

T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
EĞİTİM BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

KOBİLERİN HALKA AÇILMALARINDA DERECELENDİRME
VE PRATİK BİR DERECELENDİRME MODELİ
UYGULAMASI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
İLKER ÖRÜCÜ

ANKARA-2006

KOBİLERİN HALKA AÇILMALARINDA DERECELENDİRME
VE PRATİK BİR DERECELENDİRME MODELİ
UYGULAMASI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
İlker ÖRÜCÜ

Danışman
Doç. Dr. Ünsal BAN

ANKARA-2006

GAZİ ÜNİVERSİTESİ EĞİTİM BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İlker ÖRÜCÜ ‘nün “ KOBİLERİN HALKA AÇILMALARINDA DERECELENDİRME VE PRATİK BİR DERECELENDİRME MODELİ UYGULAMASI ” başlıklı tezi 10.01.2007 tarihinde, jürimiz tarafından Eğitim Bilimleri Enstitüsü, İşletme Eğitimi Anabilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Adı Soyadı

İmza

Üye (Tez Danışmanı):

.....

Üye :

.....

Üye :

.....

ÖNSÖZ

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler (KOBİ) yaratılan katma değer, üretim ve istihdam vb.bakımından Türkiye'nin ekonomik ve sosyal alanında önemli bir yer işgal etmektedirler. KOBİ'lerin uygun ve zamanlı finansman kaynaklarına ulaşmaları yeni kurulan ve büyüyen işletmeler açısından büyük önem taşımaktadır. KOBİ'ler için diğer ülkelerdekine benzer teşvik ve destekleme sistemleri ülkemizde de uygulamaya konulmuş, fakat halen, KOBİ'lerin en önemli sorunu olan finansman sorunu çözölememiştir.

Bu noktada çözüm olarak, KOBİ'lerin sermaye piyasasından fon sağlaması gündeme gelmektedir. Ülkemizde Kobi Borsası açılması yolundaki çalışmalar son aşamasına gelmiş bulunmaktadır. Halka açılarak finansman temini yoluna gidebilecek olan firmalar ise bu global arenada borçlanma kapasitesinin ve maliyetlerinin belirleyicisi konumuna gelen ve yatırımcıların yatırım kararı almalarında ve şirketlerin yükümlölüklerini yerine getirme güçlerinin değeriendirilmesinde sıkça başvurulmuş bir bilgi kaynağı olan bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından verilen derece notuna ihtiyaç duyacaklardır.

Bu bağlamda Kobi'lerin halka açılmalarında derecelendirme konusu , uluslar arası derecelendirme kurumlarının kullandıkları ölçüt ve yöntemler ve derecelendirme sisteminin Türkiye'de uygulanabilirliği kapsamında detaylı bir şekilde incelenmiştir.

Bu çalışmanın gerçekleştirilmesindeki değerli katkılarından dolayı sayın hocam Doç. Dr. Ünsal Ban ile çalışmalarım sırasında desteklerini esirgemeyen aileme ve çalışma arkadaşlarıma çok teşekkür ederim.

İlker ÖRÜCÜ

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
TABLolar LİSTESİ	vi
KISALTMALAR LİSTESİ	vii
ÖZET	viii
ABSTRACT	ix
GİRİŞ	1

1.BÖLÜM

KOBİLERİN DERECELENDİRİLMESİ VE DERECELENDİRME KAVRAMI 3

1.1.1 Kobi Kavramı	3
1.1.2 Dünyada Küçük ve Orta Büyüklükte İşletme Tanımı	3
1.1.3 Avrupa Birliği'nde KOBİ Tanımı	3
1.1.4 OECD Ülkelerinde KOBİ Tanımı	4
1.1.5 Türkiye'de KOBİ Tanımı	4
1.1.6 KOBİ'lerin Özellikleri ve Avantajları	6
1.3 KOBİ'lerin Ekonomideki Yeri	8
1.4 Kobilerin Finansman Sorunu	9
1.5 Kobilerin Halka Açılmaları	10
1.6 Kobilerin Halka Açılmalarında Derecelendirme	17
1.6.1 Derecelendirme Notunun Etkisi	19
1.7. Derecelendirme Kavramı	21
1.8. Derecelendirmenin Tanımı ve Özellikleri	22
1.9. Derecelendirmenin Tarihçesi ve Derecelendirme Kurumları	25

2.BÖLÜM

MENKUL KIYMETLERİ DERECELENDİRME SÜRECİ DERECELENDİRME TANIMLARI VE DERECELENDİRMENİN FİNANS SEKTÖRÜ BAKIMINDAN ÖNEMİ

2.1. Derecelendirme Süreci	31
2.2. Firmaların Derecelendirme Tanımları	38
2.2.1. Yatırım Dereceleri ve Spekülatif Dereceler	38
2.2.2. Moody’s Investor Service Inc.nin Derece Tanımları	41
2.2.2.1. Uzun Vadeli Menkul Kıymetlerin Derecelendirmeleri	42
2.2.2.2. Kısa Vadeli Menkul Kıymetlerin Derecelendirmeleri	43
2.2.3. Standart and Poor’s Corporation Derecelendirme Tanımları	44
2.2.3.1. Uzun Vadeli yatırım derecelendirme tanımları	45
2.2.3.2. Uzun Vadeli Spekülatif Derecelendirme Tanımları	45
2.2.3.3. Kısa Vadeli Derecelendirme Tanımları	46
2.2.4. Duff & Phelps Rating Firmasının Derecelendirme Tanımları	47
2.2.4.1. Uzun Vadeli Derecelendirme Tanımları	47
2.2.4.2. Kısa Vadeli Derecelendirme Tanımları	48
2.2.5. Capital Intelligence Şirketinin Derecelendirme Tanımları	49
2.2.5.1. Uzun Dönemli Derecelendirme Tanımları	49
2.2.5.2. Kısa Dönemli Derecelendirme Tanımları	50
2.2.6. Diğer Derecelendirme Kurumlarının Derecelendirme Tanımları	51
2.3. Derecelendirmenin Finans Sektörü Bakımından Önemi	52
2.3.1. Derecelendirmenin Yatırımcılar ve Fon Sahipleri Açısından Önemi	52
2.3.1.1. Derecelendirmenin Yatırımcı Açısından Önemi	52
2.3.1.2. Derecelendirmenin İhraççı Açısından Önemi	53
2.3.2. Derecelendirmenin Şirketler Açısından Önemi	54
2.3.3. Derecelendirme’nin Sermaye Piyasası Borsa Açısından Önemi	54
2.3.4. Derecelendirmenin Para ve Finans Otoriteleri Açısından Önemi	55

4. BÖLÜM

DERECELENDİRME FİRMALARININ MENKUL KIYMETLERİN	
DERECELENDİRİLMESİNDE KULLANDIĞI ÖLÇÜT VE YÖNTEMLER	57
3.1. Genel	57
3.2. Ülke Riski	58
3.2.1. Politik Risk	60
3.2.1.1. Politik Sistem	61
3.2.1.2. Sosyal Bünye	61
3.2.1.3. Dış İlişkiler	61
3.2.2. Ekonomik Risk	62
3.2.2.1. Borç Yükü	63
3.2.2.2. Döviz Rezervi	63
3.2.2.3. Ödemeler Dengesi Esnekliği	63
3.2.2.4. Ekonomik Yapı ve Büyüme Hızı	63
3.2.2.5. Ekonominin Yönetimi	64
3.2.2.6. Ekonominin Geleceği	64
3.3. Endüstri Riski	64
3.4. Firma Riski	67
3.4.1. Yönetimin Kalitesi ve Stratejilerinin Değerlendirilmesi	68
3.4.2. İşletme Faaliyetlerinin Değerlendirilmesi	70
3.4.3. İşletmenin Muhasebe Politikalarının İncelenmesi	74
3.4.4. Firmanın Finans Durumu	76
3.4.4.1. Oran Analizleri	77
3.4.4.1.1. Karlılığın Ölçülmesinde Kullanılan Oranlar	79
3.4.4.1.2. Finansal Kaldıraç ve Aktif Korunması Oranları	81

3.4.4.1.3. Likitide ve Finansal Esnekliğin Analizinde Kullanılan Oranlar	83
3.4.4.2. Nakit Akımlarının Analizi	84
3.4.4.2.1. Nakit Akım Oranları	86
3.4.4.2.2. Nakit Akımlarının Muhasebe Hesap Kalemleriyle Bulunması	88
3.4.4.3. Diğer Analizler	88
3.4.4.3.1. Finansal Esneklik	89
3.5. Sözleşme Şartlarının İncelenmesi	90

4. BÖLÜM

DERECELENDİRME YÖNTEMLERİNİN TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ	91
4.1. Genel	91
4.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Güvenilirliği	92
4.3. Türk Sermaye Piyasasının Gelişmişlik Düzeyi	95
4.4. Türkiye’de Bilgi Kaynakları ve Değerlemede Karşılaşılabilecek Sorunlar	98
4.5. Türk Sermaye Piyasasında Derecelendirmenin Altyapısı ve Önemi	101
4.6.Kobilerin Halka Açılmalarında Derecelendirme Sürecinde Yaşayabileceği Zorluklar Ve Öneriler	103

5. BÖLÜM

DERECELENDİRME ÜZERİNDE BİR DENEME	108
5.1. Derecelendirme İçin Geliştirilen Model Önerisi	108
5.2. Pratik Derecelendirme Modelinin Uygulanması	113
5.2.1 Sektör analizi	113
5.2.2 Mali analiz	119
SONUÇ	127
KAYNAKÇA	131

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1. Ülkelere ve Temel Alınan Ölçütlere Göre Kobi Tanımları	4
Tablo 2. Avrupa Birliğinde KOBİ Tanımı	4
Tablo 3. Çeşitli Ülkelerde Küçük İşletmelerle İlgili Ekonomik Göstergeler	8
Tablo.4. ABD Dışındaki Kredi Kuruluşlarının Genel Merkezinin Bulundukları Ülkeler Ve Sayıları	29
Tablo 5: Dünya'daki Temel Derecelendirme Firmaları	30
Tablo 6: Endüstriyel Şirketlerin Derece Değişiklikleri	37
Tablo 7: Moody's ve Standart Poor's kredi derecelendirme firmalarının spekülâtif ve yatırım derecesi ölçütü	39
Tablo 8: ABD'de Yeni İhraç Edilen Yüksek Getirili Tahvillerin 1989 - 1993 Dönemindeki Pazar Payları	40
Tablo 9: Derece Kategorileri ile Bazı Finansal Oranlar Arasındaki İlişki	78
Tablo 10- Derecelendirme Kriterleri	109
Tablo 11- Sektör Analizi Değerlendirme Tablosu	111
Tablo 12- Mali Analiz Değerlendirme Tablosu	112
Tablo 13- Nihai Risk Derece Tablosu	113
Tablo 14: Likidite, Mali Yapı, Faaliyet ve Karlılık Oranları	120

KISALTMALAR LİSTESİ

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BIS: Bank For International Settlements (Uluslar arası Ödemeler Bankası)

DİE: Devlet İstatistik Enstitüsü

DPT: Devlet Planlama Teşkilatı

Fitch: Fitch Investor Service

GİP: Gelişen İşletmeler Piyasası

IMF: International Monetary Fund

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KOBİ: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeleri

KOBİ A.Ş: Kobi Yatırımlarına Ortaklık A.Ş

Moody's : Moody's Investor Service

NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotation

S & P : Standard and Poors

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

TBB: Türkiye Bankalar Birliği

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TL: Türk lirası

VAR: Value at Risk (Riske Maruz Değer)

KOBİLERİN HALKA AÇILMALARINDA DERECELENDİRME VE PRATİK BİR DERECELENDİRME MODELİ UYGULAMASI

ÖZET

Derecelendirme; menkul kıymet ihraç eden kuruluşların, ihraç ettikleri borçlanma aracının anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirebilme yeteneği hakkında bağımsız kuruluşlar tarafından verilen tarafsız bir yargıdır. Başka bir ifadeyle, bir varlığın veya menkul kıymetin performansı ve kredi değerliliği hakkındaki görüşlerdir.

Bilindiği üzere KOBİ'lerin en önemli sorunlarından bir tanesi finansman sorunudur. Bu sorunu çözebilmek için KOBİ'ler gerek bankalardan ve uluslararası piyasalardan kredi temini ile gerekse menkul kıymet ihraç ederek kaynak sağlama yoluna gittiklerinde bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından verilmiş olan derece notuna ihtiyaç duyacakları kaçınılmazdır.

Derecelendirme şirketleri çeşitli finansal, endüstri, piyasa ve ekonomik bilgileri bir araya toplar ve analiz eder. Böylece, kredi derecelendirme şirketleri, yatırımcıların kendi kendilerine yaptıkları analizlerden daha bağımsız, güvenilir, ve profesyonel analizler sağlarlar ve yatırımcılara kolay anlaşılır semboller aracılığıyla (AAA, D) ihraç edilen menkul kıymetin kalitesi ve ihraççı şirketin ait olduğu risk kategorisi hakkında anlamlı bilgi verir. Bu bakımdan derecelendirme finans sektörü bakımından oldukça önemlidir ve derecelendirmeye verilen önem gün geçtikçe daha da artmaktadır.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerinin çoğunda derecelendirme sistemi piyasaların gelişmesi açısından önemli bir etken konumundadır. Fakat derecelendirme yöntemlerinin Türkiye'de uygulanabilirliği konusu incelendiğinde, derecelendirme şirketlerinin rasyonel bir şekilde faaliyet gösterebilmeleri için gerekli ekonomik koşulların ülkemizde var olmadığı aynı zamanda KOBİ'lerin gerek derecelendirme sistemine gerekse sermaye piyasalarına uyum gösterebilmeleri açısından bir dizi önlemler alması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

RATING PROCESS AT PUBLIC OFFERINGS OF SME'S A PRELIMINARY RATING MODEL APPLICATION

ABSTRACT

Rating is an unbiased judgment given by independent organizations on the ability of security issuer organizations to manage the capital of debt instrument and interest payments on time. In other words, it is the viewpoint of an asset or security performance and a credit worthiness.

As already known, one of the most significant problems of Small and Medium Sized Organizations is the problem of financing. To solve this problem, when Small and Medium Sized Organizations seek a financial source whether by securing loans from banks and international markets or by discharging security, the need for a rating grade given by independent rating organizations is unavoidable.

Rating companies gather and analyze various financial, industrial, marketing and economic data. In this way, credit rating companies provide a more independent, reliable and professional analysis made by investors themselves and, using easily comprehensible symbols (AAA, D) , give meaningful information to investors about the quality of the discharged security and the risk category to which the issuer company belongs. From this point of view, the rating is quite important for financial markets and the importance given to rating increasing day by day.

In the majority of developing countries' economics, such as Turkey, the rating system is an important factor in the development of markets. However, when the possibility of implementing rating methods was investigated, it was concluded that our country does not fulfill the economic requirements necessary for rating companies to be rationally active and that small and medium sized organizations must take a series of measures from the point of view of adapting itself, whether to the rating system or to capital markets.

GİRİŞ

Günümüzde, mali piyasaların hızlı bir şekilde genişlemesi ile beraber küreselleşmenin de etkisiyle finansal veri kalitesi ve bu verilere zamanında ulaşabilmek, kişi ve kuruluşlara önemli avantajlar kazandırmaktadır. Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde derecelendirme yatırımcıların yatırım kararı almalarında ve şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirme güçlerinin değerlendirilmesinde sıkça başvurulanan bir bilgi kaynağı olarak dikkat çekmektedir.

Bugüne baktığımızda gelişmiş ülkelerin bir çoğunda çok sayıda derecelendirme kuruluşu bulunmakta ve bunların en çok bilinenleri de Standard and Poor's, Moody's Investor, Japan Credit Rating Agency, Ibca Ltd, Thomson Bankwatch firmalarıdır. Bu firmaların ortak amacı yatırımcılara veya kuruluşlara veya ihtiyaç duyan diğer birimlere doğru ve güvenilir bilgi sağlayabilmektir. Bu bağımsız yapıları ile derecelendirme kurumları, kamuoyunun aydınlatılması için gerekli olan tarafsız ve kolay yorumlanabilecek bilgileri sunarak, piyasada güven unsurunun yerleşmesine büyük katkıda bulunmaktadır.

Son yıllarda Türk ve uluslararası sermaye piyasalarından borçlanma yolu ile menkul kıymet ihracında bulunan Türk şirketleri, KOBİ'ler ve bankalar açısından derecelendirme yani rating her geçen gün daha da önem kazanmaktadır. Derecelendirme, rekabetin son derece attığı bu global arenada borçlanma kapasitesinin ve maliyetlerinin belirleyicisi konumuna gelerek, özellikle Türk finans sektörü için ayrı bir önem teşkil etmektedir. Bu önemin giderek daha da artacağı beklenmektedir.

Bu değerlendirmeye paralel olarak ülkemizde, derecelendirme işleminin uygulanması yolundaki çalışmalar devam etmektedir. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketleri derecelendirmeye tabi tutularak ve ilk aşamada gönüllü şirketlerin hisselerinin İMKB'de ayrı bir endekste işlem görmesinin de mümkün olabileceği, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kamuoyuna duyurulmuştur.

Çalışmanın birinci bölümünde , KOBİ kavramı ,KOBİ'lerin sorunları, halka açılmanın faydaları , KOBİ'lerin halka açılmalarında derecelendirme işlemine gerek duymalarının nedenleri, derece notunun KOBİ kredilerine etkileri konuları , derecelendirme kavramı ve kurumları detaylı bir şekilde incelenmiş, finansal piyasaların küreselleşmesi sonucu derecelendirmenin artan önemi ve gerekliliği üzerinde durulmuştur. Ayrıca derecelendirme kurumlarının tarihsel gelişimi , genel yapısı, performansı .bu bölümde ele alınan diğer konulardır.

Çalışmanın ikinci bölümünde menkul kıymetleri derecelendirme süreci derecelendirme tanımları ve derecelendirmenin finans sektörü bakımından önemi konusu anlatılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise derecelendirme kuruluşların , menkul kıymet ihraç eden firmaların derecelendirmesinde kullandıkları ölçüt ve yöntemler detaylı bir şekilde analiz edilmiştir.

Çalışmamızın dördüncü bölümünde , daha önceki bölümler ışığında derecelendirme kuruluşlarının ve derecelendirme sistemlerin Türkiye açısından değerlendirmesi yapılmış ve Kobi'lerin derecelendirme sürecinde yaşayabilecekleri zorluklar incelenmiştir.

Çalışmamızın beşinci ve son bölümde ise derecelendirme kurumların kullandıkları ölçüt ve yöntemler paralelinde KOBİ'lere yönelik pratik bir derecelendirme modeli geliştirmiş ve örnek bir uygulama gerçekleştirilmiştir.

1.BÖLÜM

KOBİLERİN DERECELENDİRMESİ VE DERECELENDİRME KAVRAMI

1.1 Kobi Kavramı

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ), ekonomik yapıları ne kadar farklı olursa olsun hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde önem taşımaktadır. Bu önem özellikle Türkiye gibi zaman zaman ekonomik krizlerle karşı karşıya gelen ülkeler için daha da artmaktadır.

Tüm ekonomilerin temel dinamiğini oluşturmalarına rağmen, bugün dünya literatüründe üzerinde fikir birliği sağlanmış bir küçük ve orta büyüklükte işletme tanımı bulunmamaktadır.

KOBİ'ler üretim, pazarlama, finansman, personel ve yönetim gibi temel işletmecilik fonksiyonlarının yanı sıra istihdam ettikleri personel sayısı, satış hacmi, sabit sermaye ve makina parkı değeri, kullandıkları enerji miktarı, kurulu kapasite düzeyi, katma değerleri, kar büyüklüğü ve piyasa payı gibi ölçülebilen özellikleri açısından da büyük farklılıklar göstermektedirler. Bu durum tüm bu nitel ve nicel özellikleri kapsayan ve genel geçerliliği olabilecek bir tanım yapılmasını zorlaştırmaktadır. Bu nedenle KOBİ tanımı ülkelere göre değiştiği gibi temel alınan ölçütlere göre de farklılık arz etmektedir (Sarıaslan, 1996:4)

1.1.1. Dünyada Küçük ve Orta Büyüklükte İşletme Tanımı

Dünyanın çeşitli ülkelerinde tanımlamalar yapılırken Tablo 1.de görüldüğü gibi, tüm ülkelerde genel olarak istihdam edilen işçi sayısı temel alınmasına karşın bazı ülkelerde ayrıca yatırılan sermaye ve satış miktarı gibi ek ölçütler kullanılmaktadır.

TABLO 1: ÜLKELERE VE TEMEL ALINAN ÖLÇÜTLERE GÖRE KOBİ TANIMLARI

ÜLKELER	Temel Alınan Ölçüt		
	İşçi Sayısı	Yatırılan Sermaye	Satış Miktarı
ABD Küçük Orta	100 veya 500 1000 veya 1500		< 1 milyon USD
Japonya Küçük Orta	X<300	X<1000 milyon yen X<1 milyar yen	
Almanya Küçük Orta	X<50 50<X<150		<2 milyon DM <25 milyon DM
İtalya Küçük Orta	X<500	3 milyar Liret	
İngiltere Küçük Orta	X<200		
Hindistan Küçük Orta	X<50 X<100	3.5 milyon Rupı	
Güney Kore Küçük Orta	X<100 X<300		
Kolombiya Küçük Orta	X<50 X<100		

(Kaynak Sariaslan, 1994:12)

1.1.2. Avrupa Birliği'nde KOBİ Tanımı

Avrupa Birliği'ne üye ülkeler arasında, KOBİ tanımları konusunda birliği sağlamak ve ulusal bazda bir karışıklığa meydan vermemek için yeni bir ortak tanım geliştirilmiştir. Avrupa Birliği Konsey Kararıyla belirlenen KOBİ tanımı işçi sayısı, bilanço büyüklüğü ve işletmelerin bağımsızlık derecesinden oluşan kriterleri kapsamaktadır. Avrupa Komisyonu Genel Sekreterliği'nin 30 Ocak 1996 tarihinde üye ülkelere gönderdiği bir yazıyla belirlenen KOBİ tanımı çerçevesinde 250 işçiden az işçi çalıştıran işletmeler KOBİ olarak kabul edilmektedir (Erkumay,2000)

Eurostat 2002 verilerine göre, AB'deki işletmelerin %89.1'ini mikro işletmeler, %11.3'ünü ise küçük ve orta ölçekli firmalar oluşturmaktadır. Çalışan sayısına göre dağılımda ise büyük şirketlerin payı %33.1, mikro ölçeklilerin %27.8, küçük ve orta ölçeklilerin ise %38.9'dur. Yaratılan katma değerde en büyük pay %40.3 ile 250'den

fazla çalışanı olan büyük işletmelere ait iken, mikro işletmelerin payı %20.8, küçük ve orta ölçekli firmaların payı ise %38.9'dur.

Avrupa Birliği KOBİ tanımı aşağıda tablodaki gibidir.

Tablo 2. Avrupa Birliğinde KOBİ tanımı

Kobi Tanımı	Çalışan Sayısı	Yıllık Ciro	Veya	Bilanço
Mikro Ölçekli İşletme	10'dan az	2 milyon Euro'ya kadar		2 milyon Euro'ya kadar
Küçük Ölçekli İşletme	50'den az	10 milyon Euro'ya kadar		10 milyon Euro'ya kadar
Orta Ölçekli İşletme	250'den az	50 milyon Euro'ya kadar		43 milyon Euro'ya kadar

Kaynak: [www.europa.eu.int /comm/enterprise/enterprise policy/ sme definition/index en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/index_en.htm)

1.1.3 OECD Ülkelerinde KOBİ Tanımı

OECD ülkelerinde de işçi sayısı kriteri kullanılmaktadır. Çalıştırdığı işçi sayısı (20) ye kadar olan işletmeler çok küçük işletme, işçi sayısı (21-99) arasında olan işletmeler küçük sanayi işletmesi, (100-499) olan işletmeler orta ölçekli sanayi işletmesi, 500'den fazla olan işletmeler de büyük sanayi işletmesi olarak kabul edilmektedir (Gökçe, 1998:13).

1.1.4 Türkiye'de KOBİ Tanımı

Ülkemizde çeşitli kurum ve kuruluşların görevlerinin gereği olarak yaptıkları küçük ve orta büyüklükte işletme tanım ve sınıflandırmaları farklılıklar göstermektedir.

Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE)'nin KOBİ tanımında dörtlü bir sınıflandırmaya gidilmektedir. Buna göre (1-9) personel çalıştıran işletmeler çok küçük işletme, (10-49) personel çalıştıran işletmeler küçük işletme, (50-99) personel çalıştıran işletmeler orta ölçekli işletme, (100)'den fazla personel çalıştıran işletmelerde büyük işletme olarak tanımlanmaktadır. Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) da bu tanımları aynen benimsemektedir (Müftüoğlu, 1997:131-133).

1990 yılında yürürlüğe giren 3624 sayılı Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) Kanunu'nun ikinci maddesinde; (1-50) arasında işçi çalıştıran sanayi işletmeleri küçük ölçekli sanayi işletmeleri, (51-150) arasında işçi çalıştıran sanayi işletmeleri ise orta ölçekli sanayi işletmeleri olarak tanımlanmıştır. Kanunda, gerekli görülmesi halinde bu tanımın Bakanlar Kurulu kararıyla değiştirilebileceği açıkça ifade edilmiştir.

Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Yatırımlarında Devlet Yardımları Hakkında 19.02.1999 tarih ve 99/12474 sayılı Bakanlar Kurulu kararında da KOBİ'ler tanımlanmıştır. Buna göre imalat sanayi sektöründe faaliyette bulunan, işyerinde en fazla 150 işçi çalıştıran, kanuni defter kayıtlarında arsa ve bina hariç, makine ve teçhizat, tesis, taşıt araç ve gereçleri, döşeme ve demirbaşları toplamının net tutarı 100 milyar Türk Lirasını aşmayan işletmeler KOBİ olarak kabul edilmektedir (RG.05.03.1999/23630).

Küçük ve orta büyüklükte işletmelere finansman desteği sağlayarak bir kalkınma bankası görevini üstlenmiş olan Türkiye Halk Bankası A.Ş. (Halk Bankası) çeşitli dönemlerde ekonomik ortamın koşullarına göre farklı sınıflamalar benimsemiş, ancak tüm tanımlara esas alınan nicel ölçütlerde bir değişikliğe gitmeyerek, işletmelerdeki işçi sayısı ve makine parkını (veya aşağı yukarı aynı anlama gelen, bina ve arazi dışında kalan net sabit yatırımın bilanço değeri) esas almıştır (Müftüoğlu, 1997:136). Son olarak, Halk Bankası, KOBİ sanayi kredisinde işyerinde en çok 250 (250 dahil) işçi çalıştıran, kanuni defter kayıtlarındaki "arsa ve bina hariç" sabit yatırımın (makina, tesis ve cihazları, taşıt araç ve gereçleri, döşeme ve demirbaşları ile diğerleri toplamı) net tutarı 400 milyar TL'na kadar olan üretim ve onarım faaliyetlerinde bulunan işletmeleri, büyük ölçekli sanayi kredisinde ise

işyerinde 250'den fazla işçi çalıştıran, yukarıda açıklanan sabit yatırım tutarı 400 milyar TL'lık sınırın üzerinde işletmeleri esas almaktadır.

Görüldüğü gibi küçük ve orta büyüklükte işletme kavramı, daha çok göreceli bir büyüklüğü ifade etmektedir. Bu büyüklük, çalışılan iş koluna, sanayileşme düzeyine, pazarın büyüklüğüne bağlı olarak her ülke açısından farklılık arz etmektedir. Küçük ve orta büyüklükteki işletmelerle ilgili esas alınan tanımın kapsamı ise bu kuruluşlara sağlanacak finansal destek ve teşviklerin amacı doğrultusunda değişen ekonomik ve sosyal yapıya göre farklılık göstermektedir.

1.2 KOBİ'lerin Özellikleri ve Avantajları

KOBİ'lerde genellikle işletme sahibi ile yöneticinin aynı olması, bu tür işletmelerin en önemli niteliklerinden biridir. İşletmede görünürde bir yönetici bulunsa bile, nihai kararlar daha çok işletme sahibi tarafından alınır. İşletme sahibi tüm zamanını, emeğini, fikrini işletmesi için kullanır (Megginson-Scott-Megginson,1991:28,19; Sarıaslan, 1994:21). Ancak özellikle Türkiye'de KOBİ'ler açısından önemli noktalardan birisi de işletme sahibi ile profesyonel yöneticilerin birlikte, ancak yetki ve sorumluluğunun sınırlarının çok iyi belirlenmiş bir biçimde ve uyumlu çalışmasının gerekli olduğudur (Müftüoğlu, 1997:37-94; Gökçe,1998:12). KOBİ'lerin ekonomik ve sosyal kalkınmayı aşağıdaki hususlar bakımından etkiledikleri görülmektedir (Palas, 1996:23-25):

- a) Küçük işletmeler daha ucuz ve daha çok sayıda istihdam sağlamaktadırlar. Toplam istihdam için denge unsurudurlar.
- b) Esnektirler. Bu nedenle ekonomik dalgalanmalardan daha az etkilenirler.
- c) Ülke talebinin karşılanmasına olan katkıları büyüktür.
- d) Gelir dağılımındaki çarpıklıkları asgariye indirirler.
- e) Bölgelerarası dengeli kalkınmaya olumlu etkileri vardır.
- f) Girişimcilerin yetişmesine uygun ortam sağlarlar.
- g) Büyük ölçekli sanayilerin vazgeçilmez destekleyicisi ve tamamlayıcısıdır.

- h) Pazar ekonomilerine kolayca uyum sağlarlar.
- ı) Düşük sermaye ile kurulurlar.
- i) Daha çok kişiyi kendi yaşam çevrelerinde gelir ve iş sahibi yapmak suretiyle kent merkezlerine sağlıksız yığılmayı önlerler.
- j) Tekelciliğe karşı koruma sağlarlar.
- k) Daha çok kişiye mesleki ve teknik eğitim imkanı sağlarlar.

1.3. KOBİ'lerin Ekonomideki Yeri

1.3.1. Genel Olarak

Tablodan da görüldüğü gibi tüm ülkelerde KOBİ'lerin toplam işletmeler içindeki oranı %96'dan fazladır. Öte yandan, tüm ülkelerde KOBİ'lerin istihdam, yatırım, yaratılan katma değer içinde de önemleri oldukça büyüktür. Ancak, ülkemizde KOBİ'lerin ihracat içindeki payı ile toplam kredi hacminden aldıkları pay, diğer ülkelerle mukayese edilemeyecek kadar düşüktür.

Tablo 3: Çeşitli ülkelerde küçük işletmelerle ilgili ekonomik göstergeler

	A.B.D.	ALM.	HİND.	JAP.	İNG.	G. KORE	FRA.	İTA.	TÜRK.
Küçük İşletmelerin Toplam İşletmelere Oranı	97.2	99.8	98.6	99.4	96.0	97.8	99.9	97.0	98.8
Küçük İşletmelerde İstihdam Oranı (%)	50.4	64.0	63.2	81.4	36.0	61.9	49.4	56.0	45.6
Küçük İşletmelerin Yatırım Payı (%)	38.0	44.0	27.8	40.0	29.5	35.7	45.0	36.9	6.5
Küçük İşletmelerin Üretim(Katma Değer) Payı (%)	36.2	49.0	50.0	52.0	25.1	34.5	54.0	53.0	37.7
Küçük İşletmelerin İhracat Payı (%)	32.0	31.1	40.0	38.0	22.2	20.2	23.0	-	8
Küçük İşletmelere Verilen Kredi Payı (%)	42.7	35	15.3	50.0	27.2	46.8	48.0	-	3-4

(Kaynak: www.Kosgeb.gov.tr/kos.htm.)

Çalışmamızın konusu kapsamında değerlendirecek olursak, Türkiye’de KOBİ’lerin sorunları konusunda yapılan uygulamalı çalışmalarda finansman sorunu

genel olarak sorunlar listesinin başında yer almaktadır. Bu durum yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi Türkiye’de dağıtılan toplam kredilerin sadece %3-4’ünün KOBİ’lere tahsis edildiği, bu oranın ABD’de %42,7, Almanya’da %35, Japonya’da %50, İngiltere’de %27,2 ve G. Kore’de %46,8 olduğu gibi istatistiki verilerle desteklendiğinde tartışılmasına gerek duyulmadan kabul edilen bir Türkiye gerçeği olarak ortaya çıkmaktadır.

1.4 Kobilere Finansman Sorunu

Yapılan akademik çalışmalarda ve ilgili kurumların yayınlarında , KOBİ’lerin en önemli sorununun finansman olduğu ortaya çıkmaktadır. Finansman sorunu, KOBİ’lerin yatırım ve işletme sermayesi, pazarlama faaliyetleri, nitelikli personel istihdamı ve teknoloji geliştirme gibi bir çok konuda ortaya çıkmaktadır. Türkiye’de faaliyet gösteren KOBİ’lerin finansman sorunu enflasyon ve kamunun sürekli borçlanma ihtiyacından kaynaklanan yüksek faiz nedeniyle daha da önem kazanmaktadır.

Ekonomide çok büyük yere ve öneme sahip olan KOBİ’ler bir kısmı kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan bir kısmı da KOBİ’leri muhtaç bir kesim gibi gören devletin ekonomi politikaları sonucu bir çok sorunla karşı karşıya kalmışlardır. Yapılan çalışmalar KOBİ’lerin çok büyük bir bölümünün ihtiyaç duyduğu işletme sermayesini genellikle özkaynaklarla karşıladığını ve ticari borçlanmanın yanında zorda olsa kısa vadeli banka kredisi kullandıklarını göstermektedir. Ekonominin %99,5’ini oluşturan KOBİ’lerin kredilerden aldıkları payın %4-5 dolaylarında olması ve daha da önemlisi büyüme yatırımlarının finansmanı için kaynak bulmada mevcut finansman yöntemlerinden yararlanamadıkları, uzun vadeli kredi temin edemedikleri, Leasing yönteminden çok az yararlandıkları, Faktoring yöntemine hiç başvurmadıkları ve sermaye piyasasından kaynak konusunda yararlanmadıkları yapılan çalışmalarda ortaya konmuştur (Akbulut,2000:41).

İmalat sanayiinde KOBİ'lerin sorunlarına ilişkin yapılan çalışmalara göre faiz,sürekli ve yüksek enflasyon, ekonomik istikrarsızlık KOBİ'lerin önlerinde en büyük sorun olarak durmaktadır. Nitekim İstanbul sanayi odasının yapmış olduğu ankete göre orta ölçekli işletmelerin %50,8'i kredi maliyetlerinin yüksekliğinden, %41,4'ü ise işletme sermayesi ihtiyacındaki artıştan ve bunu karşılayamamaktan şikayetçi olmuşlardır(İSO,2000).

Bu sorunların temel kaynağı makro ekonomik istikrarsızlıktır. Türkiye'de yaşanan sürekli yüksek enflasyon, mali ve ekonomik krizler, KOBİ'lerin finansman sorunlarının çözümünü güçleştirmektedir. Bununla birlikte, finansman sorunlarının farklılığı da ayrı bir zorluk olarak ortaya çıkmaktadır.

KOBİ'lerin farklı finansman ihtiyaçlarını karşılayabilme ortamının yaratılması, çeşitli finansman araçlarının geliştirilmesi ve uygulama alanı bulması ile mümkündür. Bu da, ekonomideki karar vericilerin bilinçli ve planlı düzenleme ve uygulamaları ile mümkündür. Bunlar, KOBİ'lerin önem arz eden faaliyetlerine bağlı olarak verilecek destek ve yardımlar ile bunların çeşitli faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi ve yapacakları yatırımlar için gereksinim duyacakları finansmanın sağlanmasıdır.

1.5 Kobilerin Halka Açılmaları

Uzun vadeli borç imkanının kısıtlı olması KOBİ'lerin bu yatırımlarını kendi özkaynaklarıyla finanse etmek zorunda bırakmıştır. Bu işletmelerin özkaynaklarının da yetersizliği gözönüne alındığında KOBİ'ler için alternatif finans tekniklerinin geliştirilmesi ve sermaye piyasasından kaynak temin etmek zorunda oldukları açıktır.

Halka arz; hisse senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satışı olarak tanımlanabilir. Şirketlerin halka açılmak ve hisse senetlerinin organize bir pazarda işlem görmesini sağlamak suretiyle elde ettikleri faydaları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz.

- **Finansman Sağlamak**

Hisse senetlerini primli fiyatla halka arz etmekle şirketler, alternatif finansman yöntemlerine göre daha düşük maliyetle ve uzun vadeli bir kaynağı kullanmaktadırlar.

Ayrıca şirketler, halka açıldıktan ve hisse senetleri Borsa'da işlem görmeye başladıktan sonra da hisse senetlerini teminat göstererek kredi kullanabilme, borç senedi ihraç edebilme imkanlarından yararlanmak suretiyle finansman sağlayabilmektedirler.

- **Likidite Sağlamak**

Halka arz edilen hisse senetlerinin organize bir pazarda istenilen zamanda, gerçek arz ve talebe göre oluşan fiyatlardan, şeffaflık içerisinde alınıp satılmasını sağlayarak hisse senetlerine likidite kazandırılmakta, mevcut ortaklara önemli bir imkan sağlanmaktadır.

- **Yurtiçi ve Yurtdışı Yaygın Tanıtım**

Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler hakkındaki çeşitli bilgiler, Borsa'nın şeffaflık ve kamuyu aydınlatma işlevi çerçevesinde yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılara veri yayın kuruluşları, basın ve yayın kuruluşları ile diğer görsel yayın kuruluşları vasıtası ile sürekli olarak ulaştırılmaktadır.

Bu bilgi dağıtımı şirketlerin ve şirket ürünlerinin hem yurtiçinde hem de yurtdışında tanınmalarına yardımcı olmaktadır. Yaygın tanınmanın sağladığı avantaj çerçevesinde gerek yurtiçi ve gerekse yurtdışında yerleşik bulunan ve aynı sektörde faaliyette bulunan şirketlerle işbirliğine gidebilme, ortak girişim oluşturma ve benzeri konularda çalışmaların yapılabilmesi imkanı doğabilmektedir.

- **Kurumsallaşma**

Bilindiği üzere ülkemizde faaliyette bulunan şirketlerin karakteristik özelliği aile şirketi hüviyetine sahip olmalarıdır. Bu durum şirketin ömrünün genel olarak kurucusu olan ya da yönetimde söz sahibi olan aile bireylerinin ömürleri ile sınırlı olmasını beraberinde getirebilmektedir.

Şirketlerin hisse senetlerini halka arz etmesi ve menkul kıymet borsalarında işlem görmeye başlamaları SPK ve İMKB nin incelemelerini içeren bir süreç dahilinde gerçekleşmektedir. Ayrıca şirketler işlem görmeye başlamalarından sonra mali tablolarını belirli dönemlerde bağımsız denetim kuruluşlarına denetlettirmekte, ortaklarını ve kamuyu düzenli olarak bilgilendirmekte, SPK ve İMKB'nin sürekli denetimine tabi olmaktadır.

Bu çerçevede halka açılmak ve hisse senetlerinin menkul kıymet borsasında işlem görmesini sağlamak ile şirketler, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmakta ve modern yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşabilmektedirler.

- **İkincil Halka Arz İmkânı**

Şirketler sadece birincil halka arz ile değil, daha sonra, hisse senetleri işlem görmekte iken yatırım ve benzeri ihtiyaçları nedeniyle ortaya çıkan kaynak gereksinimlerini mevcut ortaklarının rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle gerçekleştirebilecekleri "İkincil Halka Arz"lar ile karşılamak suretiyle yeniden bir finansman imkanı yaratabilirler.

Bilindiği üzere, gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye birikiminin yetersizliği ülkelerin ekonomik gelişim sürecini olumsuz yönde etkilemektedir. Bu çerçevede şirketler büyümek, gelişmek, yatırım yapmak ve globalleşen dünyada rakipleri ile rekabet edebilmek için gerekli olan sermayeyi bulmakta zorlanmaktadır. Borsa şirketi olarak sermaye piyasasından kaynak temin etmenin şirketlerin kaynak

problemlerinin çözümüne sağladığı katkının önemi son yıllarda artarak devam etmektedir (imkb.gov.tr).

İşletmenin halka açılması elbette ki tek başına yeterli çözüm değildir. Çünkü önemli olan halka açılan bu şirketin hisse senetlerini alacak ortak olmayı düşünen ve alım gücü olan bir talep tarafının olması şarttır. Ancak bu talebin yaratılmasında payı olacak olan işletmenin kendi iç dinamikleriyle ilgili olarak, tüketici tercihlerindeki değişimleri çabuk algılaması ve buna karşı tavır alması, buna uygun düşen teknolojileri yaratması ve ekonomik konjonktürde meydana gelen değişimlere karşı hızlı uyum sağlaması gibi KOBİ'lerin kuvvetli yanları güçlendirilmelidir. Bununla birlikte düşük işçi verimliliği, ortalama maliyetlerdeki yükseklik ve pazardan aldıkları payın küçüklüğü gibi zayıf yanları ortadan kaldırılmalıdır. Böylece bu şirketlerin hisse senetlerine talep yaratılabilir ve geleceğin büyük şirket adayları olabilirler.

Yukarıda bahsedilen faydalara rağmen bazı KOBİLER halka açılmanın maliyetinin yüksekliği, organizasyon yapısı ve muhasebe sistemlerinin borsa açısından zorunlu kılınan şartları yerine getirememesi, kayıt dışı kalma isteği ve Ulusal Pazarlara açılabilme şartları karşılama açısından yetersiz oldukları gibi nedenlerle halka açılmaktan kaçınmaktadırlar. Fakat rekabet koşulları ve büyüme isteği KOBİ'leri sermaye piyasası araçları ile yüzleşmeyi bir zorunluluk haline getirmiştir.

Ülkemiz işletmelerinin yaklaşık %99,5'ini oluşturan, kaynak ihtiyacını karşılamada banka kredilerinden %3-4 oranında yararlanabilen, sadece öz kaynakları ile ömürlerini sürdürme ve büyüyebilme mücadelesi veren Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ), Sermaye Piyasası'ndan kaynak temin edebilmeleri amacı ile Borsamız bünyesinde Ulusal Pazar şartlarını sağlayamayan şirketler için "ikinci Ulusal Pazar" kurulmuş bulunmaktadır. "İkinci Ulusal Pazar"da işlem görmek için aranan şartlar "Ulusal Pazar"da işlem görmek için aranan şartlara göre daha esnek olarak düzenlenmiştir. Örneğin bir Şirket'in (KOBİ'nin) Ulusal Pazar'da işlem

görebilmesi için minimum 12 Milyon YTL öz sermayeye sahip olması, son iki yıl vergi öncesi kar etmiş olması gerekmekte iken, “İkinci Ulusal Pazar”da işlem görecektir. KOBİ’lerde bu şartlar aranmamaktadır. İkinci Ulusal Pazar’ın düzenlemelerine ilişkin hükümler ilgili kısımda yer almaktadır.

İkinci Ulusal Pazar

İMKB, İkinci Ulusal Pazar’ın kuruluş amacını şöyle belirtmektedir;

“Ülkemizde küçük ve orta ölçekli şirketlerin (KOBİ’lerin) sermaye piyasalarından yararlanmalarını sağlamak ve teşvik etmek amacıyla Borsa bünyesinde İkinci Ulusal Pazar kurulmuştur. Bu uygulamanın amacı; Kotasyon Yönetmeliğinde belirtilen maddi koşulları sağlamayan, yöresel nitelikteki küçük ve orta ölçekli şirketlerin halka açılarak sermaye piyasasından kaynak kullanabilmelerini ve dolayısıyla yatırım ve aktiflerini artırarak Ulusal Pazar kriterlerine ulaşmalarını sağlamak, bu süre içerisinde hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir.”

İkinci Ulusal Pazar’ın kotasyon koşulları oldukça esnektir. Hisse senetlerinin İkinci Ulusal Pazar’da işlem görmesi için başvuruda bulunan şirketlerin Pazar’a kabul şartı aşağıda verilmiştir.

“Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınan ve hisse senetlerinin Borsa’da işlem görmesi için başvuruda bulunan şirketlerin İkinci Ulusal Pazar’a kabul edilebilmeleri için, hisse senetlerinin tedavülünü engelleyici bir husus bulunmamak kaydıyla, şirketin mali ve hukuki durumu, faaliyetleri, hisse senetlerinin tedavül hacmi gözönüne alınarak, şirket hisse senetlerinin İkinci Ulusal Pazar’da işlem görebilmesi için yapılacak değerlendirme sonucunda Borsa Yönetim Kurulu’nun olumlu karar vermesi gerekmektedir.”

Özetle, resmi olarak Borsa Yönetim Kurulu’nun kararı, İkinci Ulusal Pazar’da halka açılma için yeterlidir. Bunun için gerekli prosedür ve koşullar ise;

1. Menkul kıymetin piyasada mevcut ya da muhtemel tedavül hacminin Borsa yönetimince yeterli kabul edilmesi,
2. Son yıl ve ilgili ara dönemler (ara dönemde başvurmuşsa) dahil olmak üzere, mali tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması,
3. Borsa tarafından istenen beyan yazısının Borsa Başkanlığı'na teslim edilmesi,
4. Esas sözleşmenin İkinci Ulusal Pazar'da işlem görecektir hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemesi,
5. Sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkili olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek her türlü bilgi ve belgeyi derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklanmak üzere yazılı olarak Borsa'ya bildirileceğinin taahhüdü,
6. Şirketin üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların çözümlenmiş olması veya makul bir süre içinde çözümlenebilir nitelikte olması,
7. Borsa'ca gerekli görülen bilgi ve belgelerin süresi içinde Borsa'ya teslim edilmiş olması,
8. Borsa yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle, son bir yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato ilan edilmemiş olması ve Borsa'ca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması.

Görüldüğü üzere, İMKB İkinci Ulusal Pazar'da zorlayıcı bir kotasyon koşulu bulunmamaktadır. Halka açılmak isteyen şirketler, piyasa koşulları dışında bir

engelle karşılaşmamaktadır. 31 Aralık 2005 itibarı ile İkinci Ulusal Pazar’da 16 şirketin hisse senetleri işlem görmektedir (TSPAKB,,2006).

Dünya’nın önde gelen borsalarında teknoloji (bilgisayar, Internet, high-tech, iletişim) alanlarında faaliyette bulunan şirketler yüksek performans göstermiş bulunmaktadırlar. Söz konusu şirketlere kuruluşlarında risk sermayesi yatırım ortaklıkları iştirak etmeleri suretiyle kaynak sağlamış daha sonra ortaya koydukları hızlı büyüme performansı ile bugünlere gelmişlerdir. İşte İMKB bu potansiyeli barındıran ancak yeni kurulması nedeniyle “Ulusal ve İkinci Ulusal Pazarlar”da işlem görme şartlarına henüz ulaşmamış olan şirketlere yönelik olarak “Yeni Ekonomi Pazarı”nı kurmuştur. Yeni kurulan veya henüz kurulmakta olan bu şirketler “Yeni Ekonomi Pazarı”nda belirtilen prosedürü uygulamaları halinde gerekli olan kaynağa kısa sürede ulaşabilme imkanına sahip bulunmaktadırlar.

İMKB’de oluşturulan İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarı, KOBİ’lere yönelik pazarlar olarak tanımlanmış ve teşkilatlanmıştır. Ancak, İkinci Ulusal Pazar’da 16 şirketin, Yeni Ekonomi Pazarı’nda ise 2 şirketin hisse senetleri işlem görmektedir. Kotasyon koşullarının uygun olmasına karşın şirketler, İMKB Birinci Ulusal Pazarı dışındaki pazarlarda halka açılmayı tercih etmemektedirler.

Şirketlerin fonlama ihtiyaçları için sermaye piyasasını veya İMKB’de halka açılmayı tercih etmemelerinin çok farklı sebepleri olabilmektedir. Bunlar makroekonomik ortamdan halka açılma maliyetlerine kadar değişiklik gösterebilmektedir. Bununla beraber KOBİ’ler, sermaye piyasasında kendilerine uygun bir yapılanma ihtiyacı içindedirler. Bu nedenle, bu ihtiyaca karşılık vermek üzere, yeni bir borsa olan Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.’nin kurulması gündeme gelmiştir.

Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş. (GİP), başta KOBİ’ler olmak üzere, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasasından fon

sağlamalarına imkân tanımak üzere kurulmaktadır. Kuruluş çalışmaları devam eden GİP'in ortakları, 52 aracı kuruluş, KOSGEB, TOBB ve TSPAKB'dir.

Diğer ülkelerdeki uygulamalara bakıldığında, bölgesel borsalardan ulusal borsalara, ulusal borsalardan da uluslar arası borsalara doğru genel bir yöneliş olduğu görülmektedir. Bu ortamda hız kazanan borsa şirketleşmeleri ile yeniden yapılandırma çalışmaları ise beraberinde tekелci yapıların ortaya çıkma riskini getirmektedir. Tekelci yapıların oluşmaması için de alternatif ulusal borsaların varlık göstermesi gerekmektedir. Bu yönüyle en iyi örnek ABD Aracı Kuruluşlar Birliği'nin (NASD) borsası olan NASDAQ'tır. Çeşitli ülkeler alternatif ulusal borsa arayışında NASDAQ'ı örnek olarak almıştır.

1.6 Kobilere Halka Açılmalarında Derecelendirme

Dünyadaki globalleşme süreci ile birlikte mali piyasaların karmaşıklığının ve borçluların çeşitliliğinin zaman içerisinde artmasıyla gerek yatırımcılar gerekse resmi otoriteler kredi derecelendirme kuruluşlarının görüşlerine daha fazla önem vermeye başlamışlardır.

Derecelendirme , açılacak kredilerin zamanında ve tam olarak geri ödenmesi ihtimali konusunda uluslar arası sermaye piyasalarındaki kriterlere uygun ve objektif bir ölçü sağlamak amacıyla borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapılması halinde yatırımcının bundan dolayı üstleneceği riskin bulunmasına yardımcı olan önemli bir faktördür. Aynı zamanda piyasalarda güvenin oluşmasına da önemli bir faktördür.

Derecelendirme analizleri sermaye piyasalarının işleyişi açısından oldukça büyük önem arz etmektedir. Bu analizler menkul kıymetlerin alınıp satılması veya muhafaza edilmesine ilişkin kararların alınmasında uygun bir referans olması , borçlular ve bunların ihraç ettiği menkul kıymetler arasında mukayese imkanı sağlaması , değerlendirmelerin geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşması yoluyla borçluların girebileceği sermaye piyasalarını ve dolayısıyla finansman kaynaklarını

artırması , yatırım kararlarını daha güvenilir bir temele dayandırarak menkul kıymetlerin fiyatlarının daha istikrarlı olması açısından önemlidir.

Yerli ve yabancı yatırımcıların halka açık bir KOBİ hakkında belirli bir görüşe sahip olmaları açısından önemli bilgiler içeren bir derecelendirme notunun bulunması iki taraf açısından da önem arz etmektedir. Derecelendirmeye tabi olan bir firma hem finansal hem de sektörel bazda konumunu görme fırsatını bularak, eksiklerini giderme ve fırsatları değerlendirme açısından önemli ipuçlarına sahip olabilecek, yatırımcılarda alacakları riskin seviyesi hakkında bilgi sahibi olabileceklerdir.

Ülkemizde, derecelendirme işleminin uygulanması yolundaki çalışmalar devam etmektedir. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketleri derecelendirmeye tabi tutarak ve ilk etapta gönüllü şirketlerin hisselerinin İMKB’de ayrı bir endekste işlem görmesinin de mümkün olabileceği, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kamuoyuna duyurulmuştur.

KOBİ’ler gerek bankalardan ve uluslar arası piyasalardan kredi temimi ile gerekse menkul kıymet ihraç ederek kaynak sağlama yoluna gittiklerinde bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından verilmiş olan derece notuna ihtiyaç duyacakları kaçınılmazdır.

Son yıllarda yaşanan olumlu makroekonomik gelişmelere paralel olarak, bankalarca reel sektöre kullandırılan kredilerin hacminde ve bu kredilerin bankaların toplam aktifleri içerisindeki payında önemli artışlar olduğu gözlenmektedir.. KOBİ’lerin finansman sorunlarının temelinde, özsermaye yapılarının zayıflığı yatmaktadır. Bağımsız derecelendirme kuruluşları ile bankalar tarafından derecelendirmeye tabi tutulacak olan KOBİ’lerin, değerlendirilecek olan özelliklerinin başında, sahip oldukları işletme sermayesi gelmektedir. Güçlü sermaye yapısına sahip KOBİ’lere verilecek kredilerin maliyetleri daha düşük olacaktır.

1.6.1 Derecelendirme Notunun Etkisi

Derecelendirmenin uluslar arası piyasalardaki önemini artıran bir diğer önemli neden , onun finansal piyasaların denetim ve düzenlenmesinde kullanılmaya başlanmasıyla olmuştur. Uluslar arası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements-BIS) bünyesindeki Basel Bankacılık ve Denetim Komitesinin derecelendirmeyi bankaların sermaye yeterliliklerinin düzenlenmesinde bir araç olarak kullanma kararı , onun piyasaların ayrılmaz bir parçası olduğunun ve her geçen gün öneminin daha da artacağının en önemli kanıtı olmuştur.

Basel Komitesi tarafından yıllardır süre gelen çalışmalar neticesinde oluşturulan Basel-I kriterlerinin yetersiz kalması sonucu Basel II Standartları ortaya çıkmıştır. Basel II Stadardları incelendiğinde bankalardan kredi talep ettiklerinde derecelendirme notuna ihtiyaç olacakları kesin gözükmektedir.

İyi yönetilen, iyi finanse edilmiş ve gerekli tüm bilgileri (finansal ve niteliksel) zamanında ve yeterli bir şekilde sunarak şeffaflığı sağlayabilen KOBİ’ler, potansiyel olarak en iyi dereceyi almak suretiyle, en iyi şartlarda kredilendirilme imkanına sahip olacaklardır.

Risk; ölçülebilmesi, karşılaştırılabilmesi ve bir gösterge olabilmesi açısından sayısallaştırılmalıdır. Bu sayısallaştırma işlemi “Derecelendirme” olarak adlandırılır. Derecelendirme, bir firmanın mali verilerinden yönetsel niteliklerine, geçmiş performanslarından gelecekteki projelerine kadar pek çok faktörün bir arada değerlendirilerek nihai bir nota ulaşılması anlamına gelmektedir. Derecelendirmenin sağlayacağı en büyük fayda, “Risk” kavramının herkes için aynı şeyi ifade eden bir araç haline getirilmesidir

Verilen kredinin, kime verildiğinin riskinin ölçülmesinde kullanılan kriter, firmanın derecelendirme notudur. Firmanın finansal (bilanço, gelir tablosu gibi finansal verilerinin değerlendirilmesi) ve niteliksel (yönetici ve ortakların geçmişi, ithalat-ihracat, pazar payı vb.) faktörlerinin değerlendirilmesi sonucu atanan

derecelendirme notu bankaya bu firmaya verilecek kredinin taşıyacağı riski gösterir ve bu işlem sonucu bankanın tutması gereken sermayenin belirlenmesinde girdi olarak kullanılır. Yani, kredi verilen firmanın derecelendirme notu düştükçe banka hem daha çok risk alacak, hem karşılık olarak daha çok sermaye tutacak ve dolayısıyla daha çok kaynağını getiriden mahrum bırakacaktır (TBB,2004).

Derecelendirme sisteminin yaygınlaşmasındaki gecikmeler bu ortak dilin gecikmesi anlamına gelir ki, sonuç “düşük” riskli firmaların kredilendirmedeki avantajlardan yararlanılması faydalandırılmaması ve bir anlamda cezalandırılması olacaktır. Aşağıdaki örnek tablodanda görülebileceği gibi daha düşük kredi fiyatları ancak iyi (yüksek) rating notunu almış firmalar için mümkün olacaktır.

ÖRNEKTİR!	
Rating Notu	Kredi Faiz Oranı
AAA	%23,2
AA	%24,3
A	%24,4
BBB	%26,0
BB	%27,0
B	%27,5
CCC	%29,1
CC	%33,0

Yukarıdaki tablo, tamamen örnek rakamlarla rating notunun kredi faizini nasıl etkileyeceğini göstermektedir. Daha düşük rating'li firmalara verilen kredilerde risk daha fazla olacağı için firmanın rating notu düştükçe kredi faiz oranı artmaktadır. Firmalar, kredibilitelerindeki düşüşe bağlı olarak artan faiz yükleri ile karşı karşıya kalabileceklerdir.

Bir rating (derecelendirme) sistemi kullanılmasında amaç, firmanın taşıdığı riskleri objektif olarak ölçmektir. Bu durum, ortak bir dilin oluşmasına yardımcı olmanın yanında bankaların bir firma için çok benzer fiyatlamalar yapmasına neden olacaktır. Bu amaç doğrultusunda firmaların rating'lerinin “güncel” olması çok önemlidir. Yani, bankalar belli dönemlerde firmaların derecelendirme notlarını güncelliyor olacaktır. Bu kapsamda, firmalar dan bilgiler talep edilecektir. Bugün

öngörüldüğü haliyle rating'lerin yılda en az bir kere güncellenmesi kabul görmüş yaklaşımdır.

Bugün pek çok banka derecelendirme sistemini oluşturmuş, müşterilerine birer kredi notu atamaya başlamış durumdadır. Ayrıca Türkiye Bankalar Birliği kapsamında oluşturulan çalışma grupları ile bankalardan bağımsız bir “Dış Derecelendirme Şirketi” kurulması yolunda araştırma ve çalışmalar yapılması istenmiştir. Tüm bu çalışmalar bir referans oluşturularak risklilik seviyesinin belirlenebilmesi amacıyla yapılmaktadır (TBB,2004).

DERECELENDİRME KAVRAMI VE ÖZELLİKLERİ

1.7. Derecelendirme Kavramı

Globalleşmeye bağlı olarak, kendi pazarlarının büyümesi, rekabetin yoğunlaşması ve belirsizliğin artması, yatırımcıların her türlü bilgiye ihtiyaç duymalarını gerektirmiştir. Bu nedenlerle derecelendirme ve derecelendirme kurumlarına verilen önem hızlı bir artış göstermektedir.

Derecelendirme genel itibariyle bir varlığın veya menkul kıymetin performansı hakkındaki görüşlerdir. Derecelendirme kurumları çeşitli finansal, endüstri, piyasa ve ekonomik bilgileri bir araya toplar ve bu bilgileri analiz ederek, yatırımcıların kendi kendilerine yaptıkları analizlerden daha bağımsız, güvenilir ve profesyonel analizler sağlamaktadırlar.

Derecelendirme piyasalar ve ondan faydalanan yatırımcılar için hayatı kolaylaştıran, masraflı ve vakit alan çalışmalar sonucu elde edilen bilgileri piyasalara basit sembollerle sağlayan bir araçtır (Yanar,2002).

İçinde bulunmakta olduğumuz bu dönemde de finans kesimini oluşturan kuruluşlarda görülen başarısızlıklarda ve dolayısıyla yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları risklerde meydana gelen artış derecelendirme işleminden sıklıkla faydalanılmasını gündeme getirmiştir (Capeci, 1985: s.41-56)

Amerika Birleşik Devletleri'nin iki önemli derecelendirme şirketi; Standart and Poor's ve Moody's başta olmak üzere pek çok ülkede sürdürülen derecelendirme işlemi genel olarak her tür ulusal veya uluslararası menkul kıymetler yanında, ülkeler, ticari şirketler, finansal kurumlar için yapıyorsa da dünyada ağırlıklı olarak kamu veya özel sektör borçlanma menkul kıymetleri için yapılmaktadır.

Özellikle, Türkiye gibi gelişmekte olan ve yabancı piyasalardan fon talebinde bulunan ülkeler açısından derecelendirme piyasaların gelişmesi açısından önemli bir etken konumundadır. Derece notundaki bir düşüş veya yükseliş piyasaların oldukça çabuk etkileyebilmektedir. Derecelendirme kurumlarının verdiği notlardaki bu değişiklikler, ülkemizin borçlanmasını, döviz piyasalarındaki talep dalgalanmaları gibi etkileri ile oldukça önemli bir durumdadır.

1.8. Derecelendirmenin Tanımı ve Özellikleri

Dünyanın en çok bilinen derecelendirme firmalarından Standart & Poor's derecelendirme işlemini, özel sektör ve belediye tahvil ihraçları ile ilgili olarak belirli yükümlülüklerin zamanında yerine getirilmesinin yanı sıra ihraçcının güvenilirliğinin değerlendirilmesi olarak tanımlamaktadır. Getirilen tanımda kullanılan ihraççı kavramı aynı zamanda garanti veren sigorta işlemi gerçekleştiren veya finansal kiralama işlemlerini yapan kurum ve kuruluşları da kapsamaktadır (Kılıç,1989).

Moody's kuruluşuna göre ise derecelendirme “sabit faizli borç tahvilleri ihraç edenlerin, ihraç edilen enstrümanların gelecekteki anapara ve tüm zamanlı gelirlerinin geri ödenmesindeki kapasitesi, hukuki yükümlülük ve istekliliği hakkında bir oluşturma” olarak tanımlamaktadır. Moody's “derecelendirme amacını” bütün dünyada sermaye piyasalarının etkinliğinin teşviki ve fonksiyonlarının artırılması olarak ifade etmektedir (Moody's,1998).

Bir başka değerlendirme firması olan Thomson Bankwatch kuruluşuna göre derecelendirme yani rating, “Borç tahvil ve senedi ihraç edenlerin yükümlülüklerini yerine getirmede gelecekteki yeterliliklerin süreç içinde irdelenmesi, aynı zamanda ihraçcının karşılaçağı muhtemel finansal sorunların ve bu tür sıkıntılarla baş

edebilme yeteneğinin değerlendirilmesi” olarak tanımlanmaktadır (Thomson Bankwatch,. 1988: s.3).

Genel olarak getirilen tanımlar incelendiğinde, derecelendirme işleminin, menkul kıymet ihraç eden kuruluşların, ihraç ettikleri borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin, tedavülde kalacağı süre içerisinde anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirebilme yetenekleri hakkında verilen tarafsız bir yargıdan ibaret olduğu anlaşılmaktadır.

Derecelendirmenin yukarıda belirtilen işlevinin yanı sıra ihraç edilen menkul kıymetin ve menkul kıymeti ihraç eden kuruluşun riskinin; belirli bir mantık çerçevesinde diğer menkul kıymetlerin ve kuruluşların risklerine göre sınıflandırılmasını da kapsadığından piyasalar için önemli bilgiler vermektedir. Ancak fon talebinde bulunanlar yalnızca menkul kıymet ihracında bulunan kurumlar veya şirketler olmayabilir. Bankalar ve ülkelerde finans piyasalarından finansman temininde bulunan birimler olarak karşımıza çıkabilmektedir.

Derecelendirme işleminde göz önünde bulunan esasları şöyle sıralayabiliriz:

1. İhraç edilen menkul kıymetin anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yerine getirilmemesi riski (default risk) olasılığı,
2. Borçlanma aracının özellikleri ve kanuni hükümleri,
3. Borçlanma aracına sağlanan garantiler, ihraçcının iflası durumunda yatırımcıların haklarını etkileyen kanunlar ve düzenlemeler.

Yatırımı bir parça sörf yapmaya benzetirsek, akıllı yatırımcılar anahtar yatırım temalarıyla yani doğru dalganın yakalanmasıyla yüksek karlara ulaşabilirler. Bazen de dalgalar beklenenden daha düşük gerçekleşirken bazen de sulara bile gömülmemize neden olabilmektedir. İşte derecelendirme de yatırımcılara doğru dalgaları bulmaları konusunda önemli ipuçları vermektedir.

Bu bakış açısından yola çıkarak, derecelendirmeyi ihraççı kuruluşun kredi değerliliğini birbirinden ayırt edebilmek için kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.

Derecelendirme kurumları, yatırımcıların menkul kıymetin satın alınması, satılması ya da elde tutulması şeklinde mali danışmanlar gibi tavsiyelerde bulunmazlar. Çünkü böyle bir durum söz konusu olduğunda derecelendirme firmalarının varlıklarının temelini oluşturan objektiflik ilkesi zedelenecek ve yatırımcıların bu kurumlarına olan duydukları güven sarsılabilecektir.

Derecelendirme firmalarının amaçları, uluslararası sermaye piyasalarına şirketlerin kredi kaliteleri hakkında tutarlı ve karşılaştırılabilir standartlar sunmaktır. Derecelendirme, tüm kredi riskinin değerlendirilmesi sürecinin yalnızca bir fonksiyonu olarak düşünülmekte ve derecelendirmenin yatırım kararının alınması sürecinin yalnızca bir parçası olduğu kabul edilmektedir. Yani burada yatırımcıların risk alma tercihleri veya piyasa fiyatı gibi diğer etkenler göz önüne alınmamaktadır.

Derecelendirmeyi yatırım kararı alma sürecinde; faiz oranı, piyasa fiyatı, alternatif yatırım araçlarının getirisi ve yatırım araçlarından bir tanesinin tercihi gibi etkenlerden sadece birisi olarak değerlendirmek daha doğru olacaktır.

Derecelendirme kurumları, bünyelerindeki risk analizinde uzman, mali analist ve ekonomistleri ile yaptıkları analizler sonucunda yatırımcılara ve piyasalara, derecelendirme sınıflandırma sistemini (AA, D) kolay olarak kullanabilmek için bir varlığın veya menkul kıymetin performansı hakkında görüşler sunar.

Derecelendirme firmaları risk analizi konusunda yılların verdiği tecrübeler sonucunda herhangi bir yatırımcının kendi imkanları ile sağlayabileceği bir analizden daha geniş bir inceleme alanını kapsayacak şekilde hizmet verebilme imkanına sahiptir (Karaöz,1990,s.5-10).

Derecelendirme işlemi bir defaya mahsus değildir. Borçlanma menkul kıymetinin ihracından önce derecelendirme yapılır ve daha sonra da belirli aralıklarla verilen dereceler meydana gelen gelişmeler çerçevesinde yeniden gözden geçirilerek, yapılan değişiklikler yayınlanır.

Derecelendirme, bunları yapan şirketler ile bunların kullanıcıları arasında güvene dayalı bir mutemetlik ilişkisi yaratmaktadır. Çünkü böyle bir ilişkinin varlığı yasal olarak düzenlenmemiştir. Başka bir ifadeyle, derecelendirme işlemi yasal bir

zorunluluk olmayıp, isteğe bağlı bulunan bir işlem niteliğindedir (Kılıç,1989). Derecelendirme yalnızca güvenilir olduğu sürece yatırımcıların karar alma sürecinde belirli bir değer kazanabilir. Kredi derecelendirme işleminin güvenilirliği ise tabi ki derecelendirme kurumlarının tamamen bağımsız olmalarına bağlıdır. Derecelendirmeyi değerli kılabilecek bir diğer faktör ise kullanılan analiz ve kriterlerin geçerli olmasıdır.

Sonuç olarak derecelendirme subjektif bir ölçüdür. Derecelendirme kurumları derecelerinin birer “fikir”, “yorum” ve “gözlem” olduğunu sürekli olarak tekrarlamaktadırlar. Derecelendirme konusunda şikayetçi olan firmalar karşısında da hep aynı savunması yapmaktadırlar. Bunun yanında derecelendirme firmalarının güvenilir olmayan rating (derecelendirme) verme konusunda fazla bir lükse sahip olmadıklarını belirtebiliriz. Bu çerçevede rating (derecelendirme) firmaları bir fikir belirttiklerinden dolayı bu firmalar hatalı olmazlar. Ayrıca derecelendirmeye karar vermek için bir formül olmadığını da belirtebiliriz. Rating ancak finansal piyasalarda kabul edilirse, o zaman doğruluğu kabul edilebilir. Kabul görebilmesi de günler, haftalar ve hatta aylar alabilmektedir. Sonuçta ratingler süreç içinde kredi kalitesinin doğru ölçüldüğünü kanıtlamış olmakla beraber, ratingler % 50 performans % 50 ise firmanın çalışma stratejilerinin algılanmasına göre belirlenmektedir (Nye,1997,s.84) .

1.9. Derecelendirmenin Tarihçesi ve Derecelendirme Kurumları

Bankacılık sektörü ile kıyaslandığında derecelendirmenin kısa bir geçmişi vardır. Bugünkü kredi derecelendirme kuruluşlarının kökeni, 1841 yılında New York'ta Lewis Tappan tarafından kurulan Mercantile Agency'e kadar gitmektedir. 1837 yılında ABD ekonomisindeki büyük çöküşün ardından, birçok şirket taahhütlerini yerine getirememiştir. Kendisi de zarara uğrayan Tappan borçluların kredi değerliğinin belirlenmesi için Doğu ve Batı eyaletlerinde çoğunluğu avukat olan 180 muhabir kapsayan bir network kurarak derecelendirmenin temelini atmıştır (Natwest Group, 1995, s.5-8) .

Menkul kıymetlerinin derecelendirilmesine ilişkin veriler, ilk defa Amerika'da John Moodys tarafından 1909 yılında kamuoyuna duyurulmuştur. Daha sonra Moody's Investors Service, Inc., adını alan bu şirketi, 1916 yılında Poor's Publishing

Company, 1922 yılında da Standart Statistics Company izlemiştir. Sonraki yıllarda bu iki şirket birleşerek Standart 8 Poor's Corporation ünvanını almış ve dünyanın en büyük ikinci derecelendirme şirketi olmuştur (Özmen, 1996) . 1909 yılında John Moody's tarafından ilk kılavuz çalışma geliştirilerek ilk defa firma borcu için derecelendirme yapılması gerçekleştirilmiştir:

A- En yüksek kalitedeki borç,

B- Orta kalitedeki borç,

C- Düşük kalitedeki borç

olarak basit olan derecelendirme cetvelinin temeli oluşturmuştur.

Bu gelişmeleri takiben ilk rating notunu Poor's Yayıncılık Şirketi 1916 yılında vermiştir. Bu şirketten sonra Standart Statics Şirketi 1922'de ve Fitch Yayıncılık Şirketi de 1924 yılında bazı şirketleri derecelendirerek verdikleri notları yayımlamışlardır (Babuşçu,1997) .

Moody's ve Standart and Poors bilinen en iyi kuruluşlardan olmasına karşılık, dünyada yüzlerce derecelendirme kuruluşu vardır (Rose,Peters,1997,s.59). Ancak bu kuruluşların çoğu yereldir ve belirli bir kesimde uzmanlaşmışlardır.

Derecelendirme'nin yatırımcılara üzerine almak istedikleri kredi risklerine uygun olarak sermayelerini belirlemelerine yardımcı olmaktan başka, aynı zamanda borç alan kurumlara borçlarını azaltmalarına, yeni yeni piyasaları tanıma ve piyasaya girmelerine, yeni finansal seçenekler elde etmelerine de yardımcı olmaktadır. Bu hususlardan dolayı derecelendirme kadar derecelendirme kurumların önem arz etmektedir. Bu nedenle uluslararası mali piyasalarda derecelendirme firmaları, profesyonel, objektif ve bağımsız olarak değerlendirmekte, ayrıca yerel piyasalarda da şeffaflık sağlamada, krediye ulaşmakta, kredi fiyatında ve kredi boyutunda etkili olmaktadır.

Derecelendirme şirketlerinin tamamı, para kazanma yollarına göre farklılıklar göstermekle beraber, değişik biçimlerde, hem derecelendirdikleri şirketlerden, hem de raporları isteyen yatırımcılardan hizmetleri karşılığı ücret almaktadırlar. Ayrıca

derecelendirme şirketlerini denetleyen bir kurum olmadığından, derecelendirme firmaları gizemlerini korumaktadırlar.

Amerikalı yatırımcıların yatırım kriterlerinden birisi olan derecelendirme kavramı yakın bir geçmişe kadar Avrupalı yatırımcıların kriterleri arasında yer almıyordu. Ancak son 25 yıl içerisinde Avrupalı yatırımcıların derecelendirmeye karşı tutumları değişmiş ve ilgileri artmıştır. Hatta 1980'li yılların ortalarından beri Avrupalı yatırımcılar, yatırım yapmayı düşündükleri bir şirketin sadece ismine güvenmek yerine şirketin kredibilitesi hakkında profesyonel ve tarafsız bilgilere yönelme yolunu tutmuşlardır. Artık bütün dünyada yatırımcılar kredi ihraçları konusunda daha duyarlı davranarak derecelendirme firmalarına yönelmişlerdir.

Uluslararası finans piyasalarında sermaye akışını hızlı bir şekilde bankacılık sektöründen sermaye piyasalarına kayması ile ve derecelendirme anlayışının uluslararası sermaye pazarlarına yerleşmesiyle yani piyasalara giren yatırımcıların sınır ötesi derecelere olan ihtiyaçları da artış göstermiştir.

Yurt dışı ülkelerden gelen talepler karşısında derecelendirme firmaları yurtdışındaki ülkelere de büro açmak durumunda kalmışlardır. Geçen 10 yıl içerisinde Moody's şirketi Tokyo, Londra, Frankfurt gibi finans piyasalarının merkezi durumunda olan ülkelerin yanısıra Paris, Sidney ve Madrid'de bürolar aracılığıyla derecelendirme çalışmalarına devam etmektedir. Firma, Amerika dışında faaliyet gösteren 1200 tahvil ihraççısını derecelendirmektedir. Standart & Poor's firması da Tokyo, Londra, Frankfurt, Paris, Melborn, Toronto ve Meksika'da kurduğu bürolar aracılığı ile derecelendirme çalışmalarına devam etmektedir (Contor,Pocker, 1994,11-26).

Derecelendirmeye verilen önem artışının bir göstergesi olarak Avrupa'da, Asya'da ve Latin Amerika'da birçok derecelendirme şirketi kurulmuştur.

Merkezi New York'da bulunan Thomson Bankwatch firması faaliyetlerin ibanka kredisi alan şirketlere yönelik olarak geliştirmekte ve finansal endüstrilerin izlendiği tek derecelendirme şirketi olmayı arzu etmektedir. 1991 yılında Londra'da şube açmak suretiyle çalışma alanını genişleten firma, ayrıca yakın bir geçmişte de

merkezi Hong Kong olan “Capital Information Services” şirketini satın almıştır (Ataman, 1995). Avrupa kökenli tek derecelendirme firması IBCA 1978 yılında kurulmuştur. Kuruluş bankaların derecelendirmesinde uzmanlaşmışlardır. 1985 yılında New York’da ikinci şubesini açan firma, Amerika’da faaliyette gösteren ticari ve yatırım bankalarını da derecelendirmektedir(Babuşcu,s.16).

Uzun yıllardır faaliyet gösteren söz konusu derecelendirme kurumları özellikle yükselen piyasalarda daha uzmanlaşmış ve yeni derecelendirme kurumlarının ortaya çıkmasıyla rekabetle karşılaşmışlardır. Bazı yükselen piyasalarda yurt içi menkul kıymet ihracı için zorunlu derecelendirme gerekliliği bulunmaktadır.

ABD’de en çok tanınan Standard and Poors, Moodys ve Fitch derecelendirme kurumu dışında 35-40 tane faaliyet gösteren derecelendirme kuruluşu saymak mümkündür. Aşağıdaki tabloda genel merkezleri ABD dışında olan derecelendirme kuruluşlarının bulundukları ülkeler ve sayıları verilmektedir.

Tablo.4. ABD Dışındaki Kredi Kuruluşlarının Genel Merkezinin Bulundukları Ülkeler ve Sayıları

Arjantin	1	Fransa	1	Pakistan	2
Brezilya	1	Almanya	2	Güney Afrika	1
Çin	2	Hindistan	3	İsveç	2
Mısır	1	İsrail	1	Rusya	1
Kore	3	Japonya	3	İtalya	1

Kaynak.White ,2001

Türkiye’de ise bir derecelendirme kurumunun oluşturulması çabaları devam etmektedir. Türkiye derecelendirme kapsamında bir bakıma “dokunulmamış” kategorisinde yer almaktadır. Dolayısıyla derecelendirme kurumlarının hedefi konumundadır.

Aşağıdaki tablo finans piyasalarında adlarını duyuran ve en çok bilinen derecelendirme şirketleri hakkında bilgi vermektedirler.

Tablo-5: Dünya'daki Temel Derecelendirme Firmaları

Kuruluş Yılı	Rating Firması	Ülke	Çalışan Sayısı	Değerlendirdiği Alan
1909	Moody's Investor Service	ABD	674	Tüm hizmetler
1922	Fitch Investor Service	ABD	200+	Tüm hizmetler
1923	Standart & Poor's Corporation	ABD	700+	Tüm hizmetler
1972	Canadian Bond Rating Service	Kanada	26	Tüm hizmetler
1974	Thomson Bankwatch	ABD	40	Finansal kuruluşlar
1975	Japanese Bond Rating Service	Japonya	91	Tüm hizmetler
1977	Dominion Bond Rating Service	Kanada	20	Tüm hizmetler
1978	IBCA Ltd.	İngiltere	50	Finansal kuruluşlar
1980	Duff & Phelps Credit Rating Co	ABD	160	Tüm hizmetler
1985	Japanese Credit Rating Service	Japonya	61	Tüm hizmetler
1985	Nippon-Investor Service	Japonya	70	Tüm hizmetler

Kaynak: FRBNY Quarterly /Review/Summer-Fall 1994

Derecelendirme tarihsel olarak hisse senedi, bono gibi menkul kıymet arzlarına uygulanırken, zaman içerisinde sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelere paralel olarak, sabit getirili menkul kıymetler, tercihli hisseler ile kıymetli kağıtları da kapsayan geniş bir değerlendirme alanı bulmuştur. Genel olarak derecelendirme kapsamına alınan menkul kıymetler şu şekilde sınıflandırılabilir.

- Uzun vadeli borçlar
- Kamu kağıtları

- Mevduat sertifikası
- Yatırım fonu
- Menkul kıymet yatırım fonu
- Oydan yoksun hisse senetleri
- Sigorta şirketlerinin hasar ödeme kabiliyeti (S&P International Criteria,1995,s.15)

2. BÖLÜM

MENKUL KIYMETLERİ DERECELENDİRME SÜRECİ DERECELENDİRME TANIMLARI VE DERECELENDİRMENİN FİNANS SEKTÖRÜ BAKIMINDAN ÖNEMİ

2.1. DERECELENDİRME SÜRECİ

Derecelendirme süreci, finansal, teknik ve ekonomik analizler doğrultusunda gerçekleştirilmektedir. Bu çalışmalar ülke veya menkul kıymet ihraç eden firmaların talebi üzerine yapılır ve en önemli özelliği tamamen gizlilik içerisinde yürütülmesidir. Bu bilgiler firmanın endüstrideki genel geçmişi, son beş yıllık finansal verileri ve geleceğe yönelik projeksiyonları, işletmenin stratejileri ve ana felsefesi, işletmenin amaç ve hedefleri gibi konuları kapsar.

Derecelendirme sürecinde özellikle, firmanın muhasebe yapısı incelenerek kayıtların gerçeği tam olarak yansıtip yansıtmadığı araştırmaya tabi tutulmaktadır. Bağımsız denetim raporu kalitesi uygun görülürse analizlere geçilebilir. Analizlerde ise firmanın mali yapısı, bulunduğu endüstrinin özellikleri ve piyasanın şartları, genel siyasi ve ekonomik koşullar çeşitli yöntemlerle analiz edilir. Bunun yanı sıra, yönetim kalitesi subjektif olarak incelenir. Firma kredibilitesinin değerlendirilmesinde kullanılan temel ölçütler; sermaye yapısı, aktif kalitesi, likidite, nakit akımlarının uygunluğu, karlılık ve yönetim etkinliğinin araştırılmasıdır.

İhraç edilen menkul kıymetin özelliğine ve derecelendirmenin türüne göre bu ölçütlere ülke riski, endüstri riski, firma yapısı, faaliyet etkinliği gibi ölçütler eklenir. Tüm bu ölçütlerin kullanılması sonucu varılan derecelendirme veya rating, ilgili firmanın onay vermesi ile yayınlanabilir. Aksi halde ihraççı firma derecelendirme talebinde bulunsa bile, notunun yayınlamasını istemez ise her türlü gizli tutulmaktadır.

Derecelendirme süreci, derecelendirme firmaları arasında fazla bir fark göstermemektedir. Bu nedenle, bu bölümde Moddy's firmasının derecelendirme sürecine ilişkin aşamalar ele alınarak incelenecektir.

Genel itibariyle Moody's firmasının derecelendirme süreci beş aşamadan oluşmaktadır.

- 1- Tanıtım Toplantısı,
- 2- Yöneticilerle Toplantı,
- 3- Derecelendirme Kararı,
- 4- Derecenin Açıklanması,
- 5- Derecenin İzlenmesi.

2.1.1. Tanıtım Toplantısı

Derecelendirme işlemi firmaya dinleme ve değerlendirme konusunda eğitilmiş uzmanlara iş konusunu ve stratejilerini açıklama olanağı veren bir eğitim sürecidir. Bu süreç genellikle finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla menkul kıymet ihraç edecek firma veya kuruluşun veya aracı kurumun, derecelendirme kurumuna yaptığı ve resmi olmayan bir toplantı talebiyle başlamaktadır.

Bu başvurular aynı zamanda eskiden ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerin ve yeni ihraç edilen menkul kıymetin eskisine etkisinin ne olabileceğinin öğrenilmesi içinde yapılabilmektedir.

Bu toplantıda amaç, kredi derecelendirme kuruluşunun, derecelendirmede izlenecek prosedürünü açıklaması ve derecelendirme işlemine konu olan firmanın tanınabilmesidir. Bu doğrultuda bilgilerin öğrenilmesi için ilgili şirket veya kuruluşun üst düzey yöneticileriyle görüşmeler yapılarak, kendilerine analizin gereklilikleri ve görüşmeler esnasında en çok önem taşıyan konuların neleri kapsadığı bildirilmektedir.

2.1.2. Yöneticilerle Toplantı

Resmi bir niteliği olmayan tanıtım toplantısından sonra ihraççı kuruluş derecelendirme yaptırmaya karar vererek, derecelendirme firmasına başvurmasıyla birlikte resmi bir süreç başlatılmış olunur.

Resmi başvurunun akabinde menkul kıymet ihraç edecek olan kuruluş veya şirket üst yönetimi ile tekrar bir toplantı yapılır. Bu toplantıdan önce Moody's derecelendirme firması çalışacak analizleri belirleyerek, ihraççı firma hakkında ön bilgiler toplar ve çalışmalar yapar. Toplantıdan önce istenen bu bilgiler üst yönetim açısından en çok önem taşıyan konularla ilgili, şirket içerisinde mevcut olan ve üst yönetime düzenli olarak sunulması gereken bilgileri içerir.

Bu bilgiler şu şekildedir; (Adalet,1984)

- Şirketin organizasyon yapısı, yetki ve sorumlulukların dağılımı,
- Muhasebe prensipleri ve uygulamaları
- Yönetim stratejisi, kısa ve uzun vadeli yönetim planları,
- Finansal politikalar ve kontrol sistemleri, planlama süreci,
- Personel politikaları, personel eğitim ve motivasyon dereceleri,
- Faaliyet sonuçları ve nakit alımları (son beş yıl ve gelecek üç yıl tahmini),
- Bilanço analizleri (Son beş yıl ve gelecek üç yıl tahmini)
- Mevcut borç yükümlülüklerinin detaylarıdır.

Derecelendirme kurumları bir denetleme firması gibi kayıtların üzerinde çok detaylı incelemelerde bulunmazlar. Derecelendirme şirketleri hazırlanan bilgilerin sadece alıcısı ve kullanıcısı konumundadır ve kendisine gerekli olan temel bilgiler üzerinde yoğunlaşır.

Derecelendirme firması ile ihraççı kuruluş yöneticilerinin ilk resmi görüşmesi çoğunlukla derecelendirme talebinde bulunan firmaların merkezinde yapılmaktadır.

Görüşmeler pek uzun değildir. Genellikle bir veya iki gün sürmektedir. Yöneticilerle yapılan bu toplantıdan önce şirketin yapısını tanımaya yönelik bilgiler istenmektedir. Bu konuları şu şekilde özetlemek mümkündür (Kılıç,s.35)

- Şirketin kısa bir geçmişi
- Şirketin felsefesi ve belirlediği stratejiler (Bu bölüm genellikle genel müdür veya başka bir üst düzey yetkili tarafından sunulmaktadır)
- Faaliyet durumu (üretim kapasitesi, dağıtım ve pazarlama ağı, rekabet gücü vb. konular bu bölümde ele alınmaktadır)
- Finansal yönetim ve muhasebe politikaları,
- Firmanın tabi olduğu yasal düzenlemeler,
- Yapılmış ve yapılacak olan yatırımlar,
- Firmanın yönetim kadrosunun kalitesi gibi önem taşıyan konular bu süreçte ele alınmaktadır.

Derecelendirme firmaları çoğunlukla ilgili şirket veya kuruluşun idari ve finansman faaliyetlerinden sorumlu kıdemli temsilcilerle görüşmek istemektedirler. Ayrıca bu görüşmelerde genel müdüründe bulunması yararlı olacaktır. Bu toplantılar firmanın geleceği ve yöneticilerin kalitesinin belirlenmesinde önemli ipuçları vermektedir. Derecelendirme işleminin daha etkin olabilmesi için kamuya açıklanmayan ve önem arz eden bilgilerinde derecelendirme kurumlarına verilmesi derecelendirmenin daha sağlıklı sonuçlar vermesini sağlayacaktır.

2.1.3. Derecelendirme Kararı

Derecelendirme talebinde bulunan firma yöneticileriyle yapılan toplantının ardından gelen derecelendirme kararı toplantıdan sonra üç veya dört hafta içinde açıklanmaktadır. Derecelendirme şirketinin uzman ve analistleri elde edilen bilgileri inceleyip değerlendirerek bir rapor hazırlarlar. Kendi görüşlerini de ekleyerek oluşturdukları bu rapor firmanın alacağı derecelendirme notunun temelini oluşturur. Bu işlemten sonra verilen derecenin uyumlu olabilmesinin sağlanması açısından

derecelendirme komitesi ve derecelendirme şirketinin diğer ülkelerde bulunan analistleri bir araya gelerek son kararı verdikten sonra derecelendirme notunu belirlerler.

Komite genellikle sektörle ilgili başuzman, diğer uzman ve analistler ve derecelendirme yöneticisini de kapsayacak şekilde dört veya daha fazla üyeden oluşturulmaktadır.

Bu komite toplantısında raporu hazırlayan analistler hazırladıkları finansal istatistikleri ve karşılaştırılmalı analizleri sunmaktadırlar. Bu bilgiler genel itibariyle şöyledir (Adalet,1984).

- Firmanın stratejik kararları ve finansal yönetimin değerlendirilmesi,
- Firmanın faaliyette bulunduğu sektörün yapısı, şirketin rekabet durumu, üretim kapasitesi ve benzeri konuların incelenmesi,
- Firmaların finansal analizleri,
- Finansal planlar ve işletme politikaları,
- Derece önerisidir.

Sunulan bu bilgiler ışığında, derecelendirme komitesi ihraççı firmaya vereceği derecelendirme notunu tespit etmektedir.

2.1.4. Derecenin Açıklanması

Yapılan analizler sonucu, derecelendirme komitesi firma ile ilgili dereceyi belirlemektedir. Firma yapılan dereceyi kamuya açıklamadan önce gerekli yasal düzenlemeleri de incelemekte ve firma yetkilileri izin verirse verilen derece notu basın yoluyla kamuoyuna duyurulmaktadır. Ayrıca firma ile ilgili detaylı bilgiler derecelendirme firmalarınca hazırlanan yayınlardan takip edilebilir (Kılıç,s.40).

Standart and Poor's dereceyi belirledikten sonra, bu derece notunun verilmesinde etken olan bilgileri bülteninde açıklar. Yine firmanın izni alınarak verilen derece notu kamuya açıklanır (S & P, 1994,s.2).

2.1.5. Derecenin İzlenmesi

Derecelendirme firmaları, derece notunu verdikten sonra derecenin doğruluğunu ispat etmek için, firmaların mali yapılarını ve ortaya çıkan sonuçları sürekli olarak izlemeye devam ederler. Bu izleme sürecini ise şirketin derecelendirme firmasına aktardığı yıllık raporlar, yönetimle yapılan görüşmeler, firmaların ilgili yayınlar ve gerçekleştirilen telefon veya kişisel görüşmeler gibi çeşitli kaynaklardan elde edilen güncel, endüstriyel ve ekonomik verileri oluşturarak gerçekleştirirler.

Eğer firmanın uzun veya kısa vadeli kredi değerlendirmesinde önemli bir değişiklik meydana gelmişse, derecelendirme firması muhtemel değişmelere karşı menkul kıymetin derecesini özel incelemeye alabilir.

Bu değişiklikler, özellikle yasal düzenlemelerde, hükümet politikasında, teknolojiye, talepteki aşırı dalgalanmalarda ortaya çıkan firmayı yakından etkileyen değişikliklerdir. Eğer firmanın etkilenme düzeyi çok yüksek ise yeni bir toplantı düzenlenir ve duruma göre verilen derece notu değiştirilebiliyor veya olduğu gibi kalabilir.

Standart and Poor's tarafından 1981 - 1986 yılları arasında endüstriyel sektörde derecesi düşürülen ve yükseltülen firmaların sayısı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo-6: Endüstriyel Şirketlerin Derece Değişiklikleri

(Uzun Vadeli İhraç Edilen Menkul Kıymetler)

31.12.itibariyle Yıl Sonları	1981	1982	1983	1984	1985	1986/3	1986/6
Derecesi Yukarı Çıkarak değişen Şirket sayısı	51	37	49	54	49	49	17
Derecesi aşağı düşerek değişen şirket sayısı	67	124	94	98	97	8	66
Aşağı düşen şirket sayısı / yukarı çıkan şirket sayısı oranı	1.3	3.3	3.3	1.8	3.8	6.1	3.9

Kaynak: S & P, Debt Rating Criteria, s.17

Tablo'dan da görüldüğü gibi endüstriyel şirketlerin risk derecelendirmesinde meydana gelen değişikliklerin eğilimi derecenin düşürülmesi doğrultusundadır. 1981 - 1986 döneminde derecesi düşürülen firmaların sayısı derecesi yükseltilen firmaların sayısından oldukça yukarıdadır. Bunun nedeni olarak özellikle bu dönemde şirket el değiştirmelerinin ve birleşmelerinin çok olması, sermaye maliyetinin sürekli değişmesi ve çoğu endüstri kolunda uluslararası rekabetin gittikçe artması gibi sebebler gösterilebilir.

Firmalar muhtemelen en iyi derecelendirmeye sahip olacakları zamanda ihraç yoluna gitmekte ve böylece borçlanma yoluyla elde ettikleri fonları en ucuz maliyetle edinmeyi hedeflemektedirler. Bu sebeple ilk önce yüksek dereceler alınırken daha sonraki değişiklikler ise daha çok aşağı yönlü olmaktadır.

2.2. FİRMALARIN DERECELENDİRME TANIMLARI

2.2.1. Yatırım Dereceleri ve Spekülatif Dereceler

Derecelendirme firmalarının derecelendirme tanımlarını daha iyi anlayabilmek ve kavrayabilmek için yatırım derecesi ile spekülatif derece kavramlarının açıklanması ve aralarındaki farkın ortaya konulması gerekmektedir.

Derecelendirme, yatırımcılar tarafından zaman içinde taahhüt edilen değerlerin geri ödenmesinin belirlenmesi için kullanılmaya başlanılmıştır. Yatırımcıların kullandıkları bu derecelendirme “yatırım notu derecelendirmesi” kavramını karşımıza çıkarmaktadır. Aynı derecelendirme notunu taşıyan varlıklar veya menkul kıymetler benzerdir, ancak aynı güvence kalitesini göstermeyebilir. Çünkü derecelendirme kategorileri güvence riskinin derecesindeki farkları tam yansıtmamaktadır.

Türkçe’de spekülatif dereceye sahip olan menkul kıymet olarak tanımlanan Junk Bond’lar daha yüksek bir risk taşıyan ve daha yüksek bir getiriye imkan veren menkul kıymetler için kullanılan bir terimdir.

Diğer yandan yatırım dereceli (investment grade) olarak adlandırılan dereceye sahip menkul kıymetlerin düşük ve orta düzeyde risk taşıdıkları ve çok yüksek getirileri olmayabileceği söylenebilir.

Derecelendirme, yatırımcıların düşük dereceli menkul kıymetler için yüksek geri ödeme olasılığını telafi etmek amacı ile ne kadar katma değer talep etmesi gerektiğinin iyi bir göstergesidir. Önemli olan nokta yatırımcıların düşük kredi notlarının o firmanın “kötü” bir yatırım olduğu şeklinde düşünmemeleri gerektiği gerçeğidir. Yatırımcıların risk ölçütleri kapsamında, yüksek riskli ve düşük dereceli yatırımlar uygun yatırımlar olarak değerlendirilebilir. Burada önemli olan talep edilen gelirin üstlenilen riski telafi etmesi gerekliliğinin anlaşılabilmesidir.

Aşağıdaki tabloda Moody's ve Standart and Poor's derecelendirme şirketlerinin spekülative ve yatırım yapılabilir derece ölçütleri verilmiştir.

Tablo-7: Moody's ve Standart Poor's kredi derecelendirme firmalarının spekülative ve yatırım derecesi ölçütleri

Menkul Kıymet Derecesi		Derece	Risk
Moody's	Standart & Poor's		
Aaa	AAA	Yatırım	En düşük risk
Aa	AA	Yatırım	Düşük risk
A	A	Yatırım	Düşük risk
Baa	BBB	Yatırım	Orta Risk
Ba, B	BB, B	Spekülative	Yüksek risk
Caa / Ca / C	Ccc / cc / c	Spekülative	Çok Yüksek Risk
C	D	Spekülative	-

Kaynak: www.Investopedia.com

Yüksek getirili borç piyasası olarakta adlandırılan bu piyasa özellikle Amerika'da oldukça dinamik bir yapıya sahiptir. Bu piyasa finansman ihtiyacıyla menkul kıymet ihracında bulunan ve yatırım derecesinin altında değerlendirilen şirketlerin yeniden yapılanarak büyümesinde önemli bir rol üstlenmiştir. Amerikan sermaye piyasasında 1990'lı yıllardan itibaren giderek artan Junk Bond ihraçları 1993 yılında 53 milyar dolar'lık bir tutara ulaşmış ve işlem gören tahvillerin % 12'sini oluşturmaktadır. 1989 - 1993 döneminde piyasaya ihraç edilen Junk Bond'ların % 96'sı hem Moody's hem de Standart & Poor's firmalarınca derecelendirilmiştir. Junk Bond ihraç eden kuruluşlar aldıkları iki derece ile

yetinmeyerek, üçüncü ve dördüncü derecelerini almak için araştırmalarını sürdürmektedirler (Contor, Packer, s.16).

Tablo-8: ABD’de Yeni İhraç Edilen Yüksek Getirili Tahvillerin 1989 - 1993 Dönemindeki Pazar Payları

Yeni İhraç Edilen Tahvillerin Yüzdesi					Toplam
Yıllar	Moody’s	S&P’s	Duff	Fitch	İhraç Sayısı
1989	100	99	7	0	116
1990	80	80	40	0	5
1991	100	100	24	12	42
1992	94	97	24	5	223
1993	97	98	13	4	301

Yeni İhraç Edilen Tahvillerin Hacminin Yüzdesi					Toplam
Yıllar	Moody’s	S&P’s	Duff	Fitch	Hacim (Milyar \$)
1989	100	99	21	0	2.9
1990	99	99	72	0	0.9
1991	100	100	21	24	9.9
1992	99	99	28	5	38.9
1993	99	99	19	7	54.1

Kaynak: The Credit Rating Industry, PRBNY Quarterly Review Summer Fall, 1994

Burada yatırımcılar tarafından belirtilmesi gereken bir husus, sadece yatırım derecesi taşıyan menkul kıymetlere yatırım yapılması gerektiğidir. Zira yapılan araştırmalar göstermiştir ki spekülâtif derece alan Junk Bond’ların işlem gördüğü piyasalar, sanılanın aksine sağlam bir pazar niteliği taşımaktadır. Bu piyasada özellikle son yıllarda elde edilen getiriler, risksiz olarak nitelendirilen menkul kıymetlerden sağlanandan daha yüksek gerçekleşmiştir (Üreten,1990) .

Derecelendirme şirketinin verdiği notlar, bir borçlanma aracını ihraç eden borçlunun, borcunu ödeme yeteneği konusunda fikir vermektan öteye gitmez. Bu derecelendirmeyi yaparken, derecelendirme şirketlerinin yararlandığı en büyük kaynak yine borçlular tarafından onlara sunulan finansal tablolar ve verilerdir (Ekonomi dergisi, 1996).

Verilen derece notları kullanıcılar tarafından daha kolay algılanabilmesi için o grubun gösterdiği risk kategorisini ifade eden sembollerdir.

2.2.2. Moody’s Investor Service Inc.nin Derece Tanımları

Moody’s firması uzun yıldan beri verdiği hizmetle, derecelendirme konusunda en eski kuruluştur ve günümüzde de en çok tanınan kuruluşlardandır. Moody’s firması risk derecelendirmesinde yapmış olduğu uzun ve kısa vadeli analizler sonucu karar verdiği için iki tip derece tanımı geliştirmiştir.

Derecelendirme sembolü olarak harfler kullanılmıştır. “A” en az risk düzeyini “C” ise en yüksek risk düzeyini göstermektedir. Ayrıca “Aa” dan “Baa”ya kadar olan her grup için 1, 2, 3 gibi rakamsal sembollerde kullanılmaktadır. Gruptaki en iyi düzeyi “1”, orta düzeyi “2” ve en fazla risk ölçütü “3” ile gösterilmiştir (Moody’s,1992,s.1-2) .

2.2.2.1. Uzun Vadeli Menkul Kıymetlerin Derecelendirmeleri

Aaa: En yüksek kredi kalitesini gösterir. Bir başka ifadeyle borç ödeme kabiliyeti en yüksek, yatırım riski en düşük olan kurum ve kuruluşlara verilen derece notudur. Göstergelerde uzun vadede herhangi bir değişiklik meydana gelmesi

durumunda, Aaa derecesine sahip menkul kıymetlerin kalitesini ve güçlü yapısını etkilemeyeceği kabul edilmektedir.

Aa: Yüksek kredi kalitesini gösterir. Aaa kategorisinde yer alan menkul kıymetler kadar yüksek kaliteli kabul edilmektedir. Göstergelerde uzun vadede meydana gelecek bir değişiklik halinde, ekonomik koşullara göre az da olsa etkilenme riskinin olabileceğini gösterir. Bu durum Aa derecesini Aaa notundan farkını gösterir.

A: Orta seviyenin üstündeki yatırım kalitesini ifade eden dereceye sahip menkul kıymetler olarak kabul edilmektedir. Bu kategorideki menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemeleri konusundaki yükümlülükleri yeterli düzeyde güvenilir nitelendirmekle birlikte, göstergelerde meydana gelebilecek değişikliklerin, güvenilirliği etkileme ihtimali yüksek olabilir.

Baa: Bu dereceye sahip menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılması orta düzeydedir. Güvenilirlikleri mevcut durumda yeterli görünmekle beraber şartlarda meydana gelebilecek değişimler uzun dönemde bu menkul kıymetlerin güvenilirliklerini azaltabilir veya tamamen ortadan kaldırabilir. Bu dereceye sahip menkul kıymetler yatırım özelliklerinin yanısıra spekülasyon özelliklerine de sahiptirler.

Ba: Gelecekteki durumları önceden tahmin edilmeyen bu dereceye sahip menkul kıymetler spekülasyon özellik göstermektedir. Uzun vadede değişim gösterebilmektedir. Spekülasyon amaçla yatırım yapılabilecek en iyi gruptur ve en önemli özelliği gelecek belirsizliğidir.

B: Anapara ve faiz ödemelerin dönüm yükümlülüklerini yerine getirme özelliği uzun dönemde son derece düşük olan bu menkul kıymetler, spekülasyon özellikler taşırlar. Yatırım özellikleri ise son derece düşüktür.

Caa: Bu menkul kıymetlerin yükümlülüklerini yerine getirmemesi yani geri ödenememesi olasılığı son derece yüksek, güvenirliliğin ve kalitenin oldukça düşük seviyede olduğu gruptur.

Ca: Bu menkul kıymetin yükümlülüklerini yani anapara ve faiz ödemelerini genellikle yapılamadığından son derece spekülative özellik gösterirler.

C: En düşük dereceye sahip menkul kıymetler olup, spekülative kategorinin içinde en yüksek risk unsurunu içerir. Yatırım özellikleri taşımamaktadırlar ve borç ödeme gücü de yoktur ya da yok denecek kadar azdır.

2.2.2.2. Kısa Vadeli Menkul Kıymetlerin Derecelendirmeleri

Kısa vadeli menkul kıymetler vadesi bir yıldan daha az olan menkul kıymetleri ifade etmektedir. Taşıdıkları risklerin özellikleri farklı olduğu için Moody's firması ayrı bir derecelendirme tanımı getirmiştir.

P1 (Prime 1): Bu derecelendirme kapsamına giren menkul kıymetleri ihraç eden şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirebilme konusunda son derece güçlü bir yapıları vardır. Nakit akımlarının güçlü ve nakit yaratma yeteneklerinin yüksek, piyasa paylarının iyi ve mali yapılarının ve aktif kalitesinin yüksek olduğu kabul edilmektedir.

P2 (Prime 2): P1'de olduğu gibi bu kategorideki kıymetleri ihraç eden şirketlerinde borç yükümlülüklerini zamanında yerine getirme konusunda oldukça yüksek bir kabiliyete sahiptirler. P1 grubundan farkı ise mali yapılarının sektörde meydana gelebilecek dalgalanmalardan etkilenme ihtimalinin varlığıdır.

P3 (Prime 3): Sektördeki özelliklerden ve pazarın yapısındaki değişimlerden P1 ve P2 derecesine sahip menkul kıymetlere oranla daha çabuk etkilenebilen bu kıymetleri ihraç eden kuruluşların da borçlarını ödeyebilme güçleri ve likiditeleri kabul edilebilir düzeydedir.

NP (Not Prime): P1, P2, P3 grubunda yer almayan ancak derecelendirme yapılmış olan firma ya da ülkeler için kullanılır.

2.2.3. Standart and Poor's Corporation Derecelendirme Tanımları

Dünyanın en iyi bilinen derecelendirme şirketlerinden bir diğeri olan Standart and Poor's firması da risk derecelendirmesinde uzun ve kısa vadeli analizler

yapmaktadır. Derecelendirme tanımları oluşturulurken, borçlunun anapara ve faiz ödemelerini zamanında yapıp yapmadığı, borcun şartları ve özelliklerinin yanı sıra, organizasyon iflas kanunu ve diğer kanunlar, alacaklıya sağladığı haklar gibi konularda göz önünde tutulmuştur. Tüm bu faktörler incelenerek, riski en iyi şekilde yansıtabilecek bir sıralama yapılmıştır. Risk ölçütü, en düşük risk düzeyini gösteren “AAA” ile en yüksek risk düzeyini gösteren “D” arasında sembolik olarak harflerle ifade edilmiştir (S & P, 1995, s.229-230).

Meydana getirilen bu derecelendirme sistemi “+” veya “-” işareti konularak çeşitlendirilmektedir. Derecelendirmede (+) işareti, uzun vadede olumlu gelişmeler saptanması halinde notun bir derece yukarı çıkabileceğinin, “-” işareti ise, uzun vadede içerdiği risk unsurları nedeniyle notun bir alt dereceye inebileceğinin göstergesidir. Örneğin “BBB +” derecesine sahip olan bir firma “BBB” derecesinden daha avantajlı olmasının yanında “A” derecesinden daha fazla riske sahiptir.

Ayrıca Standart & Poor’s firması “P” sembolü gibi bir takım sembollerde kullanmaktadır. “P” sembolü derecelendirmenin kesin olmadığı anlamına gelmektedir. Bir diğer sembol ise teminat olarak gösterilen ilgili mevduatın hükümetçe sigortalandığını ve faizinin teminat altına alındığını gösteren “T” derecesidir. “NR” ise derecelendirmenin yapılmadığını ifade eden bir diğer semboldür.

2.2.3.1. Uzun Vadeli yatırım derecelendirme tanımları

AAA: Bu kategorideki menkul kıymetler standart and Poor’s tarafından en yüksek kalitedeki kıymet olarak değerlendirilmekte ve bu menkul kıymeti ihraç eden kuruluşun ana Para ve faiz ödemeleri kabiliyeti son derece yüksek düzeyde kabul edilmektedir. Bu nedenle risk düzeyi minimumdur.

AA: Yükümlülüklerini yani ana para ve faiz ödemelerini yerine getirme kabiliyeti oldukça yüksek olan menkul kıymetlerdir. AAA kategorisinden çok az bir farkla sahiptir. Bu kategorideki menkul kıymetler piyasadaki dalgalanmalardan bir üst kategoriye oranla daha fazla etkilenebilmektedirler.

A: Bu kategorideki menkul kıymet ihracında bulunan şirketlerin borçlarını geri ödeme güçleri iyidir. Fakat önceki kategorilere oranla piyasadaki değişimlere daha duyarlıdır. Borçlunun yükümlülüklerini yerine getirme yeteneği ekonomik ve politik etkenlerden daha çabuk etkilenebilmektedir.

BBB: Bu nota sahip menkul kıymetlerde ihraççı şirketin anapara ve faiz ödeme gücü yeterince güçlü olarak nitelendirilmektedir. Ancak ilk üç kategorilerle kıyaslandığında ekonomik koşullarda meydana gelebilecek gelişmelerden daha fazla etkileneceği açıktır.

2.2.3.2. Uzun Vadeli Spekülatif Derecelendirme Tanımları

BB: Borçlunun anapara ve faiz geri ödemelerini yerine getirebilmesi ancak ekonomik koşulların istikrarlı seyretmesi durumunda mümkün olabilmektedir. Bu kategorideki firmaların likidite durumu, borç ödeme güçlüklerini aşmaya yeterli değildir.

B: Menkul kıymet ihracında bulunan şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri oldukça zordur.

CCC: Bu dereceye sahip menkul kıymet ihracında bulunan firmaların yükümlülüklerine ait geri ödemeyi zamanında gerçekleştirme ihtimali oldukça zayıftır.

CC: Oldukça spekülatif özellik içeren menkul kıymetlere ait kategoridir. Risk ve belirsizlik oldukça fazladır ve ekonomik koşullarda meydana gelebilecek bir değişiklik ihraçcının borçlarını geri ödemesinde oldukça ciddi problemlere yol açabilecektir.

C: Bu derece iflas talebinin kayda geçirildiği fakat kredi hizmet ödemelerinin devam ettiği durumlarda kullanılmaktadır.

D: Bu dereceye sahip olan firmaların, borç ödeme kapasitesi yoktur ya da yok denecek kadar azdır. Bu firmalar yatırım özellikleri taşımaz ve risk düzeyleri maksimumdur.

2.2.3.3. Kısa Vadeli Derecelendirme Tanımları

Moody's firmasında olduğu gibi standart & Poor's da kısa vade ile vadesi 1 yıldan daha az olan borçlar ele alınmaktadır.

Kısa vadeli derece sembolleri, AB, B, C ve D olmak üzere dört kategoride toplanmıştır. "A-1" en yüksek kalitedeki yükümlülük derecesini "D" ise en düşük dereceyi ifade etmektedir.

A-1: Bu dereceyi alan firmaların ana para ve faiz ödemelerini zamanında ödeme ihtimali çok yüksektir ve güvenilirliği kuvvetlidir.

A-2: Ana para faiz ödemelerinin zamanında ödenmesi derecesinin yeterince tatmin edici olduğunu göstermektedir. A-1 kategorisine oranla biraz daha düşük seviyeyi ifade eder.

A-3: Bu gruptaki menkul kıymetlerin yükümlülüklerini zamanında ödemesi bakımından yeterli bir kapasiteye sahip olduğu kabul edilmektedir. Ancak iki kategori ile kıyaslandığında ekonomik koşullarda meydana gelen değişikliklerden biraz daha fazla etkilenebilmektedirler.

B: B derecesi olan firmaların, ödeme kapasitesi yeterli düzeyde olmasına rağmen, ekonomideki ve sektördeki dalgalanmalardan veya kısa vadeli olumsuzluklardan etkilenme ihtimali yüksektir.

C: Kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirilmesinin şüpheli olduğu menkul kıymetlerin yer aldığı kategoridir.

D: Bu kategoride bulunan menkul kıymetlerin borçların ödenme olasılığı ya yoktur ya da yok denecek kadar düşüktür. Risk düzeyi maksimum olan derecedir. Bu not genelde vadesinde ödenmeyen ve ödeme süresi verilmemiş borçlar için verilmektedir. S & P'S ödeme süresi verilmesi halinde bu borçların ödenebileceğine inanmaktadır.

Kısa vadeli derecelendirmeler bir menkul kıymetin alınıp satılması veya elde tutulması gibi tavsiyeler getirmediği gibi yatırımcıya piyasa fiyatı konusunda da yorum sağlamamaktadır.

2.2.4. Duff & Phelps Rating Firmasının Derecelendirme Tanımları

Derecelerin belirlenmesinde borçlanmanın, olumsuz ekonomik konjoktör içinde firmaların faaliyetlerini devam ettirebilme gücü üzerindeki etkisi esas alınır. Dereceler menkul kıymetlerin türleri göz önüne alınarak, söz konusu menkul kıymetlerin kaynak yapısı üzerindeki etkileri, firmanın kredibilitesi ve sözleşmeye uyum gibi kriterler esas alınarak oluşturulmuştur (Duff & Phelps, 1995,s.10-13).

Duff & Phelps derecelendirme firması derecelendirme sürecinde genel olarak değerlendirilen firmaya ait nicel verileri nitelikli bilgi ve birlikte ele almak suretiyle karşılaştırmalı bir analize tabi tutarak faiz ve anaparaya ait yükümlülüklerin riskini derecelendirmektedir. Firmanın analizleri çerçevesinde kullandığı derece tanımları aşağıdaki gibidir (Duff & Phelps, Credit Rating Guide).

2.2.4.1. Uzun Vadeli Derecelendirme Tanımları

AAA: En yüksek kredi kalitesini göstermektedir. Risk düzeyi yok denecek kadar azdır.

AA: Yüksek kredi kalitesini ifade etmektedir. Şirketin koruma faktörleri oldukça kuvvetlidir. Risk mevcut olmakla beraber ekonomik konjoktüre bağlı olarak değişiklik göstermektedir.

A: Koruma faktörleri ortalama bir durum göstermektedir. Ekonomik konjoktüre göre risk daha çeşitlidir ve şirketi daha fazla etkilemektedir.

BBB: Koruma faktörleri ortalamanın altındadır. Yine de bu kategorideki şirketler yatırım açısından yeterli derecede güvenilir olarak nitelendirilmektedirler. Konjoktürel dalgalanmalara bağlı olarak risk düzeyi değişken ve yüksektir.

BB: Yatırım derecesinin altında bir puana sahiptir fakat yükümlülüklerini de karşılama gücüne haizdir.

B: Bu derecedeki şirketler yatırım derecesinin altında bulunmaktadır ve üstlenmiş olduğu yükümlülükleri yerine getirmesi mümkün görünmemektedir.

CCC: Bu derecedeki şirketlerin yana para ve faiz veya temettü dağıtımına dair yükümlülüklerini zamanında gerçekleştirmesi oldukça zor görünmektedir. Koruma faktörleri de dar bir marjda çalışmaktadır ve oldukça risk taşıyan menkul kıymetlere verilen derece kategorisidir.

DD: Bu derece borç yükümlülüklerinin geri ödenebilmesi mümkün olmayan durumları ifade etmektedir. Risk düzeyi oldukça yüksektir.

2.2.4.2. Kısa Vadeli Derecelendirme Tanımları

Duff & Phelps kısa vadeli derecelendirme tanımlarını, 1 ile 5 arasında sıralandırarak ve her bir derecenin yanına kendi logosu olan “D” harfini ekleyerek, uzun vadeli derece tanımlarından farklılaştırmıştır.

Yüksek Dereceler

D-1+ : Bu derece ihraççı şirketin borçlarını zamanında ödeyebilmesi kesin olduğunu ifade etmektedir. Firmanın faaliyetlerinin yanı sıra alternatif kaynaklarında kısa vadeli likidite sağlama yeteneği çok yüksektir.

D-1 : Bu derece, zamanında ödeme derecesinin yeterince tatmin edici olduğunu belirtir ve likidite faktörlerinin çok iyi olduğunu göstermektedir.

İyi Dereceler

D-2: Yükümlülüklerin zamanında ödenmesi ihtimali güçlüdür.

Yeterli Dereceler

D-3: Risk faktörleri daha geniş kapsamlıdır ve değişmelere karşı duyarlılık göstermektedir. Buna karşılık yükümlülüklerle ait ödemeleri zamanında yapması beklenmektedir.

Yatırım Yapılmayacak Dereceler

D-4: Spekülatif amaçlı yatırım derecesini ifade eder ve likidite yapısı, borç ödeme güçlüklerini aşmaya yeterli değildir.

Başarısız Dereceler

D-5: Bu derecedeki firmaların, borç ödeme yeteneği ya yoktur ya da yok denecek kadar azdır. Risk düzeyinin maksimum olduğu kategoriyi ifade etmektedir.

2.2.5. Capital Intelligence Şirketinin Derecelendirme Tanımları

Daha önceki bölümlerde belirtildiği üzere Capital Intelligence bankaların derecelendirilmesinde ün yapmış ve uzmanlaşmıştır. Capital Intelligence derecelendirmesi, bankaların risk durumlarını ortaya koyan fakat bu durumun belli bir süre içerisinde, belirli sınırlamalar ve gelişmelerle düzeltilmesi amacını taşımayan bir derecelendirmedir. Uzun dönemli ve kısa dönemli olmak üzere iki farklı türde derecelendirme hizmet verilmektedir.

2.2.5.1. Uzun Dönemli Derecelendirme Tanımları

AAA: Finansal açıdan tatmin edici (başarılı) bir trende sahip tam anlamıyla güç bir durumu ifade eder. Diğer faktörler bu durumu soru işareti bırakmayacak şekilde destekler.

AA: AAA derecesi kadar güçlü değildir. Yine de bankaların uzun vadede geri ödeme problemleri yoktur. Kısa ve orta vadede soru işaretleri bulunmamaktadır.

A: Endişeye mahal vermeyen güçlü bir bankayı ifade eder. Finansal göstergelerde karşılaşılan zayıflıklar, finansal olmayan alanlardaki çalışmalar sonucu kompanse edilmektedir.

BBB: Finansal ve diğer göstergelerde karşılaşılabilecek ufak zayıflıkların kolaylıkla üstesinden gelinebileceğini ifade eden kategoridir.

BB: Orta vadenin üzerinde problemler yaratabilecek şekilde bankanın finansal yapısında bir miktar zayıflık, maruz kalınabilecek herhangi bir olağanüstü terslikler karşısında gerekli geçişi dış destek derecesi sorunlardan kaçınabilmek için yeterli olmayabilir.

B: Bu derece grubu, bankanın hem finansal durumunda, hem de göstergelerinde temel zayıflıklar olduğunu ifade eder. Diğer faktörlerde beklenmeyen riskleri ortadan kaldırabilecek güçlü bir yapıya sahip değildir.

CCC: Zayıf bir derece kategorisidir. Risklerin üstesinden gelecek sınırlı bir kapasite mevcuttur. Kredi vermek olasıdır. Buna rağmen kreditorlerin banka ile olan ilişkilerinin niteliği dikkate alınmalıdır. Çözülmesi gereken acil problemler vardır.

DDD: Genellikle kabul edilebilir sınırların altına bir düşüş mevcuttur. Belkide düzelmesi mümkün olmayacak bir durumu ifade eder.

Aşağıdaki tabloda Ağustos 1998 itibariyle Türk bankalarının ratingleri gösterilmiştir.

2.2.5.2. Kısa Dönemli Derecelendirme Tanımları

A-1: Geri ödemelerin tam zamanında yapılmasında soru işareti bırakmayan bir kapasite varlığını ve beklenmeyen risklerden etkilenmeyen bir durumu ifade eder.

A-2: Vadesinde ödeme yapabilmek için çok yüksek bir kapasite vardır. Fakat bilinmeyen problemlerden belirli bir ölçüde etkilenebilirler.

A-3: Vadesinde ödeme yapabilmek için güçlü bir yapı, fakat beklenmedik problemlerden etkilenebilmektedir.

B: Geri ödemede yeterli kapasiteye sahiptir. Fakat beklenilmeyen risklerden ciddi anlamda etkilenebilir.

C: Kısa dönemde beklenilmeyen risklerle karşılaşıldığında geri ödemelerde kapasite yetersizliği kabul edilmektedir.

D: Eğer dışardan acil destek alınmazsa, düzelmesi mümkün olmayacak bir durumu ifade eder.

2.2.6. Diğer Derecelendirme Kurumlarının Derecelendirme Tanımları

Fitch Investor Service firmasının kullandığı derece sembolleri Standart and Poor's firmasıinkiyle aynıdır. En yüksek derece “AAA”, en düşük derece ise “D” ile gösterilmektedir.

McCarthy - Cristansi and Mafei firmasının derece sembolleri ise Moody's şirketinin derece sembolleri ile aynıdır. Tek fark Mc-Carthy Crisanti and Maffei firmasının derece sembollerinin başına kendi logosu olan “MCM” harflerini eklemesidir. Ayrıca Moody's firmasının derece sembollerine ek olarak ödenmeme riski çok yüksek olan imtiyazlı hisse senetleri için MCM CP; ödenmeme riski çok yüksek menkul kıymetler içinde MCM DP derecelerini kullanmaktadır (Fitch,1994,s.3).

Dun Bardstreet firması derece sembollerini oluştururken, ekonomik risk, maliyet faktörü ve sosyo-politik faktörleri dikkate alarak derecelendirme tanımlarını gerçekleştirmektedir. Derecelerini en iyi kategoriye gösteren 1'den en kötü kategoriye gösteren 7'ye kadar sıralamıştır. Temel ölçüt olarak borç ödeme gücü kalınmıştır. Ayrıca derecelerinin başında kendi logosu olan “DB” harflerini kullanmaktadır.

Son olarak, Japon Credit Rating firmasının derecelendirme sistemi S&P ile aynı olmakla beraber yapmış olduğu analizlerde farklı kriterlere önem vermesi ve farklı analizler uygulaması sonucu vermiş olduğu derece notu S&P'a göre bir derece daha üst seviyedir. Bu nedenle az gelişmiş ülkeler ve mali yapısı zayıf olan firmalar Japon Credit Rating firmasının derecelendirme sistemini tercih etmektedirler.

2.3. DERECELENDİRMENİN FİNANS SEKTÖRÜ BAKIMINDAN ÖNEMİ

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu Avrupa ve Amerika gibi ülkelerde yatırımcılar derecelendirmeyi, yatırım kararlarını verirken önemli bir etken olarak kullanırlar. Avrupa şirketlerini borç ödeme güçlerini ölçebilmek amacıyla

derecelendirmeye sıkça başvururlar. Bu durumun ana sebeplerinden bir tanesi günümüzde derecelendirmesi olan şirketlere olan yatırımın artış göstermesidir.

Günümüzde finans sektöründe faaliyet gösteren birçok kuruluş uluslararası piyasalardan borçlanmak suretiyle finansman ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Son dönemde yaşanan banka kredi faizlerindeki istikrarsızlık, şirketlerarası rekabet ve birleşmelerin artması, toptancı para ve sermaye piyasalarındaki gelişme şirketleri finansal yapılarını güçlendirme itmiştir.

Bu gelişmeler de doğal olarak menkul kıymet ihracının artmasına neden olmuştur. Aynı zamanda yatırımcı yelpazesinin genişlemesine ve kredi değerliliğine duyulan ihtiyacı da artırmıştır.

2.3.1. Derecelendirmenin Yatırımcılar ve Fon Sahipleri Açısından Önemi

2.3.1.1. Derecelendirmenin Yatırımcı Açısından Önemi

Öz olarak derecelendirme, derecelendirme şirketinin kredi risk analizinin piyasalara en çabuk ve en uygun yoldan iletişimi anlamına gelmektedir. Yatırımcı açısından rating'in, temel fonksiyonu çok nettir (Sunalı & Usman , 1998).

1. Kredi riskinin belirlenmesi için basit ve objektif bir gösterge olması bakımından: Rating'ler birçok menkul kıymet için menkul kıymet için, menkul kıymetin yatırımcının risk ölçütlerine uygunluğunun belirlenmesinde kullanılır. Dolayısıyla yatırımcılar “alım listeleri”nin oluşturulmasında rating'i bir referans olarak kullanırlar.

Yatırımcıların gelecek hakkında belirsizliği önleyici etkisi vardır. Yatırımcının kendi kararları için düşük maliyetli bir tamamlayıcıdır. Geniş piyasa bilgilerine sahip, yatırımcılardaki çeşitli sektör, ülke ve farklı yatırım enstrümanlarındaki potansiyel fırsatları analiz etmeye yarayacak kaynaklara sahip olmayabilirler. Güvenilir ve global anlamda mukayese edilebilir kredi riski raporları, yatırım ufuklarını genişleterek farklı piyasa katmanlarına taşır.

2. Risk Primi Kararları: Derecelendirme, yatırımcının düşük dereceli menkul kıymetler için yüksek geri ödememe olasılığını telafi etmek amacıyla ne kadar risk primi talep etmesi gerektiğinin iyi bir göstergesidir.

2.3.1.2. Derecelendirmenin İhraççı Açısından Önemi:

Eğer bir derecelendirme faaliyetleri piyasalarda kabul görüyor ve yatırımcıların at / tut / sat kararlarını etkiliyorsa, bu faaliyetler aynı zamanda ihraççılar açısından da çeşitli fonksiyonlara sahiptir.

1. Sermayeye daha kolay ulaşım: Rating, uluslararası fon havuzlarına ulaşmayı sağlayan bir “kredi pasaportu” niteliğini taşır. Menkul kıymetleri derecelenmemiş ihraççılar, mali güçleri ne olursa olsun daha dar bir yatırımcı tabanına ulaşırlar.
2. Sermayeye daha istikrarlı bir ulaşım: İlgili şirketin mevcut rating’ini ve kredi riskini teyit edecek bir analiz, yatırımcıların endişelerini gidermeye yardımcı olur.
3. Daha düşük bir borçlanma maliyeti: Rating, gerek lokal, gerekse uluslararası piyasalara daha kolay ulaşım sağladığından ihraççıya en ekonomik piyasayı seçme olanağı tanıyacak ve borçlanma maliyetlerini düşürecektir.

Örneğin iyi bir rating alabilecek bir firma bu yolu seçtiğinde uluslararası borçlanmalarında belki bir banka garantisine ihtiyaç duyabilecektir. Kimi zamanlarda bir rating’in maliyeti bir banka garantisinin maliyetinden daha tasarrufludur. Benzeri bir şekilde çoğu firma banka kredileri yerine ticari kağıt ihraç etmeyi tercih etmektedir.

4. Finansman esnekliği: Rating, dünya çapında bir çok yatırımcıya istikrarlı ulaşım olanağı, ihraççıya kur, vade yapısı ve diğer fonlama ihtiyaçlarını şekillendirebilme serbestliği sağlar. Örneğin yurt dışındaki bir ünitesinde o ülkenin para cinsinden getiri sağlayacak olan bir şirket, kur riski almak istememesinden ötürü aynı para cinsinden borçlanmayı tercih edecektir.

2.3.2. Derecelendirmenin Şirketler Açısından Önemi

Derecelendirme, kurumsal nitelikteki yatırımcıları borçlanma araçları piyasasına çekerek, firmaların menkul kıymet ihraçlarını kolaylaştırır ve borçlanma olanaklarını artırmalarına yardımcı olur. Böylece ihraçta bulunan firmaların aktif-pasif vade uyumunu sağlamalarına ve likitide planlaması yapmalarını teşvik eder. Firmalara alternatif fon kaynakları sağlanırken, gelişmiş finansman tekniklerinin uygulanması yaygınlaştırılır.

Derecelendirme işleminin, firma yönetimi açısından da çok önemli yararları vardır. Şirket yöneticilerini, stratejik kararlarını yeniden gözden geçirmesi ve daha dikkatli hareket etmelerine yardımcı olmaktadır. Böylelikle firmalar oto kontrol sistemlerini ve yönetim kalitelerini geliştirme çabasına girerek, etkinliklerini artırmaya çalışırlar.

Derecelendirme, şirketlere borçlanma esnasında maliyet tasarrufu sağlar. Yüksek derece olan firmaların maliyetlerinde önemli azalmalar gözlenmektedir.

Küçük ve orta ölçekli olmalarından dolayı, piyasada yeterince tanınmayan, ancak güçlü mali yapılara sahip olan firmaların borçlanma piyasalarına çekerek, girmelerine yardımcı olmaktadır.

2.3.3. Derecelendirme'nin Sermaye Piyasası Borsa Açısından Önemi

Derecelendirme sonuçları, bankalar, kamu kuruluşları ve devleti de içeren geniş bir kitlenin kullanımına sunulmaktadır.

Derecelendirme kurumları, yatırımcıların kendi kendilerine yapamayacağı bağımsız ve profesyonel analizlerle, derecelendirmeye tabi tutulan firma veya kuruluşun ihraç ettiği menkul kıymet hakkında anlamlı bilgiler sunarak menkul kıymetleri sermaye piyasasında işlem gören firmaları, kendilerine çeki düzen vermeleri ve etkinliklerini artırmaları için teşvik eder. Ayrıca aracı kurumları taşıdıkları mali riskleri kontrol altında tutmaya, faaliyetlerini disipline etmeye ve hizmet kalitelerini artırmaya zorlamaktadır. Bunun sonucu olarak piyasaların güvenliği ile sağlıklı gelişimi sağlanır. Diğer yandan riskten kaçınan bireysel ve

kurumsal yatırımcıların, piyasalara girmeleri ve kısa vadeli işlemleri artırmaya yönelterek, sermaye piyasalarında ve borsalarda gelişmenin önünü açmaya yardımcı olmaktadır.

Derecelendirmenin bir diğer faydası da, ulusal yatırımcıların yanısıra, yabancı yatırımcıları da sermaye piyasalarına çekerek, piyasaların uluslararası piyasalarla entegrasyonunu kolaylaştırır.

2.3.4. Derecelendirmenin Para ve Finans Otoriteleri Açısından Önemi

Derecelendirme, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), İstanbul Menkul Kıymetler borsası (İMKB), Merkez Bankası (MB) ve Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı (HDTM) gibi para ve finans otoritelerinin gözetim ve denetim yükünü hafifleterek, bu kurumların kontrolleri altındaki piyasa mekanizmasının güvenli gelişimine yardımcı olur. Ayrıca piyasalar şeffaflık getirecek oto kontrol sistemlerini devreye sokar.

2.3.5. Derecelendirmenin Ekonomi Açısından Önemi

Ekonomi teorisi ekonominin gelişme ve finansal piyasaların gelişmeleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu iddia etmektedir. Daha spesifik olarak finansal sistemlerin ekonomik büyümeye sağladığı yararlar aşağıdaki gibidir (Saltoğlu,1988,s.8-11).

- ticari işlemlerin yapılmasını kolaylaştırır ve risklerden kaçınma yollarını sağlar,
- kaynak dağılımını düzenler,
- yönetimin yakından izlenmesini ve kontrolünü sağlar,
- tasarrufların daha kolay mobilize edilmesini sağlar,
- mal ve hizmet değişimine yardımcı olmaktadır.

Derecelendirme ekonomiye, faiz oranlarının riske göre farklılaştığı, başta tahvil olmak üzere borçlanma enstrümanları ihraçlarının kolaylaştığı, spekülâtör - yatırımcı ve yerli - yabancı dengelerin kurulduğu, yatırımcıların güvenliğinin sağlandığı, borçlanma kalitesiyle birlikte işlem hacminin de istikrarlı bir şekilde geliştiği bir sermaye piyasası ve borsa kazandırır.

Derecelendirme işleminde, büyük miktarlarda olan kredilerinde derecelendirilmiş olması, problemlı kredilerin oranını düşürür. Batık kredileri önleyerek bankaların aktif kalitesini yükseltir. Hemen hemen bütün finansal çöküşler ve paniklerin sebebi, borç alan tarafın zamanı geldiğinde, anlaşma metnine uygun şekilde borcunu ödememesinden kaynaklanmaktadır. Borç alan tarafın borcunun faizini ya da ana parasını veya her ikisini ödeyemediği ve bundan dolayı borç veren taraf veya tarafların finansal bakımdan zorda kaldığı durumları borç krizi olarak tanımlayabiliriz (Bulu, 1996, s.291-293).

Derecelendirme, ekonominin dış kaynak temini de kolaylaştırır. Derecelendirme işlemi sayesinde, piyasaların uluslararası piyasalara açılmasını kolaylaştırarak küreselleşme hareketinin gelişmesini sağlamaktadır.

3. BÖLÜM

DERECELENDİRME FİRMALARININ MENKUL KIYMETLERİN DERECELENDİRİLMESİNDE KULLANDIĞI ÖLÇÜT VE YÖNTEMLER

3.1. Genel

Yatırım yapan herkes bir ölçüde risk almış olur. Risk faktörü herhangi bir yatırım kararının verilmesinde belirleyici bileşenlerden birisidir. Özellikle yoğun rekabet ortamında, her hesabın son derece dikkatli yapılması gerektiğinden riskin tanımlanması, değerlendirilmesi ve her boyutuyla düşünülmesi, kuruluşlar ve yatırımcılar açısından hayati önem taşır. Elbette gelişen ve değişen ortamlarda riski ortadan kaldırmak mümkün değil, o halde onu önceden tahmin etmek, ölçmek ve kontrol etmek, yani riskimizi yönetmek zorundayız. Riskin bir işletme açısından varlığı yalnızca yatırım aşamasıyla da sınırlı değildir. Kuruluşlar değişen koşulların kendileri açısından yaratabileceği riskleri de işlerinin yönetimi konusunda verecekleri kararlara dahil etmek zorundadırlar. Bu denli önemli bir değerlendirmenin yapılabilmesi içinde doğru bilgiye sahip olmak, bilgi kaynaklarına rahatça ulaşabilmek ve elde edilen bilgiyi iyi değerlendirebilmek gerekir. Risk yönetimi büyük ölçüde eldeki verileri değerlendirerek doğru kararların alınmasını amaçlar (sas.com).

Derecelendirme işlemi de bir yönüyle riskin kategorize edilmesi olduğundan öncelikle hem menkul kıymet yatırımcıları hem de menkul kıymeti ihraç eden şirketler derecelendirmede kullanılan yöntem ve ölçütleri önceden bilerek, tahmin yapmak istemektedirler.

Derecelendirme kurumlarının borçlanma araçları için yaptıkları kredi analizi, borçlanma aracının anapara ve faizlerinin zamanında ödeme (default risk) riskinin tahminine dayanmaktadır. Kredi analizi, anapara ve faizlerin zamanında ödenebilirliğini ve borçlanma aracının vadesi süresince kredi riskinin aynı kalıp kalmayacağı veya düzeleceğini dikkate alan iki önemli parçadan oluşmak zorundadır.

Derecelendirme işlemi doğası gereği hayli takdire bağlı bir nitelik arz etmektedir. Menkul kıymet ihraç eden kuruluşların ve menkul kıymetlerin çok değişik özelliklere sahip olabilmesinden hem de bir ülke veya endüstride riskli sayılabilen bir durumun diğerinde olumlu karşılanabileceğinden dolayı risk derecesinin belirlenmesinde tek ve kesin bir model yoktur. Risk derecesini belirlemede kullanılan yöntemler hem nicel, hem de nitel değişkenleri de içeren çok detaylı bir analizi kapsamaktadır.

Moody's ve Standart an Poor's firmaları derecelendirme sürecinde daha çok ihraçcının risk derecesini etkileyen temel analitik faktörleri üzerinde yoğunlaşmaktadırlar. Moody's firmasının risk derecelendirmesinde kullandığı bu temel analitik faktörlerin analizleri ülke risklerinin analizi, endüstri risklerinin analizi, firma risklerinin analizi ve yasal özellikler olmak üzere dört kategoride sınıflandırılabilir.

3.2. ÜLKE RİSKİ

Şirketler uluslararası sermaye piyasalarından borçlanmak istediklerinde ortaya çıkan bir belirsizlik ülke riskidir. Bir tanımlamaya göre, borç alan devlet veya şirketin, borcu geri ödeme yeteneğini etkileyecek umulmayan olayların meydana gelmesi ihtimali ile ilgilidir (Çayırılı, 1991,s.3). Bir şirket veya kuruluşun borçlanması esnasında ülkesinin ekonomik durumu pek dikkate alınmamakla beraber uluslararası finansman temininde ekonomik, politik ve sosyal yönlerden ayrıntılara inen pek çok analiz yapılmaktadır. Uluslararası mali işlemlerin hacmiyle birlikte sadece esas borçlunun moralitesi ve ekonomik gücü değil, aynı zamanda ülkenin içinde bulunduğu şartlarında değerlendirilmesi yapılmaktadır (Mançer, 1978,s.57-59).

Dolayısıyla derecelendirme firmaları ülkelerin dış para cinsinden olan borçlarını ödemek konusundaki kabiliyetini ve istekliğini ölçmektedir. Eğer ülkeler veya şirketler uluslararası ticarete iyi bir konuma veya üne sahip durumda iseler, borçlanmaları daha kolay olabilecektir.

Özellikle varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarında devreye giren risk değerlendirme firmaları, menkul kıymetleştirme sürecinde ülke riskine önem vermekte ve firma derecelerini ülke risk derecelerini de dikkate alarak vermektedirler. Diğer bir ifade ile bir şirket veya kuruluşun üstlendiği yükümlülükleri yerine getirebilme gücünün değerlendirmesi esnasında faaliyette bulunan ülke ve ülkelerin de borçlarını tam olarak ve zamanında ödeme gücü bir bütün olarak dikkate alınmaktadır. Çünkü burada faaliyet gösteren bir firma devletten daha fazla borç bulamayacağı ve elindeki kaynakları dövizle çeviremeyeceği mantığı ile hareket edilmektedir (Carvanunis,Chrisc,1984).

Derecelendirme firmaları ilgili şirket veya kuruluşların yükümlülüklerini değerlendirme aşamasında ülkenin genel yapısını değerlendirmesi bir nokta da döviz cinsinden olan borçlarda “transfer riski”nden kaynaklanmaktadır. Transfer riski; ihraç edilen menkul kıymetin anapara ve faiz ödemelerinin zamanı geldiğinde, ülkedeki döviz yetersizliği veya döviz uygulamaları nedeniyle ihraççı kuruluşun yurtiçi parayı ihtiyaç duyulan dövizle çevirememesi olasılığıdır (Osman, 1984,s.41).

Bir ülkenin kredi değerliliği sayısal göstergelerle ve subjektif olarak ölçülebilir. Sayısal olarak, dış ticaret verileri, ödemeler bilançosu, enflasyon oranı, borç karşılama oranı gibi göstergeler olarak belirlenmektedir. Sayısal göstergelerle hesaplanan kredi değerliliği geçmiş ve mevcut durum hakkında daha fazla bilgi vermesi açısından önem taşımaktadır (Erdoğan, 1990, s.10-26).

Subjektif olarak ise ülkelerin diğer ülkelerle olan ilişkileri ve ülkede geçerli olan ekonomik ve istikrar politikaları incelenir ülke riskinin analizinde en önemli unsur ülke itibarının değerlendirilmesidir. Söz konusu itibar ise ülkenin net döviz yaratma kapasitesi ve bunun dış borç ödemesine katkısı ile ölçülmektedir. Bu durumun tespiti için iki tür belirsizlik değerlendirilmektedir (Erdoğan, 1990, s.12).

1. Ülkenin taahhütlerini karşılamada gösterdiği kararlılığın derecesi (Politik Risk). Bu aynı zamanda şirketlerin borçlarını ödemelerine hükümet politikaları gereği engel olunması ihtimalini de kapsamaktadır.

2. Ülkenin dış ödeme taahhütlerini karşılamak için gerekli döviz sağlayabilme yeterliliği. (Ekonomik Risk).

3.2.1. Politik Risk

Ülkenin taahhütlerini karşılamada göstereceği istek ve kararlılığın değerlendirilmesinde politik risk kapsamında ele alınacak göstergeler kullanılır. Ülkenin ekonomik ve politik yönden içe dönük veya dışa dünyaya açık olup olmaması, hükümetin yapısı ve anlayışı, ideolojik gidiş gibi göstergeler politik risk hakkında fikir verir. Politik riskin değerlendirilmesinde aşağıdaki hususlar ele alınır (Erdoğan, 1990, s.14).

- İktidar partisinin programı ve iktidarda kalabilme süresi,
- Politik sistemin karakteri,
- Siyasi partilerin faaliyetleri yönünden ülkenin seviyesi,
- İktidarın sözünü tutma başarısı,
- Ülke halkının beklentilerinin gerçeklerle karşılaştırılması,
- Ülkeye etki eden veya edebilecek dış siyasi güçlerin olup olmadığı,
- Askerlerin yönetime etki derecesi
- Organize dini ve etnik grupların siyasetteki etkinliği,
- Ülkenin kanun ve düzen geleneği,
- Ülkenin stratejik önemi,
- Irkçı ve milliyetçi gerginlik dereceleri,
- İç savaş riski olup olmadığı,
- Yabancı iş adamlarının muhatap olacağı bürokrasinin kalitesi,
- Hükümetin alternatifinin olup olmadığı, varsa etkinlik derecesi ve hedefi,

- Ülkenin uluslararası entegrasyonu
- Ülkenin komşularıyla ve öncelikli ticaret ortaklarıyla olan ilişkileri,

Yukarıda belirtilen hususlar bir tabloda yıllar itibariyle izlenerek, olumlu veya olumsuz gelişmelerin karşılaştırılması ile ülke riski analiz edilebilir.

3.2.1.1. Politik Sistem

Bir ülkenin hükümet şekli, devletin çeşitli birimleri arasındaki koordinasyon, sosyal dayanışma ve sosyal bünye yapısı gibi unsurlar politik sistemin istikrarlı bir yapıya sahip olup olmadığını belirleyen önemli bir göstergedir. Derecelendirme kurumları özellikle istikrara büyük önem vermektedirler.

Derecelendirme açısından konuya bakıldığında, dünyadaki mevcut yönetim ve hükümet şekillerinin (demokrasi, komünizm, sosyalizm gibi) her birinin kendine has bazı özellikleri bulunmaktadır. Kişi başına düşen milli gelir, işsizlik oranı ve servet dağılımı gibi konular dış borç ödemesini etkileyeceğinden, bu konular derecelendirme kurumların üzerinde durduğu mevzulardır.

Politik riskin tespitinin incelenmesinde, en önemli husus halkın yönetime katılma derecesi ve devletin kontrol derecesinin belirlenebilmesidir.

3.2.1.2. Sosyal Bünye

Sosyal bünyedeki istikrar ekonomik ve ekonomi dışı faktörlerden oluşmaktadır. Ekonomi dışı faktörler; nüfus artış oranı, nüfusun çeşitli bölgelere dağılımı ve yoğunluğu, nüfusun homojenliği gibi demografik unsurlardan kaynaklanmaktadır. Örneğin, hızlı nüfus artışı ve nüfus yoğunluğu ekonominin alt yapısı üzerinde ve kaynak dağılımında baskı yaratan ve hatta çarpıklığa sebebiyet veren unsurlardır (Karaöz,s.33).

3.2.1.3. Dış İlişkiler

Bir ülkenin diğer ülke ekonomileri ile ilişkilerinin durumu, uluslararası kuruluşlara olan üyeliği ve hükümetin ideolojik yapısı, o ülkenin dış borçlarını ödeyebilmesi konusunda önemli ipuçları verebilmektedir. Bir ülkenin diğer ülke

ekonomileri ile işbirliği içinde olması, o ülkenin borçlarını aksatmayacağı şeklinde yorumlanmaktadır.

Ayrıca ülkelerin güvenlilikleri de yatırımcıların dikkate aldığı konulardan birisidir ve risk derecelendirmesinde önemli bir yeri vardır.

3.2.2. Ekonomik Risk

Genel ekonomi incelenirken gayri safi milli hasıla, kişi başına harcanabilir gelir, para arzı, faiz oranları, dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları, kamu kesimi harcamaları, enflasyon, işsizlik, sabit yatırım harcamaları, inşaat ve endüstrideki gelişmeler, para ve maliye politikalarındaki değişimler mevcut durum hakkında bir göstergedir. Amerikan ulusal ekonomik bürosu tarafından geçmişteki gerçekleştirmeler analiz edilerek üç temel gösterge sınıflandırılması yapılmıştır (Gültekin,1997,s.5).

1. Öncü Göstergeler: Genel ekonomik faaliyetin en yüksek ya da en düşük düzeylerine ulaşmasından birkaç ay önce en yüksek ya da en düşük düzeylerine erişen zaman serisi verileridir. Örneğin para arzı, dış ticaret açığı, fiyatlar, istihdam ve işsizlik, inşaat, endüstrideki değişimler ve kamu kesimi harcamaları gibi.

2. Çakışan Göstergeler: Ekonomi ile yaklaşık aynı zamanlarda en üst ya da en alt düzeye erişen değişkenlerdir. Örneğin faiz oranları, gayri safi milli hasıla, üretim, tüketim gibi.

3. Geciken Göstergeler: Dönüm noktalarına ekonomi kendisinininkilere ulaştıktan sonra ulaşan göstergelerdir. Örneğin uzun süreli işsizlik, ipotekler gibi.

Ekonomi riski ölçmenin amacı, bir ülkenin mevcut dış borçları ile yakın bir gelecekte alması beklenen borçlarını karşılayabilme derecesinin belirlenmesidir. Bu nedenle öncelikle ülkenin dış borç yükü bulunarak, elde edilen verilerin genel döviz pozisyonu ve ödemeler dengesi esnekliği ile karşılaştırılması gerekmektedir. Ekonomik risk şu başlıklar altında incelenebilir.

3.2.2.1. Borç Yüğü

Dış borç servis oranı olarak adlandırılan bu ölçüt; faiz, anapara taksitleri ve temettü gibi dış borç ödemeleri yıllık toplamının, o yılın ihracat gelirlerine oranlanmasını ifade etmektedir. Bu oranın yüksek olması, borçları geri ödeme kapasitesinin yetersiz olduğunu göstermektedir (İhsan,1986,s.29-32).

Toplam dış borç tutarının bulunmasında daha doğru bir rakama ulaşılabilmek için hem kamu hem de özel sektörün kısa ve uzun vadeli borçların dikkate alınması gerekmektedir. Ayrıca kamu sektörünün toplam borcu hesaplanırken doğrudan borçlu olunanlarla beraber, devletin sadece garantör sıfatıyla hareket ettiği kredileri de dikkate almak gerekmektedir.

3.2.2.2. Döviz Rezervi

Bir ülkenin uluslararası alanda yapılan işlemlerden doğan ödemelerinde kullanmak üzere sahip olduğu kaynaklara “döviz rezervi” denilmektedir. Döviz rezervi altın ve altın dışı (yabancı para birimleri) rezervler olarak ikiye ayrılmaktadır. Yapılan uluslararası bir ödeme, ülkenin toplam döviz rezervini azaltırken, yabancılar tarafından yapılan ödemeler ise döviz rezervini artırmaktadır. Ülkelerin borçlarından doğan anapara ve faiz ödemelerini tam olarak ve zamanında yerine getirebilmeleri rezervlerinin güçlü olması ile yakından ilgilidir (Seydioğlu,1988).

3.2.2.3. Ödemeler Dengesi Esnekliği

Bu konunun incelenmesindeki temel amacı, ülke ekonomisinin dünya ekonomisindeki herhangi bir değişikliğe ne derecede uyum sağlayabileceğinin tespit edilmesidir ki, ülkenin dış ticaret yapısı ile ticari coğrafi dağılımı bu uyumun derecesini belirlemektedir. Bir diğer amacı ise, ülkeye giren yabancı sermaye miktarının belirlenmesidir (Babuşçu,s.44) .

3.2.2.4. Ekonomik Yapı ve Büyüme Hızı

Ekonomik yapı, bir ülkenin gelişmişlik düzeyi ve üretimin hangi ölçüde çeşitlilik arz ettiğinin incelenmesidir. Eğer yurtiçi üretim, ihtiyaçları

karşılayamıyorsa, ithal edilen enerjinin toplam tüketime oranı ekonominin değerlendirilmesi bakımından önem teşkil etmektedir.

Bir ülkenin büyüme hızının tespitinde, tasarruflardaki artış ve buna bağlı olarak yatırımlardaki artış, iki unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Genellikle tasarruflardaki artış, sermaye artışına bu da ekonomik büyümeyle sonuçlanmaktadır.

3.2.2.5. Ekonominin Yönetimi

Ekonominin yönetimi kriteri, buraya kadar bahsedilen kriterlerin hepsi ile alakalı genel bir ölçüdür. Söz konusu ülke ekonomilerinden sorumlu kişilerin görevlerini ifa ederken ne ölçüde faydalı ve doğru kararlar alabildikleri, uyumlu politikalar izleyip izleyemediklerini tespit niteliğindedir.

3.2.2.6. Ekonominin Geleceği

Derecelendirme kurulları hükümetlerin orta ve uzun vadeli planlarını, henüz kullanılmayan kaynaklarını, bununla birlikte ihracat gelirlerinin seyrini incelemek suretiyle daha sağlıklı bir derecelendirme yapma imkânına sahip olmaktadırlar (Babuşçu,s.45).

3.3. ENDÜSTRİ RİSKİ

Endüstriyel riski incelemenin amacı, sektörün ekonomi içindeki yerini ve göreceli gücünü belirleyebilmektedir. Firmanın faaliyette bulunduğu endüstri, ihraç edilen borçlanma aracına verilecek risk derecesini belirleyen önemli bir etkidir. Çünkü aynı mali yapıdaki iki firmadan, riskli bir endüstride bulunan firmanın derecesi diğerine göre daha düşük olacaktır.

Bir ekonomi hiçbir zaman aynı seviyesinde kalmaz. Teknolojik bozulmalar, yatırım modellerindeki değişiklik, müşteri davranışlarındaki dalgalanmalar, dünyadaki olaylar ve temel ekonomik faktörlerin etkisiyle büyür, daralır veya durgunluk evresine girer (Kotler & Amstrong, 1997, s.227) . Bu nedenle endüstrinin ekonomideki yeri ve bu değişikliklerden etkilenme derecesi oldukça önemlidir. Derecelendirilen şirket bir veya birkaç sektörde birden faaliyette bulunuyorsa, analizin gerçekçi bir sonuç verebilmesi için her sektör ayrı, ayrı incelenmelidir.

Sektörün yapısında meydana gelebilecek herhangi bir değişiklik, sektörde faaliyette bulunan şirket veya kuruluşları da birinci derecede etkileyecektir. Bu değişiklikler neticesinde menkul kıymet ihraç eden firmanın derecesi de değişikliğe uğrayabilecektir.

Derecelendirme kurumlarının her sektörle ilgili olarak çalışan sektör uzmanları bulunmaktadır. Bu uzmanlar vasıtasıyla ihraççının bulunduğunu sektördeki gelişmeleri sürekli izleme imkânına sahip olmaktadır.

Derecelendirme kurumları, endüstri riski analizi yaparken, endüstrinin ekonomideki yeri, firmaların teknolojik değişimlere uyum sağlayabilme, yasal düzenlemeler, endüstriye giriş kolaylığı, devlet müdahaleleri, endüstri yaşam devre, i rekabet koşulları ve ekonomik konjoktöre bağılılık gibi konularda inceleme ve analiz yapmaktadırlar.

3.3.1. Endüstrinin Ekonomideki Yeri

Derecelendirme kurumları, endüstrinin GSMH içinde yarattığı katma değer, toplam sanayi üretimi içindeki payı, istihdama etkisi, sendikalaşma gibi faktörler öncelikle ele almaktadırlar. Hizmet sektörü Amerika’da % 70 gibi yüksek bir paya sahiptir. Bu durum her ülkede değişik olabilmektedir (David & Michael , 1996,s.98-99).

Derecelendirme kurumları ayrıca sektörün ve söz konusu sektörde üretilen ürünlerin devletin politikası veya ekonominin istikrarı açısından stratejik bir öneme sahip olup olmadığını incelerler. Çünkü bu tip endüstrilerde özellikle kriz veya gerileme dönemlerinde devletin müdahalesi olup olmayacağı göz önünde tutulmalıdır.

3.3.2. Yurt içi ve Yurt dışı Rekabetin Derecesi

Derecelendirme firmaları bu bölümde dünya arz ve talebindeki gelişmeler inceleyerek, bu gelişmelerin getirebileceği rekabeti ve rekabet yapısındaki etkilerini analizlerine dâhil ederler. Rekabetin bölgesel mi, ulusal mı yoksa uluslararası mı olduğu üzerinde durulmaktadır.

Ayrıca rekabetin olmadığı veya sınırlı olduğu endüstrilerde satış ve karlar nispeten kararlı olup sağlıklı bir şekilde tahmin yapılabilme olanağı bulunur.

3.3.3. Yasal Düzenlemeler

Derecelendirilen şirket veya kuruluşun faaliyet gösterdiği sektöre yönelik gerçekleştirilen hükümet uygulamaları ve kararları, her türlü yasal kararlar ve bunların endüstriye olan etkileri incelenir. Hükümetin sektörle ilgili vergilendirme, yeniden yapılandırma, özelleştirme ve teşvik politikaları şirketlerin gerek kaynak yaratması, gerek bu kaynakları kullanabilmesi açısından önemlidir. Bazen hükümetlerin sektöre özel uygulamaları da bilmektedir. Bu durum bazı sektörler için avantaj iken diğer sektörler için dezavantaj olabilmektedir.

3.3.4. Teknolojik Değişmeler

Teknolojik gelişmelerin oldukça hızlı yaşandığı günümüzde, derecelendirme firmaları tarafından incelenen firmanın teknolojik değişmelere uyum gösterip gösteremediği veya yeni bir teknolojiye sahip olup olmadığı incelenir. Sektördeki teknolojik değişme ve eskime süresi tahmin edilir. Yeni teknolojinin endüstriye uygulanmasında finansman ve pazarlama sorunları nedeniyle uzun bir süreye ihtiyaç duyulabilmektedir. Endüstride teknolojik gelişmeler uyumun kolay olması, talebin bu gelişmelerden olumlu etkilenmesi, endüstrinin ve üretilen ürün veya hizmetlerin kalıcılığını sağlar ve rekabet avantajı sağlar.

Değişen teknolojiler, endüstrilerde faaliyet gösteren şirketlerin maliyetlerini direkt olarak etkilemektedir. Bu maliyette, yeni teknolojilerin araştırma geliştirme harcamaları da dikkate alınan bir diğer faktördür.

3.3.5. Maliyet Faktörleri

Üretimde kullanılan ilk madde ve malzemelerin tedarik kolaylığı, dağıtım sistemi ve fiyat değişimi ve bu koşulların istikrar yapısı ve gelecekte meydana gelebilecek koşullar derecelendirme şirketleri tarafından incelenir ve analiz edilir.

Özellikle hammadde temininde büyük ölçüde dışa bağımlılığın olduğu endüstrilerde döviz kurlarında yapılacak düzenlemeler, maliyetler üzerinde önemli

artışlar oluşturabilir. Aynı zamanda hammadde piyasasının tekelci ve oligopolistik olması da önemli maliyet etkili yapabilir.

Bu bölümde ayrıca, endüstride işgücü maliyetinin toplam üretim içindeki yüzdesi hesaplanarak, işçi-işveren ilişkileri, işgücü maliyeti, sendikalaşma gibi konular incelenmektedir.

3.3.6. Endüstriye Giriş Kolaylığı

Endüstriye giriş ve çıkış engelleri, devletin veya hükümetin bu konudaki düzenlemeleri, firmanın gelecekte durumunu etkileyebilecek hususların olup olmadığı gibi konular derecelendirme şirketlerinin inceleme ve araştırmalarının parçalarından biridir.

3.3.7. Endüstrinin Hayat Devresi

Ekonominin gelişme, gerileme, istikrar ya da çöküş aşamalarından hangisinde olduğu araştırılarak, ekonomik koşullarda meydana gelecek değişimlerin endüstriye olan etkileri incelenir.

3.4. FİRMA RİSKİ

Ülker riskinin ve endüstri riskinin analiziin yanı sıra, aynı endüstride yer alan firmaların tamamına yakının birbirinden farklı özelliklere sahip olması, derecelendirme firmalarının firma riski analizine büyük önem vermelerine neden olmaktadır.

Derecelendirmenin amacı olan menkul kıymetin anapara ve faiz borcunu zamanında ödeyebilmesinin anlaşılmasında en önemli analiz olarak karşımıza çıkan firma riski analizin ortaya konulmasına yönelik olarak yapılan araştırmalar 4 ana başlıkta toplanabilir.

1. Yönetimin kalitesi ve stratejisinin değerlendirilmesi,
2. Firma faaliyetlerinin değerlendirilmesi,
3. Firmanın muhasebe politikalarının incelenmesi,

4. Firmanın finansal durumu

3.4.1. Yönetimin Kalitesi ve Stratejilerinin Değerlendirilmesi

İş çevresindeki değişim ile son 20 yıl çok kısıktıcı bir dönem olmuştur. Birçok endüstride dünya çapında bir rekabet ölçeğine girilmiş, ürün ve servislerde yenilikler hızlandırılmıştır. Bu durum, müşteriler için iyi bir haber niteliğindedir. Çünkü bu rekabet ortamı, düşük fiyat, yüksek kalite ve çok çeşit imkânı sağlamıştır. Bu gelişmeler eski yöntemlerle organizasyon yönetimi olamayacağını göstermiş ve yöneticilerin önemi artmıştır (Garrison & Noreen, 2000, s.20).

Yatırımcıların birçoğu bir firmanın iyi bir yönetim takımına sahip olmasının öneminin farkına varmışlardır. Fakat problem yönetiminin değerlendirilmesinin zor olduğudur. Bunun da nedeni yaptıkları işin sayılamayan, manevi değerlere sahip olmasıdır. Yatırımcıların bir işletmeden emin olabilmeleri sadece finansal durumlarından kaynaklanmayan, yönetimin kalitesi gibi manevi değerlerinden den bilgi sahibi olabilmelerine bağlıdır. Yönetimin değerlendirilebilmesi için sihirli bir formül bulunmamakla beraber, bazı faktörlere dikkat edilmelidir. Özellikle beklenmedik durumlarla karşılaşıldığında, işletmenin başarısını ve performansını koruyabilecek uygun kararları alabilmek tamamı ile yönetimin becerisinden kaynaklandığı için, firmanın risk derecesinin belirlenmesinde oldukça önemli bir faktördür.

Güçlü bir yönetim başarılı bir firmanın omurgası niteliğindedir. Bu durum işçilerin veya memurlarının önemsiz olduğu şeklinde anlaşılmalıdır ama unutulmaması gereken bir nokta ise stratejik kararların yöneticiler tarafından alındığının altının çizilmesidir (S & P, Industrial Overview.s.20).

Standart and Poor's firma yönetimini değerlendirirken aşağıdaki konuları hedefler;

- Mali kayıtların yönetiminin başarı ve başarısızlığını yansıtması
- Konservativ veya agresiv olmanın finansal risk açısından incelenmesi,.
- Organizasyon el durum

Piyasa koşullarında öngörülemeyen faiz oranları, şiddetli rekabet, temel işletme stratejileri ve bunların finansmanı konularında yönetim karar verdiği için faaliyet sonuçlarının nihai sorumlusu olarak kabul edilmektedir.

Kısa vadede önemli olan, hem finansal hem de niteliksel açıdan yönetimin aldığı neticeleri görmek ve yönetimin etkilenmelerine rağmen iyi bir yönetimin neticelerinin kapsamını anlayabilmektir.

Yönetimin güvenilirliği çok önemlidir. Derecelendirme kurumları düzenli olarak yönetim ile yapılan toplantılarla onlar hakkında görüş sahibi olurlar. Derecelendirme firmaları bir şirketi değerlendirirken yönetimin geçmiş performansını, planlama, iş yönetimi, finansal ve denetim kontrolleri ile finansman ve iktisap etme felsefelerini tartışarak, yönetimin performansı, hedefleri ve bunlar için verdiği taahhütlerine bağlılıklarını belirlemeye çalışırlar.

Derecelendirmenin objektif olabilmesi ve tam olarak bir değer taşıması için önemli olan faktörlerin karşılaştırmalı analizi olduğu gerçeğinden hareket eden firmalar, inceledikleri şirketlerin yönetimini aynı sektörde faaliyet gösteren diğer şirketlerin yönetimleriyle karşılaştırmak suretiyle olumlu ve olumsuz yönlerini inceleyerek yönetimin başarılı olma derecesini de incelemelerine dâhil etmektedirler. Ayrıca ekonominin ve firmanın içinde bulunduğu koşulları dikkate alan derecelendirme kurumları, şirket politikalarının sürekli olarak gözden geçirilip geçirilmediğini de araştırmaktadırlar.

Yönetimin değerlendirilmesinde belirtilen ilk iki hedefi gerçekleştirmek için dikkate alınan başlıca faktörler şunlardır;

- Yönetiminin hedefleri ve amaçları nelerdir ve bu hedeflere ulaşabilmek için neler yapmayı planlamaktadır?
- Beklenmedik gelişmelere ve koşullara hazırlık mıdır?
- Uzun dönemli planlar ile kısa dönemli programlar arasındaki denge
- Finansal politikalar ve faaliyetlere ilişkin politikalar

- Finansal politikalarda tutuculuk ve esneklik derecesi
- Yönetim stratejileri ve organizasyon yapısı arasındaki ilişkinin tutarlılığı
- İç denetleme ve finansal kontrol sistemleri
- Şirket başarısının belli kişilere bağlı olup olmadığı

Yönetimin sağduyusu, basireti, ihtiyatlılığı ve geleceği öngörü yeteneği ve etkinliği hakkındaki izlenim derecenin belirlenmesinde son derece büyük bir öneme sahiptir.

Organizasyon el duruma bağlı göz önünde tutularak muhtemel organizasyon problemleri ise şu şekilde olabilir:

- Belirli bir üst düzey yöneticiye veya finansman sorumlusuna örgütsel güvenin olduğu durumda bu kişinin emeklilik durumu vb. nedenle işten ayrılması,
- Finansman konusunun yüksek organizasyonel öneme sahipliği durumu
- Kişisel girişimciliğin veya aile yönetiminin profesyonel organizasyona dönüştürülüp dönüştürülmediği
- Kısa dönemde görece olarak önemli boyutta değişikliklerin meydana gelme olasılığı
- Yönetim stratejisi ile organizasyonel yapı arasındaki ilişkinin açık olmayışı
- Şirket yönetiminin bir veya birkaç küçük hissedar grubunun elinde olması ya da yönetimin yetkilerine karşı olması.

Organizasyonel yapı öncelikle ve daima şirketin çevresi ile birlikte geçmişte gerçekleşen olaylar ve geleceğin ihtiyaçları dikkate alınarak değerlendirilir.

3.4.2. İşletme Faaliyetlerinin Değerlendirilmesi

Derecelendirme kurumları, menkul ihraç eden bir firmanın temel faaliyetlerini değerlendirirken söz konusu şirket ve kuruluşun endüstri ve genel ekonomi içindeki

durumu ve önemini tespit etmeye çalışırlar. Bu tespit farklı ekonomik koşullar altında, kriz veya gerileme dönemleri de dâhil olmak üzere, firmanın nakit yaratma kabiliyeti hakkında önemli bilgiler sağlar. Finansal sıkıntı içine düşmüş firmalar incelendiğinde, bu durumun en önemli sebebi olarak nakit yaratma kabiliyetinin azaldığı ya da var olmadığı gözlemlenmektedir.

Müşteriler artık kendilerine en çok faydayı sağlayan ürünleri ve hizmetleri tercih etmektedirler. Bir müşteriye kazanmak ve devamını sağlamak onların ihtiyaçlarını en üst düzeyde karşılamaya ve aldıkları üründen rakip firmaların ürünlerine oranla daha çok memnun kalmalarına bağlıdır (Kotler, Armstrong, 1997,s.227) . Dolayısıyla firmanın faaliyette bulunduğu piyasada rekabet gücü yaratacak faktörler önem kazanmaktadır.

Derecelendirme firmaları derecelendirmesi gerçekleştirdikleri şirketlerin sektördeki durumlarını analiz ederken dikkate aldıkları unsurlar aşağıdaki başlıklar halinde incelenmiştir.

3.4.2.1. Pazar Payı

Bu incelemenin amacı, derecelendirmesi yapılan firmanın bölgesel, ulusal veya uluslararası pazarlardaki faaliyetleri sonucu elde ettiği Pazar payının anlaşılabilmesi ve Pazar payına göre belirlediği veya uyguladığı stratejilerinin uygunluğunun tespit edilmesidir.

İşletmenin piyasadaki rekabet gücünü belirlemek için nispi Pazar payının yanı sıra pazardaki fiyatları belirleyebilme gücü, karlılığını devam ettirebilme ve geliştirme yeteneği, sektördeki diğer şirketlerin Pazar payları gibi hususlarda dikkate alınmaktadır.

Ayrıca şirketin Pazar payı konusunda, geçmiş performansı ve bu performansa bağlı olarak gelecekteki büyüme hızının tahminine çalışılmaktadır. Şirketin Pazar payında artış ve azalış beklentileri incelenerek, analiz edilir.

3.4.2.2. Teknoloji

İşletme teknolojik gelişmelerin ilk kullanıcılarından mıdır? Yoksa bu gelişmeleri sonradan mı izlemektedir? Bu gibi soruların yanıtı özellikle elektronik, bilgisayar, havacılık gibi teknolojik gelişmelerin sürekli yaşandığı ve yoğun olduğu sektörler için oldukça önemlidir. Bu gibi teknoloji ağırlıklı ve teknolojik değişimin sürekli olduğu sektörlerde, eski teknoloji ile üretimin sürdürülmesi işletmeye önemli dezavantajlar getirir. Şirketlerin başarılı ve güçlü olabilmesi günümüz rekabet ortamında teknolojik gelişmeleri izleme ve ayak uydurabilmesi ile yakından ilgilidir. Ayrıca işletmenin teknolojik değişimlere uyum sağlayabilme ve önder olabilme yeteneklerinin önemli bir belirleyicisi olan araştırma ve geliştirme programları, harcamaları gibi faktörlerin de dikkate alınması gerekmektedir.

3.4.2.3. Faaliyet Etkinliği

Verimlilik bir işi alabilecek en düşük maliyetle yapmaktır. Etkinlik ise doğru işler yapmaktır. Çoğu zaman bu iki kavramı aynı anda en üst düzeye getirebilmek, bu iki amaç arasında kargaşaya yol açar. Bu iki kavramdan yola çıkılarak değer (fayda) kavramına ulaşabiliriz. Değer kalitenin fiyata oranını ifade eder. Örneğin, bir arabayı daha az bir fiyatla, daha kaliteli olarak müşteriye sunabilirsek, değer kazanmış oluruz ve değer oldukça artır (Chase & Aquilino & Jacobs, s.6) . Bunu başarabilen firmalar çok önemli bir rekabet avantajına sahip olacaklardır.

Bu çerçevede, derecelendirme firmaları, firmanın faaliyet etkinliği, sermaye ve işgücü verimliliği, üretim faaliyetlerindeki entegrasyon ve teknolojik gelişme, hammadde arzı, fiyatlama serbestisi, kar marjı ve bunun devamlılığı gibi faktörleri incelemektedirler.

Derecelendirmesi yapılan firmanın maliyet yapısı, kısa ve orta vadeli program ve planları, yurt içi veya yurt dışı rakipleri ile karşılaştırmalı olarak analiz edilir ve bu faaliyetler için gerekli olan harcama düzeyi tespit edilmeye çalışılır.

3.4.2.4. Diğer Faktörler

Derecelendirme kurumlarının, işletme faaliyetlerini değerlendirme sürecinde analiz ettikleri diğer hususlar şunlardır:

- İşletmenin pazarlama ve dağıtım sistemi, satış ve satış sonrası sağlanan imkânlar
- Üreticiler veya müşteriler arasındaki ilişkilerin seviyesi,
- Hükümetlerce sağlanan teşvikler ve firmaların bu teşviklerden faydalanma kapasitesi
- Ürün geliştirme ve çeşitlendirme politikaları

Bir rekabet avantajı sağlayabilmek için iki yol vardır:(George & Robin,1988,s.1-20).

1. Benzer ürünler için daha düşük fiyatlar sunabilmek,
2. Müşteri ihtiyaçlarını karşılamada daha iyi iş yapan bir ürün sunmak

Dolayısıyla, yukarıda bahsedilen faktörlerden yola çıkarak derecelendirme kurumları, rekabet üstünlüğü sağlamayı başarabilen şirketlere daha iyi dereceler verebilmektedir.

Günümüzdeki en iyi şirketler, Yönetim Kurulu Başkanından, en düşük görevdeki personel kadar herkesin müşteri servislerine dâhil olduğunu fark etmişlerdir. Bu bakış açış açısıyla şirketin yöneticileri, şirketlerinin müşteri memnuniyeti sağlaması için her türlü faaliyetin yapılması şeklinde çalışanlarını yönlendirmektedir (William & Bru , 1989, 21-22). Bunun da başlıca nedeni tatmin olmuş bir müşteri yeniden gelecektir anlayışından kaynaklanmaktadır.

Ayrıca değişik ülkelerde bazı sektörlerin gelişmesi veya sektörde özel bir yeri olan bazı şirketlerin dünya rekabetindeki konumlarını korunması ve geliştirilmesi için bazı özel teşvikler veya uygulamalarda bulunan hükümetlerin varlığı

bilinmektedir. Böyle bir durum yine derecelendirme kurumları tarafından önem verilen hususlardandır.

3.4.3. İşletmenin Muhasebe Politikalarının İncelenmesi

Bu incelemenin ana amacı, işletmenin finansal yapısının ve performansının gerçek durumu yansıtip yansıtmadığının ya da yüksek veya düşük gösterilip gösterilmediğinin araştırılmasıdır. Bu amaçla derecelendirme firmaları ilk önce menkul kıymet ihraç eden kuruluşun faaliyette bulunduğu ülkenin muhasebe politika ve uygulamalarını inceler ve ülkeler arasında karşılaştırılabilir bir muhasebe çevresi oluşturulmaya çalışılır. Bu nedenle bağımsız denetçi görüşü, değerlendirme ve amortisman yöntemleri gibi benzer hususlara bakılarak, işletmenin muhasebe politikalarının kalitesi algılanmaya çalışılmaktadır.

İhraççı firmanın genel kabul görmüş muhasebe standartlarını ne ölçüde uyguladığı sektördeki diğer firmalarla kıyaslanarak belirlenmeye çalışılır. Birçok karşılaştırma ve görelî üstünlüklerin belirlenmesine dayalı bir çalışma yapılacağı için verilerin referans olabilecek objektifliğe sahip olması büyük önem teşkil etmektedir.

Derecelendirme şirketleri muhasebe uygulamaları hakkında değerlendirme yaparken daha çok bağımsız denetim kuruluşları tarafından hazırlanmış olan mali tablo ve verilerden yararlanırlar. Derecelendirme genel itibariyle, geçmiş 5 yıllık tablolar üzerinde yapılan incelemelere dayandırılır.

Daha önceki bölümlerde de belirtildiği üzere derecelendirme firmaları ihraççı kuruluş tarafından hazırlanan mali tabloların sadece alıcısı ve kullanıcısı pozisyonundadır. Bu bilgilerin doğruluğu tamamıyla menkul kıymet ihracında bulunan kuruluşun veya onun muhasebecilerinin, denetçilerinin ve muhasebe danışmanlarının sorumluluğu altındadır. Dolayısıyla bir denetle firması gibi bütün mali kayıtların incelenmesinde detaya inmezler, bilgi kaynaklarının güvenilir olduğunu kabul etmektedirler.

Derecelendirme firmaları, söz konusu firmanın muhasebe uygulamaları inceleme sürecinden önce ve sonra o ülkedeki muhasebe gelişmelerini sürekli takip

etmektedirler. Bu amaçla, ilgili ülkede faaliyette bulunan muhasebe kuruluşları ile sürekli irtibat içerisinde oldukları ve gelişmeleri yakından takip etmektedirler.

Mali verilerin analizi, mali tablolardan çıkan oranların ve istatistiklerin, firmanın performansının ve göreceli durumunun ölçümünde uygun bir şekilde kullanılıp kullanılmayacağının belirlenmesi amacıyla muhasebe kalitesinin gözden geçirilmesiyle başlanmakta, uygulanan yöntemler değerlendirilmektedir.

Derecelendirme firmaları işletmenin Muhasebe politikalarını incelerken özellikle aşağıdaki faktörleri dikkate almaktadırlar;

- Stok Yöntemleri,
- Amortisman Politikası ve varlıkların ekonomik ömrü,
- Gayri maddi sabit varlıkların değerlendirilmesi ve amortizasyonu,
- Gelir olarak kaydedilen kalemlerin niteliği
- Tabloların konsolidasyon esasları dikkate alınarak hazırlanıp hazırlanmadığı
- Vergi ve kredi politikaları,
- İştirakler
- Çalışanlara sağlanan imkânların muhasebeleştirilmesi

Ayrıca bilanço dışı varlıkların nitelikleri ve satın alma muhasebesine etkileri araştırılır. Şirketin mali tablolarını yukarıdaki araştırma neticelerine göre yeniden oluşturmak her zaman mümkün olmamakla birlikte, ana noktaların belirlenmiş olması şirket performansının gerçeği ne derece yansıttığı bakımından önemli ipuçları vermektedir.

Gerçekten de menkul kıymet ihracında bulunan firmanın muhasebe politika ve uygulamalarının incelenmesi, kısa veya uzun vade de borçlar verenlere, ihraççı kuruluşun borç ödeme gücünü, karlılık durumlarının ve yatırım politikalarının anlaşılması bakımından önemli bilgiler vermektedir. Ayrıca işletmenin gidişatının iyi yolda mı yoksa kötüye doğru bir gidiş içerisinde mi olduğu hakkında önemli ipuçları

verdiği gibi bir bakıma çalışanların ve yöneticilerin de yönlendirilmesi gibi mevzularda oldukça önemlidir.

3.4.4. FİRMANIN FİNANS DURUMU

Finansal analiz, finansal tablolardaki çeşitli hesaplar arasındaki ilişkilerin kurulmasını, ölçülmesini ve yorumunu kapsayan bir faaliyettir. Böylece işletmenin geçmiş faaliyetleri değerlendirildiği gibi, mevcut durumun saptanması ve geleceğe ilişkin tahminlerin yapılması da kolaylaşır (Yüksek, 1970,s.53).

Bir firmanın finansal durumunu analiz ederken üzerinde durulması gereken en önemli konu, firmanın finansal esnekliğinin diğer bir ifadeyle, firmanın borç yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilmesi için yeterli likiditeyi yaratma kabiliyetinin ölçülmesidir. Finansal esneklik firmanın nakit yaratma kapasitesinden ve sermaye piyasasındaki durumundan etkilenir.

İşletmenin tahvillerine yatırım yapacak kişi ve kurumlar açısından düşünüldüğünde finansal analiz bazı farklılıklar içerir. Böyle ir durumda işletmenin uzun dönemli nakit girişleriyle borçlarını karşılayıp karşılayamayacağı araştırılır. Bu nedenle, özellikle işletmenin sermaye yapısı, fon kaynak ve kullanımı, geçmişteki ve gelecekteki karlılığı değerlendirilmeye çalışılır (Van James, 1978).

Derecelendirme kurumlarının finansal analiz yapmasında amaç, işletmelerle ilgili olarak aşağıdaki konularda bilgi sahibi olabilmektir.

- 1- Firmanın Karlılık Açısından Güvenilirliği
- 2- Firmanın Sermaye ve Varlık Yapısı
- 3- Firmanın Nakit Akımlarının Yeterliliği
- 4- Finansal Esneklik

Burada bahsedilen konularda bilgi sahibi olabilmek için derecelendirme firmalarının yaptıkları analizleri aşağıdaki başlıklar altında toplamak mümkündür.

- Oran Analizleri

- Nakit Akım Analizleri
- Diğer Analizler
- Finansal Politikaların Değerlendirilmesi

3.4.4.1. Oran Analizleri

Bir firmanın risk derecesinin belirlenmesinde kullanılan çok sayıda nicel ve nitel faktör bulunmaktadır. Bu faktörlerinin hepsi de risk derecesi üzerinde etkili olmaktadır. Bir diğer faktör oran analizleri ise risk derecelendirme firmaları tarafından oldukça önemlidir.

Rasyolar veya oranlar, işletmelerin finansal verilerini özetleyerek, sektördeki rakipleri ile olan performanslarının karşılaştırılmasına için pratik sonuçlar verir. Oranlar vasıtasıyla işletme için doğru soruların sorulması ve cevapların verilebilmesi kolaylaşmaktadır.

Menkul kıymetlerin yatırım kalitesini vurgulayan, yatırımcılar açısından büyük bir öneme sahip olan derece kategorilerinin belirlenmesinde hangi kriterlerinin ne ağırlıkta kullanıldığı derecelendirme firmaları tarafından tam olarak açıklanmamaktadır. Bu nedenle menkul kıymetlerin derecesini önceden tatmin etmeye yönelik çalışmalar bilim adamları ve yazarların çalışma alanları olmuştur.

Derecelendirme kurumları tarafından sözü edilen çalışmalara sıcak bakılmamakta ve

- Derecelendirmenin bir sayılar oyunu olmadığı, tahvillerin bilgisayarla derecelendirilemeyeceği
- Derecelendirmenin işletme ile ilgili her alandaki bilginin ve bunlar arasındaki ilişkilerin incelenmesi, sonuçlara ve deneyimlere göre gerektiğinde düzeltmeler yapılarak yargıda bulunulmasına ilişkin geniş kapsamlı bir sorgulama olduğu, bu bilgileri hiç değişmeksizin doğru cevabı ortaya koyan tek bir formül içine tıkmak için kullanılabilecek bir yöntem bulunmadığı,

- Derecelendirme firmalarındaki analistlerin zaman içerisinde oluşan deneyimlerine dayalı öznel yargılarının, derecelendirme sürecinin önemli bir parçası olduğu
- Sadece yayınlanan finansal tablolar ve çok değişkenli bir model
- kullanılarak tahvillerin gözlenen tahvil derece kategorilerine, akla yatkın ve tümüyle doğru bir sınıflandırılmasının yapılamayacağı, bu yaklaşımın, finansal oranlar kümesi ve model ne olursa olsun tehlikeli üstlenmelere yol açabileceği, bunun da ötesinde temel esaslar, trendler ve yönetimin bu gelişmelere yaklaşımı analiz edilmedikçe gelecekteki derece değişimlerini önceden tahmin etmenin yazı tura atmaktan daha az anlamlı olabileceği,

şeklindeki eleştiriler söz konusu firmalar tarafından sıkça vurgulanmaktadır (Öztiñ, 1997)

Derecelendirme kurumları, finansal oranlar ile derece kategorileri arasında mekanik bir ilişki bulunmadığını belirlemekte ancak bazı finansal oranlara ait ortalamaların derece kategorileri itibariyle farklı olduğu gözlenmektedir. Örneğin Standart and Poor's tarafından kullanılan dört derece kategorisinde, ortamları farklı olan bazı finansal oranlar Tablo'da verilmiştir (Foster, 1986,s.501).

Tablo9: Derece Kategorileri ile Bazı Finansal Oranlar Arasındaki İlişki

	AAA	AA	A	BBB
Vergi öncesi faiz karşılama oranı	14.440	7.610	5.470	3.260
Nakit Akımı/Uzun Vadeli Borçlar	2.510	1.100	.680	.390
Vergi Öncesi kar/kullanılan uzun vadeli sermaye ortalaması	.290	.249	.197	.160
Faaliyetler gelirleri/Satışlar	.166	.144	.124	.096
Uzun vadeli borçlar/Özkaynaklar	.116	.196	.257	3.559

Derece Kategorileri ile finansal oranlar arasındaki sistematik yapı tablodan görülebilmektedir.

Derecelendirme firmaları tarafından şirketlerin finansal analizinde kullanılan anahtar oranları 4 grupta toplayabiliriz.

3.4.4.1.1. Karlılığın Ölçülmesinde Kullanılan Oranlar

Karlılık oranları, belirli bir zaman diliminde, bir teşebbüsün işletme başarısını veya gelir başarısını ölçer. Gelirler veya gelirlerin eksikliği, firmanın borç edinebilme kapasitesini, likidite kapasitesini ve firmanın büyüme yeteneğini etkilemektedir. Sonuç olarak alacaklılar ve yatırımcılar, kazanma gücüne benzer derecede ilgi duyarlar (Weygant &Kieso & Kimmel, 1999,s.834) .

Bu bağlamda, şirketlerin menkul kıymetlerinin yatırım yapılabilir nitelikte (investment grade) derecelendirilebilmesi için öncelikle sürekli olarak iyi gelir elde etmesi ve bunların giderleri karşılama düzeyinin yeterlilik göstermesi gerekmektedir. Bununla beraber gelir ve karların istikrarlılığı, bunların belli bir düzeyde olmasından daha önemli görülmektedir. Derecelendirme kurumları, istikrarlı ve gelecekteki karları önceden tahmin edilebilir firmaları, yüksek fakat değişken getirili şirketlere nazaran daha çok tercih etmektedirler.

Derecelendirme kurumla bu bölümde;

- Genel ekonomi ile şirketin faaliyet gösterdiği sektörün yapısı ve trendlerini,
- Sektörde şirketin karlılık cinsinden pozisyonunu,
- Geçmişteki performansını,
- Faaliyet süresini ve büyüklüğünü
- Gelceğe yönelik gelir ve karlılık tahminlerini

İnceleme ve analiz etmektedirler.

Bu bölümde kullanılan oranları bazıları aşağıda verilmiştir.

- $$\text{Satışların Karlılık Oranı} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Net satış Geliri}}$$

Bu oran işletmenin satış fiyatları ve üretim maliyetlerindeki değişim trendlerinin önemli bir göstergesi ve aynı zamanda işletmenin karlılığının iş hacmindeki değişmelere karşı duyarlılığını göstermektedir. Bu oranda bir dönemden diğerine görülen değişiklikler şu nedenlerden kaynaklanabilmektedir.

- Satışların miktar ve birleşimin değişimi
- Yüksek maliyetler veya yüksek vergi oranı
- Satış ve yönetim giderlerindeki değişimler
- Satış fiyatlarının değişimi

- $$\text{Sürekli Sermayenin Karlılık Oranı} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Toplam Sermaye}}$$

Bu oran işletmenin ekonomik karlılığının bir göstergesidir. Bir işletmenin yeni dış kaynaklardan yararlanabilmesi herşeyden önce konulan sermayenin getiri oranının ortalama sermaye maliyetinden yüksek olmasına bağlıdır.

İşletme yönetiminin yetersizliği, ekonomik koşulların elverişsizliği, iş hacmine kıyasla aktiflere aşırı yatırım yapılması gibi nedenler oranının düşük olmasına yol açmaktadır.

- $$\text{Faiz Karşılama Oranı} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Finansman Giderleri}}$$

Bu oran işletmenin gelirlerinin, finansman giderini kaç kez karşılayacağını gösterir. Güçlü bir firmanın faiz karşılama oranı oldukça yüksek olacaktır (Richard & Myers, 1994, s.443). Oran ne kadar büyükse menkul kıymet yatırımı o kadar güvenceli demektir.

Faiz karşılama oranı 15 ise, işletmenin faiz yükümlülüklerini yerine getirememesi için, karın ıskat düşmesi 15 kat düşmesi gerekmektedir. Bu nedenle

uzun vadeli borçlar için işletmelerin borçları için ödediği faiz ve komisyon giderleri ile elde ettikleri kârlar arasındaki ilişki oldukça önemlidir.

- Sabit Giderleri Karşılama Oranı =
$$\frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Finansman Giderleri} + \text{Kiralar}}$$

Bu oran işletmenin sabit yükümlülüklerini yerine getirebilmek için yeterli kaynak yaratıp yaratamadığının göstergesi açısından önemlidir. Söz konusu oranın düşük olması işletmelerin yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilmek için borçlanabileceğini ya da aktiflerinin bir kısmını satabileceği şeklinde yorumlanabilmektedir.

Yukarıdaki oranlardan ilk ikisi işletmelerin gelir elde etme gücünü yansıtırken son ikisi işletmenin yükümlülüklerini karşılama yeteneğini ölçmektedir. İlk grupta yer alan oranlarda işletmenin kazanç gücü ölçülür çünkü uzun dönemde borçların güvencesinin en önemli belirleyicisi menkul kıymeti ihraç eden şirketin karlılık potansiyelidir. İkinci grupta yer alan oranlarla ise işletmenin yarattığı gelirler, finansal yükümlülükleri karşılama gücü bakımından ele alınmaktadır. Bunun nedeni ise işletmenin performansı ve karlılığı güçlü olsa dahi, bu durum yoğun borçla finansmandan olumsuz bir biçimde etkilenebilir.

3.4.4.1.2. Finansal Kaldıraç ve Aktif Korunması Oranları

Finansal kaldıraç ödünç alınan para veya hisseyle daha çok para yapabilmek olarak tanımlanabilir. Kendi varlıklarımızla, dışardan sağlanan kaynakları bir araya getirdiğimizde, parayı çalıştırabilmek için daha büyük bir havuza sahip olmuş oluruz.

Finansal kaldıraç bir firmanın faaliyetlerinin finansmanında kullandığı yabancı kaynak derecesini belirlemek amacıyla kullanılan bir kavramdır. Bu nedenle bir firmanın faaliyetlerini tamamıyla özkaynakları ile finanse etmesi durumunda finansal kaldıraçtan bahsedebilmemiz mümkün olmayacaktır. Finansal kaldıraçtan daha fazla yararlanan bir firmanın borç ödeme gücünün azaldığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla finansal kaldıraç aynı zamanda bir şirketin karşılayabileceği sabit yükümlülüklerinin sınırında bir göstergesi olarak kullanılmaktadır.

Aktif korunması veya mali yapı ise aktiflerin özkaynaklarca finanse edilen kısmının belirlenmesi amacıyla kullanılmaktadır. Mali yapı oranları işletmenin ne ölçüde borçla finanse edildiğini ve borçla finanse edilmiş olan işletmenin bu durumdan faydalanabilme derecesinin ölçümüne yaramaktadır.

Derecelendirme, geri ödememe riskini analiz ettiğinden finansal kaldıraç analizi varlıkların korunması ölçüsüne oranla daha öncelikli kabul edilmektedir.

Bununla birlikte, aktiflerin yapısı belirli bir risk düzeyindeki uygun kaldıraçın tespitinde önemli bir faktör olmaktadır ve aktifleri içinden dönen değerleri yüksek olan firmalar sabit yatırım tutarları yüksek olan firmalara oranla daha olumlu olarak kabul edilmektedir.

Standart and Poor's firması tarafından kaldıraç derecesini ölçmek için çeşitli oranlar kullanılmaktadır. Bunların bazıları aşağıda verilmiştir (S & P, 1992, s.21).
Uzun vadeli borçlar / uzun vadeli borçlar + sermaye

- Toplam Borçlar / kısa vadeli borçlar + uzun vadeli borçlar + özsermaye
- Toplam borç + bilanço dışı yükümlülükler / uzun ve kısa vadeli borçlar + özsermaye
- Bilanço dışı Yükümlüler
- Uzun vadeli Borçlar / Ortalama Uzun Vadeli Sermaye

Finansal kaldıraç analizinde kullanılan bilanço dışı kalemler ise şunlardır:

- Finansal kiralama giderleri
- Sosyal güvenlik yükümlülükleri
- Ortak yatırımlar ve konsolide edilmemiş iştiraklerin borçları
- Garantiler
- Devredilen veya teminat olarak verilen alacak senetleri
- Özel anlaşmalardan doğan yükümlülükler

- Ödenmesi muhtemel ceza ve tazminatlar

Fiyatların sürekli değişiklik gösterdiği bir ortamda aktiflerin, özkaynakların ve borçların gerçek değerlerinin belirlenmesindeki zorluklar finansal kaldıraç oranlarının analizinin önemini azaltarak diğer derecelendirme kriterlerine verilen önemi artırmaktadır.

3.4.4.1.3. Likitide ve Finansal Esnekliğin Analizinde Kullanılan Oranlar

Bu bölümde ele alınacak oranlar, kısa oranlar, kısa vadeli borçların ödenme gücünü ve varlıkların ne derecede etkin kullanıldıklarının belirlenmesine yardımcı olurlar. Likidite ve finansal esnekliğin analizlerinde kullanılan anahtar oranlar aşağıda verilmiştir.

- $$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Değerler}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

Cari oranın yüksek olması, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilmesi olasılığının yüksek olduğunu göstermektedir. Cari oran değerinin çok yüksek olması, işletmeye kredi verenlerin lehine bir durum olmasına karşın, işletme açısından olumsuz bir gelişmeyi ifade etmektedir. Bunun da nedeni, işletmede kullanılmayan fonlarından bulunduğu işaret etmesidir. İşletme yönetiminin gereğinden fazla likit bulundurarak, işletmenin karlılığını olumsuz yönde etkilemekte olduğu düşünülmektedir.

- $$\text{Asit Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Değerler} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

Formülden de görüldüğü üzere, bu oranın cari orandan tek farkı, kesrin payında stoklara yer verilmemesidir. Bunun nedeni, stokların nakde dönüşümlerinin gerçekleştirilebilmesinin oldukça zor olmasıdır. Asit test oranının 1 veya 1'den büyük olması, işletmenin borçlarını ödeyebileceği anlamına gelmektedir.

- $$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Kredili Satışlar Toplamı}}{\text{Ticari Alacaklar}}$$

Alacak Devir hızı, alacakların paraya dönüşüm hızını yani alacakların ne kadar zaman sonra paraya dönüşeceğini gösterir.

Alacak devir hızının artması yönetiminin başarısı olarak düşünülmektedir. Bir başka ifadeyle, alacak devir hızının düşmesi yönetimin başarısızlığı ve alacaklarla ilgili bazı sorunların varlığını göstermektedir.

- $$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Ortalama Stoklar}}$$

Stok Devir hızı, stoklarla satışlar arasındaki ilişkiyi gösteren, işletmenin stoklarının likiditesi konusunda iyi bir göstergedir. Genel itibariyle bu oranın yüksek olması, işletmenin stok yönetiminin iyi bir seviyede olduğu şeklinde yorumlanmaktadır.

Alacakların ve stokların devir hızı arttıkça belli bir faaliyet hacmi daha az miktarda nakitle gerçekleştirilebilecektir. Alacakların likit varlıklar olarak düşünülmesine rağmen, alacakların dönüş hızı yavaşladıkça, ortalama tahsil süresi uzayarak faaliyetlerin etkin bir şekilde gerçekleştirilebilmesi için gerekli döner sermaye miktarı artacaktır.

- $$\frac{\text{Nakit Akımı}}{\text{Uzun Vadeli Borçlar}} = \frac{\text{Faaliyet Karı} + \text{Amortisman} + \text{Ertelenmiş Vergiler}}{\text{Uzun Vadeli Borçlar}}$$

Nakit değerler / uzun vadeli borçlar oranı da menkul kıymet derecelendirmesinde önemli bir göstergedir. İşletmenin normal faaliyetleri sonucu, kendi içinde yaratılan ve tüm uzun vadeli borçların ödenmesinde kullanılarak fon miktarının düzeyini belirtmektedir.

3.4.4.2. Nakit Akımlarının Analizi

Nakit akım analizi her türlü borç derecelendirme kararında kritik öneme sahiptir ve derecelendirme firmalarının üzerinde en çok durduğu inceleme ve analiz konusudur.

Uzun dönemde şirketlerin kredi değerliliklerinin en önemli göstergesi, elde ettikleri gelirler ile karşılıkları almaktadır. Ancak menkul kıymet ihracı yoluyla finansman sağlayan şirketlerde anapara ve faiz ödemelerinin nakit olarak yapılması önem kazandığından, işletmenin gelirlerinin veya karlılığının önemi azalmakta ve şirketlerin bu yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyecekleri sorusu ön plana çıkmaktadır (Babuşçu, s.51) .

Nakit akım analizleri, işletmelerin nakit akımlarını uyumlaştırmaları artık vazgeçilemez ve hayati önem taşıyan bir konu haline gelmiştir.

İşletme sermayesi unsurları içerisinde nakit, anahtar bir role sahiptir. İşletmelerde duran varlıkların alınıp yatırımların tamamlanması nakitle yerine getirilmektedir. İşletmenin faaliyetlerini normal bir şekilde yürütebilmesi yine nakit kullanımı ile ilişkilidir. Kısaca işletme faaliyetlerinin hemen her adımında nakit unsuru kullanılmaktadır. Yani işletme faaliyetleri nakitle başlayıp nakit ile bitmektedir (Yıldırım, 1996, s.3).

Bu bağlamda nakit, işletmeler açısından insan vücudundaki kan gibidir, kan insana hayat verir ve onu güçlü kılar, nakitte aynı şekilde işletmeye hayat verir ve faaliyetlerin istenilen bir şekilde yürütülebilmesini sağlamaktadır (Enest & William, s.151).

Günümüzde enflasyonist ortamlarda faaliyet gösteren işletmelerin başarısızlık veya finansal sıkıntısı (distress) içine düşmelerinin nedenleri incelendiğinde en önemli problemin nakit sıkıntısından kaynaklandığı gözlenmektedir. Nakit sıkıntısı problemleri sadece finansal problemleri olan firmalar için sınırlı olmayabilir. Nakit girişleri ile nakit çıkışlarının uyumlaştırılması gerekmektedir.

Nakit, büyümenin bir sonucu olmaktadır ve yeni ürünler, yeni teçhizat, hepsi nakit çıkışına bağlıdır. Karlı bir büyüme yeterli olmamakta, büyümenin getirdiği naktin zamanı ve miktarı önem arz etmektedir (Arthur & David, s.648) .

Nakit analizi, kredi değerliliğinin ölçümünde gelirlerin analizinden daha üstün bir perspektif sağlamaktadır. Derecelendirme kurumları nakit akışlarının

yeterliliğine, nakit akışlarının borç ihtiyacına uygunluğu ve nakit akışlarının sermaye ihtiyacına olan uygunluğu olmak üzere iki açıdan bakmaktadırlar.

Son zamanlarda spekülâtif yatırım derecelerine sahip olan menkul kıymetlerin sayısındaki artış, nakit akım analizlerine verilen önemin artmasıyla sonuçlanmıştır. Bunun nedeni spekülâtif derecelere sahip olan firmalar, herhangi bir nedenle nakit açığıyla karşılaştıklarında, bu açığı kapatma konusunda yetersiz kalabilmektedirler. Çünkü bu firmalar kısıtlı dışsal nakit ve benzeri kaynaklara sahiptirler ve kendi nakit yaratma kabiliyetleri zayıftır. Oysa yatırım derecesine sahip olan firmaların nakit yaratma kabiliyetleri iyi bir düzeydedir hem de daha geniş ve az maliyetli dışsal nakit kaynaklarına sahip olabilmektedirler.

Sonuç olarak nakit akışıyla amaçlanan düzeltilmiş net kar, amortisman, ertelenmiş vergiler ya da daha önemlisi faaliyetler sonucu elde edilen nakit miktarıdır. Derecelendirme kurumlarının bakış açısıyla, faaliyetleri düzenli olarak devam eden şirketlerde faaliyet sonucu yaratılan nakdin borç veya sermaye ihtiyacıyla ilişkisi bakımından analiz yapılmaktadır. Firmanın mevcut konumunda sorunlar bulunmakta ise sadece ana faaliyet değil tüm kaynaklardan yaratılan nakit akışlarının incelenmesi ön plana çıkmaktadır.

3.4.4.2.1. Nakit Akım Oranları

Nakit akım oranları şirketin ihtiyaçları, borçları ve bunların finansman giderleri ile nakit akışı arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Nakit akım analizinde derecelendirme firmalarının dikkate aldığı bazı oranlar aşağıda verilmektedir.

- Faaliyet sonucunda yaratılan kaynaklar / Toplam Borçlar
- Faaliyet sonucunda yaratılan kaynaklar + Finansman Giderleri / Finansman Giderleri
- Faaliyet sonucunda yaratılan kaynaklar / Sermaye harcamaları
- Borç geri ödeme periyodu = Toplam Borç / İhtiyari Nakit Akışı

- Faaliyetlerden Sağlanan Serbest Nakit Artışı + Finansman Giderleri / Fin. Giderleri
- Sermaye harcamaları / Sermaye tedariki
- Borç karşılama oranı = Faaliyetlerden sağlanan Serbest Nakit Akışı + Finansman Giderleri / Finansman Gideri + Yıllık ortalama Anapara geri ödeme yükü

Nakit akım oranlarının yorumu oldukça zor bir durumdur. Yüksek değerler çoğunlukla iyi bir gidişin değil, bazı problemlerin göstergesi niteliğindedir. Düşük büyüme hızına sahip veya kötüye giden bir sektörde faaliyette bulunan bir şirket minimum düzeyde sabit sermaye ve işletme sermayesine ihtiyaç duyduklarından, görece olarak güçlü nakit akımına sahipmiş gibi görülebilirler. Bunun tersi olarak büyümekte olan şirketler, büyümeyi destekleyen yatırımlardan dolayı zayıf bir nakit akışı sergilemektedirler.

İşletmelerde iyi bir nakit yönetimi için nakit çıkışlarının ve girişlerinin tahmin edilerek, nakit planlamasının ve kontrolünün bulunması derecelendirmesi yapılan firmaya bazı avantajlar getirecektir.

Enflasyonik dönemlerde herhangi bir işletmede nakit yönetimi uygulamasının boyutları, gündelik nakit akış miktarı, maliyetler ve gelecekteki birçok faktöre bağlıdır. Dolayısıyla nakit yönetimi uygulamasında etkinliğin sağlanması, günün değişen şartlarına göre sürekli gözden geçirilmesi ve gerektiğinde düzeltmelerin yapılması açısından büyük önem arz etmektedir (Tüzün, 1987,s.5).

Özellikle Türkiye gibi enflasyon oranı yüksek olan ülkelerde nakit yönetimi daha da dikkate değer bir pozisyonundadır.

Kısa ve bankalarda bulundurulacak paranın satın alma gücü, fiyatların sürekli yükseldiği enflasyon dönemlerinde düşer. Bu tür iktisadi varlıkları elinde bulunduran işletmeler enflasyonist dönemlerde fiyat artışından dolayı zarara uğrarlar (Bakır, 1996,s.130) .

Bu nedenle enflasyonist ortamlarda kısa vadeli nakit ihtiyacı, uzun vadeli nakit ihtiyacından çok daha önemlidir. Dolayısıyla fazla nakitlerin gelir getiren ve kolayca nakde dönüştürülebilen finansal araçlara yatırılması uygun olmaktadır.

3.4.4.2.2. Nakit Akımlarının Muhasebe Hesap Kalemleriyle Bulunması

Nakit Akımlarını genel olarak aşağıdaki kalemlerin düzenlenmesiyle oluşturulur. Derecelendirme kurumlarının da kendi oluşturdukları bazı formatlar da bulunmakla beraber, nakit akımlarının hesaplanması ve hangi muhasebe kalemlerinin bu hesaplama katılmasında bazı küçük değişiklikler görülse de kabul görülen genel mantık firmanın yatırımlarından elde edeceği nakit akımının yani kasasına giren nakit paranın miktarının ne kadar olacağının tahminidir.

Nakit akımları tahmin süresinin belirlenmesi de ise değerlendirmeye tabi tutulacak kurumun gelecekteki nakit akışlarının kaç yıl daha yatırıma tabi olarak düzenli nakit akış sağlayacağı tahmin edilir. Bu süre genelde 5 yıldan fazla almalıdır. Nakit akışlarının dönemsel farklılıkları göz önüne alınarak nakit akış periyodları dönemleri kapsmalıdır (Copeland, 1994, s.139).

3.4.4.3. Diğer Analizler

Bir firmanın finansal analizi yapılırken en önemli konu, firmanın finansal esnekliğinin veya başka bir ifadeyle firmanın menkul kıymet ihracından doğan yükümlülüklerini zamanda yerine getirebilmesi için yeterli likiditeyi yaratma kabiliyetinin ölçülmesidir. Daha önceki bölümlerde finansal esneklik ve likidite oranları belirtilmişti. Bu kısımda ise bir işletmenin finansal esnekliğini etkileyebilecek alternatif likidite kaynakları, yasal sorunlar ve kıdem tazminatları gibi konular analiz kapsamında incelenmektedir.

Derecelendirme firmaları, bir şirket veya kuruluş hakkında risk derecesini belirlerken sahip olunan tüm likidite kaynaklarını analiz etmektedir. Burada tüm derecelendirme firmaları, şirketlerin piyasa koşullarının daha iyi olacağı umuduyla sürekli olarak bankalardan kısa vadeli borç kullanması veya menkul kıymet ihraç etmesi halinde, bir müddet sonra zor durumda kalmalarına neden olup olmayacağı özellikle dikkat etmektedirler. Sürekli olarak kısa vadeli borçlanmaya gidilmesi veya

faiz oranı yüksek uzun vadeli fonların kullanılması derecelendirmesi yapılan şirketlerin oldukça açık bir risk taşıdıklarını ifade edebilmektedir (Babuşçu, s.54).

Şirketlerin yerine getirmek zorunda oldukları bir takım yasal zorunluluklarda nakit yaratma güçlerini etkilediği için derecelendirme firmaları tarafından dikkate alınırlar. Büyük miktarlarda kıdem tazminatı yükümlülüğü altında bulunan şirketlerin aktiflerini satabilmesi, alacakların böyle bir borç yükümlülüğü altına girmek istememeleri nedeniyle oldukça zordur. Dolayısıyla bu tür şirketlerin özkaynaklarından büyük miktarlarda kıdem tazminatı için karşılık ayıracak olmaları likiditelerini olumsuz yönde etkileyecektir (Üreten, s.87)

3.4.4.3.1. Finansal Esneklik

Finansal esneklik, şirketin finansal ihtiyaçlarının, planlarının ve zor koşullardaki alternatiflerinin değerlendirilmesidir. Daha önceki bölümlerde anlatılan nakit akışı uygunluğu, oran analizleri gibi bilgiler birarada firmanın finansal yapısı hakkında genel bir görüş verir.

Bu bilgilerden sonra bu kriterlerde yer almayan konular irdelenir. Şirketin normal finansman planında yer alan, şirketin yarattığı fonların beklenenden az olup olmadığı, şirket ürünlerine olan talebin seviyesi, faiz oranlarının artış hızı ya da varlığa dayalı finansmanın uygunluğu gibi konular değerlendirilmektedir.

Derecelendirme kurumları, beklenmedik olaylar karşısında şirketin zor duruma düşmemeleri için kullanabileceği seçenekleri değerlendirmektedirler.

Şirketlerin çeşitli sermaye piyasalarına giriş kabiliyeti önemli bir esneklik sağlamaktadır. Sermaye piyasaları araçları ve piyasalar hakkında belirli bir birikime ve deneyime sahip olan firmalar, bir piyasada şartların olumsuzlaşması durumunda başka alternatiflere daha kolay başvurma imkanına sahip olurlar.

Finansal esnekliğin ölçülmesinde göz önüne alınan diğer bir konu da işletmenin iştirakleri ile bağlı oldukları holding veya şirketle olan ilişkilerinin seviyesinin tespit edilebilmesidir. İlişkilerin ileride şirkete ne gibi avantajlar veya dezavantajlar getireceği konusu üzerinde durulmaktadır.

3.5. Sözleşme Şartlarının İncelenmesi

Derecelendirme kurumları mevcut ve derecelendirmesi talep edilen menkul kıymetin şartlarını incelenir. Bu inceleme şirketin tasfiyesi durumundaki olası ödeme planını belirlemek amacıyla yapılmaktadır. Mesela,

ihraç edilmek istenen menkul kıymetin alacaklıları paralarını almadan önce kimlere ödeme yapılacağı araştırılmaktadır. Özel garantilerin söz konusu olduğu durumlarda (Örneğin; ana şirket, holding garantisi, banka teminat mektubu gibi) ya da menkul kıymetin bir maddi sabit kıymet ipoteği ile desteklendiği durumlarda ise bu garantilerin veya ipoteğin gerçek değerinin belirlenebilmesi amacıyla bunlar üzerinde derinlemesine bir inceleme yapılmaktadır.

Derecelendirme Şirketleri bunların yanında yeni borç sözleşmesinde,

- a) İhracın koşullarının bir itfa sermayesi gerektirip gerektirmediği
- b) Geri ödememe riskine karşı uygun bir koruyucu önlemin bulunup bulunmadığını
- c) Yönetiminin ilave bir borçlanmaya gitme konusunda kısıtlanma alıp almadığını
- d) Yönetimin; rekabet ortamında meydana gelebilecek değişiklikler karşısında ihracın koşullarını ihlal etmeden bu değişikliklere karşı önlem alınabilecek ölçüde yeterli hareket özgürlüğüne sahip olmadığını incelemektedir (Kılıç,s.45-46).

4. BÖLÜM

DERECELENDİRME YÖNTEMLERİNİN TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

4.1. GENEL

Son yıllarda uluslararası sermaye piyasalarıyla bütünleşme eğiliminin artmasıyla, bu piyasalardaki menkul kıymetleştirme hızı da giderek artış göstermektedir. Bu durum piyasalarla ilgili hızlı ve tarafsız bir bilgi akışının varlığını da gündeme getirmektedir.

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ve etkin olarak çalıştığı ülkelerde bir firmanın çıkardığı menkul kıymetlerin derecelendirmesinin yapılması, sermaye piyasasının gelişmemiş veya gelişmekte olan ülkelere kıyasla, o firmanın kredi değerliliğini olumsuz etkilemektedir. Çünkü gelişmiş piyasalarda bilgiye ulaşmak oldukça kolaydır ve piyasa sözkonusu firma hakkında her türlü bilgiye sahiptir. Ancak piyasanın firmanın kredi değerliliği hakkında yeterli bilgiye sahip olamaması hallerinde firmaların menkul kıymetlerine verilen dereceler oldukça önem kazanmaktadır.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin çoğunda derecelendirme sistemi piyasaların gelişmesi için önemli bir etken konumundadır. Pek çok ülkede sabit getirili menkul kıymet piyasasına girecek şirketlerin kredi değerliliğini ölçme işlemini merkez bankaları ve diğer kamu kurumları yapmaktadır. Bu fonksiyonu bağımsız bir derecelendirme kurumuna devretmek hem yönetim masraflarını azaltacak hem de piyasa gelişmesinin önündeki engellerden birini ortadan kaldıracaktır (Karaoğlu, 1988).

Buraya kadar anlatılan bölümlerde Avrupa ve Amerika uygulamaları göz önünde tutularak derecelendirme ve derecelendirme yöntemleri anlatılmıştır. Bu bölümde ise menkul kıymetlerin derecelendirilmesinin Türkiye açısından genel bir değerlendirilmesi yapılacaktır.

4.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Güvenilirliği

Firmaların borçlanma politikalarına ilişkin karar alma süreçlerinde derecelendirmenin hiç de hafife alınmayacak bir yeri bulunmaktadır. Derecelendirmenin güvenilirliği ve derece notlarının isabetliliği arttıkça firmalar için daha etkin borçlanma kararları almak da imkan dahiline girmektedir. Derecelendirme kurumları bu güvenin ve isabetliliğin sağlanabilmesi için yüksek oranda tutarlı doğruluk derecesine ulaşmaya gayret etmektedirler.

Derecelendirme firmalarının rolü, uluslararası kabul edilebilirliği olan küresel kurumsal olmalarıdır. Bu nedenle kredi riski yönetim fonksiyonları, çoğu şirket için, başlıca dışarıklı firmaların metodolojilerine dayandırılmaktadır (Omotvnde,2000,s.36).

Eğer böyle bir imajları olmasıydı veya derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığı ve güvenilirliği konusunda kuşkular⁷ ortaya çıkarsa, menkul kıymet arzında bulunan şirketler derecelendirmeye tabi olmakta ve derecelendirme süreci için gerekli verileri sağlamakta isteksiz davranışta bulunacaklardır. Aynı zamanda da yatırımcılarda derecelendirmenin kalitesini ve gerekliliğini sorgulamaya başlayacaklardır.

Buna rağmen derecelendirme kuruluşlarının kar amacı gitmelerinden dolayı ve bu alanda faaliyet gösteren şirket sayısının artması, para karşılığı yüksek not temin edilebilmesinin mümkün olabileceği gibi eleştiriler getirilmektedir.

Derecelendirme kuruluşları her ne kadar somut verilerle notlarını vermeye çalışsalarda politik risk, yönetim kalitesi gibi etkenlerin yorumlanmasından kaynaklanan görüş farklılıkları her zaman alabilmektedir (Birgül,1997).

Gerçekten de ABD’de yapılan borç derecelendirmelerinde bazı derecelendirme firmalarının diğerlerine oranla daha düşük notlar verdiği ve derecelendirilen bazı kurum ve menkul kıymetlerin daha iyi bir not alabilmek için üçüncü ve hatta daha çok bir derecelendirme kuruluşlarına başvurdukları gözlenmektedir.

4.2.1. Kredi Derecelendirme Kurumlarına Getirilen Eleştiriler

Güney Doğu Asya krizinin gerçekleşmesinden sonra bunu öngöremeyen ve yatırımcılarına yatırım konusunda yönlendiremeyen derecelendirme kurumları prestij kaybına uğramışlardır. Mali piyasaları alan etkileri konusunda önemli tartışmalar gözlemlenmiştir.

Kredi notu derecelendirme kuruluşlarının mali piyasalara yeni bilgi sağlayıp sağlamadığı tartışması içerisinde tam olarak yeni bilgiler sağlamasında mevcut bilgilerin kullanılması açısından başarılı oldukları düşüncesindeyiz.

Derecelendirme kuruluşları arasında hükümetlerin borçlarına kredi notu verme konusu, aynı ulustan olan tüm kuruluşlar için tavan kredi notunu belirlediği için önem arzu etmektedir. Bu tarz kredilendirme işlemi yakın tarihte başladığı için doğruluğu ve performansı konusunda henüz bir çalışma yapılamamıştır (Zor,1999,s.36) .

Kredi notlandırması konusunda kredi kuruluşlarının uğradığı eleştirilerden bir tanesi piyasa riskinin gözönüne alınmamasıdır. Örneğin tahvil piyasalarında teknik veya spekülative bazı nedenlerle meydana gelecek değişimler, kredi notlarını dikkate alarak yatırım yapan yatırımcıları zarara uğratabilmektedir. Örneğin Merkez Bankası faiz oranlarını düşürmesi, tahvil fiyatlarını önemli ölçüde etkileyebilmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlara yöneltilen bir başka eleştiri ise yanlış verdikleri kararlara karşılık herhangi bir yaptırım görmemeleridir.

Kredi notlarının sürü psikolojisi izlenimi ile gelişen ekonomilere bağlı olan finans akımında değişiklik yaratması, özellikle sıcak paranın dünya çapında dolaşım hızını belirleyici etken haline gelmesi ise özellikle gelişmekte olan ülke finans piyasalarında spekülative etkilere neden olmaktadır. Bu eleştirinin geçerliliği ise kredi notundaki değişikliğin piyasadaki bir olayı mı takip ettiği, yoksa piyasadaki olayın kredi notundaki değişikliği mi takip ettiği sorularına verilen cevaba bağlıdır (Global Bülten,1999,s.9).

Derecelendirme kurumlarına olan güven kaybının başında Asya krizi öncesinde krize giren ülkelere kriz öncesi verilen notların yüksek olmasından ileri gelmektedir. Piyasa tarafından erken uyarı sistemi olarak görülen Moddy's Investors Service, Standart & Poors, Duff & Phelps ve IBCA gibi derecelendirme şirketlerinin verdikleri ülke ve şirket karnelerinde kriz izine rastlamak mümkün değildi (Atalay,1998,s.8).

Yine Güney Kore'de bankaların borç sorununu önceden yatırımcılara duyurmayı başaran Standart & Poors ve Moody's, kamu borçlarındaki aşırı yükselmeyi idrak etmekte yavaş kalmışlardır. Hükümetin IMF ile masaya oturma ihtimalinin belirlediği 1997 Ekim ayında bile Kore kamu borçları hakkında "Yatırıma Uygun" değerlendirmesi yapan iki derecelendirme şirketinden gerçek durumu önce farkedenden Standart and Poor's olmuştur. Fakat yine geçilememişlerdir, çünkü Amerikan yatırım fonları ve emekli sandıkları derecelendirme şirketinden gelen "Yatırıma Uygun" fetvası nedeni ile ellerindeki hazine bonosu ve hisse senetlerini satmamış ve krize hazırlıksız yakalanmışlardır (Atalay, 1998,s.34).

Bütün bu eleştirilere rağmen daha önceki bölümlerde anlattığımız derecelendirmenin ve derecelendirme kurumlarının yararları inkar edilemez. Ayrıca tüm bu soru işaretlerine rağmen kredi derecelendirme kuruluşlarını sabit riski belirleme konusundaki başarıları ve mali piyasaların bunları dikkate alarak hisse senedi getirilerine kredi notunun yansıdığı bilinmektedir.

Ülkeler veya menkul kıymet ihracında bulunan şirketler, derecelendirme kurumları ile ilişkilerine son derece önem vermeli, hiçbir bilgiyi saklamadan eksiksiz olarak sunmalı, stratejilerini ve gelecekle ilgili plan ve programlarını net bir şekilde ortaya koymalıdır.

Borç alan ülkeler veya kurumlar yine aynı şekilde derecelendirme kurumları ile toplantıdan toplantıya iletişimde bulunuyor iseler hatalı bir davranışta bulunuyorlar diyebiliriz. İlişkilerin uzun süreli olması için gayret verilmeli ve sürekli irtibat halinde bulunmaları gerekmektedir. Şirketin mali yapısında önemli bir gelişme olduğunda, yeni bir iştirak satın alındığında ya da üst yönetimde bir değişiklik

olduğunda ya da buna benzer birçok konudaki yenilik ve değişimleri, derecelendirmesini yaptırdıkları kuruma bildirmeleri yararlarıdır.

4.3. Türk Sermaye Piyasasının Gelişmişlik Düzeyi

Bilindiği üzere, Türk sermaye piyasası, öyle çok uzun bir geçmişi olan bir piyasa değildir. Yatırımcısıyla, şirketleriyle, kamu otoriteleriyle, araçlarıyla ve kurumlarıyla yeni ve gelişen bir piyasadır. Yani sermaye piyasalarına aşinalığımız görece olarak biraz zayıftır. Özellikle bireysel yatırımcıların bu alanda yeterli deneyimi ve birikimi gerekenden daha düşüktür. Bu nedenle de, zaman zaman yanlış veya sağlıksız yatırım kararları verebilmekte ve bedelini oldukça ağır ödemektedirler (Özmen,1990).

Türkiye’de sermaye piyasasının gerek hukuki altyapısı gerekse kurumları itibariyle oluşumu yaklaşık yirmi yıllık bir geçmişe sahip bulunmaktadır. Bu konuda 1981 yılında yayımlanan 24999 sayılı sermaye piyasası kanunu ile sermaye piyasası kurulu (SPK) kurulmuştur. Yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan, İdari ve Mali özerliğe sahip düzenleyici bir kamu kurumudur.

Risk derecelendirmesi açısından sermaye piyasasının önemi, derecelendirilecek işletme veya menkul kıymetlerden başka, derecelendirmeden yararlanacak yatırımcılarında bu piyasalara fon arz etmelerinden kaynaklanmaktadır.

Son yıllarda, sermaye piyasalarındaki gelişim sürecine bağlı olarak, şirketlerin sermaye piyasası araçlarıyla fon ihtiyaçlarını karşılamak için daha fazla menkul kıymet ihraç etmeleri, ihraç edilen menkul kıymetler ve bu menkul kıymetleri ihraç eden firmaların kredi değerliliği hakkında kamuyu aydınlatacak yeterli bilginin varlığını gerektirmektedir. Sermaye piyasalarının güven ve istikrar içinde çalışmalarını sağlayan en önemli özelliklerden birisi hiç kuşkusuz ki, kamuyu aydınlatma ilkesidir (Sarı, 1994).

Son zamanlarda Pazar ekonomisinde önemli gelişmelerin yaşandığı ülkemizde gerekli yasal düzenlemelerin yapılmasıyla halka açılan şirket sayısı önemli ölçüde artmaktadır.

Her yıl gelişmekte olan ÷lkelerden dışarıya çıkan toplam kapital hacmi üzerinde resmi tahminlerin olmamasına karşın, başlıca endüstriyel ÷lkelerin mali piyasalarının Latin Amerika, Ortadoğu ve Avrupa ÷lkelerinden gelen fonlarla beslenmekte olduğu bilinmektedir (Parasız,1994). Bu nedenle uluslararası piyasalara sermaye piyasamız entegrasyon olmak zorundadır.

Her ÷lkenin olduğu gibi Türk finans sisteminde kendine özgü bir işleyişi vardır. Uluslararası finans sisteminde oluşan kaynak transferlerinden etkin bir biçimde ve ulusal ekonomik dengeleri gözeterek yararlanmak şüphesiz büyük yararlar sağlayacaktır. Ancak Türkiye'nin gerek bu sistemden etkin bir biçimde yararlanması ve gerekse bu yolla uluslar arası finansal istikrara katkıda bulunması arzu ediliyor ve ekonomik kurallara uyum göstermesi gerekmektedir. Bu kurallarda özen olarak genel hatlarıyla; finansal serbestleşme, finansal piyasalardan devlet müdahalesinin ve mülkiyetinin azaltılması, yatırımcılar açısından risk ve haksız rekabet, enflasyon ortamını ve enflasyona ilişkin psikolojileri ortadan kaldırmak suretiyle fiyat düzeylerinde istikrarı sağlamak, reel ekonomiye geçişi hızlandırmak, döviz kuru politikasını gerçekçi bir şekilde belirlemek olarak sayılabilir (Erkan,2002).

Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyini belirleyen faktörlerden birçoğu mevcut olmakla beraber, risk derecelendirmesini olumsuz yönde etkileyen en önemli faktörlerden bir tanesi devletin sermaye piyasalarına müdahalesidir.

4.3.1. Türk Sermaye Piyasasında Devletin Rolü

Devletin finansal piyasalara müdahale etmesi finansal kurumların oluşturulması ve düzenlenmesi, dolaylı bir biçimde fon sağlayarak müdahale etmesi şekillerinde olabilmektedir (Stiglitz,1993).

Gelişmekte olan ÷lkelerin birçoğu, ekonomik büyüme programlarında finansal liberalleşmeye büyük önem vermekte ve bu amaçla da sermaye piyasalarının üzerinde durmaktadır. Ancak deneyimler her ÷lkenin bu alanda başarılı olamadığını göstermektedir (Keyder, 2000) .

Türkiye'de sermaye piyasasının konulduğu ilk günden itibaren Türk hazinesinin fon ihtiyacını temin edebilmek amacı ile menkul kıymet ihracat ettiğini

görebilmekteyiz. Fakat derecelendirme firmaları genelde devlet tahvillerini risksiz yanı o riskli kabul ettiği için değerlemeye almadığından ve geriye kalan özel kesim tahvillerin piyasada yaklaşık %15'lik bir yer tuttuğunu göz önüne aldığımızda, ülkemizde risk derecelendirme işleminin hitap ettiği menkul kıymet ürünlerinin son derece yetersiz kaldığını söylemek mümkündür.

Kamu menkul kıymetlerinde derecelendirme hizmetine ihtiyaç duyulmayacağı söylenebilir. Devletin ağırlıklı olarak yer aldığı sermaye piyasasında, rekabet imkanına sahip olamayan işletmeler, menkul kıymet ihraç etme imkanının sınırlı olmasından dolayı, yatırımcıların derecelendirmeye olan ihtiyaçları oldukça az olacaktır. Ancak unutulmaması gereken bir nokta, risk derecelendirmesi sadece ucuz maliyetle fon temini için yapılmaktadır. Bunun yanında işletmeler kendilerini piyasaya tanıtmak ve güçlü bir durumda bulunduğunu gösterebilmek amacı ile de derecelendirme işlemine başvurulabilmektedirler.

Sonuç olarak devletin piyasada ağırlıklı olarak rol üstlenmesi, derecelendirme açısından ve piyasaların gelişmesi açısından bir engel olduğu düşünülmektedir.

4.3.2. Merkez Bankası İşlemlerinin Piyasa Üzerine Etkileri

Merkez Bankaları, içinde mevduat bankaları, kalkınma ve yatırım bankaları, sosyal güvenlik kuruluşları, sigorta şirketleri, kredi kooperatifleri gibi temel işlevleri borç alma ve verme olan mali aracı kuruluşlarda bulunan mali kesim içerisinde bulunur (Keyder, 2000) .

Bu açıdan merkez bankaları para ve kredi politikalarının uygun bir biçimde yürütülmesini sağlamak için girişimlerde bulunan kuruluşlardan en önemlilerinden bir tanesidir. Risk derecelendirmesi açısından Merkez Bankalarının önemi, ülkenin para ve kredi politikalarını belirlerken işletmelerin yatırım tercihleri ve alternatif yatırım alanlar üzerinde ne gibi etkilerde bulunacağının belirlenmesinden ileri gelmektedir.

Merkez Bankasının ülkemizde yarı bağımsız yapıya sahip olması; belirlenen para ve kredi politikalarında da devletin etkisinin olmasına yol açmaktadır. Bu durumu önlemenin yolu tam özerk Merkez Bankası modeline ulaşabilmektir.

Bir işletme, yatırımı için gerekli olan fonu sermaye piyasasından menkul kıymet ihraç ederek karşılamak istediğinde, ilk olarak maliyet faktörünü inceleyecektir. Piyasadaki faiz oranlarının yüksekliği, işletmenin ihraç edeceği tahvilin de maliyetinin yüksek olmasına yol açacaktır. Bu nedenle işletme alternatif fon kaynaklarına yönelmek durumunda kalacaktır. Piyasadaki faiz oranları üzerinde Merkez Bankasının etkili olması sebebi ile, risk derecelendirmesi açısından politikalar önem kazanmaktadır.

4.4. Türkiye’de Bilgi Kaynakları ve Değerlemede Karşılaşılabilecek Sorunlar

Ülkemizde sermaye piyasalarının gelişmekte olması nedeni ile piyasada yatırımcıları bilgilendirecek kurumlar ve bilgileri yorumlayabilecek kişilerin azlığı bir sorun olarak görülmektedir. Yatırımcılar işletmeler tarafından açıklanan finansal tablo ve verilerin gerçeği ne derece yansıttığının belirlemesini gerçekleştiremeyeceğinden, piyasada yatırım danışmanlık hizmeti veren kuruluşlar ihtiyacı gün geçtikçe artmaktadır.

Derecelendirme kurumlarının, işletme ile ilgili bilgileri değerlendirirken bazı noktaları ön planda tutarak, iç ve dış bilgi kaynaklarından yararlandıkları bilinmektedir. İşletmeciden alınan bilgilerin yanında, piyasa ile ilgili bütün bilgilere sahip olma zorunlulukları Türkiye açısından sorunlara neden olmaktadır.

4.4.1. İç Bilgi Kaynaklar

Derecelendirme kurumları iç bilgi kaynakları olarak yöneticilerden ve çalışmalardan elde edilen bilgiler ile işletmelerin finansal tablo ve faaliyet raporlarından yararlanmaktadırlar.

Ülkemizde en yaygın olarak kullanılmakta olan iç bilgi kaynağı, finansal tablolar ve faaliyet raporlarıdır. Ayrıca sempozyum, konferans ve toplantılarda elde edilen bilgiler de kullanılabilir.

4.4.1.1. Yönetim ve Çalışanlardan Elde Edilen Bilgiler

İşletmenin başarısı bir bakıma yönetimin başarısı olarak değerlendirilmelidir. Yönetim, işletme dışı koşullara fazla etkide bulunmamakla birlikte, değişen koşullara işletmeyi ayak uyduran ve üretim araçlarını en etkili şekilde kullanarak başarının artmasını sağlayabilir (Gülemlı, 1991,s.14). Finansal tablolardan elde edilen sonuçları incelemek önemlidir. Fakat bu durum bize bütün hikayeyi anlatamaz. Bu finansal tabloları rakamlarla dolduran yöneticilerin iyi niyeti, doğruluğu da önemlidir. Yöneticilerin performansına göre finansal tabloların değişime uğrayabileceği göz önünde tutulmalıdır.

4.4.1.2. Finansal Tablolar ve Faaliyet Raporları

Derecelendirme kurumları ülkemizdeki finansal tabloların analizinde yine bazı sorunlarla karşılaşmaktadırlar. Bunun nedeni ise ülkemizde muhasebe sisteminde kullanılan farklı stok ve amortisman değerlendirme yöntemleri ve enflasyon finansal tablolar üzerindeki etkisidir.

Muhasebe uygulamaları, şeffaflık, kamuyu aydınlatma ve bağımsız denetim ile diğer denetimler açısından kaliteli ulusal muhasebe standartlarının önemi yadsınamaz(Yalkın,2002,s.8). Bu açıdan yola çıkarak ülkemizde muhasebe sisteminin sağlıklı çalışabilmesi için önemli çabalar gösterilmektedir.

Özellikle ülkemizin en önemli sorunlarından bir tanesi olan yüksek enflasyon, işletmeler tarafından açıklanan finansal tabloların gerçek değerleri ile gösterilmesini engellemektedir. Böyle bir durumda, derecelendirme kurumlarının analizleri de gerçeği yansıtmakta sıkıntıya düşebilecektir.

4.4.1.1.1. Enflasyonun Tablolar Üzerindeki Etkisi

İşletmelerin ekonomik ve mali yapıları ile faaliyet sonuçları hakkında gerekli olan bilgileri verebilen mali tablolardan; işletmenin karlılığına, kar dağıtım gücüne, mali yapılarına ve büyüme potansiyeline ilişkin gerekli tüm bilgiler sağlanabilmektedir (Morgül, 1993,s.28). Fakat enflasyon işletmelerin finansal yapısını ve politikalarını etkilemektedir. Etkilenme derecesi, paranın zaman

değerindeki düşme hızına, işletme aktiflerinin yapısına, mal ve hizmetlerin talep elastikiyetine, kullanılan faiz yüküne teknolojik gelişmeye ve işletmenin borçtan yararlanma derecesine bağlıdır.

Enflasyon ölçü birimi alan paranın değerini sürekli değiştirir. Ölçü birimi olan paranın değeri sürekli değişince, varlık olarak ölçülen ve mali tablolarda gösterilen değerler anlamını yitirmeye ve mali tablolar anlamsızlaşmaya başlar. Bunun sonucu olarak, mali tablolardaki rakamlar birbiri ile toplanamayan farklı tarihlerdeki satın alma gücünü ihtiva eden karmaşık bir rapor yığını haline gelirler (Yaman,s.124).

Enflasyon ayrıca, işletmelerde aktif yapının değişmesine, aşırı biçimde borçlanmaya, uygun olmayan finansal araçlar kullanmaya, likidite sıkıntısına, ağır faiz yüküne ve fon yetersizliği neden ile üretim kısıntısına yol açabilmektedir (Arthur,1995,s.9-13). Bu nedenle derecelendirme açısından, finansal tablolardaki kalemlerin enflasyondan etkilenme dereceleri belirlenmeli ve böylece her işletmenin enflasyondan etkilenme derecesinin farklılığı giderilmelidir.

İç bilgi kaynakları üzerinde düzeltmeler yapılabilmesine rağmen, yeterli olabileceği şüphelidir. Bu kaynaklar, işletmeler tarafından üretildiğinden tarafsız olması konusunda sıkıntılar içerebilmektedir.

4.4.2. Dış Bilgi Kaynakları

Amerika Birleşik Devletlerinde bulunan derecelendirme kurumlarının sermaye piyasasını analiz eden, yatırımcılara günlük, haftalık ve aylık bültenlerle bilgi sağlayan departmanları bulunmaktadır. Bu nedenle dış bilgi kaynakları olarak kendi çalışmalarından da yararlanmaktadır.

Ülkemizde dış bilgi kaynakları olarak; bağımsız denetim kuruluşları mali basın, aracı kurum yayınları, bankaların yayınları, borsa yayınları kamu kurumlarının yayınları, ticaret ve sanayi odaları yayınları ve bilgisayarla hizmet veren kuruluşların yayınları kullanılabilir. Dış bilgi kaynakları, genellikle analiz edilmekte olan endüstri veya işletmenin gelişme seyrinin değerlendirilmesinde daha etkili olmaktadır. Bu kaynaklar değerlendirilirken, iç bilgi kaynaklarından elde edilen bilgilerle karşılaştırmalar yapmak yararlı olacaktır.

Derecelendirme açısından düşünüldüğünde, endüstrinin özellikleri ve endüstrideki gelişmelerin incelenmesi dış bilgi kaynaklarından yararlanılarak gerçekleştirilmektedir.

Ülkemizde temel analiz yöntemi ile değerlendirme yapacak kuruluşların çoğalması ve bunlardan elde edilecek bilgilerin güvenilir olması sonucunda dış bilgi kaynakları hem sermaye piyasasının gelişmesine hem de derecelendirme kurumlarının işbirliğine olumlu yönde katkılar sağlayacaktır.

4.5. Türk Sermaye Piyasasında Derecelendirmenin Altyapısı ve Önemi

Sermaye piyasaların temelde güven esasına dayanan piyasalardır. Tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarına girmelerini sağlamak ve piyasaların özendirilebilmesi için önce onlara güven ve bilgi vermek gereklidir.

Sermaye piyasalarında piyasayı etkileyecek olan bilgilerin açıklanması kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde belirlenmiş olan kurallar ve esaslara göre yapılmaktadır. Halk arz edilen menkul kıymetlere ilişkin şirketlerin durumlarını ortaya bilgilerinin, doğru, zamanında, tam ve ayrıntılı olarak yayınlanması, özellikle yatırımcıların korunması açısından büyük önem taşımaktadır.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin bir aracı olan derecelendirme (roting) kurumunun varlığı da, yatırımcılara sunduğu tarafsız ve kolay yorumlanabilecek bilgilerle, sermaye piyasalarında güven unsurunun yerleşmesine önemli katkıda bulunacaktır.

Derecelendirme işlemi borsaya kote edilmiş şirketlerde ve borsa dışı büyük şirketlerde, bankalarda, sigorta şirketlerinde uygulanabileceği gibi menkul kıymet aracı kurumlarında, kamu kuruluşlarında ve menkul kıymet ihraç edecek olan kuruluşlarda kolaylıkla uygulanabilme imkanına sahiptir.

Türk sermaye piyasasının gelişmesine önemli katkılar sağlayacağını düşündüğümüz derecelendirme işlemlerinin ve Türkiye’de bağımsız bir derecelendirme firmasının kurulması gerekliliğini düşünmekteyiz. Sermaye Piyasası Kurulu yetkilerinin de bu konuda önemli çabalar yaptığını bilmekteyiz. Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 6 Mart 1997 tarih ve 22925 sayılı Resmi

Gazete’de yayınlanan tebliğ ile derecelendirme faaliyeti ve bu faaliyeti yapacak kurumların kuruluş, faaliyet ve denetlenmelerine dair düzenlenmek suretiyle yeni bir dönem başlamıştır.

Sermaye piyasasının modernize çalışmaları çerçevesinde kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde halka açık şirketlerin derecelendirilmesi uygulaması çalışmaların hızlandırılmaktadır. Sermaye piyasası kurulu yetkililerine göre uygulama ilk etapta gönüllü olacak. Böylece şirket yönetiminde sorumluluk, şeffaflık, hesap verilebilirlik, adil olma, eşit davranma gibi hususlarla şirketlerin uyum dereceleri belirlenecek. Bu şirketlerin hisselerinin ayrı bir endekste işlem görmesi de mümkün olabilecek. Yatırımcılar şirketlerin derecelendirme raflarına bakarak, hisselerini satın alabilecek (Gürek,2002).

Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda kar derecelendirme kuruluşu oluşturmak için bazı koşullar bulunmaktadır. Bunlar;

- * İç piyasaların gelişmesini teşvik etmek için hükümetin taahhütte bulunması ve derecelendirme işlemini teşvik etmesi

- * Bir ülkede tüm menkul kıymet arz edenler için tek cins muhasebe kurallarının ve belgelendirme standartlarının bulunması

- * Menkul kıymet arzında bulunanların bilgilendirilmesi

- * İstikrarlı bir siyasi yapının bulunması veya politik değişimlerden etkilenmeyen anlamlı ve bağımsız bir düzenleyici çevrenin bulunması

- * Yatırımcıların daha kolay risk alabilmeleri için faiz ve kar payı oranlarının kontrol edilebilir yasaların belirlenmesi

- * Menkul kıymet ihracının özendirilmesi ve ihraç prosedürün hızlandırılması

- *Ülke içinde faaliyette bulunacak olan derecelendirme kuruluşunun bağımsız bir yapı arz etmesi

- * İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesindeki Menkul Kıymetler Piyasasında yapılacak ikinci el menkul kıymet piyasası işlemleri özendirilmesi

* Riske göre menkul kıymet faiz oranlarının farklılaştığı bir piyasa oluşturulmasıdır.

Sonuçta piyasada derecelendirme olduğunda, yatırımcı üstlendiği risk karşılığı en uygun getiriye belirlemekte yardımcı olan rehberlik ve bilgilenme hizmetine sahip olmaktadır. Diğer taraftan menkul kıymet arzında bulunanlardan daha düşük faiz maliyetinin ve menkul kıymetlerinin daha geniş bir piyasa tarafından kabul görmesinden faydalanabilecektir.

Bir derecelendirme kuruluşunun yerleşik bulunduğu ülke, ayırım derecelendirmenin sağladığı piyasa istikrarı, kredilitesi ve düzenliliğinden de faydalanabilecektir.

4.6.KOBİLERİN HALKA AÇILMALARINDA DERECELENDİRME SÜRECİNDE YAŞAYABİLECEĞİ ZORLUKLAR VE ÖNERİLER.

KOBİ'lerin en önemli sorunu olan finansman ihtiyacını karşılamada hisse senedi ihracı ile halka açılmalarında menkul kıymetlerinin derecelendirmesi ve derecelendirmede kullanılan ölçüt ve yöntemlerinin detaylı olarak analizlerinin ardından KOBİ'lerin derecelendirme sürecine dolayısı ile sermaye piyasalarının gereklilikleri ve de Basel II Standardlarına uyum açısından karşı karşıya gelecekleri sorunları iyi analiz edip , kritik iş planları yapmaları gerekmektedir.

KOBİ'lerin söz konusu hazırlık sürecinde karşılaşılabilecekleri sorunlara aşağıda değinilmiştir.

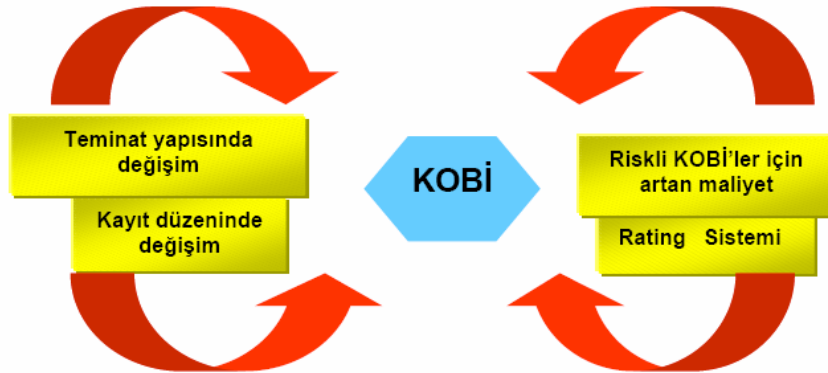
a. KOBİ'lerin Finansman Sorunları

KOBİ'ler faaliyetlerini öncelikli olarak özkaynaklarıyla finanse etmekte, yetmediği noktadan itibaren hisse senedi ihracı ve ticari bankaları kullanmaktadır. Diğer finansman araçlarını ise göreceli olarak daha az tercih etmektedirler.

KOBİ'ler işletme faaliyetleri sırasında en çok finansman sorunlarıyla karşılaşmaktadırlar. Bu finansman sorunlarının temelinde KOBİ'lerin özsermaye yapılarının zayıflığı yatmaktadır. Bağımsız derecelendirme kuruluşları ile bankalar tarafından derecelendirmeye tabi tutulacak olan KOBİ'lerin değerlendirilecek olan özelliklerinin en başında sahip olduğu işletme sermayesi gelmektedir. Güçlü sermaye yapısına sahip KOBİ'lere verilen kredilerin maliyetleri diğer KOBİ'lere verilen kredilerle karşılaştırıldığında daha düşük olacaktır. Bu yapı doğal olarak güçlü sermayeli KOBİ'lere avantaj sağlayacaktır.

Yaşanan sermaye sorunlarıyla birlikte KOBİ'lerin yöneticilerinin finansman bilgilerinin yeterli olmaması ve bu konuda yetişmiş elemanlar istihdam edilmemesi de sorunu derinleştirmektedir.

KOBİ'lerin hemen hepsinde sahip / yöneticiler teknik kökenli olduğundan, finansman ve muhasebe konusunda çok az bilgiye sahiptirler. Bu tür bilgileri, uzman kişilerden sağlama imkanları da sınırlı olmaktadır.



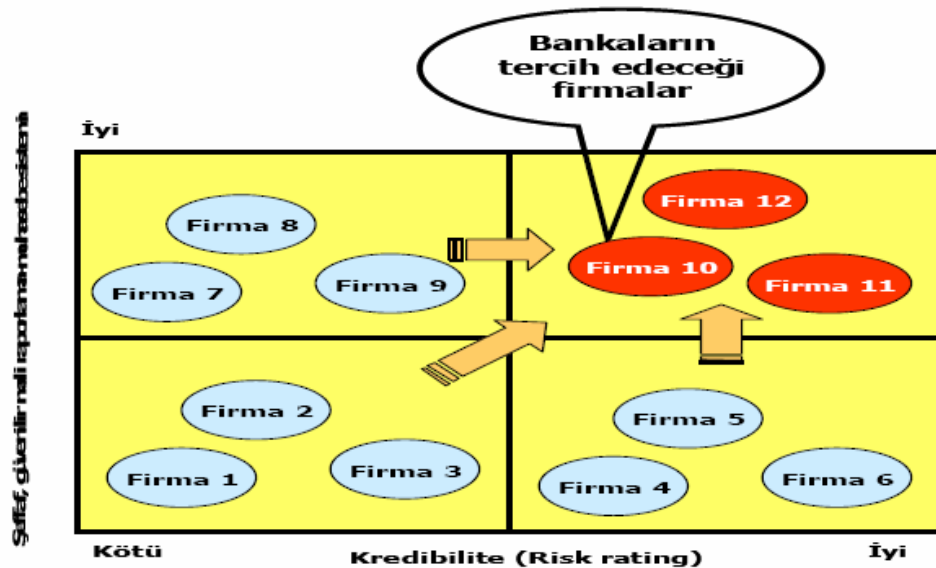
b. Şeffaflık Sorunları

Şeffaflık sermaye piyasaları ve bankalar ve KOBİ'ler arasında sağlıklı bir işbirliğinin gerçekleşmesi için ön şart olarak görülmektedir.

Şeffaflık gerek KOBİ gerekse kurumsal firmaların sağlıklı bir derecelendirme ve dolayısıyla verimli bir kredi süreci yaşayabilmesi için finansal ve niteliksel bilgilerden oluşan gerekli tüm bilgilerini bankalara ve bağımsız derecelendirme kuruluşlarına zamanında, güvenilir ve yeterli bir şekilde sunmasını öngörmektedir.

KOBİ'lerimizin zaman zaman farklı merciler için farklı mali raporlar (bilanço, gelir-gider tabloları vb) üretmeleri sözkonusudur. KOBİ bilançolarının kredilendirmeye uygun olmaması (Negatif sermaye, bilançodaki zarar), kayıt dışı işlemlerin bulunması KOBİ'lerin derecelendirme aşamasında yaşayacağı zorlukların başında gelmektedir. İyi yönetilen, iyi finanse edilmiş ve gerekli tüm bilgileri zamanında ve yeterli bir şekilde sunabilen KOBİ'ler potansiyel olarak en iyi dereceyi almak suretiyle en iyi şartlarda kredilendirilme imkanına sahip olacaklardır.

KOBİ'ler şeffaflığı artırmak için daha fazla finansal bilgi ile daha kapsamlı niteliksel bilgilerini derecelendirme kurumlarına ve bankalara sunabilmelidirler.



Finansal bilgilerin yanısıra niteliksel bilgi ve faktörler de derecelendirme sürecinde dikkate alınmaktadır. Daha iyi bir derecelendirme notu alabilmek için KOBİ'lerin dikkat etmesi gereken bazı temel faaliyet ve özelliklere aşağıda yer verilmiştir:

- *Yönetim, yönetim yapısı ve personel*
- *Amaçlar ve ürün / hizmet gelişimi*
- *Muhasebe, kontrol ve risk yönetimi*
- *Finansal yönetim*
- *İç süreçler, ürün / hizmet ve teknoloji*
- *Satış ve pazarlama faaliyetleri, pazar konumu, rekabet*
- *Müşteriler ve tedarikçiler*
- *Güvenilirlik ve açık iletişim.*

Tüm bu bilgiler ışığında KOBİ'lerin şeffaf bir yapıya ulaşması sürecinde finans, zaman ve moralite ihtiyaçları bulunmaktadır.

Türkiye ekonomisinde önemli yer tutan KOBİ'ler Avrupa Topluluğu'na giriş ve halka açılma sürecinde , uluslararası rekabete hazır olmak zorundadırlar. Küçüklüklerinin kendilerine sağladığı esneklik ve uyum kabiliyetini en iyi şekilde değerlendirerek rekabet avantajı sağlayabilen işletmeler varlıklarını geliştirerek sürdürebilecektir. Bunu sağlayamayan işletmeler ise gittikçe büyüyen sorunlarla başetmek zorunda kalacaklardır.

Halka açılma isteyen firmalar derecelendirme talep ettiklerinde derecelendirme kurumları şirketlerin finansal performansı kadar yönetim performansı ile da ilgileneceklerdir. Bağımsız derecelendirme kuruluşları ve bankalardan finansal performansları ve yönetim performansları yüksek olan KOBİ'ler daha iyi derecelendirme notları alarak daha düşük maliyetli kredi imkanına sahip olacaklardır. Böylece bankalar iyi yönetim uygulamalarına ve finansal performansa sahip KOBİ'lere daha avantajlı kredi ve finansman olanakları sunacaklardır.

Kurumsal yönetim kalitesi yükseldikçe, finansman imkanı ve likidite artmakta ve sermaye maliyeti düşmektedir. İyi yönetilen şirketler krizlerde sermaye piyasasından dışlanmayacak, krizleri daha kolay atlatabilecektir.

Söz konusu kurumsal yönetişimin temel kuralları arasında yer alan kavramlar KOBİ'lerin Basel II çerçevesinde öngörülen gelişimi ile paralellik arz etmektedir. Bu kavramlar:

- Eşitlik: Tüm faaliyetlerde pay ve menfaat sahiplerine eşit davranılması.
- Şeffaflık: Ticari sır dışında şirket ile ilgili finansal ve niteliksel bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz ve tutarlı şekilde ilgili mercilere ve kamuoyuna duyurulması.
- Hesap verebilirlik: Yönetimlerin pay sahiplerine/hissedarlara hesap verme zorunluluğu.
- Sorumluluk: Şirket yönetiminin tüm faaliyetinin mevzuata, ana sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğu ve bunun denetlenmesidir.

5. BÖLÜM

DERECELENDİRME ÜZERİNDE BİR DENEME

Çalışmamızın bu bölümünde uluslararası derecelendirme kurumlarının derecelendirmede kullandıkları ölçüt ve yöntemlere uygun olarak KOBİ'lere yönelik pratik bir derecelendirme modeli geliştirilmiştir. Geliştirilen model X sektöründe faaliyet gösteren A şirketi ve B şirketinde uygulanarak derecelendirme notuna ulaşılmıştır. Rekabeti engellemek amacıyla incelenen sektörün ve şirketlerin ismi verilmemektedir. Geliştirilen modelin örnek bir uygulaması gösterilmektedir.

5.1. Derecelendirme İçin Geliştirilen Model Önerisi

Derecelendirme işlemi doğası gereği hayli takdire bağlı bir nitelik arz etmektedir. Yöntemler farklı olabilmekle birlikte derecelendirme şirketlerinin inceleme ve analizlerinin ağırlık noktasını oluşturan kriterler vasıtasıyla pratik bir derecelendirme modeli geliştirilmiştir.

Derecelendirme modelinde derecelendirme şirketlerinin yöntemlerine ek olarak KOBİ'lere yönelik olarak küçük işletmelerde firma ve ortaklarının mal varlıklarının finansal güç olarak değerlendirilmesi ile aile gelirlerinin ölçümü ve finansal göstergelere dahil edilmesi daha anlamlı sonuçlar verecektir.

Geliştirilen modelde ele alınan derecelendirme kriterleri sektör analizi ve mali analiz bölümlerinden oluşturulmuştur.

Tablo10- Derecelendirme Kriterleri

<u>Sektör Analizi</u>	<u>Mali Analiz</u>
Firmanın Endüstriyel Riski	Firmanın Muhasebe Sistemi
Firmanın Piyasa Durumu	Firmanın Kanlılık Açısından Güvenirliği
Firma Faaliyetlerinin Etkinliği	Firmanın Sermaye ve Varlık Yapısı
Yönetiminin Değerlendirilmesi	Firmanın Nakit Akımlarının Yeterliliği
	Firmanın Finansal Esnekliği

Pratik derecelendirme modeli üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde sektör analizi değerlendirme faktörleri belirlenerek 20 kriterden oluşan bir değerlendirme tablosu oluşturulmuştur.

Şirketlerin her bir kritere göre konumları üstünlük sırasına göre beşten bire puanlarla ifade edilmekte ve bu puanların kriter ağırlığıyla çarpımı her bir kritere göre firmanın elde ettiği notu vermektedir. Toplam 20 kriterden elde edilen notların toplanması ile şirketin Sektör Analiz Notu'na ulaşılmaktadır. Bunu formüle edersek:

$$\text{Kriter Notu} = \text{Kriter Puanı} \times \text{Kriter Ağırlığı}$$

$$20$$

$$\text{Sektör Analiz Notu} = \sum (\text{kriter notu})$$

$$i = 1$$

Kriter ağırlıklarının toplamı 100 ve kriter puanlarının en büyüğü beş, en küçüğü de bir olduğundan şirketlerin Sektör Analiz Notları 500 ile 100 arası değerler almaktadır.

İkinci bölümde ise belirlenen 10 kriterden oluşan bir değerlendirme tablosu oluşturulmuştur. Birinci bölümde uygulanan yöntem aynı şekilde uygulanarak Mali Analiz Notu belirlenmektedir.

Son bölümde ise Mali Analiz Notu'nun % 60'ı ve Sektör Analiz Notu'nun % 40'ı alınarak nihai risk derecesi notuna ulaşılmaktadır. Sektör ve mali analiz değerlendirme ile nihai risk derece tablosu aşağıdaki gibidir.

Tablo11- Sektör Analizi Değerlendirme Tablosu

	Kriter	Ağırlık	5	4	3	2	1	Not
1	Şirket Yaşı	2						
2	Sermaye Yapısı (Halka Açıklık)	10						
3	Mali Destek	5						
4	Bankalarla İlişkiler/ Kredi Temin İmkanları	5						
5	Hukuki Sorunlar	2						
6	Personel Yapısı	2						
7	Yöneticilerin Tecrübesi	5						
8	Yönetimin Kalitesi	5						
9	Sektörün Genel Durumu	10						
10	Sektörün Beklenen Gelişimi	10						
11	Şirketin Piyasadaki Durumu	10						
12	Talep Durumu	5						
13	Satış Gücü/Pazarlama Politikaları	4						
14	Firmanın Faaliyet Etkinliği	4						
15	Fiyatlama Serbestisi	3						
16	İthalata Bağımlılık/İhracat Potansiyeli	4						
17	Marka ve imaj	2						
18	Kalite Sistemi	2						
19	Üretim Teknolojisi	4						
20	İştirakler	5						
	Toplam	100						

Tablo12- Mali Analiz Değerlendirme Tablosu

	Kriter	Ağırlık	5	4	3	2	1	Not
1	Likidite Rasyosu	5						
2	Cari Rasyo	5						
3	Toplam Borçluluk Oranı	5						
4	Kısa Vadeli Borçluluk Oranı	5						
5	Alacak Tahsil Süresi	5						
6	Ticari Borç Ödeme Süresi	5						
7	Brüt Satış Karlılığı	5						
8	Faaliyet Karlılığı	5						
9	Net Kar Marjı	5						
10	Ortakların mali gücü	5						

Tablo13- Nihai Risk Derece Tablosu

Genel		Sektör Analizi		Mali Analiz		Firma Riski	
Derece	Not	Not	Derece	Not	Derece	Not	Derece
AAA	450-500						
AA	410-449						
A	375-409						
BBB	335-374						
BB	300-334						
B	260-299						
CCC	220-259						
CC	180-219						
C	150-179						
D	100-149						

5.2. Pratik Derecelendirme Modelinin Uygulanması

5.2.1 Sektör analizi

Şirketler ekonomik durumun yanı sıra sektörel gelişmelerden de yakından etkilenirler. Bazı sektörler GSMH ile aynı hızda, bazıları daha hızlı, bazıları ise daha yavaş büyüme gösterirler. Bir ortaklığın büyümesi genellikle faaliyet gösterdiği sektörün büyümesi ile paralel bir durum arz eder.

Bilgisayar ve elektronik sektörleri konjonktürel dalgalanmalardan bağımsız olarak sürekli gelişme gösteren, büyüyen sektörlerdir. Gıda, ilaç gibi sektörler ise ekonomik dalgalanmalardan en az etkilenen sektörlerdir. Bunun dışında kalan çoğu sektör kendi iç dinamikleriyle, ekonomik dalgalanmalara göre hareket etmektedirler. Bu tür bir analiz aslında temelde ekonomik analizde kendini gösterir. Ekonomik analizde anlatılan göstergeler ne kadar makro göstergeler olsalar da temelde mikro ekonomik yaklaşımlar bu tür sektörel analizlerde makro büyüklükler ile beraber değerlendirilmelidir. Örneğin ilaç ve gıda sektörünün davranışını talep yapısı olarak ele alabiliriz. Bu tür mallara olan talep esnekliği 1 den düşük olduğu için ekonomik durgunlukta da yeterli talebi elde edebilir. Ancak bu tür bir düşünce biçiminin yerine şirketin kendisinin de işin içine alarak değerlendirmek daha uygun sonuçlar verebilir.

Her sektörün ürüne bağlı olarak bir hayat seyri vardır. Bunlar kuruluş büyüme ve olgunluk devreleri olarak sıralanabilir. Kuruluş aşamasında, karşılaşılan talep eksikliği bu aşamada bulunan şirketlerin ortakları için bir risk ortaya koyar. Çünkü belirsizliklerin fazla oluşu tahmini güçleştirmektedir. Ancak buna bağlı olarak bu tip yatırımların getirisi de fazla olacaktır.

Büyüme ve gelişme aşamasında, mali yapıları, yönetimleri ve pazarlama organizasyonu daha güçlü olan şirketlerin piyasaya hakimiyeti artmakta ve talep fazlalılığına bağlı olarak karlarını artırabilmektedirler. Bu yüzden bu aşamadaki firmaların riski nispeten düşük ve getirisi daha fazladır. Ancak rekabet olanaklarının geniş olduğu bir piyasada sadece geçmiş verilere bakılarak alınan kararlar yatırımcıya büyük kayıplar yaşatabilir. (Memişoğlu, 1997, ss.27-29) Olgunluk ve doyum aşamasına gelen sektördeki şirketlerin satışları yavaş yavaş azalır. Bu tür şirketlerin yeni yatırımlara yönelmesine neden olan bu durum o şirketlerin hisse senetlerine sahip olan yatırımcı için yeni yatırımlar için bir rüçhan hakkından yararlanma biçiminde yeni fırsatlar doğurabilir. Yatırımcı bu tür bir durumda söz konusu firma için aşağıdaki ölçütlere göre karar vermelidir.

- Geçmiş dönemlerdeki satış hasılatları ve karlardaki büyüme
- Sektörün gelecek dönemlerdeki arz ve talep durumu

- Mamullerin özelliği ve teknolojik gelişme
- Talep esnekliği
- Rekabet koşulları
- İşgücü durumu
- Devlet müdahalesi
- Sosyal yaşamdaki gelişmelere
- Sektördeki şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatları

Moralite ve yönetim yapısı analizi, ticari faaliyet analizi, rekabet gücü analizi, yatırım analizi, firmanın bankalarla ve diğerk finans kurumları ile ilişkileri analizi, şirket politikaları ve sektörün genel durumu, gelişim düzeyi gibi konular sektör analizini oluşturan temel başlıklardır.

Firmanın bağılı bulunduğu sektördeki olumlu gelişmeler firmaya olumlu yansıyacak ve puanının artmasına neden olabilecektir. Ürüne olan talebin artması, mevzuatta sektörle ilgili yapılan değişiklik, sektörü etkileyen teknolojik gelişmeler firma puanının artmasını sağlayabilecektir. Tabii ki bu gelişmeleri firma yönetiminin firma faaliyetlerine yansıtması gerekmektedir. Tersine sektörde yaşanan problemler firmayı doğrudan etkilemektedir ve derecelendirme notuna olumsuz etki yapmaktadır. Bazı sektörlerde yaşanan krizlerin şirketleri özellikle KOBİ'leri doğrudan etkilediği , KOBİ'leri iflasın eşiğine kadar getirdiği ülkemizin belirli dönemlerde yaşamış olduğu bir gerçektir.

Ekonomik konjonktürdeki olumlu gelişmeler firmanın faaliyetlerine olumlu yansıyacak bu da firma puanının artmasını sağlayacaktır. Örneğın, 2002 yılı ekonomik olarak 2001 yılına göre faizlerin düştüğü ve ekonomik istikrarın sağlandığı bir yıl olarak tanımlanabilir. Bu gelişmelere paralel, piyasadaki talebin canlanması sayesinde firmaların faaliyetleri ve puanları artış gösterecektir.

Ekonomi ve sektördeki gelişmeler ne kadar olumlu olursa olsun, firmanın bu gelişmelerden olumlu yönde etkilenebilmesi için profesyonel yönetiminin olması gerekmektedir. Aksi takdirde, olumlu dış faktörlerden faydalanmakta gecikecek ve rekabet gücünü diğer firmalara kaptıracaktır. Firmanın doğru pazarlama stratejileri, finansal yönetimi, yatırım kararları insan kaynakları yönetimi ancak işi bilen tecrübeli profesyonel yönetim sayesinde gerçekleştirilebilecektir.

Sektör analizinde ele alınan kriterler değerlendirilirken, sektördeki ortalamalar da dikkate alınmalıdır. Sektördeki diğer firmaların pozisyonlarına da bakılarak bir ölçüde firmanın sektördeki konumu tespit edilip, firma faaliyetlerinin ve stratejilerinin uygunluğu ve etkinliği belirlenmeye çalışılmaktadır.

Örnek bir uygulama olarak A firmasının ve B firmasının ait sektör sektör analizleri aşağıdaki gibi değerlendirildiğinde A firmasının sektör analiz notu 313 ve B firmasının sektör analiz notu 357 olarak hesaplanmaktadır.

A firması Sektör Analizi Değerlendirme Tablosu

	Kriter	Ağırlık	5	4	3	2	1	Not
1	Şirket Yaşı	2		1				8
2	Sermaye Yapısı (Halka Açıklık)	10			1			30
3	Mali Destek	5		1				20
4	Bankalarla İlişkiler/ Kredi Temin İmkanları	5		1				20
5	Hukuki Sorunlar	2			1			6
6	Personel Yapısı	2			1			6
7	Yöneticilerin Tecrübesi	5			1			15
8	Yönetimin Kalitesi	5			1			15
9	Sektörün Genel Durumu	10		1				30
10	Sektörün Beklenen Gelişimi	10			1			40
11	Şirketin Piyasadaki Durumu	10			1			30
12	Talep Durumu	5			1			15
13	Satış Gücü/Pazarlama Politikaları	4			1			12
14	Firmanın Faaliyet Etkinliği	4				1		8
15	Fiyatlama Serbestisi	3				1		6
16	İthalata Bağımlılık/İhracat Potansiyeli	4			1			12
17	Marka ve imaj	2			1			2
18	Kalite Sistemi	2			1			6
19	Üretim Teknolojisi	4			1			12
20	İştirakler	5		1				20
	Toplam	100						313

B firması Sektör Analizi Değerlendirme Tablosu

	Kriter	Ağırlık	5	4	3	2	1	Not
1	Şirket Yaşı	2		1				8
2	Sermaye Yapısı (Halka Açıklık)	10		1				40
3	Mali Destek	5		1				20
4	Bankalarla İlişkiler/ Kredi Temin İmkanları	5		1				20
5	Hukuki Sorunlar	2			1			6
6	Personel Yapısı	2			1			6
7	Yöneticilerin Tecrübesi	5		1				20
8	Yönetimin Kalitesi	5		1				20
9	Sektörün Genel Durumu	10		1				30
10	Sektörün Beklenen Gelişimi	10			1			40
11	Şirketin Piyasadaki Durumu	10		1				40
12	Talep Durumu	5			1			15
13	Satış Gücü/Pazarlama Politikaları	4			1			12
14	Firmanın Faaliyet Etkinliği	4			1			12
15	Fiyatlama Serbestisi	3				1		6
16	İthalata Bağımlılık/İhracat Potansiyeli	4			1			12
17	Marka ve imaj	2		1				8
18	Kalite Sistemi	2			1			6
19	Üretim Teknolojisi	4		1				16
20	İştirakler	5		1				20
	Toplam	100						357

5.2.2 Mali analiz

Çalışmamızda firmanın mali analizi finansal oranların analizi ile gerçekleştirilmektedir.

Oran analizi yönteminde, hesap veya hesap grupları arasında, matematiksel ilişkiler kurularak, işletmenin ekonomik ve mali yapısı ile karlılık ve faaliyetleri hakkında bir sonuca ulaşılmaya çalışılır. Finansal analizde amaç, mali tablolarda yer alan rakamlardan çok çeşitli kalemler arasındaki ilişkilerin incelenmesi, firmanın likidite durumunu, mali gücünü, karlılığını ve faaliyetlerdeki performansını daha iyi ortaya koyabilmektir. Oran analizinde, finansal oranların hesaplanması tek başına bir amaç değildir. Önemli olan bir mali araç niteliğinde olan oranların, işletmenin amaçları ile bütünleştirilerek değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır. Oran analizinden beklenen yararın sağlanması, ancak hesaplanan oranların iyi yorumlanması ve nedenlerinin araştırılması ile olanaklıdır.

Oranların yorumlanmasında bazı referanslardan yararlanılması zorunludur. Bu referanslar, işletmenin geçmiş dönemlerindeki oranlar olabileceği gibi, firmanın faaliyet gösterdiği sektör için geliştirilen oranlar da olabilmektedir.

Finansal analizde kullanılan oranları, dört ana grupta incelemek mümkündür (Akdoğan, Tenker, 1997):

1. Likidite oranları, firmanın kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ölçmek, işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını saptayabilmek için kullanılır.
2. Mali yapı oranları, firmanın varlıklarının ölçülü ve sağlıklı bir şekilde finanse edildiğini analiz etmeye yarayan oranları içerir.
3. Faaliyet Oranları, firmanın faaliyetlerinden kaynaklanan finansal riskleri ve firmanın faaliyetleri sonucundaki performansını analiz etmek amacıyla kullanılan oranlardır.

4. Karlılık Oranları, işletmelerin gerek bir bütün olarak tüm faaliyetlerinde karlı çalışıp çalışmadığının belirlenmesinde, gerekse her bir temel faaliyetinin verimliliğinin ölçülüp değerlendirilmesinde bu oranlardan yararlanılır.

Tablo 14’de likidite, mali yapı, faaliyet ve karlılık oranları ve açıklamaları yer almaktadır.

Tablo 14: Likidite, Mali Yapı, Faaliyet ve Karlılık Oranları

KRİTERLER		FİNANSAL ORANLAR	
Likidite Oranları		Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar
		Likidite Oranı	Likit Değerler / Kısa Vadeli Borçlar
		Toplam Borçluluk Oranı	Toplam Borçlar/Toplam Aktifler
Mali Yapı Oranları		Kısa Vadeli Borçluluk Oranı	Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Aktifler
		Kısa Vadeli Banka Borçluluk Oranı	Kısa Vadeli Banka Kredileri/Toplam Aktifler
		Alacak Tahsil Süresi	360 * Ortalama Ticari Alacaklar / Net Satışlar
Faaliyet Oranları		Ticari Borç Ödeme Süresi	360 * Ortalama Ticari Borçlar / Satılan Malın Maliyeti
		Brüt Satış Karlılığı	Brüt Satış Karı / Net Satışlar
		Faaliyet Karlılığı	Faaliyet Karı / Net Satışlar
Karlılık Oranları		Net Kar Marjı	Net Kar / Net Satışlar

Oranlar Yolu İle Analizde Dikkat Edilmesi Gereken Noktalar

- Oranlar değerdendirilirken, mevsimlik ve konjonktür hareketlerin etkileri dikkate alınmalıdır.
- Oranlar değerdendirilirken, çeşitli kaynaklardan sağlanan ek bilgiler - ekonomik hayattaki gelişmeler, firma yöneticilerinin davranış ve politikalarındaki değişiklikler, firma faaliyetini etkileyen yasalardaki yeni düzenlemeler - dikkate alınmalıdır.
- Oranlar yorumlanırken fiyat düzeyindeki değişiklikler dikkate alınmalıdır.
- Muhasebe verilerinin sağlıklı olup olmasının oranları etkilediği unutulmamalıdır.
- Tek bir oranın firmanın mali durumunu ve/veya başarısını değerdendirmede yetersiz kalacağı göz önünde tutulmalıdır.
- İncelenen firmanın oranları değerdendirilirken, aynı sektördeki firmaların oranlarından da yararlanılmalı ve sektördeki genel eğilimler dikkate alınmalıdır.
- Oranlarla ilgili olarak, firmalar arasında karşılaştırmalar yapılırken firmaların muhasebe uygulamalarının, izledikleri politikaların birbirinden farklı olabileceği unutulmamalıdır.

Hesaplanan oranlar firmanın geçmiş hesap dönemlerindeki performansını ortaya koyarlar, fakat gelişmelerin nedenlerini açıklamazlar.

Örnek bir uygulama olarak A firmasının ve B firmasının ait sektör sektör analizleri aşağıdaki gibi değerdendirildiğinde A firmasının mali analiz notu 260 ve B firmasının mali analiz notu ise 300 olarak hesaplanmıştır.

B firması Mali Analiz Değerlendirme Tablosu

	Kriter	Ağırlık	5	4	3	2	1	Not
1	Likidite Rasyosu	10			1			30
2	Cari Rasyo	10			1			30
3	Toplam Borçluluk Oranı	10				1		20
4	Kısa Vadeli Borçluluk Oranı	10				1		20
5	Alacak Tahsil Süresi	10				1		20
6	Ticari Borç Ödeme Süresi	10			1			30
7	Brüt Satış Karlılığı	10			1			30
8	Faaliyet Karlılığı	10		1				40
9	Net Kar Marjı	10		1				40
10	Ortakların mali gücü	10		1				40
	TOPLAM							250

Sektör analizinden ve mali analizden elde edilen sonuçlar mali analiz notunun % 60 ve sektör analiz notunun % 40'ı alınarak aşağıda görüleceği üzere nihai risk derece tablosuna aktarıldıktan sonra firmanın derecelendirme notuna ulaşılmaktadır. Bu sonuçlara göre A firmasının nihai risk derecesi B olarak ve B firmasının nihai risk derecesi ise BB olarak hesaplanmıştır.

A Firması Nihai Risk Derece Tablosu

Genel		Sektör Analizi		Mali Analiz		Firma Riski	
Derece	Not	Not	Derece	Not	Derece	Not	Derece
AAA	450-500						
AA	410-449						
A	375-409						
BBB	335-374						
BB	300-334	313	BB				
B	260-299			260	B	281,2	B
CCC	220-259						
CC	180-219						
C	150-179						
D	100-149						

B Firması Nihai Risk Derece Tablosu

Genel		Sektör Analizi		Mali Analiz		Firma Riski	
Derece	Not	Not	Derece	Not	Derece	Not	Derece
AAA	450-500						
AA	410-449						
A	375-409						
BBB	335-374	357	BBB				
BB	300-334			300	BB	322,8	BB
B	260-299						
CCC	220-259						
CC	180-219						
C	150-179						
D	100-149						

Önerilen model, Türkiye koşullarını içermekle beraber, uluslararası uygulaması olabilecek bir model olarak da nitelendirilebilir. Modelde kullanılan değerlendirme kriterleri (büyüme, likidite, borçluluk, faaliyet döngüsü ve karlılık) ve bu kriterlerde kullanılan oranlar uluslararası olarak nitelendirilebilir. Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının formatları da bunu göstermektedir. Fakat modelde kullanılan kriterlerin ve oranların ağırlıkları Türkiye koşullarına göre belirlenmiştir.

Gerek finansal oranların gerekse sektörel rasyoların ve verilerin değerlendirilmesinde analistin yorumu da Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının

sistemlerinde olduğu gibi derecelendirme notuna önemli ölçüde etki edebilecek bir modeldir.

Modelin bir diğeri önemli özelliği ise sektör analizinde ve mali analizde kullanılan kriterlerin net olarak ifade edilmesidir. Model uluslar arası derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme esnasında değeriendirmede ön plana aldıkları kriterleri kolayca anlaşılabilir bir şekilde ortaya koymasındır.

SONUÇ

Son yıllarda global pazarların büyümesi, belirsizliğin artması ve rekabetin üst seviyelere çıkması ile birlikte, sermaye piyasalarına ve sermaye piyasası araçlarına verilen önem değer kazanmaktadır. Bu değer artışına paralel olarak her türlü bilgi gereksinimine ihtiyaç duyulmaktadır. Derecelendirmede yatırımcılara, yatırım kararlarını almalarında menkul kıymetleri risk derecesini belirleyerek, sınıflandırdığından dolayı , anlamlı bilgiler ve ipuçları vermektedir.

Derecelendirme ise en basit olarak bir menkul kıymetin veya varlığın performansı hakkındaki görüşler olarak tanımlanabilir. Yani ihraç edilen menkul kıymetin anapara ve faiz ödemelerini zamanında yapılıp, yapılamayacağının ölçüsüdür. Derecelendirme yatırımcılara ‘AAA, D’ gibi kolay anlaşılır semboller aracılığıyla bir nevi danışmanlık hizmeti sunar. Fakat şu husus unutulmamalıdır ki; menkul kıymeti satın alma, elde tutma veya elden çıkarma gibi kararlar vermez. Bu yüzden derecelendirmeyi yatırım kararının alınmasında göz önünde tutulan etmenlerden önemli bilgiler veren bir tanesi olarak düşünmek daha doğru sonuçlar doğuracaktır. Herkesin risk alabilme derecesi değişiklik gösterebilecektir. Nedense ülkemizde riski yüksek menkul kıymetlere fazla yatırım yapılmaz. Oysaki yüksek risk yüksek getiri demektir.

Özellikle, uluslararası sermaye piyasalarından fon talep eden işletmeler ve ülkeler için aldıkları kredi derecelendirme notu, krediye kolay ulaşım veya hiç alamama gibi sonuçlar vermekte olduğu için derecelendirmeye büyük önem vermelidirler. Türkiye gibi gelişmekte olan ve sürekli uluslar arası piyasalardan fon talebinde bulunan bir ülke için derecelendirme gereksinimi üst seviyededir ve her yıl derecelendirme hizmeti alabilmek için yüksek miktarlarda ödeme yapmak durumunda kalmaktadır. Derecelendirme kurumlarının ülkemize ve firmalarımıza verdiği notlar, piyasamıza çok çabuk etki etmekte ve kolaylıkla fon girişi veya çıkışı

ile sonuçlanabilmektedir. Bu durum ülkemizde bir derecelendirme kurumunun kurulması gerekliliğinin ve dışa olan bağımlılığımızın bir göstergesidir.

Dünyada birçok derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen Standard and Poor's ve Moody's Investor Inc. en çok bilinen derecelendirme firmalarıdır ve bu firmalarının derecelendirme sürecinde kullandıkları bilgiler ülke riski, endüstri riski ve firma riski konularından oluşmaktadır. Derecelendirme firmalarının bu analizleri yaparken kullandıkları malzeme yine firmalar tarafından kendilerine sunulan finansal tablo, veriler ve piyasadan elde edilen bilgiler olduğu için derecelendirme kurumları denetleme işlevi yapmazlar.

Çalışmamızın sonucunda çıkartılan sonuçlardan bir diğeri ise derecelendirme kurumlarının derecelendirme sürecinde kullandıkları ölçüt ve yöntemlerin Türkiye'de uygulanabilmesinin ve derecelendirme firmalarının rasyonel ve sağlıklı bir biçimde faaliyet gösterebilmeleri için gerekli koşulların ülkemizde var olmadığıdır.

Bu durumun başlıca sebeplerinden bir tanesi yüksek enflasyonun finansal tablolara ve verilere olan olumsuz etkisidir. Ayrıca ülkemizde bilgi kaynaklarına ulaşma konusunda sıkıntılar ve bilgi kaynaklarının eksikliği sorunu görülmektedir. Bunların yanında çeşitli amortisman politikalarının uygulanması gibi muhasebe eksiklikleri bulunmaktadır. Bir diğer ciddi problem ise devletin sermaye piyasalarına olan etkisidir.

KOBİ'lerin Halka açılmalarında derecelendirme işleminin sağlıklı bir şekilde gerçekleştirilebilmesi ve sermaye piyasalarına uyum açısından için bazı önlemler almaları gerekmektedir.

KOBİ'lerin yapması gerekenler;

- Firmaların esas faaliyet konularında çalışması,
- Kayıt dışı ekonominin kayıt içine alınması,
- Faaliyetlerinden doğan risklerini kompanse (hedge) edecek finansal enstrümanların kullanılması,
- KOBİ'lerin Basel II'nin öngördüğü teminat yapısına uyum sağlaması:Firmaların düşük maliyetli kredi kullanmalarına imkan sağlayacaktır.
- KOBİ'lerin sermayelerini güçlendirmeleri: Bağımsız derecelendirme kuruluşlarından ve bankalardan alacakları derecelendirme notlarını yükselterek düşük maliyetli kredi olanakları sağlayacaktır.
- Uluslararası kabul görmüş standartlarda, güvenilir mali tabloların üretilmesi,
- Raporlama, veri tabanı konularında yeni teknolojik yatırımların tamamlanması,
- Kurumsal yönetim kültürünün en üst yöneticiden tüm çalışanlara kadar yerleştirilmesi,
- Risk yönetimi konusunda uzmanlaşmayı sağlamak üzere nitelikli insan kaynağına yatırım yapılması,
- Karar almada her türlü riskin dikkate alınmasını sağlayan bir sistemin kurulması: Basel II ile öngörülen değişimlerin KOBİ'lere olan etkilerinin bilinmesi, KOBİ'lerin geleceğe dönük alacakları karar ve uygulamaların daha sağlıklı sonuçlar vermesini sağlayacaktır.

Aslında Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyini belirleyen faktörlerin birçoğu mevcuttur. Sermaye piyasamız dinamik bir yapı arz etmektedir. Ülkemizde henüz var olmayan bir derecelendirme kurumunun oluşturulması , bu gelişmenin önündeki engellerden bir tanesini de ortadan kaldırmak anlamına gelecektir. Türkiye'de kredi derecelendirme kurumlarının bulunmaması özel sektör menkul kıymet ihraçlarında maliyeti artırıcı ve kredibilitiyi etkileyen bir unsur olmaktadır.Derecelendirme sermaye piyasalarının en önemli özelliklerinden bir tanesi olan kamuyu aydınlatma ilkesinin başlıca araçlarından biri olmuştur ve aynı

zamanda finans piyasalarda da güven unsurunun yerleşmesinde kurumsal bir nitelik kazanmıştır.

Müteşebbüs gücün heyecanlı olduğu, çevremizde yeni yapılanmakta olan ve ülkemizde her türlü üretime ihtiyaç duyan bir coğrafyanın hemen yanı başımızda göz önünde tutularak, iç talep yapısındaki doymamışlık da ilave edildiğinde karamsarlık gerekecek bir durum gözükmemektedir. Tüm bu fırsatların istikrarlı bir siyasi yapı ile değerlendirilebilmesi Türkiye'nin önünü açacaktır.

Derecelendirme işlemi doğası gereği hayli takdire bağlı bir nitelik arz etmektedir. Yöntemler değişiklik göstermekle beraber derecelendirme firmalarının kullandıkları ana kriterler ile pratik bir derecelendirme modeline ulaşılmıştır. Oluşturulan modelin en belirgin özelliği yatırımcılar tarafından kolayca anlaşılabilir ve kullanılabilir olmasıdır.

Yapılan derecelendirme denemesinde sektöre ait bilgilere rahat ulaşma imkanı yakalanmış fakat derecelendirmesi yapılan firmalara ait bilgilere ulaşma zorluğu çekilmiştir. Yapılan bu derecelendirme sonucunda ülkemizde bilgi kaynaklarına ulaşma imkanının zorluğu doğrulanmıştır.

Sonuç olarak, bazı sorunlar ve eksikliklerimizde olsa da sermaye piyasamızın gelişebilmesi için mutlaka bir derecelendirme kurumunun oluşturulması gerekmektedir. Kurulacak olan bu derecelendirme kuruluşunun sağlıklı ve rasyonel bir şekilde faaliyet gösterebilmesi için kesinlikle bağımsız olmalıdır. Derecelendirme işleminin yatırımcılara, menkul kıymet arzında bulunan firmalara, sermaye piyasamıza ve ekonomimize olan faydalarından yararlanabilmek için istikrarlı bir siyasi yapı ile gerekli düzenlemeleri gerçekleştirilmek zorundadır.

KAYNAKÇA

Akbulut, Esin. Nisan 2000 Kobilerin Sermaye Piyasasına Katılımı, İMKB Sermaye ve Panel Serisi – 4, İstanbul,

Akdoğan, N., ve Tenker, N., 1997. Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul.

Arthur Y.Keown, David F.Scoot, John O. Martin, Ywillam Petty, 1985. Basic Financial Management

Arthur and Anderson Co., A Business Approach to an Inflationry Economy 1995, s. 9-13.

Babuşçu, Şenol, Ekim 1997. “Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması”, SPK Yayınları

Bulu, Melih, “Borç Krizi”, Para Finans Ansiklopedisi, Cilt I, 1996, s. 291 – 293

Carvanunis,Chris, Thelds, Debt Problem Trends in Country Risk Anaysis and Resheduling

Chase, Aquailuno, Jacobs, Operations,1999. Management for Compeletive Advantage , International Edition, s.6

Copeland, Tom, Kaler, Tim and Nurrin, Julid Valvation: Measuring and Monying The Vare of Companing, Me Kinsey Company Inc New York, 1994, s.139

Çayırılı, Yurdaer, 1991. Bankacılıkta Ülke Riskinin Belirlenme Yöntemleri, T.C. Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Bankalar Yemenli Murakıplar Kurul Raporu, , s.3

David J.Rachman, Michael R.Mescon, Courtlan L.Bovee' and John V.Thill, , 1996. "Business Today", 8 th Edition Mc Grow Hill, Inc, , s. 98-99

Demirçelik Adalet "Derecelendirme (Rating)", SPK Araştırma Raporu, Ankara 1984

Duff & Phelps Rating Hand Book Chicago, 1995, s. 10-13

Erkurmay M.Aslı, Ekim 2000. KOBİ'lerin Sermaye Piyasa Olanaklarından Faydalandırılması, SPK Yeterlik Etüdü,Ankara

Ernest Walker,William H.Baughn, "Planning and Controlling Cash" Financial Planing and Policy, New York, July, s.151

Fitch Investor Service; , 1994. Country List Guide, New York, s.3

Foster George, 1986. Financial Statement Analysis, 2. Basım, USA, s.501

Garrison & Noreen; , 2000. Managerial Accounting, Ninth Edition, s.20

Gökçe, M. Hilmi,1998. KOBİ.lerde İhracat, Niğde Üniversitesi Aksaray IIBF İslctme Bölümü

Halil Seydioğlu, Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama, Güzem Yayınları, No: 2, İstanbul 1988

Kılıç Berra, 1989 . "Derecelendirme İşlemi ve ABD'de Tahvil Derecelendirme Süreci", SPK Araştırma Raporu

Kotler, Philip & Armstrong, Gary; 1997. Marketing an Introduction, Fourth Edition, , s.227

Memişoğlu, Mustafa, 1997. Hisse Senedi Değerlemesinde Temel ve Teknik Analiz Yöntemlerinin Karşılaştırılması. Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Moody's Investor Service, "The Credit Rating Concept and its Applications in Turkey", July 16 th, 1988

Moody's Investor Service Inc.; 1982. Moody's Corporate Bond Yield Averages by ratings, New York, s.1-2,

Mr Keyder, , 2000. Para Teori Politika Uygulama, 7. Baskı

Müftüoğlu, Tamer ,1997. Türkiye.de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler: Sorunlar ve Öneriler, Ankara

Natwest Group, , 1995. "Çağdaş Bankacılıkta Derecelendirmenin Egemen Rolü", Uluslararası Bankacılık Çalışmaları Enstitüsüne sunulan rapor, 5 Mayıs, s. 5-8

Nuri Yaman, "Enflasyon Ortamında İşletme Politikaları, s. 124

Oktay Güvemli, 1991. Uygulamalı Mali Tablolar Analizi, İstanbul, s. 14

Omotvnde I.G.Johnson, 2000. Financial Risks, Stability and Galabalization, International Monetary Fund, , s.36

Orhan Morgül, "Enflasyonun İşletmeler Üzerindeki Kısa ve Uzun Dönemli Etkiler", İstanbul Mülkiyeli Vakfı 8-9 Haziran 1993 tarihli genel s. 28

Özer, Öztinç, Derecelendirme ve Finansal Güçlük konusundaki Yaklaşımlar, SPK Yayınları

Özmen Tahsin, 1996 . “Tahvil Derecelendirmesi”, SPK Araştırma Raporu

Palas, Ahmet,1996. Dünyada ve Türkiye. de KOBİ.lerin Gelişimi, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayii Verimlilik ve Teknoloji Analizleri Semineri,Ankara

Parasız İlker, 1994. Uluslararası Finansman, Borsa (Eyi Kitabevi)

Richard A.Brealy, Stewart C.Myers, and Alan J.Marcus, , 1994. Fundamentals of Corporate Finance, s.443

Rose, Peters , 1997. Money and Capital Markets, Mc, Graw Hill, s.59

Sarıaslan, H. 1996 . Türkiye Ekonomisinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, İmalat Sanayii İşletmelerinde Sorunlar ve Yeni Stratejiler, Ankara

Sarı, Uğur Gökhan, , 1994. Türkiye’de Tahvil Piyasası ve Derecelendirme, SPK Araştırma Raporu

Stiglitz, J. , 1993. Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics

Standart & Poor’s Credit Week, Çevrine Berra Kılıç, Derecelendirme İşlemi ve ABD’de Tahvil derecelendirme süreci, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1989

Standart & Poor’s International Criteria, 1995

Standart and Poor’s; , 1994. Stock and Bond Guide, Mc Graw Hill, Second Edition

Standart & Poor’s , 1995. Country List Guide to County List, s.229-230

Standart and Poor’s Debt Rating Criteria, Updated : Spring 1992, s. 21

(TBB)Türkiye Bankalar Birliği, Eylül 2004. Risk Yönetimi ve Basel II nin Kobi Kredilerine Etkileri.

Thomson Bankwatch, , 5 March, 1988 . “The Importance of Ratings”, Turkey, s.3

TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı kuruluşları Birliği, Ocak 2006. Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları.

Üreten, Aykan, “Risk Derecelendirmesi (Risk Rating), Türkiye Kalkınma Bankası, Araştırma Raporu, Ankara, 1990

Weygant, Kieso, Kimmel; , 1999. Accounting Principles, Fitht Edition, s.834

William H.Davidow and Bru Uttal, , 1989. Total Customer Service: The Ultimate Weapon, (New York, Hurper & Rov)., 21-22

Yanar I, Eylül 2002, Derecelendirme faaliyeti ve bankaların derecelendirilme işleminin analizi, inceleme raporu,no.22,tcmb

Yıldırım, B.Onal, 1996. “Nakit Yönetiminin Önemi ve İşleyişi”, Çukurova Enstitüsü Sosyal Bil. Enstitüsü Dergisi, 24, 54, Adana, s.3

Yüksel, Koç, , 1970. İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri, Ankara, s.53

Yüksel Koç Yalkın, 2002. “Muhasebe Standartları ve Türkiye Uygulaması”, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, Cilt 4 Sayı 2, Haziran, s. 8

MAKALE VE SÜRELİ YAYINLAR

Ahmet Tüzün, 8 Mart 1987 . “Nakit Yönetimi” Yönetim, Üretim, Verimlilik, Dergisi

Birgöl, Onur Haziran 1997. Derecelendirme Kuruluşları ve Etkileri, Bankacılar Dergisi, Sayı 21

Capeci John, “Credit Risk Credit Ratings on Municipal Bond Yields; A.Panel Study”. National Task Journal, 1985, s.41-56.

Erdoğan Apaydın, Kredi Değerliliği, Hazine Dış Ticaret Dergisi, , Ankara, s.10-26

Erkan, Poyraz, 1990/3. Uluslar arası Finans İstikrarı Sağlamaya Yönelik İşletmelerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, Mödav, cilt 4, sayı 2 Haziran 2002.

Kaan Atalay, 23.08.1998. “Gelişmekte olan Ülkelerde Riskin Yeni Tanımı”, Para Dergisi, s. 34

George S.Day and Robin Wensley, April 1988. “Assessing Advantage”, Journal of Marketing, , 1-20

Harun Gürek, 2002. “Şirketlere Reyting Geliyor”, Akşam Gazetesi, Ankara, 28 Ekim.

İlhan Ersan, 1986. Kredi Değerliliği ve Türkiye, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, s. 29-33

Karaoğlu Fehmi R.Demir, Sezgin; 1998. Sermaye Piyasasında Derecelendirme, (Rating) Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Temmuz

Mançer, Cansun, , 1978. “Uluslararası Kredi Piyasaları ve Gelişmekte olan Ülkelerin Kredi Değerliliği Sorunu”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, s.57-59

Mehmet Bakır, 1996. “Enflasyonun İşletmeler Üzerindeki Etkileri”, Vergi sorunları Dergisi, s.130

Nye, P.Roger, 1997 . “Rating Firmalarının Kredibilitesi”, Finans Dünyası Dergisi, Şubat, s.84

Osman, Gürbüz, 1984. Uluslararası Kredi Değerliliği ve Türkiye’nin Durumu, Yeni İş Dünyası Dergisi, s. 41

Saltoğlu Burak, , Nisan 1988. “Ekonomik Büyüme ve Finans Piyasalarının Gelişimi”, İktisat Dergisi, s. 8-11

Sunalı H. & Usman E, Ekim - Kasım 1988. Active Finans Dergisi Rating: “Yatırımcı ve İhraççı Açısından Fonksiyonları”

Zor Tacettin, 1999. “Son Yıllarda Uluslararası Piyasalarında Yaşanan Önemli Gelişmeler” “Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 36. S. 9 (Eylül)

İNTERNET

<http://www.europa.eu.int /comm/enterprise/enterprice polcy/ sme definition/index en.htm>, Erişim Eylül 2006

<http://www. Investopedia. com> , “Junk Bonds: Everything You Need to Know”, Erişim; Nisan 2006.

<http://www.imkb.gov.tr/halkaarz/bölüm3.htm>, Halka Açılarak Borsa Şirketi Olmanın Faydaları, Erişim Ağustos 2006

<http://www.imkb.gov.tr/halkaarz/kobitekno.htm>, Erişim Ağustos 2006

<http://www.SAS. com>>SAS Türkiye>Sas Çözümleri, Erişim; Haziran 2006

