mi, Sistem Hatası mı?”, *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, cilt:11,s:1,ss:20-39.
- Partnoy, F. (2006) “How and why credit rating agencies are not like other gate keepers. Financial Gate keepers: Can they protect investors”, 59, 88.
- Yardımcıoğlu, M. ve Bora, K. (2013) “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri, İşleyişleri, Küresel Dünyadaki Rol ve İşlevleri”, *KSÜ İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, sayı:1,sf:111-118.
- Kraussl, R. (2003) “Do Credit Rating Agencies Add to the Dynamics of Emerging Market Crises?”, *Center For Financial Studies*, J.W.Goethe University Publication.

- Kraussl, R. (2000) "Sovereign Credit Ratings and Their Impact on Recent Financial Crises".
- Kraussl, R. (2003) "Do Changes in Sovereign Credit Ratings Contribute to Financial Contagion in Emerging Market Crises? *Center For Financial Studies*, J.W.Goethe University Publication.
- Yücel, F. ve Kalyoncu, H. (2010) "Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği". *Maliye Dergisi*. 159, 53-69.  
[http://dergiler.sgb.gov.tr/calismalar/maliye\\_dergisi/yayinlar/md/159/FatihY%C3%9CCEL.pdf](http://dergiler.sgb.gov.tr/calismalar/maliye_dergisi/yayinlar/md/159/FatihY%C3%9CCEL.pdf) (22 Şubat 2012).
- Vardareri, D. ve Dursun, G. (2010) "Asimetrik Bilgi Çerçevesinde 2008 Küresel Krizin İncelenmesi" *Bilgi Ekonomisi ve Yönetim Dergisi* 5.1.
- SEC. (2008) "Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff Examinations of Select Credit Rating Agencies", <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf> Erişim Tarihi: 05.01.2014.
- Ünal, A. ve Kaya, H. (2009) "Küresel kriz ve Türkiye". *Ekonomi ve Politika Araştırmaları Merkezi*, İstanbul.
- Şimşek, E. (2009) "Krizin Ortaya Çıkmasında Kredi Değerlendirme Kuruluşlarının Rolü", <http://ekonomi.haber7.com/ekonomi/haber/397120-global-krizin-suculu-derecelendirme-kuruluslari-mi>. (Erişim Tarihi: 01.01.2014).
- "Socialmedia", (2010) "Dotcom Krizinin 10. Yılında İnternet Nereden Nereye Geldi?", <http://www.socialmediatr.com/blog/dot-com-krizinin-10-yilinda-internet-nereden-nereye-geldi/> (Erişim Tarihi: 03.01.2014).
- "Ekodialog", "2000 Yılı Dotcom Krizi" <http://www.ekodialog.com/Konular/2000-yili-dotcom-krizi.html>. (Erişim Tarihi: 03.01.2014).
- "Ekodialog", "Enron Skandalı ve Sermaye Piyasaları" [http://www.ekodialog.com/Makaleler/enron\\_skandalı\\_sermaye\\_piyasaları.html](http://www.ekodialog.com/Makaleler/enron_skandalı_sermaye_piyasaları.html). (Erişim Tarihi: 03.01.2014).
- "Riskonomi", "Bir Dünya Devinin Çöküşü: ENRON Skandalı" <http://www.riskonomi.com/wp/?p=582>. (Erişim Tarihi: 03.01.2014).
- "Ntvmsnbc", "WorldCom iflas bayrağını çekti" <http://arsiv.ntvmsnbc.com/news/165149.asp>. (Erişim Tarihi: 15.12.2013).
- "Wikipedia", [http://tr.wikipedia.org/wiki/Kredi\\_derecelendirmesi](http://tr.wikipedia.org/wiki/Kredi_derecelendirmesi). (Erişim Tarihi: 20.12.2013).

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE FİNANSAL KRİZLERE  
ETKİLERİ

- Güloğlu, B. ve Altunoğlu, E. (2002) “Finansal Serbestleşme Politikaları Ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye krizleri”. İstanbul Üniversitesi SBF Dergisi, No 27.
- Seyidoğlu, H. ve Yıldız, R. (2006) “Ekonomik kriz öncesi erken uyarı sistemleri: makale derlemesi”. İstanbul: Arıkan Yayınları.
- Turan, Z. (2011) “Dünyadaki ve Türkiye’deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi”. Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt:4, Sayı:1.
- “SPK”,<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1&submenuheader=null> (Erişim Tarihi: 03.01.2014)
- White, L. J. (2010). “Markets: The credit rating agencies”. The Journal of Economic Perspectives, 24(2), 211-226.