

T.C.
KIRIKKALE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

MENKUL KIYMET DERECELENDİRME
YÖNTEMLERİ VE PRATİK BİR
DERECELENDİRME MODELİ UYGULAMASI

Yüksek Lisans Tezi

Tezi Hazırlayan

Yüksel İLTAŞ

Tez Yöneticisi

Prof. Dr. Ekrem YILDIZ

KIRIKKALE – 2010

ÖZET

Derecelendirme kavramının sözlük anlamı bir şeyin veya kişinin sahip olduğu değerlerin kalite düzeylerinin ortaya konulmasıdır. Finans literatüründeki derecelendirme kavramı, yükümlü veya borçlunun ana para, faiz ve diğer eklenti yükümlülüklerini ödünç sözleşmesine uygun bir şekilde zamanında ve tam olarak ödeme isteği ve kabiliyetinin var olup olmadığını ve seviyesini belirlenmiş kriterler dahilinde ölçen bir araçtır.

Derecelendirme işlemi belli bir süreci kapsamaktadır. Bu süreç, ödenmeme riskinin (default riski) göstergesi olarak tasarlanan analitik ve aynı zamanda subjektif bir süreçtir. Bu süreçte tespit edilen değerlendirme kriterleri, yatırım ve yatırım enstrümanının kalitesini, güvenilirliğini tespit için bağımsız bir yargıyı ifade eden ve gerek yatırımcılar ve gerekse diğer tüm taraflar için önemli bilgi kaynağıdır. Bu süreç sonucunda verilen derecelendirme notunun bir “fikir”, “yorum” ve “gözlem” olduğu unutulmamalıdır. Yoksa ilgili alana yatırım yapma veya yapmama, ilgili kuruma borç/kredi verme ya da vermeme gibi kararlar vermez. Derecelendirme daha çok tavsiye niteliğinde olup danışmanlık hizmeti sunar ve yalnızca güvenilir olduğu sürece yatırımcıların karar alma sürecinde belirli bir değer kazanabilir.

Derecelendirmede belirli kategoriler kullanılarak risk kategorize edilmekte ve bu risk düzeyi harf, sayı ya da bunların birleşimlerinden oluşan sembollerle (AAA, BB+, D) ifade edilmektedir. Genellikle üst dereceler “Yatırım Kategorileri” olarak, daha riskli veya spekülasyon özellikliler ise “Risk Kategorileri” olarak ayrıştırılmıştır.

Çalışmamızda önerilen derecelendirme modeli Türkiye şartları dikkate alınarak belirlenmiştir. Ülke riski, endüstri riski ve firma riski kategorize edilmiştir. Geliştirilen derecelendirme modelinde kullanılan değerlendirme kriterleri likidite, büyüme, borçluluk, kârlılık ve faaliyet döngüsüdür. Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının formatları da bu kriterleri içermektedir. Bundan dolayı ülkemizde uygulanabilecek bir derecelendirme modeli olarak nitelendirilebilir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerinin çoğunda derecelendirme sistemi piyasaların gelişmesi, şeffaflaşması açısından önemli bir etken konumundadır.

Anahtar kelimeler: Derecelendirme, Rating, Risk, Risk Derecelendirmesi, Şirket Derecelendirme, Ülke Riski, Firma Riski, Endüstri Riski.

ABSTRACT

Dictionary meaning of the rating is to put forth the quality levels of a thing or a person. The rating in financial literature is a tool measuring whether a liable or debtor wants and is capable to pay his/her capital, interest and other extra debts timely and consummately according to loan contract and its extent under specific criteria.

The rating involves a particular process. This process is an analithic and also subjective process designed as a sign of default risk. The evaluation criteria established in this process express an independent judgement for determining the quality and reliability of investment and investment tool they are also important source of information for both investors and all other parts. It should not be forgot that the mark of rating in the end of this process is an “opinion”, “comment” and “observation”. It does not decide whether to invest in relevant field or to lend loan/credit to relevant corporation. Rating provides counselling service in the basis of advise and can gain value in decision-making process of investors only when it is reliable.

Risk is categorised by using specific categories in rating and this level of risk is expressed with letters, numbers and symbols made up of their mixture (AAA, BB+, D). Generally top grades are discerned as “Investment Categories” and more risky and speculative characteristics as “Risk Categories”.

The model of rating proposed in our study has been defined by taking conditions of Turkey into consideration. Country risk, industry risk and firm risk are categorised. Evaluation criteria used in developed rating model are liquidity, growing, indebtedness, profitableness and activity circle. International rating corporations’ formats also include these criteria. So it can be considered as a rating model which can be practiced in our country. Rating system is an important factor for development and transparency of markets in economies of many developing countries like Turkey.

Key words: Rating, Risk, Risk Rating, Corporate Rating, Country Risk, Firm Risk, Industry Risk.

KİŞİSEL KABUL / AÇIKLAMA

Yüksek Lisans tezi olarak hazırladığım “Menkul Kıymet Derecelendirme Yöntemleri ve Pratik Bir Derecelendirme Modeli Uygulaması” adlı çalışmamı, ilmi ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazdığımı ve faydalandığım eserlerin bibliyografyada gösterdiklerimden ibaret olduğunu, bunlara atıf yaparak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu şeref ve haysiyetimle doğrularım.”

Yüksel İLTAŞ

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	I
ABSTRACT.....	II
KİŞİSEL KABUL.....	III
İÇİNDEKİLER.....	IV
TABLolar LİSTESİ.....	X
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XI
KISALTMALAR.....	XII
GİRİŞ.....	1

I. BÖLÜM

MENKUL KIYMET DEĞERLEMESİNDE RİSK DERECELENDİRMESİ

1.1. Temel Kavramlar	4
1.1.1. Menkul Kıymet Tanımı ve Türleri	5
1.1.1.1. Hisse Senedi	6
1.1.1.1.1. Hisse Senedi Türleri	6
1.1.1.2. Tahvil	7
1.1.1.2.1. Tahvil Türleri	8
1.2. Risk ve Kaynakları.....	9
1.2.1. Riskin Tanımı.....	9
1.2.2. Riskin Kaynakları.....	9
1.2.2.1. Sistematik Risk.....	10
1.2.2.1.1. Satın Alma Gücü (Enflasyon) Riski	10
1.2.2.1.2. Piyasa Riski	11
1.2.2.1.3. Faiz Oranı Riski.....	11
1.2.2.1.4. Politik Risk.....	12
1.2.2.1.5. Kur Riski	12
1.2.2.2. Sistematik Olmayan Risk.....	12
1.2.2.2.1. Faaliyet Riski.....	13
1.2.2.2.2. Finansal Risk	13

1.2.2.2.3. Yönetim Riski	14
1.3. DERECELENDİRME KAVRAMI	14
1.3.1. Derecelendirme Kavramı ve Özellikleri.....	14
1.3.2. Derecelendirmenin Tarihiçesi, Gelişimi ve Derecelendirme Kurumları.....	17
1.3.3. Derecelendirmenin Türkiye’de Gelişimi ve Durum Tespiti	20
1.4. DERECELENDİRMEİNİN FİNANS SEKTÖRÜ BAKIMINDAN ÖNEMİ	24
1.4.1. Derecelendirmenin Yatırımcılar ve Fon Sahipleri Açısından Önemi	25
1.4.2. Derecelendirmenin Şirketler Açısından Önemi	27
1.4.3. Derecelendirmenin Sermaye Piyasası Açısından Önemi	28
1.4.4. Derecelendirmenin Para ve Finans Otoriteleri Açısından Önemi.....	28
1.4.5. Derecelendirmenin Ekonomi Açısından Önemi	28

II. BÖLÜM

DERECELENDİRME SÜRECİ, DERECELENDİRME ŞİRKETLERİ VE DERECELENDİRME SEMBOLLERİNİN TANIMLANMASI

2.1. DERECELENDİRME SÜRECİ.....	31
2.1.1. Tanıtım Toplantısı	32
2.1.2. Yöneticilerle Toplantı.....	33
2.1.3. Derecelendirme Kararı.....	34
2.1.4. Derecenin Açıklanması.....	35
2.1.5. Derecenin İzlenmesi	35
2.2. DERECELENDİRME ŞİRKETLERİ VE FİRMALARIN DERECELENDİRME SEMBOLLERİ	36
2.2.1. Yatırım Dereceleri ve Spekülatif Dereceler.....	38
2.2.2. Moody’s Derecelendirme Şirketi	39
2.2.2.1. Moody’s Investor Service Inc.’nin Derece Tanımları	41
2.2.2.1.1. Uzun Vadeli Menkul Kıymetlerin Derecelendirmeleri	41
2.2.2.1.2. Kısa Vadeli Menkul Kıymetlerin Derecelendirmeleri.....	42
2.2.3. Standard And Poor’s Derecelendirme Şirketi.....	43

2.2.3.1. Standart and Poor's Corporation Derecelendirme Tanımları.....	45
2.2.3.1.1. Uzun Vadeli Yatırım Derecelendirme Tanımları.....	46
2.2.3.1.2. Uzun Vadeli Spekülatif Derecelendirme Tanımları.....	46
2.2.3.1.3. Kısa Vadeli Derecelendirme Tanımları.....	47
2.2.4. FitchIBCA Derecelendirme Şirketi.....	48
2.2.5. Moody's, S&P ve FitchIBCA Derecelendirme Şirketlerinin Derece Sembollerinin Eşleştirilmesi.....	49

III. BÖLÜM

DERECELENDİRME FİRMALARININ RİSK DERECELENDİRMESİNDE KULLANDIĞI ÖLÇÜT VE YÖNTEMLER

3.1. ÜLKE RİSKİ.....	53
3.1.1. Politik Risk.....	54
3.1.1.1. Politik Sistem.....	55
3.1.1.2. Sosyal Bünye.....	55
3.1.1.3. Dış İlişkiler.....	56
3.1.2. Ekonomik Risk.....	56
3.1.2.1. Borç Yükü.....	57
3.1.2.2. Döviz Rezervi.....	57
3.1.2.3. Ödemeler Dengesi Esnekliği.....	58
3.1.2.4. Ekonomik Yapı ve Büyüme Hızı.....	58
3.1.2.5. Ekonominin Yönetimi.....	58
3.1.2.6. Ekonominin Geleceği.....	59
3.2. ENDÜSTRİ RİSKİ.....	59
3.2.1. Endüstrinin Ekonomideki Yeri.....	60
3.2.2. Yurt içi ve Yurt dışı Rekabetin Derecesi.....	60
3.2.3. Yasal Düzenlemeler.....	61
3.2.4. Maliyet Faktörleri.....	61
3.2.5. Teknolojik Değişmeler.....	61
3.2.6. Endüstrinin Geçmiş Dönem Satış ve Kazanç Performansı.....	62
3.2.7. Endüstriye Giriş Kolaylığı.....	62

3.2.8. Rekabet Koşulları.....	62
3.2.9. Endüstrinin Hayat Devresi.....	63
3.3. FİRMA RİSKİ.....	63
3.3.1. Yönetimin Kalitesi ve Stratejilerinin Değerlendirilmesi.....	64
3.3.2. İşletme Faaliyetlerinin Değerlendirilmesi.....	66
3.3.2.1. Pazar Payı.....	66
3.3.2.2. Teknoloji.....	67
3.3.2.3. Faaliyet Etkinliği.....	67
3.3.2.4. Diğer Faktörler.....	68
3.3.3. İşletmenin Muhasebe Politikalarının İncelenmesi.....	68
3.3.4. Firmanın Finans Durumu.....	70
3.3.4.1. Oran Analizleri.....	71
3.3.4.1.1. Likitide ve Finansal Esnekliğin Analizinde Kullanılan Oranlar.....	71
3.3.4.1.2. Karlılığın Ölçülmesinde Kullanılan Oranlar.....	73
3.3.4.1.3. Finansal Kaldıraç ve Aktif Korunması Oranları.....	74
3.3.4.2. Nakit Akımlarının Analizi.....	75
3.3.4.2.1. Nakit Akım Oranları.....	76
3.3.4.2.2. Nakit Akımlarının Muhasebe Hesap Kalemleriyle Bulunması.....	77
3.3.4.3. Diğer Analizler.....	79
3.3.4.3.1. Finansal Esneklik.....	79

IV. BÖLÜM

DERECELENDİRME YÖNTEMLERİNİN TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

4.1. KREDİ DERECELENDİRME KURUMLARINA GETİRİLEN ELEŞTİRİLER VE DERECELENDİRME KURUMLARININ GÜVENİLİRLİĞİ	82
4.2. TÜRK SERMAYE PİYASASININ GELİŞMİŞLİK DÜZEYİ.....	83
4.2.1. Türk Sermaye Piyasasında Devletin Rolü.....	85
4.2.2. Merkez Bankası İşlemlerinin Piyasa Üzerine Etkileri.....	86

4.3. TÜRKİYE’DE BİLGİ KAYNAKLARI VE RİSK DERECELENDİRMESİNDE ORTAYA ÇIKABİLECEK SORUNLAR.....	86
4.3.1. İç Bilgi Kaynaklar	87
4.3.1.1. Yönetim ve Çalışanlardan Elde Edilen Bilgiler	87
4.3.1.2. Finansal Tablolar ve Faaliyet Raporları.....	87
4.3.1.2.1. Enflasyonun Tablolar Üzerindeki Etkisi.....	88
4.3.2. Dış Bilgi Kaynakları.....	88
4.4. TÜRK SERMAYE PİYASASINDA DERECELENDİRMENİN ALTYAPISI VE ÖNEMİ.....	89

V. BÖLÜM

GELİŞTİRİLEN PRATİK DERECELENDİRME MODELİ VE DERECELENDİRME ÜZERİNE BİR DENEME

5.1. DERECELENDİRME İÇİN GELİŞTİRİLEN PRATİK MODEL ÖNERİSİ	95
5.2. GELİŞTİRİLEN DERECELENDİRME MODELİNİN UYGULANMASI.	96
5.2.1. Sektör Analizi.....	96
5.2.2. Oran Analizi.....	99
5.3. DEMİR-ÇELİK SEKTÖRÜNDE GELİŞTİRİLEN PRATİK DERECELENDİRME MODELİNİN UYGULANMASI.....	101
5.3.1. Demir-Çelik Sektörü Hakkında Genel Bilgiler.....	101
5.3.2. Dünyada Demir-Çelik Sektörü.....	102
5.3.3. Türkiye’de Demir Çelik Sektörü.....	105
5.3.4. Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş.’nin Derecelendirilmesi	109
5.3.4.1. Şirket Profili	109
5.3.4.2. Erdemir’in Piyasadaki Durumu	110
5.3.4.3. Diğer Bilgiler.....	113
5.3.4.4. Erdemir’in Finansal Durumu.....	113

5.4. ENERJİ SEKTÖRÜNDE GELİŞTİRİLEN PRATİK	
DERECELENDİRME MODELİNİN UYGULANMASI.....	119
5.4.1. Türkiye’de Enerji Sektörü	119
5.4.2. Türkiye Elektrik Enerjisi 10 Yıllık Üretim Kapasitesi Projeksiyonu.....	120
5.4.3. Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.’nin Derecelendirilmesi	121
5.4.3.1. Şirket Profili	121
5.4.3.2. Akenerji’nin Finansal Durumu.....	124
SONUÇ.....	129
KAYNAKÇA.....	132
EK-1	138
EK-2	139
EK-3	140
EK-4	142
EK-5	143
EK-6	144

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1-1: Dünya'daki Temel Derecelendirme Firmaları	19
Tablo 2-1: Türkiye'de Kredi Derecelendirme Yetkisi Almış Kuruluşlar	37
Tablo 2-2: Moody's ve Standart Poor's Kredi Derecelendirme Firmalarının.....	38
Tablo 2-3: Üç Farklı Derecelendirme Şirketi Tarafından Kullanılan Derecelendirme Sembollerinin Eşleştirilmesi.....	50
Tablo 3-1: Nakit Akımlarının Hesaplanmasında Kullanılan Kalemler	78
Tablo 4-1: Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme	92
Tablo 4-2: SPK Tarafından Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme	92
Tablo 5-1: Derecelendirme Kriterleri	95
Tablo 5-2: Sektör Analizi Değerlendirme Tablosu	98
Tablo 5-3: Mali Analiz Değerlendirme Tablosu	100
Tablo 5-4: Nihai Risk Derece Tablosu	100
Tablo 5-5: Ham Çelik Üretimi	103
Tablo 5-6: Dünya Ham Çelik Üretimi (Bin Ton).....	104
Tablo 5-7: Yıllar İtibariyle Demir Çelik Sektörü İhracatımız (Milyon Dolar)	107
Tablo 5-8: Demir-Çelik İhracatımızda (72.Fasıl) ilk 20 Ülke.....	108
Tablo 5-9: Demir-Çelik İthalatımızda (72.Fasıl) İlk 20 Ülke	109
Tablo 5-10: Başlıca Çelik Üreticisi Firmalar	111
Tablo 5-11: Erdemir'in Yıllar İtibariyle Satış Durumu.....	112
Tablo 5-12: Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş'nin Finansal Oranları.....	116
Tablo 5-13: Erdemir'in Sektör Analizi Değerlendirme Tablosu	117
Tablo 5-14: Erdemir'in Mali Analiz Değerlendirme Tablosu	118
Tablo 5-15: Erdemir'in Nihai Risk Derece Tablosu	119
Tablo 5-16: Akenerji'nin Ortak Sayısı ve Sermaye Payları	122
Tablo 5-17: Akenerji Özet Finansal Göstergeler (TL)	124
Tablo 5-18: Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. Finansal Oranları.....	125
Tablo 5-19: Akenerji'nin Sektör Analizi Değerlendirme Tablosu.....	126
Tablo 5-20: Akenerji'nin Mali Analiz Değerlendirme Tablosu.....	127
Tablo 5-21: Akenerji'nin Nihai Risk Derece Tablosu	128

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2-1: Moody's Şirketinin Faaliyet Gösterdiği Ülkeler	40
Şekil 2-2: Moody's Şirketinin Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Yapısı	40
Şekil 2-3: Standart&Poor's Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Yapısı	44
Şekil 2-4: Fitch-IBCA Şirketinin Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Yapısı...	49
Şekil 5-1: Dünya Ham Çelik Üretiminin Dağılımı.....	104
Şekil 5-2: 2008 Yılı AB-27 En Büyük Çelik Üreticileri.....	112

KISALTMALAR LİSTESİ

A.B.	:	Avrupa Birliği
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
BCBS	:	Basel Bankacılık Denetim Komitesi
BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	:	Uluslararası Ödemeler Bankası
BRIC	:	Brezilya, Çin, Hindistan, Kanada.
DİE	:	Devlet İstatistik Enstitüsü
DPT	:	Devlet Planlama Teşkilatı
Fitch	:	Fitch Investor Service
GSMH	:	Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	:	Uluslar arası Para Fonu
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
JCR	:	Japon Kredi Derecelendirme Ajansı
Moody's	:	Moody'e Ait Yatırım Servisi
OECD	:	İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
S&P	:	Satndard and Poor'a Ait Sirket
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	:	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

GİRİŞ

Derecelendirme kavramı, finans literatürüne 1900'lerin başında Amerikan demiryolu şirketlerinin tahvil ihraçlarının derecelendirilmesi ile girmiştir. Derecelendirme, finans piyasalarının globalleşmesine paralel olarak gerek ülkelerin gerekse banka, ticari şirketler ve kimi ülkelerde kamu şirketlerinin menkul kıymet ihracı veya diğer borçlanma yöntemleri sonucunda ortaya çıkan kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerin değerlendirilmesinde en önemli ölçüt olarak kullanılmaktadır.

Günümüzde mali piyasaların hızlı bir şekilde genişlemesi ile beraber küreselleşmenin de etkisiyle finansal veri kalitesi ve bu verilere zamanında ulaşabilmek, önemli avantajlar kazandırmaktadır. Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde derecelendirme, yatırımcıların yatırım kararı almalarında ve şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirme güçlerinin değerlendirilmesinde sıkça başvurulan bir bilgi kaynağıdır. Sermaye piyasalarının güven ve istikrar içinde çalışmalarını sağlayan en önemli özelliklerinden birisi, kuskusuz kamuyu aydınlatma ilkesidir. Bu ilkenin bir amacı olan derecelendirmenin varlığı da, yatırımcılara sunduğu tarafsız ve kolay yorumlanabilecek bilgilerle, sermaye piyasalarında güven unsurunun yerleşmesine önemli katkıda bulunmaktadır.

Gelişmekte olan birçok ülkede önemi artan derecelendirme işlemi, derecelendirme kurumlarının kuruluşlarını hızlandırmaktadır. Ancak, yerel derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilen işletmelerin kredi değerliliği, global düzeyde pek fazla anlam kazanmamakta, sadece yerel piyasalarda itibar görmektedir. Dünyaya açılmayı hedefleyen ve gelişmiş sermaye piyasalarından borç temin etmek isteyen işletmelerin yolu genel kabul görmüş, dünya çapında büyük bir derecelendirme kuruluşundan geçmektedir. İşte bu yüzden ki dünya çapında genel kabul görmüş derecelendirme kuruluşları, her ülkede yerel derecelendirme kuruluşlarıyla ortaklık kurma yoluna gitmektedir. Bu yolla her iki tarafta kazanç sağlamaktadır. Yerel şirket, büyük derecelendirme kuruluşundan bilgi ve deneyimlerini öğrenmekte ve ismini kullanmaktadır. Büyük derecelendirme kuruluşu ise şube sayısını artırarak pazardan daha fazla pay almaktadır. Karşılıklı menfaat ilişkisine dayanan bu durum, sermaye pazarlarının gelişimine olumlu katkılar sağlayacaktır.

Diğer yandan, dünyada çok sayıda derecelendirme kuruluşu da bulunmaktadır. En çok bilinenleri: *Standard and Poor's*, *Moody's Investor*, *Japan Credit Rating Agency*, *Ibca Ltd*, *Thomson Bankwatch* firmalarıdır. Bu firmaların ortak amacı, yatırımcılara doğru ve güvenilir bilgi verebilmektir.

Bağımsız yapıya sahip olan derecelendirme kurumları, kamuoyunun ihtiyaç duyduğu bilgileri tarafsız ve kolay yorumlanabilecek şekilde sunarak piyasada güven unsurunun yerleşmesine büyük katkıda bulunmaktadır. Derecelendirme kurumlarının piyasaya sunmuş olduğu bilgiler ve analizler, sermaye piyasalarının işleyişi açısından oldukça büyük bir önem taşımaktadır. Bu analizler, menkul kıymetlerin alınıp satılması veya elde tutulmasına ilişkin kararların alınmasında uygun bir referans olması, borçlular ve bu borçluların ihraç ettiği menkul kıymetler bakımından karşılaştırma imkânı sağlaması, değerlendirmenin geniş bir yatırımcı kitlesine yayılması yoluyla borçluların girebileceği sermaye piyasalarını dolayısıyla finansman kaynaklarını artırması, yatırım kararlarını daha güvenilir bir temele dayandırarak ihraç edeceği menkul kıymetlerin fiyatlarının daha istikrarlı olması açısından önemlidir.

Türk ve uluslararası sermaye piyasalarından borçlanma yolu ile menkul kıymet ihracında bulunan Türk şirketleri ve bankalar açısından derecelendirme yani rating her geçen gün daha da önem kazanmaktadır. Derecelendirme, rekabetin son derece arttığı bu global arenada, borçlanma kapasitesinin ve maliyetlerinin belirleyicisi konumuna gelerek, özellikle Türk finans sektörü için ayrı bir önem teşkil etmektedir.

Türkiye geliştirmekte olan ülkeler kategorisinde yer aldığından ve yabancı piyasalardan borçlanma yoluna sıkça başvurduğundan dolayı, Türkiye'de derecelendirme işlemine büyük önem verilmektedir. Çünkü yüksek dereceye sahip olan ülkeler, uluslararası piyasalardan faiz, vade ve miktar açısından daha iyi borçlanabilmekte böylece tasarruf açıklarını kapatmakta uygun krediler sağlayabilmektedir.

Derecelendirme konusu ilk olarak, 1986 yılında Mehmet BOLAK tarafından "Finansal Başarının Ölçülmesi İçin Çok Değişkenli Bir Analiz Yöntemi ve Sektörel Bir Uygulama" adlı Doktora tezinde ele alınmıştır. 1993 yılında Güven SEVİL, Risk Derecelendirmesi ve Arçelik A.Ş.'de bir uygulama adlı Doktora tezinde derecelendirmeyi işlemiştir; yine 2003 yılında Ünsal BAN, "Menkul Kıymet Derecelendirme Yöntemlerinin Türkiye'de Uygulanabilirliği" adlı eserinde

derecelendirme konusunu işlemiştir. Daha sonraki yıllarda ise, sırasıyla 2004 yılında Pelin ÇELİK, “Bankaların Risk Derecelendirilmesi” adlı uzmanlık yeterlilik tezinde; 2005 yılında Nadide Sevil HALICI, “Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri” adlı Yüksek Lisans Tezinde ve son olarak 2007 yılında Mehmet Burak YALKIN, “Basel II Kapsamında Şirket Derecelendirme ve Bankaların Mali Tahlil Birimleri Açısından Değerlendirilmesi” adlı Yüksek Lisans Tezinde derecelendirme konusunu ele almıştır. Çalışmamızın temelinde, Türkiye’de işletmeler için ve en küçük yatırımcıların bile kolayca hesaplayabilecekleri bir derecelendirme modeli geliştirilebilir mi sorusuna cevap aranmaktadır. Bu bağlamda çalışmamız, yapılmış olan çalışmaları destekler nitelikte olup, geliştirilen pratik derecelendirme modeli ile bu çalışmalardan ayrılmaktadır.

Beş bölümden oluşan çalışmanın ilk bölümünde; temel kavramlar, risk ve riskin kaynakları, derecelendirme kavramı ve temel özellikleri, tarihçesi, gelişimi ve bu konudaki hukuki düzenlemeler, finans piyasasındaki önemi ve uygulama alanlarına yer verilmiştir.

İkinci bölümde derecelendirme sürecinin aşamaları, derecelendirme şirketleri, organizasyon yapıları ve derecelendirme şirketlerinin derecelendirme sembolleri ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde derecelendirme firmalarının menkul kıymetlerin derecelendirilmesinde kullandığı ölçüt ve yöntemler ele alınmıştır. Ülke, firma ve işletme risklerinin analizlerine yer verilmiştir.

Dördüncü bölümde derecelendirme yöntemlerinin Türkiye açısından değerlendirilmesi ele alınmıştır.

Beşinci ve son bölümde ise; geliştirilen pratik derecelendirme modelinin uygulaması üzerinde çalışılmıştır. Seçilen iki farklı sektördeki firmalar geliştirilen derecelendirme modeline göre derecelendirilerek, nihai riskleri ile firmaların risk notları hesaplanmıştır. Araştırmanın sonuç kısmında ise sermaye piyasamızın gelişebilmesi için hem firmalar hem de sermaye piyasası kurumları tarafından yetkilendirilen kredi derecelendirme kuruluşları derecelendirme işlemi yapmalı veya yaptırmalı sonucuna ulaşılmıştır.

I. BÖLÜM

MENKUL KIYMET DEĞERLEMESİNDE RİSK DERECELENDİRMESİ

1.1. TEMEL KAVRAMLAR

Değerleme, menkul kıymet ihraç eden kuruluşların bu ihraçlarından doğan yükümlülüklerini yerine getirme konusundaki yeterliliklerinin ve istekliliklerinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Değerlemedeki asıl amaç, bir menkul kıymetin gerçek değerinin tespiti veya kredi riskinin değerlendirilmesi olmaktadır.

Globalleşmeye bağlı olarak, kredi 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 itibarıyla bir varlığın veya menkul kıymetin performansı hakkındaki görüşlerdir. En basit tanımıyla derecelendirme, menkul kıymet ihraç eden firmanın anapara ve faiz yükümlülüklerini ödeme isteği ve kabiliyetinin zamanında ve tam olarak yerine getirilip getirilememesini ölçen bir araçtır. 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.

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.

Derecelendirme kavramının temelini oluşturabilmek için menkul kıymet ve risk kavramlarının açıklanması gerekmektedir. Menkul kıymet, risk ve derecelendirme kavramları üzerinde durularak, bu kavramlar arasındaki ilişkilerin değerlendirilmesi veya menkul kıymetin değeri üzerindeki etkileri incelenmeye çalışılacaktır.

1.1.1. Menkul Kıymet Tanımı ve Türleri

Sermaye piyasası araçları taşınabilir kıymetli evrak niteliğinde olduğundan, menkul kıymetler olarak adlandırılır. Ülkemizde sermaye piyasası aracı olarak yer alan menkul kıymetler, SPK’de şu şekilde tanımlanmıştır: *“Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belirli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve SPK’de belirlenen kıymetli evraktır.”* Sermaye piyasası aracı olarak kullanılan menkul kıymetler olarak; hisse senetleri, hisse senedi türevleri, tahviller, tahvil faiz kuponları, tahvil türevleri, hazine bonoları, kâr ve zarar ortaklığı belgeleri, katılma intifa senetleri, finansman bonoları, altın-gümüş-platin bonoları, gelir ortaklığı belgeleri, varlığa dayalı menkul kıymetler, ipotekli borç ve irat senetleri, yatırım fonu katılma belgeleri, gayrimenkul sertifikaları ve yabancı sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır.

Sermaye piyasası, yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akımını sağlayan aracı kurumlar ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan, modern bir finansman sistemidir.¹ Ülkelerin gelişmişlikleri ile sermaye piyasasının gelişmişliği arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. Firmalar, uzun vadeli yatırımlarının finansmanını sermaye piyasasından sağlarlar. Firmaların yatırımlarını uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özsermaye ile yapmaları gerektiğinden; firma, yeni özsermayeye ihtiyaç duyduğunda hisse senedi ihraç ediyorsa, uzun vadeli borca ihtiyaç duyduğunda da sermaye piyasasından tahvil ihracı yoluyla kaynak temin etme imkânı bulabilecektir. Piyasadaki menkul kıymet sayısının tür ve miktar açısından artması sermaye piyasasının gelişmesinde önemli bir rol oynarken, yeni kurumlara olan ihtiyacı da artıracaktır. Menkul kıymetlere olan talebin artması sonucu, yatırımcılara ve bütün piyasaya bilgi kaynağını derecelendirme kurumları sunacaktır.

Çalışmada risk derecelendirmesi açısından incelenen menkul kıymetler, hisse senedi ve tahvillerdir. Bu iki menkul kıymetin seçilmesindeki amaç, ulusal ve uluslararası derecelendirme yapan kuruluşların temel olarak bu iki menkul kıymeti esas almaları ve bu iki menkul kıymetin ülkemiz sermaye piyasasının temel araçları olmalarıdır.

¹Turhan KORKMAZ, Ali CEYLAN, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa, 2006, s. 411.

1.1.1.1. Hisse Senedi

Anonim şirketlerin ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin sermayesinin birbirine eşit paylara bölünmüş dilimlerinden her birini temsil eden ve ilgili kanunda belirtilen esaslara göre düzenlenmiş olan kıymetli evraktır. Hisse senedi, şirket sermayesinin belli bir kısmını temsil eder ve sahibine her türlü ortaklık haklarından yararlanma hakkı sağlar. Hisse senedinin sahibine tanıdığı haklar şunlardır;

- Kardan pay alma hakkı
- Şirket yönetimine katılma hakkı
- Rüçhan hakkı
- Tasfiyeden pay alma hakkı
- Oy kullanma hakkı
- Şirket faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı

Firmanın sahipliğini temsil eden hisse senetlerinin fiyatının nasıl belirleneceği önemli bir konudur. Hisse senedi satın alan yatırımcıların belirli bir dönemdeki geliri iki kısımdan oluşmaktadır. Bunlar, firmanın ilgili dönemde yapmış olduğu *kâr payı* ödemeleri ile diğeri de hisse senedinin dönem başı ve dönem sonu piyasa fiyatı arasındaki fark olan *sermaye kazancıdır*. Bu iki kazancın toplamının hisse senedinin dönem başı fiyatına oranı da hisse senedinin hissedar açısından getirisini ifade etmektedir.

1.1.1.1.1. Hisse Senedi Türleri

Mevzuatımız ve uluslararası uygulamalara göre, hisse senetlerinin çeşitleri şunlardır;

1. Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senedi
2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senedi
3. Bedelli – Bedelsiz Hisse Senedi
4. Primli – Primsiz Hisse Senedi
5. Kurucu ve İntifa Senetleri
 - Oydan Yoksun Hisse Senetleri,
 - Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri,
 - Katılma İntifa Senetleri.

Anonim ortaklık hisse senetleri, TTK hükümlerine göre, aşağıdaki şekilde sınıflandırılabilir.²

1. Tedavül Bakımından Hisse Senetleri

- a. Nama yazılı hisse senetleri,
- b. Hamiline yazılı hisse senetleri.

2. Bedellerinin Tamamen Ödenmiş Olup Olmaması Açısından Hisse Senetleri

- a. Bedeli tamamen ödenmiş,
- b. Bedeli tamamen ödenmemiş hisse senetleri.

3. Sahiplerine Sağladıkları Çıkar Açısından Hisse Senetleri

- a. Adi hisse senetleri
- b. İmtiyazlı hisse senetleri

4. Sermaye Artışlarına Göre Hisse Senetleri

- a. Bedelli hisse senetleri
- b. Bedelsiz hisse senetleri

1.1.1.2. Tahvil

Tahvil, anonim şirketleri ile kanunla tahvil ihracına izin verilen kamu kurum ve kuruluşların, orta ve uzun vadeli borçlanmak amacıyla ihraç etmiş olduğu nominal değerleri eşit ve ibareleri aynı olan, nama ve hamiline yazılı olarak çıkarılabilen bir menkul kıymettir. Tahvilde esas olan, vadenin bir yıldan uzun olmasıdır. Uzun vadeli borçlanma enstrümanı olan tahvilin üzerinde yazılı olan tutar **nominal değer**, tahvilin üzerinde yazılı olan faiz oranı da **kupon faiz oranı** olarak adlandırılmaktadır. Tahvilin piyasadaki fiyatı, piyasa faiz oranlarına göre değişmektedir.³

Ülkemizde anonim şirketler tarafından çıkarılan tahviller TTK hükümlerine, devlet ve kamu kurumları tarafından çıkarılan tahviller ise özel kanunlara tabidir.

² Turhan KORKMAZ, Ali CEYLAN, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi*, Bursa, 2007, s. 184.

³ Metin Kamil ERCAN, Ünsal BAN, *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara, 2005, s.97.

1.1.1.2.1. Tahvil Türleri

Tahvilleri çok farklı biçimlerde sınıflandırmak mümkündür. Tahviller, ihraç eden açıısından özel sektör tahvilleri ve devlet tahvilleri olarak sınıflandırılabilir. Yine tahvilleri o ülkenin para cinsinden ihraç edilen tahviller ile döviz ve dövize endeksli tahviller, iskontolu tahviller, anapara ödemesinin tamamını vade sonunda yapan tahviller ve anapara ödemesini taksitlerle vadeye yayan tahviller olarak da ayırma tabi tutmak mümkündür.⁴

• İhraç Edilme Biçimlerine Göre Tahviller

- Nama yazılı tahviller,
- Hamiline yazılı tahviller,

B. Sağladıkları Güvenceye Göre Tahviller

- Teminatlı tahviller,
- Teminatlı tahviller,

C. Sağladıkları Haklara Göre Tahviller

- Faizli tahviller,
- Primli ve iskontolu tahviller,
- İkraniyeli tahviller,
- Kâra katılma hakkı veren tahviller,
- Hisse senedine çevrilebilir tahviller,
- Hisse senedi satın alma hakkı veren tahviller,
- Endeksli tahviller,
- Değişken faizli tahviller,
- Sıfır faiz kuponlu tahviller,

D. Çıkarılış Biçimlerine Göre Tahviller

- Seri halde çıkarılan tahviller,
- Kuponsuz tahviller.

⁴ ERCAN ve BAN, a.g.e, s. 99.

1.2. RİSK VE KAYNAKLARI

1.2.1. Riskin Tanımı

Risk, bir yatırımla ilgili olarak olası getirilerin değişkenliğidir. Bir başka deyişle finansal varlıklardaki risk, beklenen getiri düzeyinin elde edilmesindeki belirsizlik olarak tanımlanabilir. Risk ve belirsizlik kavramları bazen eş anlamlı olarak kullanılmaktadır; ancak iki kavram arasında fark vardır. Risk kavramı ile nitelenebilecek durumlarda gelecekteki olayların alternatif sonuçlarının ortaya çıkma olasılıkları bilinebildiği halde, belirsizlik durumunda, gelecekteki bir olayın ortaya çıkma olasılığının alternatifler arasında dağılımı hakkında bir bilgi yoktur. Risk kavramı olayın sonuçlarının ortaya çıkışına ilişkin “objektif olasılık dağılımını” içerdigi halde, belirsizlik kavramı “subjektif olasılık dağılımını” içermektedir.⁵ Objektif olasılık dağılımı tarihi verilere sahip olunarak yapılırken, subjektif olasılık dağılımı tarihi verilere sahip olunmadan yapılır.

Bir yatırım kararının verilmesinde risk ve getiri temel unsur olmaktadır. Burada getiri, yatırıma tahsis edilen kaynakların karşılığında elde edileni gösterirken, risk ise, bu durumun gerçekleşme olasılığını göstermektedir.

Optimum bir yatırımda getiri oranının maksimum, risk oranının ise minimum olması arzulan durumdur. Bu açıdan bakıldığında; risk, getiriye ait olasılıkların bilinmesi durumudur. Risk, başka bir ifade ile belirsizliğin objektif ölçüsüdür.⁶

1.2.2. Riskin Kaynakları

Risk geleceğe ait olup, gelecekteki beklentilerle ilgili hesaplamaları içermektedir. Firmanın gelecekte etkilenebileceği pek çok faktör bulunmaktadır. Bunlar, firmanın sermaye yapısından kaynaklanan finansal riski, yönetim yapısından kaynaklanan yönetim riski, faaliyet konusundan kaynaklanan faaliyet riski gibi kısmen veya tamamen kontrolünde olan riskler olduğu gibi kontrol edemediği enflasyondan kaynaklanan enflasyon riski, piyasa değişkenliklerinden oluşan piyasa riski, faiz oranlarındaki değişimlerden meydana gelen faiz oranı riski gibi risklerde

⁵ Cevat SARIKAMIŞ, *Sermaye Pazarları*, İstanbul, 2000, s.164.

⁶ ERCAN ve BAN, a.g.e, s. 177.

bulunmaktadır. Bu riskleri farklı biçimlerde sınıflandırmak mümkündür. Literatürde sistematik ve sistematik olmayan riskler olarak ayırma gidilmektedir.

1.2.2.1. Sistematik Risk

Sistematik riskin kaynakları, sosyal, ekonomik ve politik çevredeki değişimlerdir. Söz konusu değişimler, menkul kıymet pazarlarını etkilemektedir. Kuşkusuz bu etki, menkul kıymetler arasında farklılıklar gösterir. Genelde, temel endüstriyel maddeler üreten işletmelerde ve dolayısıyla söz konusu işletmelerin hisse senetleri üzerinde, sistematik riskin daha yüksek olduğu gözlenmiştir. Daha önce belirtildiği gibi, sistematik risk, portföyün çeşitlendirilmesi ile giderilemeyen risk olarak da tanımlanmaktadır.⁷

Başka bir ifade ile sistematik risk, piyasada işlem gören tüm menkul kıymetlerin fiyatlarını aynı anda etkileyen faktörlerin neden olduğu risktir.

Sistematik riski;

1. Satın Alma Gücü (Enflasyon) Riski,
2. Piyasa Riski,
3. Faiz Oranı Riski,
4. Politik Risk,
5. Kur Riski olarak incelemek mümkündür.

1.2.2.1.1. Satın Alma Gücü (Enflasyon) Riski

Satın alma gücü riski, enflasyon riski olarak da ifade edilir. Bu risk, fiyat değişimlerinden kaynaklanan satın alma gücündeki potansiyel kayıplar olarak tanımlanabilir.

Eğer, fiyatlar genel seviyesi belirgin ve sürekli olarak artıyor ve artış yatırımın getirisinin üstünde oluşuyorsa, satın alma gücünde azalma meydana gelmiş demektir. Böyle bir durumda, menkul kıymet yatırımları için nominal ve reel olmak üzere iki tür kazançtan söz edilebilir. Nominal kazanç, paranın satın alma gücündeki düşmeleri hesaba katmadan elde edilen kazançtır. Enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde

⁷ KORKMAZ ve CEYLAN, *a.g.e*, Bursa, 2007, s. 492.

nominal kazanç anlamlı değildir.⁸ Reel getiri, nominal getirinin enflasyon oranından arındırılmasıyla aşağıdaki şekilde bulunur.

$$\text{Reel Getiri} = [(1 + \text{Nominal Getiri}) / (1 + \text{Enflasyon Oranı})] - 1$$

Menkul kıymetlerin fiyatları, genel fiyat düzeyindeki yükselmelerden farklı düzeylerde etkilenmektedir. Tahvil gibi sabit getirili ve uzun vadeli menkul kıymetlerde enflasyonun etkisi daha şiddetli görülürken, hisse senetlerinin enflasyondan daha az etkilendiği söylenebilir. Faiz oranları sabit kalmak kaydıyla enflasyon oranlarındaki artış, reel getiriyi azaltacaktır.

1.2.2.1.2. Piyasa Riski

Piyasa riski, sermaye piyasasında fiyat hareketlerinin neden olduğu risktir. Sermaye piyasasında, zaman zaman açıklanabilir bir nedenle bazen de hiçbir geçerli neden olmaksızın, finansal varlıkların pazar fiyatlarında büyük düşüşler olabilir. İşte, bu fiyat düşüşlerinin yatırımcının verimi üzerindeki olumsuz etkisi, piyasa riskini oluşturur.

Sermaye piyasasında bulunan değişik menkul kıymetlerin piyasa riskinden etkilenme dereceleri de farklı olabilmektedir. Örneğin, bir tahvilin pazardaki dalgalanmalardan etkilenmesi, bir hisse senedinin etkilenmesinden çok daha az olmaktadır. Çünkü tahvil ve bunlar gibi borçlanma senetlerinin gerçek değerleri, hisse senetlerinin değerlerinden daha hassas tahmin edilebilir.

1.2.2.1.3. Faiz Oranı Riski

Yatırım yapılan menkul kıymetin fiyatının, piyasadaki faiz oranlarının değişkenliğinden olumsuz olarak etkilenmesi durumunda oluşan bir risktir. Piyasadaki faiz oranlarının değişmesi, beklenen getirilerin gerçekleşme olasılıklarını etkilemektedir. Piyasadaki faiz oranlarının düşmesi, genel olarak tüm menkul kıymetlerin fiyatlarının yükselmesine neden olmakta, tersi durumda ise diğer yönde bir etki söz konusu olmaktadır. Faiz oranı riski, faiz oranının en düşük olduğu zaman en az, en yüksek olduğu zaman ise, maksimum düzeye çıkmaktadır.

⁸ KORKMAZ ve CEYLAN, *a.g.e.*, Bursa, 2007, s. 494.

Sabit faizli menkul kıymetler için, faiz oranı riski büyük önem taşımaktadır. Piyasa faiz oranının yükselmesi, tahvil gibi menkul kıymetlerin piyasa değerlerinin düşmesine neden olur. Buradaki düşme, tahvilin likit değerindeki düşmedir. Tahvil yatırımcısı için bir zarar söz konusu olmayıp, bu durumda tahvilin kupon faizlerinin vade sonuna kadar daha yüksek faizle yeniden yatırılabilmesinden doğacak potansiyel kazanç da ortaya çıkmaktadır. Buradaki riskten kasıt, faiz oranları ile ilgili geleceğe yönelik beklentilerdeki sapmadan kaynaklanan tahvilin likit değerindeki düşmedir.⁹

1.2.2.1.4. Politik Risk

Dünyada meydana gelen siyasi ve ekonomik krizler ile savaşlar, yatırımcıların beklentilerini etkileyerek bir takım etkiler doğurur. Çünkü ülke içinde veya uluslararası ortamda yaşanan siyasi krizler, ülkelerin veya hükümetlerin izledikleri maliye ve para politikalarını olumlu veya olumsuz etkilemektedir. Politik riskin bir başka boyutu da, uluslararası ticaretin hacmi ile ilgilidir. Kotalar, koruma girişimleri, yabancı sermaye yatırımları, döviz kurundaki dalgalanmalar, bu riskin unsurlarını oluşturmaktadır.

Politik risk, yatırımcı kontrolünde olmamasından dolayı ülke içi veya ülkeler arasındaki siyasi gelişmelerin menkul kıymetlerin getirilerinde meydana getireceği değişiklikleri tanımlamada kullanılan bir risk türüdür.

1.2.2.1.5. Kur Riski

Yatırım yapan ekonomik birimin farklı bir para birimi üzerinden işlemini gerçekleştirmesi durumunda ortaya çıkan bir risk türüdür. Kur riski, yabancı para cinsinden yapılan yatırımlarda, paraların değerinin değişmesi sonucunda ortaya çıkar. Günümüzde, küreselleşmenin etkisiyle son derece hızlı bir şekilde gerçekleşen sermaye giriş-çıkışları nedeniyle, kur riskinin önemi daha da artmaktadır.

1.2.2.2. Sistemik Olmayan Risk

Sistemik olmayan risk, bir firmaya özgü olan ve firma tarafından kontrol edilebilirliği bulunan, portföy çeşitlendirmesi ile yok edilebilen bir risktir. Sistemik olmayan riskin diğer bir adı da çeşitlendirilebilir risktir. Faaliyet riski, finansal risk ve

⁹ ERCAN ve BAN, *a.g.e*, s. 179.

yönetim riski, bu gruba girer. Sistematiik olmayan bu risk kaynakları, aşağıda kısaca açıklanmıştır.

1.2.2.2.1. Faaliyet Riski

Bu risk firmanın aktiflerinin oluşumu ile ilgilidir. Toplam aktifleri içinde sabit aktiflerinin payı büyük olan bir firmada, faaliyet riski yüksektir. Zira yüksek sabit aktif / toplam aktif oranı, maliyetlerin oluşumunda sabit maliyetlerin değişken maliyetlere göre payını artırır ve firmanın kârlılık başabaş noktasını yukarı çeker. Diğer bir ifade ile sabit giderler ile toplam giderler arasındaki oranın, yani firmanın faaliyet kaldırıcının yüksek oluşmasına neden olur. Bu durum ise firma satışlarının küçük değişmelerinden bile etkilenen hassas bir kârlılık yapısı oluşturur. Satışları olumsuz etkileyen sistematiik olan veya olmayan faktörler, finansal varlığın veriminin büyük düşüşler göstermesine neden olur.¹⁰

Endüstride meydana gelmesi beklenen değişmeler, ekonomik koşullarda meydana gelen değişmeler ile yasalarda ve tutumlardaki değişmelerden kaynaklanmaktadır. Bu tür değişmeler, işletmenin kârını ve dolayısıyla menkul kıymetlerin değerini olumsuz yönde etkiler. Endüstri koşullarında meydana gelebilecek değişmeler dikkatle ele alınıp, işletmenin gelir ve giderlerinin ne yönde etkilenebileceğini tahmin etmek gerekir. Olumsuz değişmelere açık bir endüstride, verim değişkenliği ve dolayısıyla risk de yüksek olacaktır.¹¹ Bir menkul kıymete yatırım kararı alınmadan önce endüstri riski incelenmeli, diğer endüstrilerin de taşıdığı riskler göz önünde bulundurulmalı ve yatırım kararı öyle verilmelidir.

1.2.2.2.2. Finansal Risk

Yatırım yapılan menkul kıymeti çıkaran şirketin mali yükümlülüklerini yerine getirmemesi sonucunda oluşan risk türüdür. Bir başka anlatımla, işletmenin borç ödeme yeterliliğinin azalmasıdır. Finansal risk, bir işletmeyi finanse etmek için kullanılan borç ve özsermaye bileşimi ile ilgilidir. Firmalar, borcun kaldırıcı etkisinden faydalanmak için yüksek finansal risklere katlanabilirler. Risk ile getiri arasında aynı yönde bir ilişki olduğu bilinmektedir. Firmalar hiç borç kullanmayarak finansal risklerini sıfır

¹⁰ Cevat SARIKAMIŞ, *Sermaye Pazarları*, İstanbul, 1995, s. 172–173.

¹¹ KORKMAZ ve CEYLAN, *a.g.e.*, Bursa, 2007, s. 504.

yapabilirler; ancak optimum bir yatırım için en uygun sermaye bileşimini bulmak ve kaldıraç etkisinden faydalanmak gerekir.

Finansal risk, faaliyet riskinde olduğu gibi çeşitlendirme yolu ile ortadan kaldırılacak bir risk türüdür.

1.2.2.2.3. Yönetim Riski

İşletmeleri başarıya götürebilecek en önemli nokta iyi bir işletme yönetimidir. İşletmelerin sermayesi ne kadar güçlü olursa olsun; eğer bir işletme iyi yönetilemiyorsa başarılı olması çok zordur. Yönetim riski, işletmelerin iyi veya kötü yönetilmelerine göre ortaya çıkan bir risk türüdür. Yöneticilerin yapabilecekleri yönetim hataları firmanın geleceğe yönelik beklentilerinde sapmalara neden olabilecektir. Yönetim hataları, hisse senetlerinin değerini belirleyen değişkenleri büyük ölçüde etkiler. Yapılan yönetim hataları sonucunda firmaların satışları ve kârı azalacağı gibi, riski de artabilir. Bu durum, hisse senetleri fiyatlarında düşüşe yol açar.

Derecelendirme aşamasında yönetim riskinin, diğer risk kaynakları gibi göz önüne alınıp etkisinin ortaya konması gerekmektedir. Etkin bir yönetim sistemine sahip işletmelerin gelecekte daha başarılı sonuçlar alma olasılığı göz ardı edilmemelidir. Yönetim riski de çok iyi çeşitlendirilmiş portföy yardımıyla ortadan kaldırılabilir.

1.3. DERECELENDİRME KAVRAMI

1.3.1. Derecelendirme Kavramı ve Özellikleri

Globalleşmeye bağlı olarak, kredi 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 itibarıyla 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 ortaya çıkarmaktadır.

Derecelendirme faaliyeti için uygulanacak bir model belirlenmelidir. Belirlenen bu model çerçevesinde derecelendirmeye tabi tutulan değerin geçmişteki verileri kullanarak risk faktörlerini ölçme çalışmaları yapılır. Derecelendirme faaliyetlerini gerçekleştirmek için, yeterli sayıda veri ve kritere sahip olmak gerekir.

İçinde bulunmakta olduğumuz bu dönemde finans kesimini oluşturan kuruluşlarda görölen başarısızlıklarda ve dolayısıyla yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları risklerde meydana gelen artış, derecelendirme işleminden sıklıkla faydalanılmasını gündeme getirmiştir.

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

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

Genel olarak derecelendirmeye getirilen tanımlar incelendiğinde, derecelendirme işleminin, menkul kıymet ihraç eden kuruluşların, ihraç ettikleri borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin, tedavölde kalacağı süre içerisinde anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirebilme yetenekleri ve isteklilikleri hakkında verilen tarafsız bir yargı olduğu kanısına varılmıştır.

Derecelendirme; 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 ölkeler de finans piyasalarından finansman temininde bulunan birimler olarak karşımıza çıkabilmektedir.

Derecelendirme işleminde ortaya çıkan esasları şöyle sıralayabiliriz¹²:

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, ihraççının iflası durumunda yatırımcıların haklarını etkileyen kanunlar ve düzenlemeler.

Derecelendirme, güvenilir olduğu sürece yatırımcıların karar almalarında belirleyici bir etkidir. 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 kurumlara duydukları güven sarsılabilecektir.

Bağımsız derecelendirme firmaları derecelendirme süreci içerisinde bünyelerinde risk analizinde uzman, mali analist ve ekonomistleri çalıştırır. Bu firmalar, borçlu şirketlerin ödünç aldıkları fonların, anapara ve faizini vadesinde ödeme yeterliliğine ne ölçüde sahip olduklarını göstermek amacıyla, belirli kriterler aracılığıyla şirketlerin finansal tablolarını incelemekte ve bir sıralamaya tabi tutmaktadırlar. Derecelendirme sonucunda elde edilen veriler, anlaşılması kolay ve kısa bir takım sembollere dönüştürülmekte ve yatırımcıya o şirket hakkında daha verimli kararlar almasına imkân tanıyacak bir yorum sağlamaktadır.¹³

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

Derecelendirme yalnızca güvenilir olduğu sürece, yatırımcıların karar alma sürecinde belirli bir değer kazanabilir. Derecelendirmeyi değerli kılabilecek diğer faktör

¹² BAN, Ünsal, YÖRÜK, Nevin, “Derecelendirme, Derecelendirme Yöntemleri ve Avrupa Birliği’ne Giriş Öncesi Türkiye Açısından Değerlendirme”, VII. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler, İstanbul Üniversitesi, 22-25 Ekim 2003, s. 527.

¹³ Mehmet Burak YALKIN, “Basel II Kapsamında Şirket Derecelendirme ve Bankaların Mali Tahlil Birimleri Açısından Değerlendirilmesi”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2007, s. 7.

ise analiz ve kriterlerin kullanılabilir ve geçerli olmasıdır. Sonuç olarak derecelendirme, subjektif bir ölçüdür. Derecelendirme kurumları, derecelerinin birer “fikir”, “yorum” ve “gözlem” olduğunu sürekli olarak tekrarlamaktadırlar. Derecelendirme firmalarının güvenilir olmayan rating verme konusunda, fazla bir lükse sahip olmadıklarını belirtebiliriz. Bu çerçevede derecelendirme firmaları, bir fikir belirttiklerinden dolayı hatalı olmazlar. Derecelendirme işlemi ancak finansal piyasalarda kabul edilirse, o zaman doğruluğu kabul edilebilir. Derecelendirmeye karar vermek için bir formül olmadığını da belirtebiliriz.

1.3.2. Derecelendirmenin Tarihçesi, Gelişimi 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 değerliliğinin belirlenmesi için, Doğu ve Batı eyaletlerinde çoğunluğu avukat olan 180 muhbiri kapsayan bir network kurarak derecelendirmenin temelini atmıştır.¹⁴

Menkul kıymetlerin derecelendirilmesine ilişkin veriler, ilk defa Amerika'da John Moodys tarafından 1909 yılında kamuoyuna duyurulmuştur. John Moody 1905 yılında ilk derecelendirme kuruluşu olan Moody's Investors Service'yi kurmuş ve ilk kez 1909 yılında 'Demiryolları Yatırımlarının Analizi' adlı eserinde, ilk dereceleri yayınlamıştır. Daha sonra Moody's Investors Service, Inc., ardından, 1916 yılında Poor's Publishing Company, 1922 yılında da Standart Statistics Company izlemiştir. Sonraki yıllarda bu iki şirket birleşerek Standart 8 Poor's Corporation unvanını almış ve dünyanın en büyük ikinci derecelendirme şirketi olmuştur. Standard and Poor's'un hükümetlerin ihraç etmiş oldukları menkul kıymetleri derecelendirmesine başlaması, 1930'lu yıllara dayanmaktadır.¹⁵

Derecelendirmenin önemindeki artış sonucu, Avrupa'da, Asya'da ve Latin Amerika'da birçok derecelendirme şirketi kurulmuştur.

¹⁴ Ünsal BAN, *Menkul Kıymet Derecelendirme Yöntemleri ve Derecelendirme Yöntemlerinin Türkiye'de Uygulanabilirliği*, Gazi Kitabevi, 2003, s. 16.

¹⁵ BAN, *a.g.e*, Gazi Kitabevi, Ankara, 2003, s. 16.

Merkezi New York'da bulunan Thomson Bankwatch firması, faaliyetlerini banka 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.¹⁶ 1978 yılında kurulan IBCA firması, Avrupa kökenli tek derecelendirme firmasıdır. Kuruluş bankaların derecelendirmesinde uzmanlaşmıştır. New York'da ikinci şubesini 1985 yılında açmıştır. Amerika'da faaliyet gösteren ticari ve yatırım bankalarını da derecelendirmektedir.

Japonya'daki derecelendirme firmaları incelendiğinde, ilk olarak karşımıza "Mikuni's Credit Ratings" adı altında 1983 yılında kurulan firma çıkmaktadır. "Mikuni's Credit Ratings" bağımsız ve çalışanları yatırımcı kökenli bir derecelendirme şirketi olup merkezi ise Tokyo'dur.¹⁷

Japanese Credit Ratings (JCR) şirketi 1975 yılında Japonya'da kurulmuş olmasına rağmen, ismini ancak 1980'li yılların ortalarında duyurmaya başlamıştır. JCR, daha çok ülke derecelendirmesine ağırlık vermiş durumdadır.

Avustralya'da ise derecelendirme faaliyeti 1981 yılında ortaya çıkmış ve bu faaliyet 1988'de Hong Kong'a kadar genişlemiştir. Kore'de, ilk kuruluş 1986'da oluşturulmuş ve bir diğeri birkaç yıl sonra kurulmuştur. Filipinlerde, derecelendirme kuruluşu 1982'de faaliyete geçmiştir. Hindistan'da 1988'de, Malezya'da 1991'de ilk örnekler görülürken, Tayland bu konuda aktif olarak uğraşmaktadır.¹⁸

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

¹⁶ Ayşe Gülten ATAMAN, "Derecelendirme Kurumları ve Türkiye'deki Olası Rolü", Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1995.

¹⁷ Avrasya Raiting, "Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)", (03.06.2009) <http://www.jcravrsyarating.com/index.php?sayfa=1>

¹⁸ Nadide Sevil HALICI, "Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri", Yüksek Lisans Tezi, Kayseri, 2005, s. 23.

Tablo 1-1:Dünya'daki Temel Derecelendirme Firmaları

Kuruluş Yılı	Rating Firması	Ülke	Değerlendirdiği Alan
1909	Moody's Investor Service	ABD	Tüm hizmetler
1913	Fitch Investor Service	ABD	Tüm hizmetler
1941	Standart & Poor's Corparation	ABD	Tüm hizmetler
1972	Canadian Bond Rating Service	Kanada	Tüm hizmetler
1974	Thomson Bankwatch *	ABD	Finansal kuruluşlar
1975	Japonese Bond Rating Service	Japonya	Tüm hizmetler
1977	Dominion Bond Rating Service	Kanada	Tüm hizmetler
1978	IBCA Ltd.	İngiltere	Finansal kuruluşlar
1980	Duff & Phelps Credit Rating Co **	ABD	Tüm hizmetler
1985	Japanese Credit Rating Service	Japonya	Tüm hizmetler
1985	Nippon-Investor Service	Japonya	Tüm hizmetler

* FitchIBCA, Aralık 2000 tarihinde bünyesine katmıştır.

**FitchIBCA, Nisan 2000 tarihinde bünyesine katmıştır.

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

- Uzun vadeli borçlar
- Kamu kâğıtları
- Mevduat sertifikası
- Yatırım fonu
- Menkul kıymet yatırım fonu
- Oydan yoksun hisse senetleri
- Sigorta şirketlerinin hasar ödeme kabiliyeti¹⁹

Son 30 yıl içinde finansal piyasaların hızla globalleşmesi ve uluslararası borçlanma araçlarındaki çeşitlilikler, derecelendirmeyi ABD dışındaki diğer gelişmiş piyasaların da bir parçası haline getirmiştir. Derecelendirme ilk olarak A.B.D.'de başlamış ve A.B.D.'de gelişerek, özellikle 1980'li yıllardan itibaren A.B.D. dışındaki

¹⁹ Standart & Poor's International Criteria, 1995, s.15

ülkelerde de yaygınlaşmıştır. Günümüzde birçok derecelendirme şirketi ulusal düzeyde şirket, tahvil ve finansman bonolarını derecelendirmektedir.

1.3.3. Derecelendirmenin Türkiye’de Gelişimi ve Durum Tespiti

Son yıllarda uluslararası sermaye piyasalarıyla bütünleşme eğiliminin artması bu piyasalardaki menkul kıymetleştirme hızını da giderek artırmıştır. Bu durum piyasalarla ilgili hızlı ve tarafsız bir bilgi akışının varlığını da gündeme getirmiştir.

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

Dünya üzerindeki piyasalarla sürekli ve karşılıklı olarak etkileşim içinde olan piyasalarımızın, kendini dünya üzerindeki her türlü gelişme ve ilerlemelerin dışında tutması mümkün değildir. Sermaye piyasası kısa sayılabilecek bir geçmişe sahip olmasına rağmen, bu konuda çok önemli gelişmeler sağlanmış ve ciddi bir mesafe kat edilmiştir. Fakat gelişmiş ülkeler seviyesine ulaşmak için kapatılması gereken çok önemli bir ara vardır. Bu gelişim ise, doğru bilginin zamanında piyasaya ulaştırılması ile sağlanabilecektir.

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, yatırımcılar zaman zaman yanlış veya sağlıksız yatırım kararları verebilmekte ve bedelini oldukça ağır ödemektedirler.²⁰

Türkiye’de sermaye piyasasının gerek hukuki altyapısı, gerekse kurumları itibariyle oluşumu, yaklaşık yirmi beş yıllık bir geçmişe sahip bulunmaktadır. Bu konuda 1981 yılında yayınlanan 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu dâhilinde, yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan Sermaye Piyasası

²⁰ Tahsin ÖZMEN, Tahvil Derecelendirmesi, SPK Araştırma Raporu 1990, s. 17.

Kurulu (SPK) kurulmuştur. Kurul, idari ve mali özerliğe sahip düzenleyici bir kamu kurumu özelliği taşımaktadır.

Risk derecelendirmesi açısından sermaye piyasasının önemi, derecelendirilecek işletme veya menkul kıymetlerden başka, derecelendirmeden yararlanacak yatırımcıların da 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 ve ihraç edilen menkul kıymetlerle, bu menkul kıymetleri ihraç eden firmaların kredi değerliliği, kamuyu aydınlatacak yeterli bilginin varlığını gerektirmektedir. Sermaye piyasalarının güven ve istikrar içinde çalışmalarını sağlayan en önemli özelliklerden birisi hiç kuşkusuz ki, kamuyu aydınlatma ilkesidir.²¹

Sermaye piyasaları temelde güven esasına dayanan piyasalardır. Piyasaların özendirilebilmesi ve tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarına girmelerinin sağlanması için, öncelikle onlara güven ve bilgi verilmesi gereklidir.

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

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

Her ülkenin olduğu gibi Türk finans sisteminin de 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 uluslararası finansal istikrara katkıda bulunması arzu edilmekte ve ekonomik kurallara uyum göstermesi gerekmektedir. Bu kurallar da özet olarak genel hatlarıyla; finansal serbestleşme, finansal piyasalarda devlet müdahalesinin ve

²¹ Uğur Gökhan SARI, Türkiye'de Tahvil Piyasası ve Derecelendirme, SPK Araştırma Raporu, 1994-

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.²²

Sermaye piyasalarının henüz tam anlamıyla gelişmemiş olduğu ülkelerde derecelendirme işlemi hem yön göstermesi hem de piyasaların gelişmesi açısından önemli bir etken konumundadır. Ülkemizde derecelendirmeye ilişkin faaliyetlerin gelişimi çok yeni olmakla birlikte (Türkiye rating ile 1991 yılında tanışmıştır. Türkiye ilk kez sovereign yani ülke ratingi almış ve bu şekilde yurt dışı piyasalardan borçlanma imkânı sağlanmıştır), hukuki temelleri de ancak Sermaye Piyasası Kurulu'nun, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22. ve 39. maddeleri çerçevesinde hazırlanarak, 22925 no, 06.03.1997 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan ve aynı tarihte yürürlüğe giren "Derecelendirme Faaliyeti ile Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar" başlıklı Seri: VIII, No:31²³ tebliği ile atılmıştır. Böylece piyasanın manipülatif işlemlerden etkilenme derecesinin azalması ve piyasada subjektif ölçütlerden ziyade objektif ölçütlere dayalı bilgilerin yer alması sağlanmıştır.

Adı geçen tebliğ (Seri: VIII, No: 31), 4.12.2003 tarihli ve 25306 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VIII, No: 40 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır²⁴.

12.7.2007 tarihli ve 26580 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VIII, No: 51 sayılı Tebliğ ile,

1-) 6.3.1997 tarihli ve 22925 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VIII, No: 31 sayılı "Derecelendirme Faaliyeti ile Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği",

4/12/2003 tarihli ve 25306 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VIII, No: 40 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile,

²² BAN, *a,g,e*, Gazi Kitabevi, 2003, s. 93.

²³ Seri:VIII, 06.03.1997 tarihli 31 nolu tebliği, www.spk.gov.tr/teblig/seriVIII_No40.pdf

²⁴ www.spk.gov.tr/teblig/SeriVIII_No40.pdf

2-) a) 4.12.2003 tarihli ve 25306 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: VIII, No: 40 sayılı “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti Ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği”

b) 24.05.2006 tarihli ve 26177 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: VIII, No: 47 sayılı “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” yürürlükten kaldırılmıştır²⁵.

“Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği”, 8/ 7 /1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun değişik 22. maddesinin birinci fıkrasının (n) bendi ve 39. maddesine dayanılarak hazırlanmıştır.

Mevcut Tebliğ, Seri: VIII, No:51 Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliğine göre,

Derecelendirme Faaliyeti:

- ❖ Kredi derecelendirmesi
- ❖ Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır.

Tebliğ uyarınca kredi derecelendirmesi,

- a. Ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya
- b. Borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir.

Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi ise,

- a. Ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının Kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumun derecelendirme kuruluşları tarafından

²⁵ www.spk.gov.tr/teblig/SeriVIII_No51.pdf

bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti” olarak tanımlanmıştır²⁶.

Derecelendirme kuruluşları, finansal piyasalara fon sağlayan kişi ve kuruluşların asimetrik bilgi probleminden kaynaklanan bilgi eksikliğini gidererek, piyasaların daha güvenli ve işlevsel çalışmasına yardımcı olmaktadır.

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

1.4. 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 şirketleri, borç ödeme güçlerini ölçebilmek amacıyla, derecelendirmeye sıkça başvururlar. Bu durumun ana sebeplerinden bir tanesi; günümüzde derecelendirmesi yapılan şirketlere olan yatırımın artış göstermesidir.

Derecelendirme, finans otoritesinin gözetim ve denetim yükünü hafifletmektedir. Böylece, sürekli kontrol altındaki piyasa mekanizmasının güvenli gelişimi sağlanabilir. Ayrıca, piyasalara şeffaflık getirecek oto kontrol sistemini devreye sokar. Örneğin bazı ülkelerde bazı menkul kıymetlerin borsada kote edilebilmeleri için belirli bir düzeyde derece notuna sahip olmaları gerekmektedir. ABD’de bankalar ve portföy işleten kurumsal yatırımcıların, düşük dereceli menkul kıymetleri satın almaları önlenerek yatırımcının bu yolla riskten korunması sağlanmıştır. Derecelendirme, bilgi akışını artırarak piyasaya şeffaflık ve etkinlik getirmektedir.

Günümüzde finans sektöründe faaliyet gösteren birçok kuruluş, uluslararası piyasalardan borçlanarak finansman ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Son dönemde yaşanan banka kredi faizlerindeki istikrarsızlık, şirketler arası rekabet ve birleşmelerin

²⁶ www.spk.gov.tr/teblig/SeriVIII_No51.pdf

artması, toptancı para ve sermaye piyasalarındaki gelişme, şirketleri finansal yapılarını güçlendirmeye itmiştir.

Bu gelişmeler de doğal olarak menkul kıymet ihracını artırırken, aynı zamanda da yatırımcı yelpazesinin genişlemesine ve kredi değerliliğine duyulan ihtiyacı da artırmıştır.

1.4.1. Derecelendirmenin Yatırımcılar ve Fon Sahipleri Açısından Önemi

Günümüz sermaye piyasalarında risk derecelendirmesi, hem bireylere hem de kurumlara yönelik bir bilgi kaynağı oluşturarak, yatırım kararlarında etkin bir rol oynamaktadır. Buradan hareketle, derecelendirme, finansal düzenleme araçlarından biri olarak kabul edilebilir.

İşletme yönetiminin ihraç ettiği menkul kıymetin derecelendirilmesine izin vermesi, sermaye piyasasına bir güven sinyali olabilmektedir. Derecelendirmeye duyulan güven arttıkça, işletmeler borçlanma için daha etkin kararlar alabilmektedirler.

Sermaye piyasası gelişmiş ülkeleri incelediğimizde, yatırımcıların karar alma süreçlerini doğrudan etkileyen araçlardan birisinin de risk dereceleme faaliyeti olduğunu; derecelendirme işleminin bankaları, kamu kuruluşlarını, yerel yönetimleri, genel olarak ülkeleri de kapsayan geniş bir alana yayıldığını görmekteyiz.

Öz olarak derecelendirme, derecelendirme şirketinin kredi risk analizinin piyasalara en çabuk ve en uygun yoldan iletişimi anlamına gelmektedir. Yatırımcı açısından derecelendirmenin temel fonksiyonu çok nettir.

1. Kredi riskinin belirlenmesinde basit ve objektif bir gösterge olması: Derecelendirme birçok menkul kıymet için, menkul kıymetin yatırımcının risk ölçütlerine uygunluğunun belirlenmesinde kullanılır. Dolayısıyla yatırımcılar, “Alım Listeleri”nin oluşturulmasında derecelendirme notunu bir referans olarak kullanırlar.

Yatırımcılar için, derecelendirmenin gelecek hakkında belirsizliği önleyici bir etkisi vardır. Derecelendirme, yatırımcının kendi kararları için düşük maliyetli bir tamamlayıcıdır. Geniş piyasa bilgilerine sahip olan yatırımcılar; çeşitli sektör, ülke ve farklı yatırım enstrümanlarındaki potansiyel fırsatları analiz etmeye yarayacak kaynaklara sahip olmayabilirler. Güvenilir ve global anlamda mukayese edilebilir kredi

riski raporları, yatırımcıların yatırım ufuklarını genişleterek, onları 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.

Derecelendirmenin İhraççı Açısından Önemi:

Eğer 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: Derecelendirme, 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: Derecelendirme, 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 kâğıt ihraç etmeyi tercih etmektedir.

4. Finansman esnekliği: Derecelendirme, dünya çapında birçok 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.²⁷

²⁷ BAN, *a,g,e*, Gazi Kitabevi, 2003, s. 43.

1.4.2. 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 sağlamalarını 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 yöneticilerinin, stratejik kararlarını yeniden gözden geçirmesine ve daha dikkatli hareket etmelerine yardımcı olmaktadır. Böylelikle firmalar, oto kontrol sistemlerini ve yönetim kalitelerini geliştirme çabasına girecek, etkinliklerini artırmaya çalışacaklardır.

Derecelendirme, şirketlere borçlanma esnasında maliyet tasarrufu sağlar. Yüksek derecelendirme notu olan firmaların maliyetlerinde önemli azalmalar gözlenmektedir. Piyasada yeterince tanınmayan, ancak güçlü mali yapılara sahip olan küçük ve orta ölçekli firmaları borçlanma piyasalarına çekerek onların, bu piyasalara girmelerine yardımcı olmaktadır.

İşletme derecelendirmesi; hem işletmenin kendini değerlendirmesi, olumlu ve olumsuz yönlerini tanıması ve işletmenin gelişimi hakkında bilgi edinmesi açısından, hem de işletme ile ilgili üçüncü kişilerin bilgi gereksiniminin karşılanması açısından önemlidir. Derecelendirme sayesinde, karar vericilerin karar verme işlevini daha kolay ve anlamlı olarak yerine getirmeleri sağlanacaktır. Bu anlamda da derecelendirme işleminin üstlendiği bu görevi tam olarak yerine getirebilmesi için, aşağıdaki noktalarda odaklanması gerekmektedir.²⁸

- Tüm sübjektif unsurlardan arındırılmak,
- Elde edilen verilerin objektif verilere dönüştürülmesi,
- Değerlendirme prosedürlerinin objektif olması,
- Derecelendirme değerlerinin anlaşılır olması

²⁸ Oktay TAS, "Almanya'da Ortaboy İşletmeler için Derecelendirme Süreci", www.dogus.edu.tr/dogustru/journal/sayi_3/m00045.pdf, 2004

1.4.3. Derecelendirmenin Sermaye Piyasası Açısından Önemi

Kamunun doğru ve şeffaf bilgilerle aydınlatılması ilkesini esas alan derecelendirme işlemi, sermaye piyasasına gelen çeşitli yatırımcıların doğru ve doğrudan bilgi sahibi olmalarına katkıda bulunmaktadır.

Derecelendirme firmaları derecelendirme sonuçlarını, bankalar, kamu kuruluşları ve bireysel yatırımcıları da içeren geniş bir kitlenin kullanımına sunmaktadırlar. 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 güvenilirliği ile sağlıklı gelişimi sağlanır. Diğer yandan riskten kaçınan bireysel ve kurumsal yatırımcıların, piyasalara girmeleri ve kısa vadeli işlemleri artırmaya yöneltmek, sermaye piyasalarında ve borsalarda gelişmenin önünü açmaya yardımcı olmaktadır. Derecelendirmenin bir diğer faydası da, ulusal yatırımcıların yanı sıra, yabancı yatırımcıları da sermaye piyasalarına çekerek, piyasaların uluslararası piyasalarla entegrasyonunu kolaylaştırır.

1.4.4. 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 piyasalara şeffaflık getirecek oto kontrol sistemlerini devreye sokar.

1.4.5. Derecelendirmenin Ekonomi Açısından Önemi

Derecelendirme ekonomiye, faiz oranlarının riske göre farklılaştığı, başta tahvil olmak üzere borçlanma enstrümanları ihraçlarının kolaylaştığı, spekülör - 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. Güvenilir mali piyasaların gelişimine katkıda bulunur.

Derecelendirme işleminde, büyük miktarlarda olan kredilerinde derecelendirilmiş olması, problemlili 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.²⁹

Derecelendirme, finansman imkânlarının artışına katkıda bulunmasıyla ekonominin dış kaynak teminini kolaylaştırır. Derecelendirme, piyasaların uluslararası piyasalara açılmasını kolaylaştırarak, küreselleşme hareketinin gelişmesini sağlamaktadır. Piyasaların, yurtdışı piyasalarla entegrasyonunu kuvvetlendirmektedir.

²⁹ Melih BULUT, "Borç Krizi", Para Finans Ansiklopedisi, Cilt I, 1996, s. 291 - 293

II. BÖLÜM

DERECELENDİRME SÜRECİ, DERECELENDİRME ŞİRKETLERİ VE DERECELENDİRME SEMBOLLERİNİN TANIMLANMASI

Yatırım yapan herkes, bir ölçüde risk almış olur. Bir yatırım kararının verilmesinde risk faktörü, belirleyici bileşenlerden birisidir. Özellikle rekabetin yoğun ve keskin olduğu günümüzde, 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 ve minimize etmek 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.

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 ödenme (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 oluşmaktadır.

Derecelendirme işlemi, doğası gereği hayli takdire bağlı bir nitelik arz etmektedir. Hem menkul kıymet ihraç eden kuruluşların ve menkul kıymetlerin çok değişik özelliklere sahip olabilmelerinden hem de bir ülke veya endüstride riskli

sayılabilen bir durumun diğ erinde olumlu karşılanabileceğ inden dolayı risk derecesinin belirlenmesinde tek ve kesin bir model yoktur. Risk derecesini belirlemede kullanılan yöntemler hem nicel, hem de nitel değ işkenleri de içeren çok detaylı bir analizi kapsamaktadır.

2.1. DERECELENDİRME SÜRECİ

Derecelendirme süreci, finansal, teknik ve ekonomik analizler doğrultusunda gerçekleştirilmektedir. Bu çalışmalar, ÷lke veya menkul kıymet ihraç eden firmaların talebi üzerine yapılır ve en önemli özelliğ i, tamamen gizlilik iç erisinde yürütülmesidir. Bu bilgiler; firmanın endüstrideki genel geç miş i, son beş yıllık finansal verileri ve geleceğ e yönelik projeksiyonları, iş letmenin stratejileri ve ana felsefesi, iş letmenin amaç ve hedefleri gibi konuları kapsar.

Derecelendirmede kriter olarak kantitatif ve kalitatif analiz kullanılmaktadır. Kantitatif analiz için ş irketlerin nakit yaratma güç leri, kaynak kullanımındaki verimlilikleri ve ş irketlerin faaliyetleri sonucu elde ettikleri gelirlerin yapısı incelenirken; kalitatif analiz için ise endüstri ve sektör analizi, faaliyet koş ulları, pazar koş ulları, yönetim ve muhasebe uygulamaları incelenmektedir³⁰.

Derecelendirme sürecinde özellikle, firmanın muhasebe yapısı incelenerek, kayıtların gerçeğ i tam olarak yansıtıp yansıtmadığı araşt ırmaya tabi tutulmaktadır. Bağımsız denetim raporu kalitesi uygun görülürse analizlere geç ilenir. Analizlerde ise firmanın mali yapısı, bulunduğ u endüstrinin özellikleri ve piyasanın şartları, genel siyasi ve ekonomik koş ullar, çeş itli yöntemlerle analiz edilir. Bunun yanı sıra yönetim kalitesi, sübjektif olarak incelenir. Firma kredibilitesinin değ erlendirilmesinde kullanılan temel ölçütler; sermaye yapısı, aktif kalitesi, likidite, nakit akımlarının uygunluğ u, karlılık ve yönetim etkinliğ inin araşt ırılmasıdır.

İhraç edilen menkul kıymetin özelliğ ine ve derecelendirmenin türüne göre, bu ölçütlere ÷lke riski, endüstri riski, firma yapısı, faaliyet etkinliğ i gibi ölçütler eklenir. Tüm bu ölçütlerin kullanılması sonucu varılan derecelendirme veya rating, ilgili firmanın onay vermesi ile yayınlanabilir. Aksi halde ihraççı firma derecelendirme

³⁰JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Ş irketi Firma Derecelendirme Metodolojisi, (15.07.2009)
<http://www.jcravrsyarating.com/index.php?sayfa=8&s=3>

talebinde bulunsa bile, notunun yayınlamasını istemez ise firmaya ait her türlü bilgi gizli tutulmaktadır.

Sonuç itibariyle derecelendirme süreci, derecelendirme şirketince derecelendirme kararının alınmasından itibaren başlayan ve derecelendirme sonuçlarının ilânına kadar devam eden bir süreçtir.

Derecelendirme süreci, derecelendirme firmaları arasında fazla bir fark göstermeyen, beş aşamadan oluşan bir süreci kapsamaktadır. Bunlar;

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, kuruluş veya aracı kurumun, derecelendirme kurumuna yaptığı ve resmi olmayan bir toplantı talebiyle başlamaktadır.

İhraççı şirket, doğrudan doğruya ya da bir aracı kurum vasıtasıyla, derecelendirme şirketi ile temasa geçer. Tüm derecelendirme şirketleri, mümkün olduğu takdirde, aracı kurum vasıtasıyla teması tercih etmektedirler. Fitch, ihracın türü ne olursa olsun, ihraççı şirketin avukatlarıyla da birlikte çalışmayı tercih etmektedir.³¹

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.

³¹ M. Berra KILIÇ, "Derecelendirme (Rating) İşlemi ve ABD'de Tahvil Derecelendirme Süreci", SPK Araştırma Raporu, (1989), s. 31.

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 derecelendirme firması, bünyesindeki uzman/analist grubunu 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,³²

- 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 borcu 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 firmaları, çoğunlukla derecelendirme talebinde bulunan şirket veya kuruluşun idari ve finansman faaliyetlerinden sorumlu kıdemli temsilcilerle görüşmek istemektedirler. Ayrıca bu görüşmelerde genel müdüründe bulunması yararlı

³² Adalet DEMİRÇELİK, “Derecelendirme (Rating)”, SPK Araştırma Raporu, Ankara 1984, s. 9.

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 beş 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 işlemde 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.

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

- 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.³³

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

³³DEMİRÇELİK, *a,g,e*, s. 8.

2.1.4. Derecenin Açıklanması

Derecelendirme Komitesinin kabulü ile netleşen derecelendirme notu, ilgili şirket veya kuruluşa nedenleri ile bildirilir. Akabinde derecelendirme firması, 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.³⁴

2.1.5. Derecenin İzlenmesi

Derecelendirme firmalarının yatırımcılara ve borç verenlere karşı olan sorumluluğu, borçlanma süresince derecenin doğruluğunu ispat etmek şeklindedir. Firmaların uzun vadeli temel göstergelerinin ayrıntılı bir şekilde analiz edilmesi ve değerlendirilmesi, derecelendirme kararının özünü oluşturur. Derecelendirme firmaları, derece notunu verdikten sonra derecenin doğruluğunu ispat etmek için, firmaların mali yapılarını ve ortaya çıkan sonuçları, sürekli olarak izlemeye devam ederler. Bu amaçla, sürekli olarak finansal tablolar ve raporlar ister, yönetimle görüşmelere devam eder, sektörel ve makro ekonomik gelişmeleri izler. Özellikle rating hizmeti verilen firma ve kuruluşların yönetimi ile ilişkilerinin devamlılığına önem verilir.

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

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

³⁴ KILIÇ, *a,g,e*, s 40.

2.2. DERECELENDİRME ŞİRKETLERİ VE FİRMALARIN DERECELENDİRME SEMBOLLERİ

Dünyada faaliyet gösteren yüzlerce derecelendirme kuruluşu olmakla birlikte uluslararası sermaye piyasalarında genel kabul görmüş birkaç derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla Standard and Poors, Moody's ve FitchIBCA şirketleridir. Bu şirketler, kendi ülkelerinin piyasalarında faaliyette bulunmalarının yanı sıra, dünyanın çeşitli yerlerinde de faaliyette bulunmaktadır. Çalışmalarını geliştirmiş sermaye pazarlarının olduğu ülkelerde kendilerine ait şubeleri kurarak, diğer piyasalarda da yerel derecelendirme şirketleri ile ortaklık yoluna giderek devam ettirmektedir.

Bölgesel olarak güçlü olan derecelendirme kuruluşlarının da pazarda önemli payları bulunmaktadır. Özellikle, Asya'da faaliyet gösteren derecelendirme kuruluşları Tokyo Shoko Research Ltd. ve Japan Credit Rating Agency, Amerikalı derecelendirme şirketleri ile rekabet halindedir. Japonya'da kamu otoritesinin şirkete ortak olması ile derecelendirme şirketi yarı kamusal bir özellik taşımakta, buna karşın, Japonya dışındaki tüm ülkelerde derecelendirme şirketleri bağımsız ve özel kuruluşlardır.

Türkiye'de derecelendirme faaliyetini, Türkiye'de kurulan ve SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları yapmaktadır.

SPK'nın Seri: VIII, No:51 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" 12.07.2007 tarih ve 26580 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğ uyarınca, derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır. Tebliğ'de kredi derecelendirmesi "ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin, veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti"; Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi ise, "ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının Kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti" olarak tanımlanmıştır.

Bu Tebliğin yayımından önce Türkiye'de kurulan ve Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşu (Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.) ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarının (Standards and Poor's Corp., Moody's Investor Service Inc. ve Fitch Ratings Ltd.) kredi derecelendirme faaliyetine yönelik yetkileri devam edecektir. Ancak, Türkiye'de kurulan ve Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşunun Tebliğin yayımını takip eden 2 yıl içinde faaliyetlerini ve organizasyon yapısını bu Tebliğe uygun hale getirmesi gerekmektedir³⁵.

Tablo 2-1: Türkiye'de Kredi Derecelendirme Yetkisi Almış Kuruluşlar

Derecelendirme Faaliyeti	Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları	Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslar arası Derecelendirme Kuruluşları
Kredi Derecelendirmesi	<p>1- Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.</p> <p>2- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.</p> <p>3- TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.</p> <p>4- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.</p>	<p>1- Standards and Poor's Corp.</p> <p>2- Moody's Investor Service Inc.</p> <p>3- Fitch Ratings Ltd.</p>
Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi	<p>1- TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.</p> <p>2- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.</p> <p>3- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.</p>	<p>1- RiskMetrics Group Inc</p>

Kaynak: <http://www.spk.gov.tr>

Aşağıda global bazda en çok kabul gören Standard and Poors, Moody's ve FitchIBCA şirketleri ve kullandıkları derece sembolleri ile bu sembollerin anlamları hakkında bilgilere yer verilecektir.

³⁵ <http://www.spk.gov.tr>

2.2.1. Yatırım Dereceleri ve Spekülatif Dereceler

Derecelendirme şirketlerini ve onların kullandıkları derece sembollerini açıklamadan önce, 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.

Türkçede 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 terimdir³⁶.

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

Tablo 2-2: Moody’s ve Standart Poor’s Kredi Derecelendirme Firmalarının Spekülatif ve Yatırım Derecesi Ölçütleri

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

Kaynak: www.Investopedia.com

³⁶ Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU, Derecelendirme Kurumları, 2004.
<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcarsamba7.doc>

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. Asıl önemli olan nokta yatırımcıların düşük kredi notlarının o firmanın “kötü” bir yatırım olduğu şeklinde düşünmemeleri gerektiğinin kazandırılmasıdır. Yatırımcıların kabul etmiş oldukları 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.

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

Derecelendirme firmaları tarafından verilen derece notları, kullanıcılar tarafından daha kolay algılanabilmesi için o grubun gösterdiği risk kategorisini ifade eden sembollerdir.

2.2.2. Moody's Derecelendirme Şirketi

Uluslararası finans piyasalarında en büyük derecelendirme şirketlerinden biri olarak kabul edilen özellikle rating faaliyetlerinde uzmanlaşan Moody's şirketi, 1900 yılında kurulmuş ve aynı yıl “Endüstri ve Çeşitli Menkul Kıymetler Rehberi” isimli eseri yayınlamıştır. Hisse senetleri, finansal kuruluşlara ait bonolar, devlet organları, kamu hizmetleri, üretim, madencilik ve gıda şirketleri hakkında bilgi ve istatistiksel veriler içeren rehber iki ay içinde satılmaya başlanmış, 1903 yılına kadar büyük bir tiraja ulaşmış ve kıtalar arası tanınmıştır.³⁷

Global anlamda etkin bir konuma sahip bulunan Moody's, dünyaya açılmak isteyen büyük şirketlerin kredi değerliliğini öğrenmek için başvurdukları başlıca şirket konumundadır.

Moody's şirketi faaliyet gösterdiği ülkeleri Asya - Pasifik Grubu, Avrupa - Orta Doğu - Afrika Grubu, Kuzey - Güney Amerika Grubu olmak üzere, üç ana grupta

³⁷ <http://www.moody.com>

bölümlendirmiştir. Söz konusu gruplandırma ve Moody's şirketinin faaliyet gösterdiği ülkeler aşağıda verilmiştir.

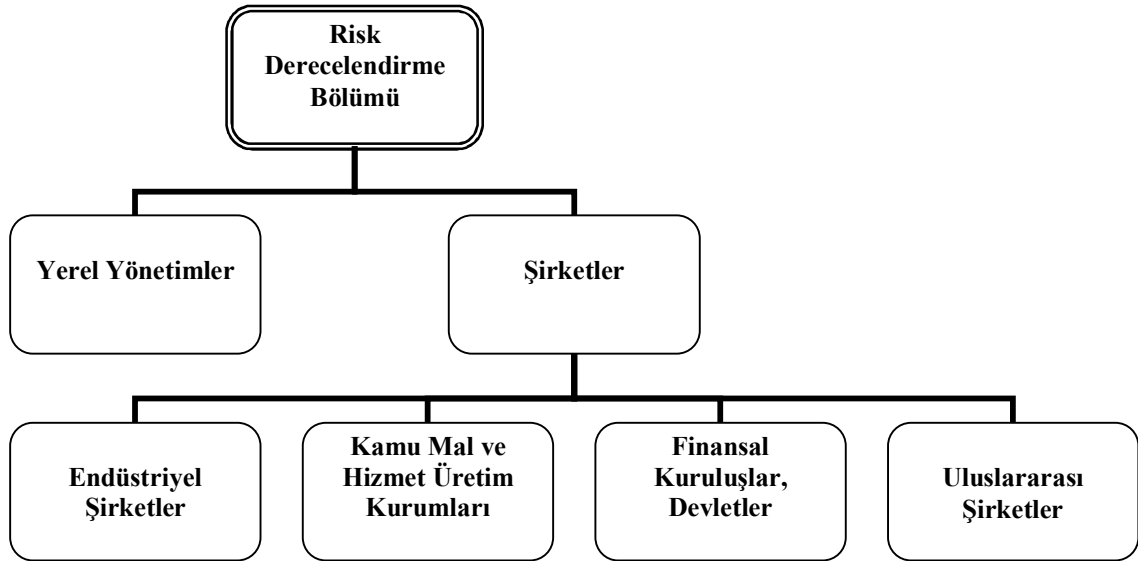
Şekil 2-1: Moody's Şirketinin Faaliyet Gösterdiği Ülkeler



Kaynak: www.moody.com

Moody's firmasının derecelendirme bölümü, iki ana servisten oluşmaktadır. Birinci servis, yerel yönetim kuruluşlarının ihraç ettikleri menkul kıymetleri derecelendirirken, ikinci servis şirketlerce ihraç edilen menkul kıymetleri değerlendirmektedir. Bu servis, şekil 2-2'de görüldüğü gibi ayrıca kendi içinde beş alt departmandan oluşmaktadır.

Şekil 2-2: Moody's Şirketinin Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Yapısı



Kaynak: <http://www.moody.com>

2.2.2.1. Moody's Investor Service Inc.'nin Derece Tanımları

Moody's firması uzun yıllardan beri verdiği hizmetle, derecelendirme konusunda en eski kuruluştur ve günümüzde de en çok tanınan kuruluşlardandır. Kurum, menkul kıymetleri derecelendirmenin yanısıra ülke risklerini de derecelendirmektedir. Moody's firması, risk derecelendirmesinde yapmış olduğu uzun ve kısa vadeli analizler sonucu 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.³⁸

2.2.2.1.1. 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. Bu dereceye sahip menkul kıymetleri ihraç eden şirketlerin, anapara ve faiz yükümlülüklerini zamanında yerine getirmesi konusundaki güvenilirliği, oldukça yüksektir. 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. Bu kategoriye birinci gruptan daha düşük derece verilmesinin temel nedeni, piyasalardaki dalgalanmaların bu menkul kıymetleri daha çok etkilemesinden kaynaklanmaktadır. Göstergelerde uzun vadede meydana gelecek bir değişiklik halinde, ekonomik koşullara göre az da olsa etkilenme riskinin olabileceğini gösterir. Bu durum, Aa derecesinin 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.

³⁸ Moody's Investor Service Inc.; Moody's Corporate Bond Yield Averages by ratings, New York, s.1-2, 1982.

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 spekülative özelliklere de sahiptirler.

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

B: Bu gruba giren menkul kıymetler, genellikle yatırım yapılması düşünülen bir yatırım aracının sahip olması gereken nitelikleri taşımazlar. Anapara ve faiz ödemelerinin dönem yükümlülüklerini yerine getirme özelliği, uzun dönemde son derece düşük olan bu menkul kıymetler, spekülative özellikler taşırlar. Yatırım özellikleri ise son derece düşüktür.

Caa: Bu menkul kıymetlerin yükümlülüklerini yerine getirmemesi, yani geri ödenememesi olasılığı son derece yüksek, güvenilirliğin 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.

2.2.2.1.2. 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 şirketler de 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. Standard And Poor’s Derecelendirme Şirketi

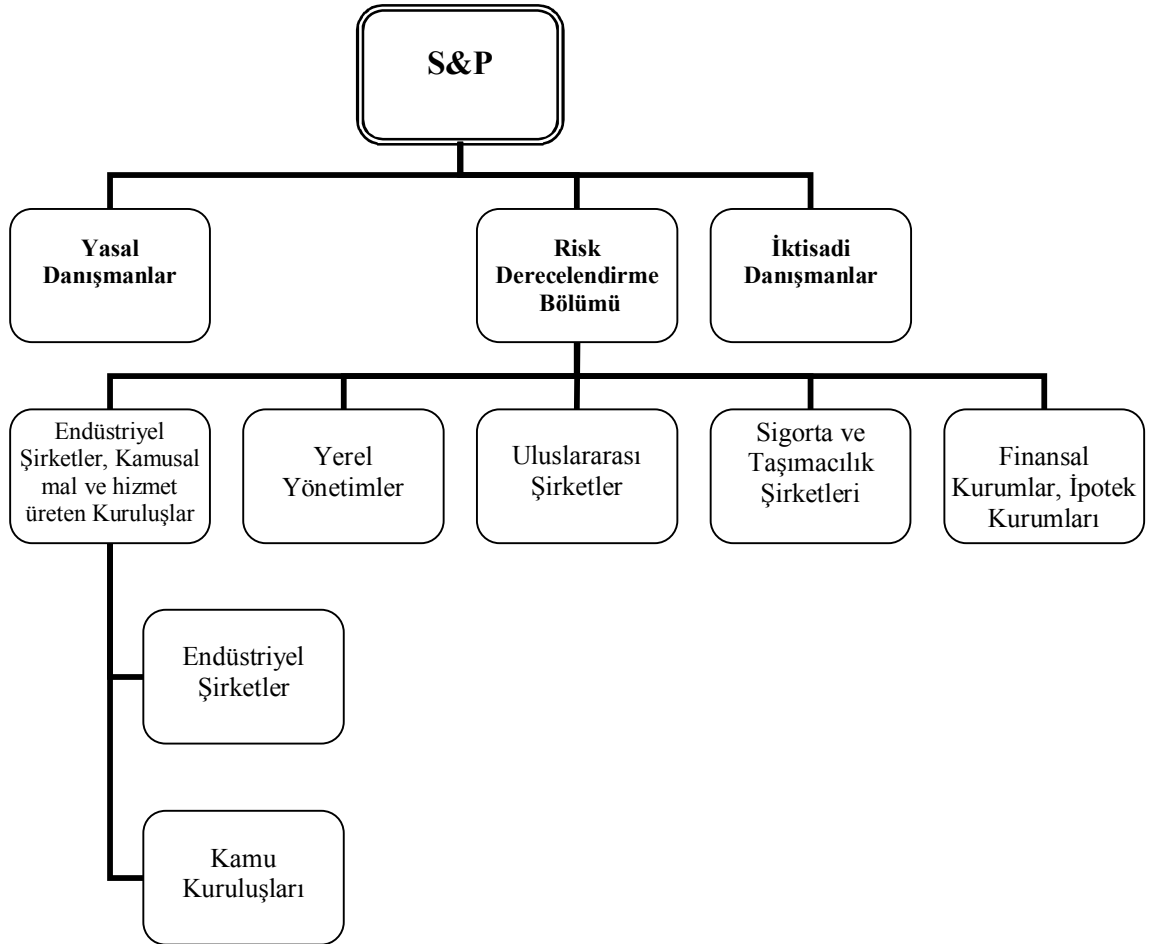
*“Moody’s ile birlikte; finansal piyasalara bilgi sağlayan ve rating endüstrisinin en köklü, ağırlıklı paya sahip iki şirketinden biri olan S&P’nin temelleri; 1860 yılında atılan Avrupalıların Amerika’da gelişmekte olan alt yapı sektörüne yönelik ilgilerine cevap vermek amacıyla, finansal veri sağlamak üzere Henry Varnum Poor, "Amerikan Demiryolları ve Kanalları Tarihi"ni yayımlamasına dayanmaktadır.1916’da kamu borçları ile birlikte şirket borçlarının derecelendirilmesine başlayan şirket ilk yerel yönetim (belediye tahvili) derecelendirilmesi 1940’da yapılmıştır. 1941 yılında Poor’s Publishing ve Standard Statistics birleşerek Standard and Poor’s Corporation adını alan şirket, 1966 yılında güçlü bir yayın şirketi olan McGraw-Hill Company Inc. tarafından satın alınmıştır”.*³⁹

³⁹ YALKIN, a,g,e, s. 21.

Standart&Poor's şirketinin en büyük iştiraki, Kanada Tahvil Derecelendirme (Canadian Bond Rating Service) Şirketi'dir. 31.12.2000 tarihine kadar faaliyetlerini bağımsız şekilde yürüten Kanada Tahvil Derecelendirme Şirketi (CBRS), bu tarihten sonra şirketini Standart&Poor's ile birleştirmiştir.

Standart&Poor's firmasında derecelendirme birimi beş ana bölüme ayrılmış ve bu bölümler, derecelendirme birimi başkanına bağlı müdürler tarafından yönetilmektedir. Derecelendirme bölümünün yönetimi, bölüm başkanı ile bölüm müdürlerinin oluşturduğu yönetim kurulu tarafından yapılmaktadır. S&P'nin derecelendirme bölümünün organizasyon yapısı Şekil 2-3'deki gibidir.

Şekil 2-3: Standart&Poor's Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Yapısı



Kaynak: <http://www.standardpoors.com>

S&P'nin bünyesinde çalışan uzmanların oluşturduğu değişik komiteler vardır ve bu komiteler, yönetim kuruluna periyodik olarak raporlar sunmaktadırlar. Ayrıca bu

komiteler, eğitim, personel ve menkul kıymetlere yönelik yeni çalışmaları da inceleyerek sonuçlandırmaktadırlar. Temel derecelendirme ölçütleri ve belirli derecelendirme kararları, yönetim kurulunun periyodik toplantılarında tartışılmakta ve karara bağlanmaktadır.

2.2.3.1. 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.⁴⁰

S&P tarafından geliştirilen bu derecelendirme sistemi, "+" veya "-" işareti konularak çeşitlendirilmektedir. Derecelendirme sistemindeki (+) işareti, eğer uzun vadede olumlu gelişmeler ile karşılaşılması üzerine notun bir derece yukarı çıkabileceğinin, "-" işareti ise, uzun vadede içerdiği risk unsurları nedeniyle notun bir alt dereceye inebileceğinin göstergesidir⁴¹. 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 "I" derecesidir. "NR" ise derecelendirmenin yapılmadığını ifade eden bir diğer semboldür.

⁴⁰ Standart & Poor's Country List Guide to County List, 1995, s. 229-230.

⁴¹ Standard and Poor's, Rating Hand Book, New York: April 1994, s.229

2.2.3.1.1. Uzun Vadeli Yatırım Derecelendirme Tanımları⁴²

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

AA: Yükümlülüklerini, yani anapara ve faiz ödemelerini yerine getirme kabiliyeti oldukça yüksek olan menkul kıymetlerdir. AAA kategorisinden çok az bir farka 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.

2.2.3.1.2. 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.

⁴² Standard and Poor's Fund Services, Credit Quality Ratings Criteria, S&P Bond Fund Criteria, Mayıs 2001, s.3-5.

CC: Oldukça spekülâtif özellik içeren menkul kıymetlere ait kategoridir. Risk ve belirsizlik oldukça fazladır ve ekonomik koşullarda meydana gelebilecek bir değişiklik, ihrâçının 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.

2.2.3.1.3. Kısa Vadeli Derecelendirme Tanımları

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

Kısa vadeli derece sembolleri, A, 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 anapara ve faiz ödemelerini zamanında ödeme ihtimali çok yüksektir ve güvenilirliği kuvvetlidir.

A-2: Anapara 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 ilk 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 yükümlülüklerin yerine getirilmesinde şüphe duyulan menkul kıymetlerin yer aldığı kategoridir.

D: Bu kategoride yer alan 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 ödeme süresi verilmesi halinde bu borçların ödenebileceğine inanmaktadır.

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

2.2.4. FitchIBCA Derecelendirme Şirketi

Moody's ve S&P'den sonraki üçüncü önemli derecelendirme şirketi olan FitchIBCA rating şirketinin temellerini, 1913 yılında, John Knowles Fitch tarafından kurulan Fitch Publishing Company oluşturmaktadır. Şirket, Amerika Birleşik Devletlerinde genel kabul görmüş ilk Avrupa kökenli derecelendirme kuruluşudur.

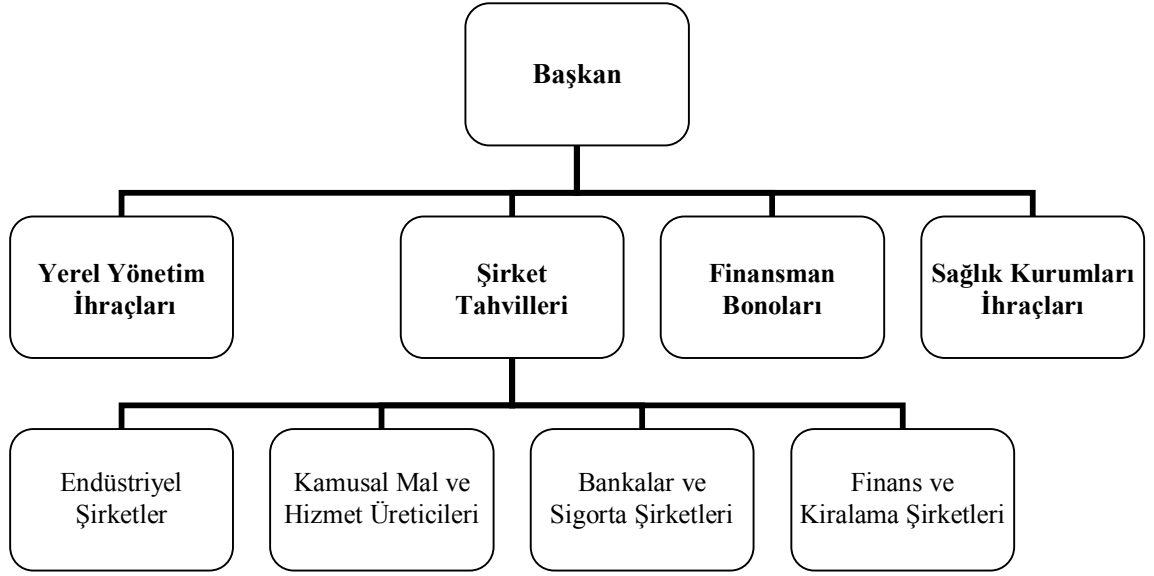
Başlangıçta bir yayın şirketi olan Fitch Publishing Company, 1989'da Fransız firması FIMALAC tarafından satın alınmıştır. İlk yıllarında çeşitli bankaları derecelendiren Fitch 1997'de bir İngiliz firması olan IBCA ile birleşerek FitchIBCA unvanını almıştır. Haziran 2000'de Amerikan menşeli Duff & Phelps derecelendirme kuruluşunu satın alan FitchIBCA, Aralık 2000 tarihinde de Thomson Bank Watch'u da bünyesine katmıştır.⁴³

Fitch derecelendirme şirketinde başkana bağlı dört farklı ihracın değerlendirildiği, dört ayrı bölüm bulunmaktadır. Şirket tahvillerinin incelenmesinin yapıldığı bölümde kendi içinde dört ayrı çalışma kategorisinde işlem yapılmaktadır.

Şekil 2-4'te Fitch-IBCA şirketinin derecelendirme bölümünün organizasyon yapısı verilmiştir.

⁴³ <http://www.fitchibca.com/jsp/corporate/AboutFitch.faces?context=1&detail=3> (20.07.2009)

Şekil 2-4: Fitch-IBCA Şirketinin Derecelendirme Bölümünün Organizasyon Yapısı



Kaynak: <http://www.fitchibca.com>

Fitch Investor Service firmasının kullandığı derece sembolleri Standart and Poor's firması ile aynıdır. En yüksek derece "AAA", en düşük derece ise "D" ile gösterilmektedir. AA ile B arasında derecelere ek olarak artı (+) ve eksiler (-) de kullanılmaktadır.

2.2.5. Moody's, S&P ve FitchIBCA Derecelendirme Şirketlerinin Derece Sembollerinin Eşleştirilmesi

Uluslar arası finans piyasalarında en çok kabul gören üç derecelendirme şirketinin, kullanmış olduğu derece sembollerinin eşleştirilmesi, Tablo 2-3'te verilmiştir.

Tablo 2-3: Üç Farklı Derecelendirme Şirketi Tarafından Kullanılan Derecelendirme Sembollerinin Eşleştirilmesi

Moody's	Standard & Poor's	Fitch IBCA
Aaa	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+
Aa2	AA	AA
Aa3	AA-	AA-
A1	A+	A+
A2	A	A
A3	A-	A-
Baa1	BBB+	BBB+
Baa2	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-
Ba1	BB+	BB+
Ba2	BB	BB
Ba3	BB-	BB-
B1	B+	B+
B2	B	B
B3	B-	B-
Caa1	CCC+	CCC+
Caa2	CCC	CCC
Caa3	CCC-	CCC-
Ca	CC	CC
C	C	C
	D	D

Kaynak: BCBS, "Quantitative Impact Study3 Instructions.", s.44.

<http://www.bis.org/bcbs/qis/qis3inst.pdf>

Kredi notları; borç veren, yatırım yapan tüm taraflar için yapılan yatırımların veya sağlanan borçların geri ödenme olasılığının ifadesi olup, uygulanan kurum ve kuruluşun genel kredi itibarını belirler. Kredi derecelendirme firmaları tarafından verilen notların seviyesine göre “yatırım yapılabilir seviye”, “spekülatif” ya da “yatırım yapılamaz not” kategorilerine ayrılır.

Tablo 2-4’te üç farklı derecelendirme şirketi tarafından kullanılan sembollerin denklikleri ve anlamları verilmiştir.

Tablo 2-4: Üç Farklı Derecelendirme Şirketinin Kullandığı Sembollerin Anlamları

Yatırım Derecesi	Standard and Poor's	Moody's	Fitch	Sembollerin Denklikleri ve Anlamları
Yüksek Derece	AAA	Aaa	AAA	Anapara ve faiz ödemelerinde çok güçlü bir kapasiteyi gösterir. Verilebilecek en yüksek nottur.
	AA	Aa	AA	Bu yüksek derece kaliteli tahvillere verilir. Anapara ve faiz ödemelerinde güçlü bir kapasiteyi belirtir.
Orta Derece	A	A	A	Bu tahviller birçok lehte yatırım tutumuna sahiptir. Ancak olumsuz ekonomik değişikliklere karşı temkinli olunması gerektiğini gösterir.
	BBB	Baa	BBB	Bu nota sahip tahviller anapara ve faiz ödemelerinde uygun bir kapasiteye sahip olduğunu fakat olumsuz ekonomik koşullarda ödemelerde gecikme riskinin göz önüne alınması gerektiğini gösterir.
Spekülatif Derece	BB	Ba	BB	Tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinde sadece ılımlı bir korumaya sahip olduğunu gösterir.
	B	B	B	Genel olarak zayıf karakterli tahvillerdir. Geri ödemelerde riskin fazla olduğunu gösterir.
Taahhütleri Karşılama Riskinin Çok Yüksek Olduğu Durumlar	CCC	Caa	CCC	Zayıf kalitedeki ihraçlardır. Risk yüksektir.
	CC	Ca	CC	Oldukça yüksek risk içerdiğini gösterir.
	-	C	-	En düşük tahvil kalitesine verilen nottur. Yatırımcıların üstlendiği riskin çok yüksek olacağını belirtir.
	C	-	C	İhraç edilen tahvillerin geri ödemelerinin yapılmayacağını gösterir.
	D	-	DDD	Verilebilecek en kötü nottur. Geri ödemelerin olanaksız olduğunu gösterir.
	-	-	DD	"
	-	-	D	"

Yatırımcıları bilgilendirmek ve onlara duyurmak gayesiyle, verilmiş kredi notları; herhangi bir menkul kıymeti almak, satmak veya tutmak için yapılmış bir tavsiye değildir. Ayrıca, notlar piyasa fiyatlarının, faiz oranlarının, kredi miktarının makul seviyelerde oluştuğu, ihraç edilen ya da edilecek olan menkulün yatırımcılara uygun olduğu ya da bir menkulün yatırımcılara avantaj sağladığı hakkında bir yorum da değildir.⁴⁴

⁴⁴ JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi Derecelendirme Notasyonları, (10.08.2009) <http://www.jcravrsyaring.com/index.php?sayfa=15>

III. BÖLÜM

DERECELENDİRME FİRMALARININ

RİSK DERECELENDİRİLMESİNDE KULLANDIĞI

ÖLÇÜT VE YÖNTEMLER

Risk, ilk bölümde de belirtildiği üzere, bir yatırımla ilgili olarak olası getirilerin değişkenliğidir; bir başka deyişle finansal varlıklardaki risk beklenen getiri düzeyinin elde edilmesindeki belirsizlik olarak tanımlanabilir.

Yatırım yapan herkes, bir ölçüde risk almış olur. Risk, herhangi bir yatırım kararının verilmesinde belirleyici faktörlerden bir tanesidir. 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. Gelişen ve değişen ortamlarda riski ortadan kaldırmak mümkün olmamakla birlikte, risk faktörünün önceden tahmin edilerek, ölçülmesi, kontrol edilmesi kısaca minimize edilerek yönetilmesi gerekir. 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 için de 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 amaçlar⁴⁵.

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

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

⁴⁵ BAN, *a,g,e*, s. 47–48.

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.

3.1. ÜLKE RİSKİ

Ülke riski “sınırlar ötesi kredi verme ilişkilerinde, kredi açılan ülkede meydana gelebilecek bazı olaylar neticesinde kayba uğrama olasılığı” şeklinde tanımlanmaktadır⁴⁶. Şirketler uluslararası sermaye piyasalarından borçlanmak istediklerinde, ortaya çıkan bir belirsizlik ülke riskidir.

Bir şirket veya kuruluşun uluslararası sermaye piyasalarından 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.

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.

Ülke riski; uluslararası alandaki kredi verme ilişkilerinde, kredi açılan ülkelere meydana gelebilecek önemli olaylar neticesinde, kayba uğrama olasılığıdır.⁴⁷ Ülke riski; politik, sosyal ve ekonomik olaylar sonucunda ortaya çıkan bir risktir. Ülke riskinin analizinde, analiz edilen ülkede meydana gelebilecek beklenmeyen ekonomik, politik ya da sosyal olaylara bağlı olarak, ülkenin borçlarını ödeyememesi ve sorumlulukları yerine getirememesi ihtimali dikkate alınır. Bir ülkenin kredi değerliliği, sayısal göstergelerle ve sübjektif olarak ölçülebilir. Sayısal olarak; dış ticaret verileri, ödemeler bilançosu, enflasyon oranı, borç karşılama oranı gibi göstergelerden yararlanılmaktadır. Sayısal göstergelere dayanarak hesaplanan kredi değerliliği, geçmiş ve mevcut durum

⁴⁶ Nevin YÖRÜK, *Ülke Riski ve Türkiye'nin Ülke Risk Derecelerindeki Değişimler*, Tokat, 1999.s.36.

⁴⁷ İlker PARASIZ, Yıldırım KEMAL, “Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama”, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1994, s.296.

hakkında daha fazla bilgi vermesi açısından önem taşımaktadır. Sübjektif olarak ise, ülkelerin diğer ülkelerle olan ilişkileri ve ülkede uygulanmakta 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.

Ülke riskinin belirlenmesindeki amaç, bir ülkede meydana gelen ekonomik, sosyal ve siyasal olaylar nedeni ile borç vermedeki konulan sınırların aşılması sebebiyle uğranılan kayıpların belirlenmesidir. Bu olaylar, belli bir oranda o ülkelerin hükümetlerinin kontrolü altında olurken, söz konusu ülkenin özel sektörünün ve şahısların kontrolünün dışındadır.

3.1.1. 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 dış dünyaya açık olup olmaması, hükümetin yapısı ve anlayışı, ideolojik gidiş gibi göstergeler, politik risk hakkında fikir verir. Politik riskin değerlendirilmesinde, aşağıdaki hususlar ele alınır.⁴⁸

- 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,

⁴⁸ Erdoğan APAYDIN, *Kredi Değerliliği*, Hazine Dış Ticaret Dergisi 1990/3, s.14

- 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.

3.1.1.1. Politik Sistem

İstikrarlı bir yapıya sahip politik sistemin unsurlarını, o ülkedeki hükümet şekli, devletin çeşitli birimleri arasındaki koordinasyonu, sosyal dayanışma ve sosyal bünye yapısı oluşturmaktadır. 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 kurumlarının, üzerinde durduğu mevzulardır.

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

3.1.1.2. Sosyal Bünye

Ekonomik ve ekonomi dışı faktörler, sosyal bünyedeki istikrarı oluşturmaktadır. Ekonomi dışı faktörler; nüfus artış oranı, nüfusun çeşitli bölgelere göre dağılımı ve yoğunluğu, nüfusun homojenliği gibi demografik unsurlardan kaynaklanmaktadır.

Ülkelerin sosyal bünyeleri üzerinde bazı ekonomik faktörlerin de etkili oldukları ve dolayısıyla politik risk seviyelerini etkiledikleri, bilinen bir gerçektir. Kişi başına düşen milli gelir, işsizlik oranı gibi faktörlerin olumsuz seyrettiği dönemlerde sosyal bünyede düzensizlikler daha da artacaktır. Bu nedenle hayat standardının düşük olduğu ülkelerde hükümetler, borç sorununu çözmeye yönelik tedbirler almakta

zorlanacaklarından, özellikle dış borçların gerek faiz ve gerekse anapara ödemelerinin zamanında gerçekleştirilmesinde, bazı problemlerin yaşanılması kaçınılmaz olacaktır.

3.1.1.3. 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 güvenilirlikleri de yatırımcıların dikkate aldığı konulardan birisidir ve risk derecelendirmesinde önemli bir yeri vardır.

3.1.2. Ekonomik Risk

Genel ekonomi incelenirken gayri safi milli hâsıla, 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.⁴⁹

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 riskini ölçmenin amacı, bir ülkenin mevcut dış borçları ile yakın bir gelecekte alması beklenen borçlarını karşılayabilme derecesinin belirlenmesidir. Bu

⁴⁹ Karaşin GÜLTEKİN, "Sermaye Piyasası Analizleri", SPK Yayınları, Ankara, 1997, s. 5.

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.

3.1.2.1. Borç Yükü

Borç yükünün belirlenmesinde ilk adım, ekonomik verilere göre dış borç miktarının hesaplanmasıdır. Ülkenin dış borç miktarı belirlenirken objektif ve kesin sonuçları elde etmek için borçları hem kamu-özel sektör, hem de uzun vadeli-kısa vadeli olarak analiz etmek gerekir. 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.⁵⁰

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

3.1.2.2. Döviz Rezervi

Herhangi bir ülkenin parası ile diğer ülkelerin paraları arasındaki değişim oranları, ülke ekonomisinin dış dünya ile çeşitli alanlarda bağlantılar kurmak gibi çok önemli bir fonksiyona sahiptir. Farklı paralarla ifade edilen ulusal ve uluslar arası fiyatların karşılaştırılıp uluslar arası ekonomik işlemlerin ortaya çıkması ulusal para ile yabancı paralar arasında bir değişim oranının mevcut olmasını gerektirir. Döviz kuru olarak bilinen bu değişim oranı uluslar arası ekonomik ilişkiler ulusal ve uluslar arası ekonomik denge açısından büyük önem taşımaktadır⁵¹. 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

⁵⁰ İhsan ERSAN, “Kredi Değerliliği ve Türkiye”, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, 1986, s. 29-33.

⁵¹ Nevzat GÜRAN, “Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 1987, s. 5

rezervini artırmaktadır. Ülkelerin borçlarından doğan anapara ve faiz ödemelerini tam olarak ve zamanında yerine getirebilmeleri rezervlerinin güçlü olması ile yakından ilgilidir. Yine bir ülkenin döviz sağlama gücü ülke riski açısından son derece önem arz etmektedir. Çünkü bu, ülkenin dış kredi sağlanmasında kullanılan bir kriterdir.

3.1.2.3. Ödemeler Dengesi Esnekliği

Bu konunun incelenmesindeki temel amaç, 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 amaç ise, ülkeye giren yabancı sermaye miktarının belirlenmesidir.

3.1.2.4. Ekonomik Yapı ve Büyüme Hızı

Ekonomik yapı, bir ülkenin gelişmişlik düzeyi ve üretiminin 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.

Bir ülkede ekonomik yapının gelişmişlik düzeyi ne kadar fazlaysa, hükümetler kriz dönemlerinde istikrar tedbirleri almakta ve uygulamakta o derece rahat hareket edebilme yeteneğine sahiptir.

3.1.2.5. 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.

3.1.2.6. 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 olmaktadır⁵².

3.2. ENDÜSTRİ RİSKİ

Derecelendirme şirketleri, ülke riski analizinden sonra firmaların içinde buldukları koşulları daha iyi değerlendirebilmek amacıyla, firmaların faaliyette buldukları endüstride de ayrıntılı incelemeler yapmaktadırlar⁵³. Endüstri riskini incelemenin amacı, sektörün ekonomi içindeki yerini ve görelî gücünü belirleyebilmektir. 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.

Genelde derecelendirme firmaları sektörlere yönelik çalışan uzman grubu oluşturarak sektörlerdeki gelişmeleri yakından takip etmektedirler. Bu uygulama firmalara daha detaylı ve geleceğe yönelik objektif bir değerlendirme yapma imkanı vermektedir⁵⁴.

Bir ekonomi, hiçbir zaman aynı seviyesinde kalmaz. Teknolojik gelişmelerin, yatırım modellerindeki değişikliklerin, müşteri davranışlarındaki dalgalanmaların, dünyadaki olayların ve temel ekonomik faktörlerin etkisiyle ekonomi; büyür, daralır veya durgunluk evresine girer⁵⁵. 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.

⁵² Şenol BABUŞÇU, *Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması*, SPK Yayınları, Ekim 1997, s. 45.

⁵³ SEVİL, Güven, “Risk Derecelendirmesi ve Derece Değişikliklerinin Menkul Kıymetler Üzerindeki Etkileri”, *Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Dergisi*, C.1, S.2, 1995, s.157-180.

⁵⁴ Nurhan ERKAN, “Menkul Kıymetler Piyasalarında Sistemik Riskler”, SPK Yayınları, Ankara, 1997

⁵⁵ Philip, KOTLER, Gary, ARMSTRONG, *Marketing an Introduction, Fourth Edition*, 1997, s. 227.

Derecelendirme şirketlerinin bünyesinde, her sektörle ilgili olarak çalışan sektör uzmanları mevcuttur. Bu uzmanlar, kendi alanlarında bulunan endüstrideki gelişmeleri yakından takip ederek, değerlendirme yapmaktadırlar. Bir endüstri kolunun genel yapısında meydana gelen değişiklikler, genellikle bu endüstri kolunda faaliyet gösteren firmaların derecelerinde de değişikliklere yol açmaktadır. Meydana gelebilecek bir değişiklik sonucu, bir firmanın derecesinin düşürülmesi veya yükseltilmesi söz konusu olabilir. Notun değiştirilmesi, firmaların endüstrideki olumlu değişimlerden yararlanabilme veya olumsuz etkilerden korunabilme yeteneğine bağlıdır. Ayrıca, endüstride meydana gelen değişikliklerden her bir firmanın eşit derecede etkilenmemesi, firmaların derecelerinde farklı olduğunu göstermektedir.

Derecelendirme kurumları, endüstri riski analizi yaparken, endüstrinin ekonomideki yeri, firmaların teknolojik değişimlere uyum sağlayabilme, endüstrinin geçmiş dönem satış ve kazanç performansı, yasal düzenlemeler, endüstriye giriş kolaylığı, devlet müdahaleleri, endüstri yaşam evresi, endüstrideki çalışma koşulları, rekabet koşulları ve ekonomik konjonktüre bağlılık gibi konularda, inceleme ve analiz yapmaktadırlar.

3.2.1. Endüstrinin Ekonomideki Yeri

Derecelendirme kurumları endüstrinin ekonomideki önemini incelerken, sektörün veya sektörde üretilen mal veya hizmetlerin devlet politikası ve ekonomik istikrar ile etkileşimi, stratejik bir öneme sahip olup olmadığını inceler. Çünkü bu tip endüstrilerde, özellikle kriz veya gerileme dönemlerinde devletin müdahalesi olup olmayacağı göz önünde tutulmalıdır. Ayrıca ekonomilerin resesyon dönemlerinde bu sektöre devlet müdahalesinin söz konusu olup olmayacağı da irdelenen faktörlerdendir.

3.2.2. Yurt içi ve Yurt dışı Rekabetin Derecesi

Rekabet koşulları, firmanın bir endüstri koluna girmesini etkileyen en önemli faktörlerden biridir. Firmalar endüstriye girerken genellikle üretim farklılaştırması, maliyet avantajları ve ölçek ekonomisinin getirdiği dezavantajlar gibi engellerle karşı karşıya kalırlar. Derecelendirme firmaları bu bölümde dünya arz ve talebindeki gelişmeleri inceleyerek, bu gelişmelerin getirebileceği rekabeti ve rekabet yapısındaki etkilerini analizlerine dahil ederler. Mevcut ve gelecekte olabilecek rekabetin yapısı

ayrıntılı olarak analiz edilir. 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.

3.2.3. 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 bilinmektedir. Bu durum bazı sektörler için avantaj iken diğer sektörler için dezavantaj olabilmektedir.

3.2.4. Maliyet Faktörleri

Üretimde kullanılan ilk madde ve malzemelerin tedarik kolaylığı, dağıtım sistemi, fiyat değişimi, 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 maliyet faktörü üzerinde önemli etki yapabilir.

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

3.2.5. 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 gelişmelerden faydalanma şansını iyi kullanan kuruluşlar, talebin bu gelişmelerden olumlu etkilenmesini sağlayarak pazar paylarını geliştirme, endüstrinin ve üretilen ürün veya hizmetlerin kalıcılığını sağlama ve rekabet avantajı sağlama imkânını elde etmişlerdir. Bu gelişmeler, derecelendirme firmaları tarafından borç ödeme gücünü etkileyen bir etken olarak dikkate alınmakta ve analiz kapsamında kullanılmaktadır.

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

3.2.6. Endüstrinin Geçmiş Dönem Satış ve Kazanç Performansı

Bir endüstriye yönelik tahminlerde bulunabilmek için, o endüstrinin geçmiş verilerine sahip olmak gerekir. Derecelendirme firmaları tahminlerini yaparken, endüstrinin geçmiş dönem satışı ve kazanç performansı arasındaki ilişkiyi ortaya koyarlar.

Bu analizde endüstrinin maliyet yapısı incelenmektedir. Maliyet yapısını oluşturan sabit maliyetlerle değişken maliyetler arasındaki ilişki incelenerek, endüstrinin toplam satış payı ile başa başnoktası arasındaki ilişki kurulmaktadır.

3.2.7. 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.

3.2.8. Rekabet Koşulları

Endüstrinin içinde bulunduğu hayat devresi, endüstrideki rekabeti doğrudan etkilemektedir. Ayrıca bir işletmenin endüstriye girmesini etkileyen en önemli faktörlerden biriside, rekabet koşullarıdır. İşletmeler yeni bir endüstriye girerken üç ana

engelle karşılaşmaktadır. Bunlar, maliyet avantajı, üretim farklılaştırılması ve ölçek ekonomisinden kaynaklanan dezavantajlar olarak sayılabilir.

Derecelendirme kurumları detaylı bir analiz yaparak, sağlanan rekabet avantajının üretilen malın fiyatında mı, kalitesinde mi, dağıtımında mı veya imajında mı olduğunu belirlemeye çalışırlar.

3.2.9. Endüstrinin Hayat Devresi

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

Endüstrinin içinde bulunduğu hayat devresi, işletmelerin finansal yapılarını direkt etkilemektedir. Bu yüzden menkul kıymet yatırımcıları ve derecelendirme kurumları analiz yaparken bu durumu göz önünde bulundurmaları gerekmektedir.

3.3. FİRMA RİSKİ

Ülke riskinin ve endüstri riskinin analizinin yanı sıra, aynı endüstride yer alan firmaların tamamına yakının birbirinden farklı özelliklere sahip olması, derecelendirme firmalarının firma riski analizine büyük önem vermelerine neden olmaktadır. Firma riski analizi derecelendirme kurumları tarafından işletme ve finansman riski olarak iki ana başlık altında yapılmaktadır. İncelemeler ekonomi, firmanın içinde bulunduğu endüstriden sonra şirket hakkında bilgilere geçilmesi ile yürütülmektedir⁵⁶.

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

1. Yönetimin Kalitesi ve Stratejisinin Değerlendirilmesi,
2. Firma Faaliyetlerinin Değerlendirilmesi,
3. Firmanın Muhasebe Politikalarının İncelenmesi,
4. Firmanın Finansal Durumu.

⁵⁶ KILIÇ, *a,g,e*, s. 52.

3.3.1. Yönetimin Kalitesi ve Stratejilerinin Değerlendirilmesi

Yönetimin kalitesini ölçmek ve değerlendirmek son derece zor bir işlem olmasına rağmen oldukça önemli bir faktördür. Çünkü beklenmedik durumlarla karşılaşıldığında, şirketin başarısını ve performansını koruyabilecek uygun kararları alabilmek, tamamıyla yönetimin kalitesine bağlıdır.

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. Yönetimin kalitesinin ve başarısının kanıtlanmış olması, özellikle bunalımlı zamanlarda firmanın daha önce almış olduğu derecesini korumasında etkili olmaktadır.

Derecelendirme firmaları derecelendirme sürecinde genel olarak yönetimle ilgili olarak şu hususlara dikkat etmektedir:

- Vizyon oluşturma,
- İzlenen strateji,
- Fonlama yaklaşımları,
- Tespit edilen risk ve tolera seviyeleri,
- Kısa ve uzun vadeli şirket hedefleri,
- Geçmiş finansal sonuçların gelişim trendi,
- Finansal Politikaların tutuculuk ve esneklik derecesi,
- Yönetim anlayışları,
- Personel politikaları,
- Organizasyon ve işletme üzerindeki kontrol ve izleme güçleri.
- İş deneyimleri,
- Firma moralitesi,

- Firmanın geleceğine yönelik planları.⁵⁷

Firmaların başarısızlığa uğramasına, finansal yapısının zayıflamasına yol açan etmenlerin başında yönetim hataları gelmektedir. Firma yöneticilerinin, bir yöneticide bulunması gerekli yetenek ve niteliklerden yoksun oluşları firmanın varlığını tehlikeye düşürebilmektedir⁵⁸. 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.

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 dahil 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 şunlardır⁵⁹;

- 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

⁵⁷ Avrasya Rating, "Firma Derecelendirme Metodolojisi", (01.09.2009)

<http://www.jcravasyarating.com/index.php?sayfa=8&s=2>

⁵⁸ Öztin AKGÜÇ, "Finansal Yönetim" Avcıol Yayınları, İstanbul, 1998, s. 348.

⁵⁹ BAN, *a,g,e*, s. 62.

- 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.

3.3.2. 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. Faaliyetleri değerlendirmedeki asıl amaç; faaliyet gösterilen ortamda meydana gelebilecek yasal, sosyal, demografik ve teknolojik değişkenleri inceleyerek ve bunların yaratacağı fırsatlar ile riskleri ortaya çıkarmaktır. 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.

Günümüzdeki müşteri kitlesinin tercihi, kendilerine en çok faydayı sağlayan ürünler ve hizmetlerdir. Bir müşteriyi kazanmak ve devamını sağlamak onların ihtiyaçlarını en üst düzeyde karşılamaya ve aldıkları üründen rakip firmaların ürünlerine oranla daha çok memnun kalmalarına bağlıdır. Dolayısıyla firmanın faaliyette bulunduğu piyasada rekabet gücü yaratacak faktörler önem kazanmaktadır.

Derecelendirme firmaları derecelendirmesini gerçekleştirdikleri şirketlerin sektördeki durumlarını analiz ederken dikkate aldıkları unsurlar aşağıda incelenmiştir.

3.3.2.1. 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 payındaki artış ve azalış beklentileri incelenerek, analiz edilir.

3.3.2.2. 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.

3.3.2.3. Faaliyet Etkinliği

Verimlilik, bir işi olabilecek 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 artır⁶⁰. Bunu gerçekleştirebilen 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,

⁶⁰ BAN, *a,g,e*, s. 65.

hammadde arzı, fiyatlama serbestisi, kar marjı ve bunun devamlılığı gibi faktörleri incelemektedirler.

3.3.2.4. Diğer Faktörler

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

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

3.3.3. İşletmenin Muhasebe Politikalarının İncelenmesi

Bu incelemenin ana amacı, işletmenin finansal yapısının ve performansının gerçek durumu yansıtıp 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 itibarıyla, geçmiş 5 yıllık faaliyetleri ve bu süreye tekabül eden finansal (Mali Tablolar) olan veya olmayan veriler üzerinde yapılacak analizlere 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 denetim firması gibi bütün mali kayıtların incelenmesinde detaya inmezler, bilgi kaynaklarının güvenilir olduğunu kabul etmektedirler.

Derecelendirme firmaları, söz konusu firmanın muhasebe uygulamalarını 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 kullanılmayacağına belirlenmesi amacıyla, muhasebe kalitesinin gözden geçirilmesiyle başlanmakta, uygulanan yöntemler değerlendirilmektedir.

Derecelendirme firmaları işletmenin Muhasebe politikalarını incelerken, özellikle aşağıdaki faktörleri dikkate almaktadırlar⁶¹;

- 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

⁶¹ BAN, *a.g.e.*, s. 68.

şirket performansının gerçeği ne derece yansıttığı bakımından önemli ipuçları vermektedir.

3.3.4. Firmanın Finans 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.⁶²

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.

Derecelendirme kurumlarının finansal analiz yapmasındaki asıl 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

⁶² Yüksel KOÇ, *İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri*, Ankara, 1970, s.53.

3.3.4.1. 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 faktörlerden olan oran analizleri ise risk derecelendirme firmaları için oldukça önemlidir.

Bu analiz tekniğinde, finansal tablolardaki kalemler arasındaki anlamlı ilişkiler, birbirinin yüzdesi veya birkaç katı olarak belirtilmektedir. “Rasyo yöntemi ile analiz” biçiminde adlandırılan bu yöntemde, hesap veya hesap grupları arasında matematiksel ilişkiler kurulmak suretiyle, işletmenin; ekonomik ve mali yapısı ile kârlılık, çalışma durumu hakkında bir yargıya ulaşılmaya çalışılmaktadır. Başka bir anlatımla oran, iki kalem arasındaki ilişkinin basit matematiksel ifadesidir. Oranların hesaplanması tek başına bir amaç değildir. Önemli olan bir mali araç niteliğinde olan oranların, işletmenin amaçları ile bütünleştirilerek değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır.⁶³

Rasyolar, işletmelerin finansal verilerini özetleyerek, sektördeki rakipleri ile olan performanslarının karşılaştırılmasında pratik sonuçlar verir. Oran analizinden beklenen yararın sağlanması, ancak hesaplanan oranların iyi yorumlanması ve nedenlerinin araştırılması ile mümkündür. Aksi takdirde finansal tablolardan sayısız oranlar elde edilebilir. Oranlar vasıtasıyla işletme için doğru soruların sorulması ve cevapların verilebilmesi kolaylaşmaktadır.

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

3.3.4.1.1. Likitide ve Finansal Esnekliğin Analizinde Kullanılan Oranlar

Bu bölümde ele alınacak oranlar, kısa vadeli borçların ödenme gücünü ve varlıkların ne derecede etkin kullanıldıklarının belirlenmesine yardımcı olurlar⁶⁴. İşlemenin cari durumunun belirlenmesinde yararlanılan bu oranlar, dönen varlıkların ne derece güvence teşkil ettiğini, varlıkların kalitesini ve likiditesini gösterir. Likidite oranları, işletmenin parasal durumunu gösterir ve vadesi gelen borçların ödenme

⁶³ Nalân AKDOĞAN, Nejat TENKER, *Finansal Tablolar ve Mali Analizler Teknikleri*, Gazi Kitabevi, Ankara, 2007, s. 640.

⁶⁴ Nejat AKINCI, Necmettin ERDOĞAN, “Finansal Tablolar ve Mali Analiz”, Barış Yayınları, İzmir, 1995, s.221.

olanaklarının saptanmasına yardım eder. Kısaca bu oranlar işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü ölçmede ve çalışma sermayesinin yeterliliğini belirlemede kullanılır.

İşletmenin likidite oranlarını değerlendirirken özellikle üzerinde durulacak noktalar şunlardır:

- Dönen varlıkların iş hacmine oranla gösterdiği eğilim.
- Likidite oranlarının geçmiş yıllara göre gösterdiği eğilim.
- Alacakların tahsil edilme durumu.
- Senetli alacakların doğuş nedeni.
- Stokların niteliği.
- Kısa vadeli borçların vade yapısının uygunluğu.
- İş hacmine oranla net çalışma sermayesinin uygunluğu.
- İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme yeteneğini etkileyen diğer faktörlerin durumu.⁶⁵

Likidite ve finansal esnekliğinin analizlerinde kullanılan anahtar oranlar aşağıda verilmiştir.

- Cari Oran= $\frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$
- Asit Test Oranı = $\frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$
- Alacak Devir Hızı = $\frac{\text{Kredili Satışlar Toplamı}}{\text{Ticari Alacaklar}}$
- Stok Devir Hızı = $\frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stok}}$

⁶⁵ Nurhan AYDIN, Mehmet BAŞAR, Metin COŞKUN, *Finansal Yönetim*, Aktüel Ofset, Eskişehir, 2006, s. 93.

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

3.3.4.1.2. Karlılığın Ölçülmesinde Kullanılan Oranlar

Şirketin büyümesi ve gücünün artması kârlılıkla ilişkilidir. Kârlılık, bir şirketin öz sermayesini arttıran bir unsurdur. Şirket nakit yaratma kapasitesini sağlamak, borçlarını ödeyebilmek ve sabit giderlerini karşılamak için faaliyetlerinden kâr etmek durumundadır. Karlılık oranları, belirli bir zaman diliminde, bir teşebbüsün işletme başarısını veya gelir elde etme başarısını ölçer. Gelirler veya gelirlerin eksikliği, firmanın borç edinebilme kapasitesini, likidite kapasitesini ve firmanın büyüme yeteneğini doğrudan etkilemekte ve sonuç olarak alacaklılar ve yatırımcılar, kazanma gücüne (kârlılığa) ilgi duyarlar.

Bu bağlamda, şirketlerin menkul kıymetlerinin yatırım yapılabilir nitelikte 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 bu bölümde;

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

İnceleyerek analiz etmektedirler.

Bu bölümde incelenecek oranların bazıları aşağıda verilmiştir.

- Faiz ve Vergi Öncesi Kâr Marjı = $\frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr}}{\text{Net Satışlar}}$

- Sürekli Sermayenin Karlılık Oranı = $\frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr}}{\text{Devamlı Sermaye}}$
- Faiz Karşılama Oranı = $\frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr}}{\text{Finansman Giderleri}}$
- Sabit Giderleri Karşılama Oranı = $\frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr}}{\text{Finansman Giderleri + Sabit Giderler}}$

Yukarıdaki oranlardan ilk ikisi işletmelerin gelir elde etme gücünü yansıtırken son ikisi işletmenin yükümlülüklerini yerine getirme 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.

3.3.4.1.3. Finansal Kaldıraç ve Aktif Korunması Oranları

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

Firmaların faaliyetlerini sadece öz kaynaklarla finanse etmesi, gerek sermaye maliyetinin yüksek olmasına gerekse işletmelerin düşük kârlarla çalışmalarına neden olacaktır. Bu nedenden dolayı firmalar, faaliyetlerini yürütebilmek için belli bir dereceye kadar borç temin ederler. Bu durum firmanın daha kârlı olmasını sağlar ve firmaların borç temin etmeleri durumu, finansal kaldıraçın kullanıldığı anlamına gelir.

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. Finansal kaldıraç düzeyi ve bir dengede olması oldukça önemlidir. Çünkü borç oranı arttıkça riskte artacak ve belli bir noktadan sonra kaldıraç etkisinin avantajından çok, finansal riskin artması söz konusu olacaktır. Dolayısıyla finansal kaldıraç aynı zamanda bir şirketin karşılayabileceği sabit yükümlülüklerin sınırının bir göstergesi olarak kullanılmaktadır.

Aktif korunması veya mali yapı ise aktiflerin özkaynaklarca finanse edilen kısmının belirlenmesi amacıyla kullanılmaktadır. Varlıkların korunması kavramı, varlıkların öz kaynaklarla finanse edilen kısmını ölçmektir. Derecelendirme, temel olarak geri ödememe riskini analiz etmekte olduğundan ve tahvil sahiplerine tasfiye halinde ödemeler ikincil olarak yapılacağından, finansal kaldıraç analizine, varlıkların korunması analizinden daha fazla önem vermektedir. Buna karşın, işletme varlıklarının yapısı ve bileşimi, belirli bir risk düzeyinde uygun kaldıraç tespitinin kritik belirleyicisidir.⁶⁶

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

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.

3.3.4.2. 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, faaliyetleri sonucunda elde ettikleri gelirlerdir. Ancak menkul kıymet ihracı yoluyla finansman sağlayan şirketlerde anapara ve faiz ödemelerinin nakit olarak yapılması

⁶⁶ KILIÇ, *a,g,e*, s. 62.

önem kazandığından, işletmenin gelirlerinin veya karlılığının önemi azalmakta ve şirketlerin bu yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyecekleri sorusu ön plana çıkmaktadır.⁶⁷

İşletme faaliyetlerinin her adımında nakit kullanıldığından, işletme faaliyetleri nakitle başlayıp nakitle bitmektedir. Duran varlıkların alınması ve yatırımların tamamlanması, nakit ile yerine getirilmektedir. Bundan dolayı işletme sermayesi içerisinde nakit, anahtar bir role sahiptir.

Günümüzde enflasyonist ortamlarda faaliyet gösteren işletmelerin başarısızlık veya finansal sıkıntı (distress) içine düşmelerinin nedenleri incelendiğinde en önemli problemin, nakit sıkıntısından kaynaklandığı gözlenmektedir. Nakit girişleri ile nakit çıkışlarının uyumlaştırılması gerekmektedir.

Kredi değerliliğinin ölçümünde nakit analizi, 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.

Amortisman, ertelenmiş vergiler ya da daha önemlisi faaliyetler sonucu elde edilen nakit miktarı, nakit akışıyla ulaşılmak istenen net kârdır. Derecelendirme kurumlarının bakış açısıyla, faaliyetleri düzenli olarak devam eden şirketlerde faaliyet sonucu yaratılan nakdin borç veya sermaye ihtiyacıyla ilişkisi bakımından analiz yapılmaktadır. Firmanın mevcut durumunda sorunlar var ise sadece ana faaliyet değil tüm kaynaklardan yaratılan nakit akışlarının incelenmesi ön plana çıkmaktadır.

3.3.4.2.1. 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,

⁶⁷ BAN, *a.g.e.*, s. 79.

- (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 kolay bir durum değildir. Örneğin, iyi bir gidişin göstergesi gibi görünen yüksek değerler, aslında bazı problemlerin göstergesi niteliğindedir. Kötüye giden bir sektörde faaliyette bulunan ve düşük büyüme hızına sahip bir şirket, minimum düzeyde sabit sermaye ve işletme sermayesine ihtiyaç duyduğundan, görece olarak güçlü nakit akımına sahipmiş gibi görülebilir. 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 yapılması derecelendirmesi yapılan firmaya bazı avantajlar getirecektir.

3.3.4.2.2. Nakit Akımlarının Muhasebe Hesap Kalemleriyle Bulunması

Nakit Akımları, genel olarak aşağıdaki kalemlerin düzenlenmesiyle oluşturulur. Derecelendirme kurumlarının 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 olacağını tahminidir⁶⁸.

Tablo 3-1’de Nakit akımlarının hesaplanmasında kullanılan kalemler verilmiştir.

Tablo 3-1: Nakit Akımlarının Hesaplanmasında Kullanılan Kalemler

Vergi ve faiz öncesi kâr	(+)
Amortismanlar	(+)
Vergi ödemesi	(+)(-)
Temettü Ödemesi	(-)
Orta/Uzun vadeli kredi itfası	(-)
Nakit artışı (azalışı)	(-)
Ticari alacaklar artışı (azalışı)	(-)
Diğer alacaklar artışı (azalışı)	(-)
Stoklar artışı (azalışı)	(-)
Diğer cari aktif artışı (azalışı)	(-)
Kısa vadeli kredi artışı (azalışı)	(+)
Ticari borçlar artışı (azalışı)	(+)
Diğer borçlar artışı (azalışı)	(+)
Diğer cari pasif artışı (azalışı)	(+)
İşletme sermayesi ihtiyacı	(-)
Yatırımlar	
Kapasite artırıcı yatırımlar	(-)
İdame/yenileme yatırımları	(-)
Orta/Uzun vadeli kredi	(+)
Kıdem tazminatı karşılığı	(+)
Nakit sermaye artırımı	(+)
= NAKİT AKIMLARI	

Nakit akış tablosu, nakit giriş ve çıkışlarını göstererek finansal tablo kullanıcılarına, nakit akışı hakkında bilgiler verirken, aynı zamanda nakit ve nakit benzeri varlıkların kalanındaki değişimin dönem kârı tutarından neden farklı olduğu konusunda yatırımcıları ve kullanıcıları aydınlatmaktadır. Nakit akımları tahmin süresinin belirlenmesi de ise değerlendirmeye tabi tutulacak kurumun gelecekteki nakit

⁶⁸ BAN, a,g,e,s. 83.

akışlarının kaç yıl daha yatırıma tabi olarak düzenli nakit akış sağlayacağı tahmin edilir. Bu süre genelde 5 yıldan fazla almalıdır.

3.3.4.3. Diğer Analizler

Bir firmanın finansal analizi yapılırken en çok dikkat edilmesi gereken konu, firmanın menkul kıymet ihracından doğan yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilmesi için yeterli likiditeyi yaratma kabiliyetinin, diğer bir ifadeyle firmanın finansal esnekliğinin 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.⁶⁹

3.3.4.3.1. Finansal Esneklik

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

Derecelendirme kurumları, firmanın finansman esnekliğini tehdit eden etkenler üzerinde incelemeler yaparlar. Bu incelemeler sırasında, mevcut olmayıp ancak belirli durumlarda ortaya çıkabilen ödeme yükümlülükleri, finansal esnekliği düşürür. Firmanın finansal esnekliğini tehdit eden unsurlar, aşağıda sıralanmıştır.

⁶⁹ BABUŞÇU, a,g,e, s. 54.

- Yasal düzenlemelerden ortaya çıkabilecek ödemeler,
- Ortaya çıkabilecek cazip yatırım fırsatları ve büyüme imkânları,
- Kıdem tazminatı yükümlülükleri,
- İşbirliği anlaşmaları gibi sözleşmelerden ortaya çıkabilecek yükümlülükler,
- Hukuki davalar sonucu ödenmesi muhtemel tazminat ve cezalar.

Derecelendirme kurumları, firmanın finansal esnekliğini tehdit eden bu unsurlara ilişkin ödeme yükümlülüklerinin boyutunu tespit etmeye çalışırlar. Yine derecelendirme kurumları, beklenmedik olaylar karşısında şirketin zor duruma düşmemeleri için kullanabileceği seçenekleri değerlendirmektedirler.

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.

IV. BÖLÜM

DERECELENDİRME YÖNTEMLERİNİN TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

Gün geçtikçe büyüyen kredi pazarları ve son yıllarda uluslararası sermaye piyasalarıyla bütünleşme eğiliminin artması; yatırımcılar, menkul kıymet ihraç eden kurumlar ve diğer girişimciler için yeni finansal fırsatlar ve bu fırsatların beraberinde yeni risklerde ortaya çıkarmaktadır. Bu durum, piyasalarla ilgili hızlı ve tarafsız bir bilgi akışının varlığını da gündeme getirmektedir.

Mali piyasaların karmaşıklığı ve borçlanma araçlarının çeşitliliği, finansal piyasalardaki globalleşme süreci ile birlikte artmaya başlamıştır. Böyle gelişmelerin yaşandığı ortamda gerek yatırımcılar, gerekse resmi otoriteler, kredi derecelendirme kuruluşlarının görüşlerine giderek daha fazla önem vermeye başlamışlardır. Dolayısıyla uluslararası sermaye piyasalarının büyümesi ve sınır ötesi işlemlerin artmasının bir sonucu olarak, derecelendirme kullanımı da artmıştır.

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

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.

4.1. KREDİ DERECELENDİRME KURUMLARINA GETİRİLEN ELEŞTİRİLER VE DERECELENDİRME KURUMLARININ GÜVENİLİRLİĞİ

Güney Doğu Asya krizinin gerçekleşmesinden sonra bunu öngöremeyen ve yatırımcılarını yatırım konusunda yönlendiremeyen derecelendirme kurumları, prestij kaybına uğramışlardır. Derecelendirme kurumlarının prestij kaybı sadece bununla da kalmamıştır; Aralık 2001'de Amerika Birleşik Devletleri'nde patlak veren Enron skandalı, Worldcom'un 2002 yılında ve Parmalat'ın 2003 yılında çöküşü, dikkatleri, bu firmalara çok kısa süre önce yüksek derece notu veren derecelendirme kuruluşlarının üzerine çekmiştir. Tam yaşanan bu olumsuzluklar unutulmak üzereyken Fitch, Standards and Poor's, ve Moody's gibi kuruluşların, iflas ederek küresel krizin zirveye ulaşmasına neden olan Lehman Brothers'a yüksek kredi notu vermeleri, derecelendirme kurumlarının güvenilirliklerinin sorgulanmasına neden olmuştur.

Moody's, S&P ve Fitch son dönemde çeşitli ülke ve şirketlere verdikleri tartışmalı notlar ile yoğun şekilde eleştiriye uğramışlar ve bu baskılar sonucunda, bu kurumlar 2008 yılı içinde notu daha önce AAA olan pek çok aracının notunu düşürmüşlerdir.

Kredi notlandırması konusunda kredi kuruluşlarının uğradığı eleştirilerden bir tanesi, piyasa riskinin göz önüne alınmamasıdır. Örneğin tahvil piyasalarında teknik veya spekülasyon bazlı nedenlerle meydana gelecek değişimler, kredi notlarını dikkate alarak yatırım yapan yatırımcıları zarara uğratabilmektedir.

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

Bütün bu eleştirilere rağmen daha önceki bölümlerde anlattığımız derecelendirmenin ve derecelendirme kurumlarının yararları inkâr 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 yansıtıldığı 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.

Derecelendirmenin, firmaların borçlanma politikalarına ilişkin karar alma sürecinde hafife alınmayacak bir yeri bulunmaktadır. Derecelendirmenin güvenilirliği ve derece notlarının isabetliliği arttıkça firmalar için daha etkin borçlanma kararları almak da imkân dâhilinde girmektedir.

Derecelendirme firmalarının rolü, uluslararası kabul edilebilirliği olan küresel kurumsal kimliğe sahip olmalarıdır. Derecelendirme kurumlarının bağımsızlığı ve güvenilirliği konusunda kuşklar ortaya çıkarsa veya sahip oldukları imaj sarsılırsa, menkul kıymet arzında bulunan şirketler derecelendirmeye tabi olmakta ve derecelendirme süreci için gerekli verileri sağlamakta isteksiz davranışta bulunacaklardır. Aynı zamanda yatırımcılar da, derecelendirmenin kalitesini ve gerekliliğini sorgulamaya başlayacaklardır.⁷⁰

Derecelendirme kuruluşları her ne kadar somut verilerle notlarını vermeye çalışsalar da politik risk, yönetim kalitesi gibi etkenlerin yorumlanmasından kaynaklanan görüş farklılıkları her zaman olabilmektedir.

Borç alan ülkeler veya kurumlar yine aynı şekilde derecelendirme kurumları ile ilişkilerinin uzun süreli olması için gayret vermeli 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 yararlıdır.

4.2. TÜRK SERMAYE PİYASASININ GELİŞMİŞLİK DÜZEYİ

Sermaye piyasası, yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akımını sağlayan aracı kurumlar ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan, modern bir finansman sistemidir.⁷¹ Ülkelerin

⁷⁰ BAN, *a,g,e*, s. 88.

⁷¹ KORKMAZ ve CEYLAN, *a,g,e*, Bursa, 2006, s. 411.

gelişmişlikleri ile sermaye piyasasının gelişmişliği arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır.

Türk sermaye piyasası; bilindiği üzere, 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.⁷²

Türkiye’de sermaye piyasasının gerek hukuki altyapısı gerekse kurumları itibariyle oluşumu yaklaşık yirmi sekiz yıllık bir geçmişe sahip bulunmaktadır. Bu konuda 1981 yılında yayınlanan 2499 sayılı sermaye piyasası kanunu ile sermaye piyasası kurulu (SPK) kurulmuştur⁷³. Yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan, İdari ve Mali özerliğe sahip düzenleyici bir kamu kurumudur. Türkiye’de sermaye piyasası faaliyetleri ve işlem hacimleri 1986 yılında İMKB’nin kurulmasıyla ivme kazanmıştır.

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.

Derecelendirme kurumları, yatırımcıların riskten kaçınmak amacıyla edindikleri ve kullandıkları finansal bilgileri piyasaya sunarken, yatırımcıları aydınlatma ve korumayı ön koşul olarak kabul etmişlerdir.

Türk sermaye piyasasının temel sorunları, yatırımcı tabanı eksikliği ve sermaye piyasası araçlarının çeşidinin azlığıdır. Yatırımcı tabanı, etkin bilgilendirme ve güven unsuruna yönelik düzenlemelerle genişletilebilecektir. Sermaye piyasası araçlarının çeşidinin ve ihraçların artırılmasına dönük tedbirler ise öncelikle vergisel teşvikler ve çeşitli mevzuat düzenlemeleri ile kolaylaştırılabilecektir.

⁷² ÖZMEN, *a.g.e.*, s. 17.

⁷³ Mehmet Baha, KARAN, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Yayınevi, Ankara, 2005, s. 69.

Her ülkenin olduğu gibi Türk finans sisteminde kendine özgü bir işleyişi vardır. 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.

4.2.1. Türk Sermaye Piyasasında Devletin Rolü

Finansal piyasalar, kendilerine özgü yapıları nedeniyle dünyada en ağır ve ciddi yasalarla düzenlenen sektörlerin başında gelmektedir. Devletin finansal kurumların oluşturulması, düzenlenmesi ve dolaylı şekillerde fon sağlanması finansal piyasalara müdahalesi söz konusudur.

Hükümetler, finansal piyasaları ve finansal piyasalardaki aracılarn faaliyetlerini üç ana nedenle düzenler ve denetler. Bunlardan birincisi, gerekli bilgilerin doğru bir şekilde ve zamanında tüm ilgili taraflara ulaşmasını sağlamak, ikincisi, finansal sistemin sağlıklı ve etkin işleyebilmesi için gerekli yasal çerçeveyi oluşturmak ve denetlemek, üçüncüsü, para politikasının kontrolünü artırmaktır⁷⁴.

Gelişmekte olan ülkelerin birçoğu, ekonomik büyüme programlarında finansal liberalleşmeyi hedef aldığı için, söz konusu ülkelerde sermaye piyasaları büyük önem arz etmektedir.

Kamu menkul kıymetlerinde derecelendirme hizmetine çok da fazla ihtiyaç duyulmamaktadır. Çünkü devletin ağırlıklı olarak yer aldığı sermaye piyasasında, rekabet imkânına sahip olamayan işletmeler, menkul kıymet ihraç etme imkânının sınırlı olmasından dolayı, yatırımcıların derecelendirmeye olan ihtiyaçları oldukça azdır. Risk derecelendirmesi 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 üstlenmesinin, derecelendirme açısından ve piyasaların gelişmesi açısından bir engel olduğu düşünülmektedir.

⁷⁴ KORKMAZ ve CEYLAN, *a.g.e.*, s. 70.

4.2.2. Merkez Bankası İşlemlerinin Piyasa Üzerine Etkileri

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

Belirlenen para ve kredi politikalarında devlet etkisinin olması, Merkez Bankasının ülkemizde yarı bağımsız yapıya sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Bu durumu önlemek ise ancak tam özerk Merkez Bankası modeline ulaşmakla mümkün olabilecektir.

Bir işletmenin, yatırımı için gerekli olan fonu sermaye piyasasından menkul kıymet ihraç ederek karşılaması gerektiğinde, ilk yapması gereken şey maliyet faktörünü incelemek olacaktır. Çünkü piyasadaki faiz oranlarının yüksek olması, işletmenin ihraç edeceği tahvilin de maliyetinin artmasına neden olacaktır. Bunun sonucunda işletme alternatif fon kaynaklarına yönelmek zorunluluğuna girecektir. Piyasadaki faiz oranları üzerinde Merkez Bankasının etkili olmasından dolayı, risk derecelendirmesi yönünden politikalar önem arz etmektedir.

4.3. TÜRKİYE'DE BİLGİ KAYNAKLARI VE RİSK DERECELENDİRMESİNDE ORTAYA ÇIKABİLECEK SORUNLAR

Ülkemizde sermaye piyasalarının gelişmekte olması, piyasada yatırımcıları bilgilendirecek kurumlar ve bilgileri yorumlayabilecek kişilerin azlığı, bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Yatırımcılar işletmeler tarafından açıklanan finansal tablo ve verilerin gerçeği ne derece yansıttığının belirlemesi konusunda yetersiz kalmakta, buna yönelik değerlendirmeler yapamamaktadırlar, bu da piyasada yatırım danışmanlık hizmeti veren kuruluşlar ihtiyacını gün geçtikçe artırmaktadır.

Derecelendirme kurumları, işletme ile ilgili bilgileri değerlendirirken, iç ve dış bilgi kaynaklarından yararlanmaktadırlar. Bu kurumların, işletmeciden aldıkları bilgilerin yanında, piyasa ile ilgili bütün bilgilere sahip olma zorunlulukları, Türkiye açısından sorunlara neden olmaktadır.

4.3.1. İç Bilgi Kaynaklar

Derecelendirme firmaları iç bilgi kaynakları olarak firma yöneticilerinden ve yapılan çalışmalardan elde edilen bilgiler ile işletmelerin finansal tablo ve faaliyet raporlarından yararlanmaktadırlar.

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

4.3.1.1. Yönetim ve Çalışanlardan Elde Edilen Bilgiler

İşletmenin başarısı bir bakıma yönetimin başarısı olarak değerlendirilmelidir. Yönetim, işletme dışı koşullara fazla etkide bulunmamakla birlikte, değişen koşullara işletmenin ayak uydurmasını ve üretim araçlarını en etkili şekilde kullanarak başarının artmasını sağlayabilir.⁷⁵ Derecelendirme firmaları için finansal tablolardan elde edilen sonuçları incelemek önemlidir. Fakat bu durum bize tamamen gerçeği vermeyebilir. Bu finansal tabloları dolduran yöneticilerin iyi niyetli olması, doğruluğu da önemlidir. Yöneticilerin performansına göre finansal tabloların değişime uğrayabileceği göz önünde tutulmalıdır.

4.3.1.2. Finansal Tablolar ve Faaliyet Raporları

Ülkemizde muhasebe sisteminde kullanılan farklı stok ve amortisman değerlendirme yöntemleri ve enflasyonun finansal tablolar üzerindeki etkisi derecelendirme firmalarının, ülkemizdeki finansal tabloların analizinde bazı sorunlarla karşılaşmalarına neden olmaktadır.

Muhasebe uygulamaları, şeffaflık, kamuyu aydınlatma ve bağımsız denetim ile diğer denetimler açısından kaliteli ulusal muhasebe standartlarının önemi yadsınamaz.⁷⁶ Bu açıdan yola çıkarak ülkemizde muhasebe sisteminin sağlıklı çalışabilmesi için önemli çabalar gösterilmektedir.

⁷⁵ Oktay GÜVEMLİ, *Uygulamalı Mali Tablolar Analizi*, İstanbul, 1991, s. 14.

⁷⁶ Yüksel Y. KOÇ, "Muhasebe Standartları ve Türkiye Uygulaması", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, Cilt 4 Sayı 2, Haziran 2002, s. 8.

Ülkemizde karşılaşılan en büyük sorunlardan bir tanesi yüksek enflasyondur. Enflasyonun yüksek boyutlara ulaşması işletmelerin açıklamış olduğu finansal tabloların gerçek değerlerinden uzaklaşmasına neden olmaktadır. Bu durum derecelendirme kurumlarının analizlerini de etkileyerek gerçeğin yansıtılmasında sorunlarla karşılaşılmasına neden olabilmektedir.

4.3.1.2.1. Enflasyonun Tablolar Üzerindeki Etkisi

İşletmelerin faaliyet sonuçları, ekonomik ve mali yapıları gibi konular hakkında gerekli olan bilgileri bize mali tablolar vermektedir. Bu tablolar aynı zamanda işletmenin karlılığına, kar dağıtım gücüne, mali yapılarına ve büyüme potansiyeline ilişkin birçok bilgiye ulaşmamızı sağlamaktadır. Ancak işletmelerin finansal yapısı ve politikaları enflasyondan önemli derecede etkilenmektedir. Etkilenme derecesi ise, işletme aktiflerinin yapısı, mal ve hizmetlerin talep elastikiyeti, paranın zaman değerindeki düşme hızı, kullanılan faiz yükü, teknolojik gelişme ve işletmenin borçtan yararlanma derecesi gibi unsurlara bağlıdır.

Enflasyon, paranın değerini sürekli değiştirir. Ölçü birimi olan paranın değerinde sürekli bir değişme olması; varlık olarak ölçülmüş ve mali tablolarda gösterilmiş olan değerlerin anlamsızlaşmasını sağlar. Mali tablolar bir değer ifade etmemeye ve anlamsızlaşmaya başlar. Bunun olumsuz sonucu olarak, mali tablolardaki rakamlar farklı tarihlerde satın alma gücünü ihtiva eden; fakat birbiri ile toplanamayan karmaşık raporlar yığını olarak karşımıza çıkar.

Ayrıca, işletmelerde aktif yapının değişmesi, aşırı biçimde borçlanma, uygun olmayan finansal araçlar kullanma, likidite sıkıntısı, ağır faiz yükü ve fon yetersizliği nedeniyle üretim kısıntısı enflasyonun neden olduğu ve ara ara karşılaştığımız sıkıntılardır. Bu sıkıntılarla karşılaşmamak için, derecelendirme açısından, finansal tablolardaki kalemlerin enflasyondan etkilenme dereceleri belirlenmeli ve böylece işletmelerin enflasyondan etkilenme derecelerinin farklılıkları giderilmelidir.

4.3.2. Dış Bilgi Kaynakları

Bağımsız denetim kuruluşları, mali basın, aracı kurum yayınları, banka yayınları, borsa yayınları, kamu kurumlarının yayınları, ticaret ve sanayi odaları yayınları ve bilgisayarla hizmet veren kuruluşların yayınları ülkemizdeki dış bilgi

kaynakları olarak sayılabilir. Analiz edilmekte olan endüstri veya işletmenin gelişme seyrinin değerlendirilmesinde dış bilgi kaynakları daha etkili olmaktadır. Dış bilgi kaynakları değerlendirilirken iç bilgi kaynaklarından elde edilen bilgilerle karşılaştırmalar yapılmalı ve buna göre sonuçlar ortaya konmalıdır.

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

Ülkemizde, dış bilgi kaynaklarının hem sermaye piyasasının gelişmesine hem de derecelendirme kurumlarının işbirliğine olumlu yönde katkılar sağlaması; ancak temel analiz yöntemiyle değerlendirilecek kuruluşların çoğalması ve bunlardan elde edilecek bilgilerin güvenilir olmasıyla sağlanacaktır.⁷⁷

4.4. TÜRK SERMAYE PİYASASINDA DERECELENDİRMENİN ALTYAPISI VE ÖNEMİ

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

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

Derecelendirme kurumlarının yapmış oldukları derecelendirme faaliyeti, kamuyu aydınlatma ilkesinin bir aracıdır⁷⁸. Yine derecelendirme kurumları, yatırımcılara sunduğu tarafsız ve kolay yorumlanabilecek bilgilerle, sermaye piyasalarında güven unsurunun yerleşmesine önemli katkıda bulunmaktadır.

Türkiye’de kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyeti, gözetim ve denetimine ilişkin düzenlemeler Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yapılmaktadır.

⁷⁷ BAN, *a,g,e*, s. 98–99.

⁷⁸ Coşkun KÜÇÜKÖZMEN, “Basel-2, Blok-3: Bilgilendirme Yoluyla Şeffaflığın Artırılması ve Piyasa Disiplininin Sağlanması”, Ankara, 2006.

Türkiye’de kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyeti, gözetim ve denetimine ilişkin düzenlemeleri yapan Sermaye Piyasası Kurulu’na göre derecelendirme faaliyeti⁷⁹;

1. Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyetinin Kapsamı

Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsar. Konu, Kurulun Seri: VIII, No:51 Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği'yle düzenlenmiştir.

- İşletmelerce derecelendirme yaptırılması ihtiyaridir. Ancak, Kurul tarafından gerekli görülen durumlarda derecelendirme yaptırılması zorunlu tutulabilir.
- Derecelendirme kuruluşları, işletmelerin talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilirler. Derecelendirme kuruluşları, talebe bağlı olmayan derecelendirme çalışması ve sonuçları hakkında kamuya açıklama yapmadan önce ilgili işletmelere bilgi vermek zorundadırlar. Derecelendirme çalışmasında işletmeler hakkında esas alınan bilgilere ilişkin olarak ilgili işletme tarafından yapılan değerlendirmeler, derecelendirme kuruluşlarınca titizlikle dikkate alınır.
- Talebe bağlı olmayan derecelendirme çalışmasına bu Tebliğde belirlenen ilke, usul ve esaslara uygun olarak ilgili işletmenin birbirini izleyen 3 hesap dönemi süresince devam edilir. Verilen derecelendirme notu, en fazla 6 aylık dönemler itibariyle gözden geçirilerek, kamuya açıklanır.
- Talebe bağlı olmayan derecelendirmelerde, müşteriden veya diğer kişi, kurum ve kuruluşlardan varsa sağlanan veya sağlanması öngörülen ücret ve benzeri menfaatlerin, derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirme notu ile birlikte kamuya açıklanması zorunludur.

2. Kredi Derecelendirmesi

Kredi derecelendirmesi;

- İşletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya

⁷⁹ <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=6&pid=10&subid=2>
(15.09.2009)

- Borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlölüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin

derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir.

3. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi

Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum derecelendirmesi, işletmelerin Kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumlarının derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir. Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum derecelendirmesinde bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ana bölümleri itibarıyla ayrı ayrı olmak üzere, 1 ile 10 arasında not verilir. Bu değerler arasında kalan (iki haneye kadar) küsuratlı notlar, tama iblağ edilmeksizin kamuya açıklanır.

4. Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilecek Kuruluşlar

Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti,

1. Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları Tablo 4-1'de verilmiştir.

Tablo 4-1: Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları

Derecelendirme Faaliyeti	Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları
Kredi Derecelendirmesi	1- Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. 2- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. 3- TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. 4- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi	1- TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. 2- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. 3- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.

Kaynak: <http://www.spk.gov.tr>

2. Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları Tablo 4-2'de verilmiştir.

Tablo 4-2: SPK Tarafından Kabul Edilen Uluslar arası Derecelendirme Kuruluşları

Derecelendirme Faaliyeti	Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslar arası Derecelendirme Kuruluşları
Kredi Derecelendirmesi	1- Standards and Poor's Corp. 2- Moody's Investor Service Inc. 3- Fitch Ratings Ltd.
Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi	1- RiskMetrics Group Inc

Kaynak: <http://www.spk.gov.tr>

5. Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyetinde Bulunma Koşulları

Derecelendirme kuruluşları, kredi derecelendirme ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetleri için ayrı ayrı yetkilendirilirler. Aynı kuruluş gerekli koşulları sağladığı ve ayrı bir organizasyon yapılanmasına gittiği takdirde her iki derecelendirme faaliyetini de yürütebilir.

1. Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları için şartlar

Türkiye'de yerleşik derecelendirme kuruluşlarının ve bu kuruluşlarda ortak olacak veya yönetici, kontrolör, derecelendirme uzmanı ve derecelendirme komitesi üyesi olarak görev alacakların sağlaması gereken şartlar Seri:VIII, No:51 Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 9 ve 10'uncu maddelerinde yer almaktadır.

2. Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları için şartlar

Kurul, Tebliğe göre derecelendirme faaliyeti yapabilecek uluslararası derecelendirme kuruluşlarını, Kurula başvurmaları halinde faaliyetlerinin kapsamı ve süresi, müşterileri, faaliyet gösterdikleri ülkeler ile bu ülkelerin yetkili otoriteleri tarafından kabul görüp görmedikleri ve kredibiliteleri bakımından değerlendirmeye tabi tutarak, uygun gördüklerini Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşu olarak listeye alır.

Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları, Türkiye'de gerçekleştirecekleri derecelendirme faaliyetleri ile ilgili kamuya açıklama ve bildirim yükümlülüklerinin Tebliğ hükümleri çerçevesinde yerine getirilmesini teminen Türkiye'de bir temsilci bulundurmak zorundadırlar.

Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarının bağlı ortaklığı veya iştiraki olarak ya da bu kuruluşlar ile bilgi paylaşım sözleşmesi çerçevesinde derecelendirme faaliyetinde bulunmak isteyen kuruluşlar, Tebliğ hükümleri çerçevesinde yetkilendirilmeleri halinde Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde

bulunabilirler ve Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları olarak bu Tebliğ hükümlerine tabi olurlar.

Türkiye’de derecelendirme sistemi çok gelişmiş bir durumda değildir. Bundan dolayı yetkili kurumlar tarafından derecelendirme sistemi için yapılacak yeni düzenlemeler, derecelendirme kuruluşlarının Türkiye’de etkin bir şekilde çalışmasını ve gelişmesini sağlayacak esaslar içermelidir. Bunun içinde derecelendirme firmalarında çalışacak olan personelin kalifiyeli olması ve gerek mikro gerekse de makro analizler yapabilme kapasitesine ve yeteneğine sahip olması gerekmektedir⁸⁰. Derecelendirme faaliyeti ve bu faaliyeti yapacak olan kurumlar için getirilen düzenlemeler ile derecelendirme kuruluşlarının bağımsızlığı sağlanmalıdır. Yetki verilecek olan derecelendirme kuruluşlarının tarafsız olmasına, uzun tecrübeye sahip olmasına, sahiplerinin güvenilir ve itibarlı olmasına dikkat edilmelidir. Türkiye’de yetkilendirilecek uluslararası derecelendirme kuruluşlarında ise, piyasada itibar görme, güvenilir olma, tarafsız, geçmiş performansı olumlu ve şeffaf olma kriterleri esas alınmalıdır. Ayrıca derecelendirme kuruluşlarına verdikleri zararlar için yaptırımlar uygulanmalıdır.

Derecelendirme kuruluşları, finansal piyasalara fon sağlayan kişi ve kuruluşların asimetrik bilgi probleminden kaynaklanan bilgi eksikliğini gidererek piyasaların daha güvenli ve işlevsel çalışmasına yardımcı olmaktadır.

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 bulunanlar da daha düşük faiz maliyetinin ve menkul kıymetlerinin daha geniş bir piyasa tarafından kabul görmesinden faydalanabileceklerdir.

⁸⁰ JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi Derecelendirme Proses Materyalleri, (10.10.2009)
<http://www.jcravasyarating.com/index.php?sayfa=12>

V. BÖLÜM

GELİŞTİRİLEN PRATİK DERECELENDİRME MODELİ VE DERECELENDİRME ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünde uluslararası derecelendirme kurumlarının derecelendirmede kullandıkları ölçüt ve yöntemlere uygun olarak pratik bir derecelendirme modeli geliştirilerek, Demir Çelik Sanayi ve Enerji Sektörü dalında faaliyette bulunan ve hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem görmekte olan Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş. firması ile Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.’ye geliştirilen model doğrultusunda derecelendirme notları verilecektir.⁸¹

5.1. DERECELENDİRME İÇİN GELİŞTİRİLEN PRATİK MODEL ÖNERİSİ

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

Tablo 5-1: Derecelendirme Kriterleri

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

Pratik derecelendirme modeli üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde sektör analizi değerlendirme faktörleri belirlenerek 40 kriterden oluşan bir değerlendirme tablosu oluşturulmuştur.

⁸¹ Geliştirilen pratik derecelendirme modelinde yararlanılacak olan “Akenerji Elektrik Üretim A.Ş ve Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş”ye ait mali tablolar <http://www.imkb.gov.tr> adresinden elde edilmiştir.

Şirketlerin her bir kritere göre konumları, üstünlük sırasına göre genelde derecelendirme şirketlerinin değerlemelerinde kullandıkları ölçütlere paralel olarak beşten bire puanlarla ifade edilmekte ve bu puanların kriter ağırlığıyla çarpımı, her bir kritere göre firmanın elde ettiği notu vermektedir. Toplam 40 kriterden elde edilen notların toplanması ile şirketin Sektör Analiz Notu'na ulaşılmaktadır. Bunu formüle edersek:

Kriter Notu = Kriter Puanı x Kriter Ağırlığı

$$\text{Sektör Analiz Notu} = \sum_{i=1}^{40} (\text{Kriter Notu})$$

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. Bu rakamlar da, derecelendirme şirketlerinden elde edilen ölçütlerin bir ortalamasıdır.

İkinci bölümde ise derecelendirme şirketlerinin ağırlıklı olarak kullandıkları belirlenen 24 kriterden oluşan bir değerlendirme tablosu oluşturulmuştur. Birinci bölümde uygulanan yöntem aynı şekilde uygulanarak Mali Analiz Notu belirlenmektedir. Bu notun belirlenmesinde hareket noktası sektör ortalamalarıdır.

Son bölümde ise derecelendirme şirketlerinin uygulamada kullandıkları yönteme paralel olarak, Mali Analiz Notu'nun % 60'ı ve Sektör Analiz Notu'nun % 40'ı alınarak nihai risk derecesi notuna ulaşılmaktadır.

Sektör Analiz değerlendirme tablosu, Mali Analiz değerlendirme tablosu ve Nihai Risk Derece tablosu sırasıyla verilecektir.

5.2. GELİŞTİRLEN DERECELENDİRME MODELİNİN UYGULANMASI

5.2.1. Sektör Analizi

Türkiye'de bazı sektörler GSMH ile aynı hızda, bazıları daha hızlı, bazıları ise daha yavaş büyüme gösterirler. Şirketler, genel ekonomik durumun yanı sıra sektörel

gelişmelerden yakından etkilenir. Bir şirketin büyümesi, genellikle faaliyet gösterdiği sektörün büyümesine paralel olmaktadır.

Sektör analizini oluşturan ve sektör notunun oluşturulmasında dikkate alınan temel başlıklar şunlardır; Moralite ve yönetim yapısı, firmanın bankalarla ve diğer finans kurumları ile ilişkileri, şirket politikaları, sektörün genel durumu, yerel ve uluslar arası alandaki sektörel rekabet durumu, sermaye yoğunluğu, konjonktürel dalgalanmalara açık ve duyarlılık derecesi, sektöre giriş koşul ve kolaylıkları, sektörün ekonomideki önemi, sektörel yasal düzenlemeler, teknolojik seviye, maliyet faktörleri, sektördeki gelişmelerin şirkete olan etkileri gibi şirketlerin faaliyette buldukları sektör grubuna ait temel veriler.

Firmanın bağlı bulunduğu sektördeki olumlu gelişmeler firmaya olumlu yansıtacak ve puanının artmasına neden olabilecektir. Ancak profesyonel bir yönetime sahip olmayan firma, ekonomi ve sektördeki olumlu gelişmelerden faydalanmakta gecikecek ve rekabet gücünü diğer firmalara kaptıracaktır.

Sektör analizinde ele alınan kriterler değerlendirilirken, sektördeki ortalamalar da dikkate alınmalıdır. Bu oranlar, tamamen işletme dışında hesaplanan ve işletmenin finansal tablolarında yer alan kalemleri ile direkt ilişkisi olmayan oranlardır⁸². Bu anlamda bu oranlar, endüstri için bir bütün olarak geliştirilmekte ve söz konusu endüstride faaliyette bulunan çok sayıdaki işletmelerin mali oranlarının ortalamasına göre hesaplanmaktadır. Sektördeki yer alan diğer firmalara da bakılarak bir ölçüde firmanın sektördeki konumu tespit edilip, firma faaliyetlerinin ve stratejilerinin uygunluğu ve etkinliği belirlenmeye çalışılmaktadır.

Geliştirilen derecelendirme modeli doğrultusunda ilgili firmaların sektör analizinin yapılmasını sağlayan ve sektör notunu veren kriterler, Tablo 5-2'de verilmiştir.

⁸² AKDOĞAN ve TENKER, *a,g,e*, s. 641.

Tablo 5-2: Sektör Analizi Değerlendirme Tablosu

	Kriter	Ağırlık	5	4	3	2	1	Not
1	Şirket Yaşı	3						
2	Sermaye Yapısı (Halka Açıklık)	2						
3	Mali Destek	7						
4	Bankalarla İlişkiler	1						
5	Hukuki Sorunlar	1						
6	Personel Yapısı	1						
7	Yöneticilerin Tecrübesi	2						
8	Yönetimin Kalitesi	3						
9	Sektörün Genel Durumu	4						
10	Sektörün Beklenen Gelişimi	8						
11	Şirketin Piyasadaki Durumu	6						
12	Talep Durumu	3						
13	Satış Gücü	2						
14	Pazarlama Politikaları	1						
15	İşletme Stratejileri	1						
16	Firmanın Faaliyet Etkinliği	2						
17	Hammadde Arzı	1						
18	Fiyatlama Serbestisi	1						
19	Üretim Teknolojisi	2						
20	İthalata Bağımlılık	2						
21	İhracat Potansiyeli	1						
22	Kredi Temin İmkânları	2						
23	Aktifler Üzerindeki İpotek ve Teminatlar	1						
24	Bilanço Dışı Yükümlülükler	2						
25	Kalite Sistemi	2						
26	Firma ve ortakların teminat yaratma gücü	2						
27	İştirak ve Grup Firmaları	3						
28	Ticari Faaliyet Rekabet Gücü	4						
29	Yatırımlar	4						
30	Yönetimdeki Anahtar Kişilerin Değişmesi	2						
31	Moralite ve Yönetim Yapısı	2						
32	İş Tecrübesi	3						
33	Şeffaflık	2						
34	Gayrimenkul Bilgileri	2						
35	Ana Faaliyet Konusu Dışında Sektörlere Yönelme	3						
36	Aşırı Büyüme	2						
37	Faaliyet Döngüsü, Piyasa Koşullarına ve Sektöre Uygun Mu?	4						
38	Yatırımlar Gerçekçi Hedeflere Dayanıyor Mu?	2						
39	Firmanın Piyasa ve Diğer Bankalar Nezdinde Kredibilitesi	2						
40	Firmanın Banka İlişkilerindeki Dikkati Çeken Değişiklikler	2						
	TOPLAM	100						

Kaynak: Derecelendirme şirketlerinin değerlendirme raporlarından derlenmiştir.

5.2.2. Oran Analizi

Çalışmamızda, sektör analizinden sonra firmanın mali analizi finansal oranların analizi ile gerçekleştirilmektedir. Finansal analizde asıl 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.

Oranların yorumlanmasında işletmenin geçmiş dönemlerindeki oranları ile firmanın faaliyet gösterdiği sektör için geliştirilen oranlar referans olarak kullanılmaktadır.

Finansal analizde kullanılan oranları, dört ana grupta incelemek mümkündür⁸³.

- Likidite oranları, firmanın kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ölçmek, işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını saptayabilmek için kullanılır.
- Mali yapı oranları, firmanın varlıklarının ölçülü ve sağlıklı bir şekilde finanse edildiğini analiz etmeye yarayan oranları içerir.
- Faaliyet Oranları, firmanın faaliyetlerinden kaynaklanan finansal riskleri ve firmanın faaliyetleri sonucundaki performansını analiz etmek amacıyla kullanılan oranlardır.
- Karlılık Oranları, işletmelerin gerek bir bütün olarak tüm faaliyetlerinde karlı çalışıp çalışmadığının belirlenmesinde, gerekse her bir temel faaliyetinin verimliliğinin ölçülüp değerlendirilmesinde bu oranlardan yararlanılır.

Geliştirilen derecelendirme modeli doğrultusunda ilgili firmaların mali analizinin yapılmasını sağlayan ve mali notunu veren kriterler (likidite, mali yapı, faaliyet ve karlılık oranları), Tablo 5-3'te verilmiştir.

⁸³ AKDOĞAN ve TENKER, *a,g,e*, s. 643.

Tablo 5-3: Mali Analiz Değerlendirme Tablosu

	Kriter	Ağırlık	5	4	3	2	1	Not
1	Likidite Rasyosu	3						
2	Cari Rasyo	3						
3	Nakit Oranı	3						
4	Aktif Devir Hızı	3						
5	Alacak Devir Hızı	3						
6	Stok Devir Hızı	3						
7	Toplam Borçlar/Öz Sermaye	3						
8	Kısa Vadeli Borçlar/Aktif Toplamı	3						
9	Uzun Vadeli Borçlar/ Aktif Toplamı	3						
10	Finansal Esneklik	7						
11	Nakit Durumu	10						
12	Karlılık Açısından Güvenilirlik	5						
13	Sermaye ve Varlık Yapısı	10						
14	Firmanın Muhasebe Yapısı	7						
15	İştirakler	3						
16	Özkaynaklar / Aktif Toplamı	5						
17	Net İşletme Sermayesi/ Yıllık Net Satışlar	3						
18	Kısa Vadeli Borçlar/ Net Satışlar	3						
19	Yabancı Kaynaklar / Aktif Toplamı	5						
20	Faaliyet Kârı / Net Satışlar	3						
21	Faizleri Karşılama Oranı	3						
22	V.Ö.K/Net Satışlar	3						
23	Varlıkların Kazanma Gücü	3						
24	Sermayenin Kazanma Gücü	3						
	TOPLAM	100						

Kaynak: Derecelendirme şirketlerinin değerlendirme raporlarından derlenmiştir.

Sektör ve mali analizi yapılan firmanın nihai risk derecesi hesaplanır. Söz konusu firmanın nihai risk derecesini gösteren tablo aşağıda verilmiştir.

Tablo 5-4: 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						

Kaynak: Derecelendirme şirketlerinin değerlendirme raporlarından derlenmiştir.

5.3. DEMİR-ÇELİK SEKTÖRÜNDE GELİŞTİRİLEN PRATİK DERECELENDİRME MODELİNİN UYGULANMASI

5.3.1. Demir-Çelik Sektörü Hakkında Genel Bilgiler

Demir çelik sektörü, esas itibarıyla demir cevherinin yüksek fırınlarda veya hurdaların ark ocaklarında eritilmesiyle elde edilen slab ve kütüğün değişik işlemlerden geçirilerek istenilen kimyasal ve fiziksel özelliklere sahip mamuller üreten bir sektördür.

Başta inşaat, otomotiv, beyaz eşya ve demiryolu olmak üzere sektörün tüm mamul eşya üretimine doğrudan katkısı bulunmaktadır.

Demir Çelik Sektörü kapsamında yer alan ürünler aşağıdaki şekilde sınıflandırılmaktadır⁸⁴:

I. Hammadde ve Yarı Mamul

- PİK Demir
- Kütük Demir

II. Uzun Hadde Mamulleri

- Demir Çelik Çubuk
- Demir Çelik Profil
- Filmaşın
- Tel
- Çivi

III. Yassı Hadde Mamulleri

- Sıcak Haddelenmiş Yassı Ürünler
- Soğuk Haddelenmiş Yassı Ürünler
- Kaplanmış Yassı Ürünler

IV. Demir Çelikten Mamul Eşya

⁸⁴ T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracat Genel Müdürlüğü Demir Çelik Sektör Raporu, 2008, s. 1.

- Boru
- Boru Bağlantı Parçaları
- İnşaat Aksamı
- Dövme Taslak
- Döküm Mamul
- Demet, Tel ve Halat
- Zincir
- Radyatör
- Hurda

Demir çelik sektörü ülke ekonomilerinin kalkınmasında lokomotif sektörler içinde yer almaktadır. Sektörün başta inşaat, otomotiv ve demiryolu olmak üzere tüm mamul eşya üretimine doğrudan katkısı vardır. Özellikle altyapı sorunlarının henüz çözümlenmediği gelişmekte olan ülkelerde demir çelik sektörü ayrı bir öneme haizdir.

5.3.2. Dünyada Demir-Çelik Sektörü

Ekonomik ve siyasi anlamda sürekli bir değişim ve yeniden yapılanma süreci içinde bulunan dünyada, özellikle gelişmekte olan ülkeler için demir-çelik sektörü oldukça önemlidir. Bir ülkenin dengeli ve istikrarlı sanayi ve ekonomiye sahipliği demir-çelik sanayiinin gücü ile orantılıdır.

Günümüzde demir çelik sektörünün dünya çapında köklü bir değişikliğe sahne olduğu gözlemlenmektedir. Sektör global ve rekabetçi bir konuma ulaşmaktadır. Dünyanın önde gelen demir-çelik şirketleri küçük şirketleri ile yassı, teneke, kaplamalı vb. ürünlerle ihtisaslaşma yoluna gitmektedirler.

Dünya ham çelik üretimi devamlı bir artış trendi sergilemektedir. Tablo 12’de incelenen 1970–2007 döneminde dünya ham çelik üretiminde sadece 1990–1995 arasında yıllık ortalama %0,5 azalış yaşanmış, özellikle 1995 sonrasında ciddi bir artış trendine girilerek 2000- 2005 yılları arasında yıllık ortalama %6,1 artış göstermiştir. 2007 yılında ise bir önceki yıla göre %7,8 oranında artış gerçekleşmiştir.

Tablo 5-5: Ham Çelik Üretimi

YIL	Dünya Üretimi (Milyon ton)	Değişim %
1970	595	-
1975	644	8,24
1980	717	11,34
1985	721	0,56
1990	775	7,49
1995	756	-2,45
2000	848	12,17
2001	850	0,24
2002	904	6,35
2003	970	7,30
2004	1069	10,21
2005	1142	6,83
2006	1245	9,02
2007	1343	7,87

Kaynak: T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracat Genel Müdürlüğü Demir Çelik Sektör Raporu.

2008 yılı sonu itibariyle dünya ham çelik üretiminde ülke sıralamasında ilk üçte yer alan ülkelerde bir önceki yıla göre değişiklik olmamış, Çin bir önceki yıla göre üretimini % 1,1 oranında artırarak 500 milyon ton ile birinci sıradaki yerini korumuştur. Çin'i ikinci sırada Japonya, üçüncü sırada ise ABD izlemektedir. Japonya ve ABD'nin ham çelik üretimi bir önceki yılın altına düşmüştür. İlk on beş ülke arasında üretim artışı sadece dört ülkede gerçekleşmiş olup, ülkemiz % 4,1'lik üretim artışı ile Çin'i de geçerek birinci sırada yer almıştır⁸⁵.

Çelik sektörünün lokomotif konumunda olan BRIC ülkelerinden Çin ile Hindistan üretimini artırırken Rusya ile Brezilya'da üretim düşüşleri yaşanmıştır. İlk on beş ülke sıralamasında İspanya Fransa'yı geçerek 13. sırada yer almış ve ülkemiz 11. sıradaki yerini korumuştur.

Dünya ham çelik üretiminde Çin Halk Cumhuriyeti ülke bazında ilk sırada yer almaktadır. Dünyanın ham çelik üretiminde önde gelen ülkeler ve üretim miktarları aşağıdaki tablodaki gibidir.

⁸⁵ Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş., Faaliyet Raporu, 2008. s. 21.

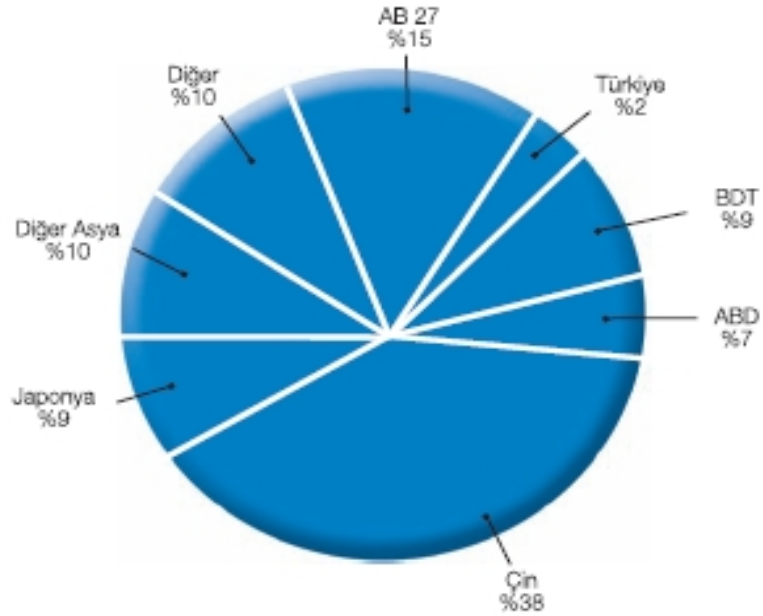
Tablo 5-6: Dünya Ham Çelik Üretimi (Bin Ton)

Sıra	Ülke	2006	2007	2008	%08/07
1	Çin	422.989	494.899	500.488	1,1
2	Japonya	116.226	120.203	118.743	-1,2
3	ABD	98.557	98.181	91.350	-7,0
4	Rusya	70.830	72.387	68.510	-5,4
5	Hindistan	49.450	53.080	55.050	3,7
6	Güney Kore	48.455	51.517	53.323	3,5
7	Almanya	47.224	48.550	45.883	-5,6
8	Ukrayna	40.892	42.830	37.107	-13,4
9	Brezilya	30.901	33.782	33.713	-0,2
10	İtalya	31.624	31.547	30.575	-3,1
11	Türkiye	23.308	25.754	26.806	4,1
12	Tayvan	20.000	20.903	20.210	-3,3
13	Fransa	19.852	19.250	17.879	-7,1
14	İspanya	18.391	18.999	18.640	-1,9
15	Meksika	16.313	17.573	17.230	-2,0
	Dünya	1.250.499	1.351.214	1.326.904	-1,8

Kaynak: Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş, Faaliyet Raporu, 2008. s. 21.

Dünya ham çelik üretiminin dağılımı ülke bazında şekil 5-1’de verilmiştir.

Şekil 5-1: Dünya Ham Çelik Üretiminin Dağılımı



5.3.3. Türkiye’de Demir Çelik Sektörü

Ülkemizde demir-çelik sektörünün gelişim süreci şu şekilde olmuştur⁸⁶.

Türk ekonomisinin gelişmesinde de aynı doğrultuda büyük rolü bulunan sektörün modern anlamda temelleri 1930’lu yıllarda atılmıştır. Türkiye’de demir çelik üretimine ilk defa Kırıkkale’de 1928’de savunma sanayinin çelik ihtiyacını karşılamak üzere Askeri Fabrikalar Müdürlüğü’ne bağlı olarak başlanmıştır.

1937 yılında Atatürk’ün direktifleriyle, Türkiye’nin ilk entegre demir çelik tesisi olan Karabük Demir Çelik Fabrikalarının temeli atılmıştır. 1939 yılında 150.000 ton çelik üretimi gerçekleştiren şirket uzun dönem ilk olma özelliğini muhafaza etmiştir. KARDEMİR’in gelişmekte olan Türkiye’nin demir çelik ihtiyacına cevap verememesi ve yassı ürün talebini karşılamak için, ikinci entegre tesis olan Ereğli Demir Çelik Fabrikaları (ERDEMİR) 1965 yılında 470.000 ton kapasite ile üretime başlamıştır.

1977 yılında, uzun ürün ve yarı mamul talebini karşılayabilmek amacıyla, Türkiye’nin üçüncü entegre tesisi, İskenderun Demir Çelik Fabrikaları (İSDEMİR) işletmeye açılmıştır.

Öte yandan 1960’lı yılların başında demir çelik özel sektörün de ilgisini çekmiş ve ilk elektrikli ark ocaklı tesis İzmir’de faaliyete geçmiştir. Bunu takip eden 4 ark ocaklı kuruluşun işletmeye açılması ile, 1980 yılında Türk Demir Çelik Endüstrisi, yıllık 4,2 milyon ton ham çelik üretim kapasitesine ulaşmıştır.

24 Ocak Kararları ile kalkınma stratejisini değiştiren ve ihracata dayalı kalkınma modelini benimseyen Türkiye’de 1980’li yıllar sektörün gelişimi açısından önemli bir dönem olmuş ve yeni elektrik ark ocaklı tesisler kurulmuştur. Özellikle inşaat sektöründe ve çeşitli imalat sanayilerinde canlanma ve altyapı yatırımlarının hız kazanması uzun ürün talebinde artışı beraberinde getirmiştir.

1996 yılında Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu (AKÇT) ile imzalanan Serbest Ticaret Anlaşması sonucunda, gümrük vergilerinin karşılıklı olarak kaldırılması, Türkiye ile AB arasındaki çelik ticaretinin gelişmesine katkıda bulunmuştur.

⁸⁶ T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracat Genel Müdürlüğü Demir Çelik Sektör Raporu Raporu, 2008, s. 17.

2000 yılında 14,3 milyon ton olarak gerçekleşen Türkiye'nin demir çelik üretimi, 2007 yılında 25,8 milyon tona çıkmış ve Türkiye dünya çelik üretiminde on birinci sıraya yükselmiştir.

Demir çelik sektörünün üretim ve tüketim değerleri incelendiğinde uzun mamul üretiminin iç pazarın ihtiyacından fazla olduğu, öte yandan yassı mamulde ise tüketimin bir kısmının ithalat yoluyla karşılandığı görülmektedir.

2007 yılında, ülkemizin ham çelik üretimi, 2006 yılına göre, % 10.5 oranında artışla, 25.76 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiş ve Ülkemiz dünya ham çelik üretimi sıralamasında 11., AB ülkeleri sıralamasında ise, 3. sıradaki yerini korumuştur⁸⁷.

Türk demir çelik sektörü; 2007 yılında, her birinin yıllık kapasitesi 1.1 ile 3 milyon ton arasında değişen üç adet entegre tesis ve kapasiteleri 60 bin ton ile 1.9 milyon ton arasında değişen 21 adet elektrik ark ocaklı tesiste gerçekleştirilen, 25,8 milyon ton ham çelik üretimi ile, dünya çelik üretiminde 11'ini sırada yer almıştır. Sektörün 2007 yılında gösterdiği %10'luk büyüme hızı, %7,8 olan dünya büyüme hızının üzerinde olup, bu gösterge; Türkiye'nin sıralamada daha üst seviyelere çıkacağına bir işarettir.

Ham çelik üretiminin %69'u ark ocaklı tesisler, %31'i ise entegre tesisler tarafından gerçekleştirilmiştir.⁸⁸

2008 yılında, ülkemiz ham çelik üretimi % 4,1 artarak 26,8 milyon tona yükselmiştir. Üretimin 7 milyon tonu entegre tesislerde ve 19,8 milyon tonu elektrik ark ocaklı tesislerde gerçekleştirilmiştir. Ülkemiz dünya sıralamasındaki on birinciliğini korumuş ve bir önceki yıla göre üretim artış oranında ilk on beş ülke arasında Çin'i geçerek birinci sıraya yükselmiştir. Ağustos ayında 2,5 milyon ton seviyesinde olan üretim daha sonra sürekli azalarak Aralık ayında % 30'luk gerileme ile 1,75 milyon ton olmuştur. Yılın son üç ayına bakıldığında üretimde bir önceki çeyreğe göre %25 daralma olduğu görülmektedir⁸⁹.

Demir çelik sektörü, yarattığı katma değer ve istihdamın yanı sıra, ihracatımızda da önemli bir yere sahiptir. Sektör, genel ihracatımızda %11,6 paya sahiptir.

⁸⁷ Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş, Faaliyet Raporu, 2007.

⁸⁸ T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracat Genel Müdürlüğü Demir Çelik Sektör Raporu, 2008, s. 21.

⁸⁹ Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş, Faaliyet Raporu, 2008.

Ekonomideki olumlu gelişmelerin yanı sıra, demir ve çelik ürünleri fiyatlarının dünya piyasalarında yükselmesinin de etkisiyle, demir-çelik sektörünün 2007 yılı ihracatı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %30 artarak 12,5 milyar dolara ulaşmıştır.

Tablo 5-7: Yıllar İtibariyle Demir Çelik Sektörü İhracatımız (Milyon Dolar)

	Demir-Çelik	Demir-Çelikten Eşya	Toplam
2003	2.969	1.391	4.360
2004	5.360	2.227	7.587
2005	4.973	2.731	7.704
2006	6.273	3.336	9.609
2007	8.352	4.125	12.477
Değişim (2006/2007)	33%	24%	30%
2007 Ocak-Mart	1.664,1	876,6	2.540,7
2008 Ocak-Mart	2.741,8	1.215,5	3.957,4
Değişim (2007/2008)	65%	39%	56%

Kaynak: T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracat Genel Müdürlüğü Demir Çelik Sektör Raporu.

Yıllar itibariyle demir çelik sektörü ihracatımıza bakıldığında, 2003 yılında 4.360 milyon dolar olan sektör ihracatı, 2007 yılında 12.478 milyon dolara yükselmiştir. Bu rakam sektör ihracatının son beş yılda yaklaşık üç kat arttığını göstermektedir.

2007 yılında sektör ihracatının ülkelere göre dağılımı incelendiğinde ise; demir-çelikte en fazla ihracat gerçekleştirilen ülkenin 1,7 milyar dolar ihracat ve %21 pay ile Birleşik Arap Emirlikleri olduğu görülmektedir. Anılan ülkeyi sırasıyla; İspanya, Romanya, İtalya, Fas, İngiltere, İsrail, Katar, Bulgaristan ve ABD izlemektedir.

Tablo 5-8: Demir-Çelik İhracatımızda (72.Fasıl) ilk 20 Ülke

ÜLKE	2006	2007	Değişim (%)	Pay (%)
Birleşik Arap Emirlikleri	1.087	1.743	60%	21%
İspanya	489	524	7%	6%
Romanya	171	469	174%	6%
İtalya	344	390	13%	5%
Fas	293	317	8%	4%
İngiltere	151	290	92%	3%
İsrail	227	282	25%	3%
Katar	240	279	16%	3%
Bulgaristan	130	258	99%	3%
A.B.D	786	257	-67%	3%
Irak	142	256	80%	3%
Yunanistan	190	229	21%	3%
Hollanda	152	212	40%	3%
Suudi Arabistan	155	209	35%	3%
Portekiz	188	179	-4%	2%
Almanya	95	179	89%	2%
Rusya Federasyonu	61	179	195%	2%
Yemen	127	172	35%	2%
İran	69	132	91%	2%
Mısır	77	120	56%	1%
Diğerleri	1.102	1.677	52%	20%
TOPLAM	6.273	8.352	33%	100%

Kaynak: T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracat Genel Müdürlüğü Demir Çelik Sektör Raporu

Türkiye, ark ocaklarının ihtiyacı olan hurdayı özellikle Ukrayna, Rusya Federasyonu, Romanya ve AB ülkelerinden ithal etmekte ve dünyanın belli başlı hurda ithalatçıları arasında yer almaktadır. Otomotiv ve beyaz eşya sektörlerinin hammaddesi olan yassı ürünler; Ukrayna, Rusya Federasyonu, Romanya ve AB ülkelerinden, vasıflı çelik ürünler ise ağırlıklı olarak AB ülkeleri ve Rusya Federasyonu'ndan ithal edilmektedir. Demir çelik mamulleri ithalatımızda öne çıkan ülkeler sırasıyla Rusya Federasyonu, Ukrayna, Romanya, ABD, İngiltere, Almanya, Belçika ve Çin Halk Cumhuriyeti'dir. Bahse konu ülkeler toplam demir çelik ithalatımızdan %71 pay almaktadır⁹⁰.

⁹⁰ T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracat Genel Müdürlüğü Demir Çelik Sektör Raporu, 2008, s. 27.

Tablo 5-9: Demir-Çelik İthalatımızda (72.Fasıl) İlk 20 Ülke

ÜLKE	2006	2007	Değişim (%)	Pay (%)
Rusya Federasyonu	2.915	3.301	13%	20%
Ukrayna	1.804	2.822	56%	17%
Romanya	1.058	1.402	32%	9%
A.B.D.	744	1.304	75%	8%
İngiltere	585	868	49%	5%
Almanya	579	662	14%	4%
Belçika	376	571	52%	4%
Çin Halk Cumhuriyeti	193	488	153%	3%
İtalya	313	461	47%	3%
Hollanda	217	451	108%	3%
Bulgaristan	321	441	38%	3%
Fransa	296	428	44%	3%
İspanya	220	283	29%	2%
Slovak Cumhuriyeti	160	237	48%	1%
Güney Kore Cumhuriyeti	104	195	88%	1%
Gürcistan	123	182	48%	1%
Finlandiya	139	181	30%	1%
Estonya	67	156	133%	1%
Tayvan	67	146	118%	1%
Danimarka	16	125	696%	1%
Diğerleri	1.230	1.478	20%	9%
TOPLAM	11.525	16.182	40%	100%

Kaynak: T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracat Genel Müdürlüğü Demir Çelik Sektör Raporu.

Demir çelik sektörünün bir diğer önemli özelliği ise yüksek bir teknoloji ihtiyacı ve enerji ihtiyacına gereksinim duyulmasıdır. Dolayısıyla sektöre yeni girişlerin olması oldukça yüksek maliyetler gerektirmektedir. Ayrıca sektör ülkemize önemli bir istihdam sağlamaktadır. Bütün bu bahsedilen yönleri ile Demir-Çelik Sanayii ülkemizin gelişmesi açısından vazgeçilmez bir sanayi koludur.

5.3.4. Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş.'nin Derecelendirilmesi

5.3.4.1. Şirket Profili⁹¹

Türkiye'nin en büyük entegre yassı çelik üreticisi ERDEMİR, 1965 yılında üretime başlamış ve bugün 3 milyon ton/yılın üzerinde ham çelik ve 5 milyon ton/yılın üzerinde nihai mamul kapasitesine ulaşmıştır. Uluslararası kalite standartlarında levha, sıcak ve soğuk haddelenmiş sac ile kalay, krom ve çinko kaplamalı sac üretmektedir. ERDEMİR, ürünleri ile savunma sanayi, inşaat, boru, otomotiv, gemi yapımı, dayanıklı

⁹¹ Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş., Faaliyet Raporu, 2008.

ev aletleri, tarım aletleri, basınçlı kap, gıda ve ambalaj malzemeleri, büro malzemeleri gibi sektörlerle temel girdi sağlamak ve ülke sanayinin gelişmesine öncülük etmektedir. ERDEMİR büyüme stratejileri çerçevesinde yurt içinde ve yurt dışında kurulu tesislerin satın alınması ve yeni tesislerin kurulması yoluyla önemli adımlar atmıştır. İskenderun Demir ve Çelik A.Ş., ERDEMİR Madencilik San. ve Tic. A.Ş., ERDEMİR Çelik Servis Merkezi San. ve Tic. A.Ş., ERDEMİR Mühendislik Yönetim ve Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., ERDEMİR Romania S.R.L., ÇELBOR Çelik Çekme Boru San. ve Tic. A.Ş., ERDEMİR Lojistik A.Ş. ve ERDEMİR Gaz San. ve Tic. A.Ş. ERDEMİR Grubu şirketlerini oluşturmaktadır.

Tamamı OYAK'a ait ATAER Holding, bugün ERDEMİR hisselerinin %49,29'unu elinde bulundurmaktadır.

Mevcut hisse dağılımı aşağıdaki gibidir:

- ATAER Holding A.Ş. %49,29
- ERDEMİR Portföyü %3,08
- Diğer %47,63 (Halka açık)

5.3.4.2. Erdemir'in Piyasadaki Durumu

Dünyanın başlıca çelik üreticisi firmaları; 2006 yılı üretim rakamları ve dünya toplam üretimindeki payları itibarıyla aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. En büyük üretici olan Arcelor firmasının dünya üretimi içerisindeki payı, şirket birleşmeleri yoluyla %9,41'e (2002 yılında bu oran %4,9) ulaşmıştır. İlk 20 firmanın üretimi dünya üretiminin %38,7'sini oluşturmaktadır. Dünya'nın en büyük 5 çelik tesisinin dünya üretiminin yalnızca %18,8'ini elinde bulundurmasına karşılık, en büyük 5 demir cevheri üreticisinde bu oran %90 civarında bulunmaktadır. Çelik endüstrisindeki bu bölünmüşlük, çelik tesisleri üzerinde rekabet açısından inanılmaz bir şekilde baskı yapmakta ve maliyet yapısı bu baskıları iyice arttırmaktadır. Ancak, 2006 yılında da bu bölünmüşlük küresel şirket birleşmeleri ile ortadan kalkmaktadır. Nitekim Krupp ile Thyssen firmalarının birleşmesi ile oluşan Thyssen Krupp HKM'nin %50'sini almıştır. Mital Steel ile Arcelor da birleşerek Arcelor Mittal şirketini oluşturmuştur. Öte yandan, Erdemir Grubu da dünya üretiminin %0,4'ünü gerçekleştirerek dünyanın en büyük 57'nci üreticisi (2002 yılında %0,5 ile 48'inci sırada idi) olmuştur.

Tablo 5-10: Başhca Çelik Üreticisi Firmalar

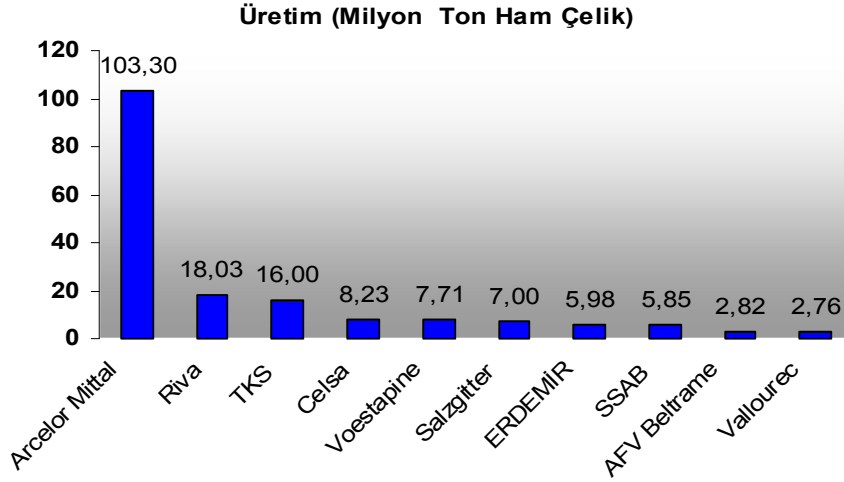
Sıra	Firma	Üretim (Milyon Ton Ham Çelik)	
		2006	Pay
1	Arcelor Mittal	117,2	9,41%
2	Nippon Steel	32,7	2,63%
3	JFE	32,0	2,57%
4	POSCO	30,1	2,42%
5	Bao Steel	22,5	1,81%
6	US Steel	21,2	1,70%
7	Nucor	20,3	1,63%
8	Tnagshan	19,1	1,53%
9	Corus Group	18,3	1,47%
10	Riva Group	18,2	1,46%
11	Severstal	17,5	1,41%
12	ThyssenKrupp	16,8	1,35%
13	Evrax Group	16,1	1,29%
14	Gerdau	15,6	1,25%
15	Anshan	15,3	1,23%
16	Jiangsu Shagang Group	14,6	1,17%
17	Wuhan	13,8	1,11%
18	Sumitomo	13,6	1,09%
19	SAIL	13,5	1,08%
20	Techint	12,8	1,03%
...
57	Erdemir Grubu	5,0	0,40%
İlk 20 Firma Toplam Üretimi		481,2	38,70%
Dünya Üretimi		1.245	100,00%

Kaynak: T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracat Genel Müdürlüğü Demir Çelik Sektör Raporu.

2007 yılı ham çelik üretim trendine uygun olarak devam eden 2008 yılı ham çelik üretimi, yaşanan mali kriz sonrası oluşan gerilemenin etkisiyle, 110 – 120 milyon ton / ay seviyelerinden yılsonuna kadar kademeli azalarak Aralık ayında 82 milyon ton olarak gerçekleşmiştir.

2008 yılının son çeyreğinde yaşanan ekonomik daralmanın reel sektöre olumsuz etkisi nedeniyle Ereğli Grubu fiyat, sipariş ve stok seviyelerine bağlı olarak yapılan üretim optimizasyonu ile son çeyrekte üretim seviyesini aşağı çekmiştir. Şekil 6'da 2008 yılı AB-27 en büyük çelik üreticileri arasında Erdemir'in yeri gösterilmiştir.

Şekil 5-2: 2008 Yılı AB-27 En Büyük Çelik Üreticileri



Kaynak: Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş, Faaliyet Raporu, 2008.

Belirttiğimiz gibi 2008 yılında Ereğli Grubu fiyat, sipariş ve stok seviyelerine bağlı olarak yapılan üretim optimizasyonu ile son çeyrekte üretim seviyesini aşağı çekmiştir. Tablo 5-11’de Erdemir’in yıllar itibariyle ve ürün bazında satış miktarları verilmiştir.

Tablo 5-11: Erdemir'in Yıllar İtibariyle Satış Durumu

Satış Miktarları (Bin Ton)	2004	2005	2006	2007	2008
Yassı Nihai Mamul	3.604	3.553	3.904	3.604	3.932
Ereğli Teneke	220	253	151	240	236
Ereğli Galvanizli	325	310	362	286	310
Ereğli Soğuk	1.094	1.081	1.168	1.162	925
Ereğli Sıcak	1.915	1.860	2.139	2.392	2.231
Ereğli Levha	50	49	84	215	200
İskenderun Sıcak	0	0	0	0	30
Uzun Nihai Mamul	2.007	2.011	2.018	1.652	1.963
Kütük	1.644	1.612	1.512	1.153	1.379
Kangal	323	352	449	479	517
Nervürlü	40	47	57	20	67
Külçe Pik	159	117	119	268	77
Ereğli	0	0	0	0	0
İskenderun	159	117	119	268	77
Demir Cevheri	1.788	1.762	1.772	1.865	1.615
Pelet	767	1.084	1.148	1.302	1.114
Diğer	1.021	678	624	563	501
Silisli Yassı Çelik	71	53	62	75	88
Silisli Sac	64	41	44	58	73
Diğer	7	12	18	17	15
Çelik Çekme Boru	2	2	2	4	5

Kaynak: Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş, Faaliyet Raporu, 2008.

2008 yılında Ereğli tesislerinde gerçekleştirilen ihracat 2007 yılında göre % 22 oranında artış göstermiştir. 800 bin ton yassı mamulün 417 bin tonu (% 52) Avrupa Birliği'ne üye olan 13 ülkeye, 383 bin tonu ise (% 48) diğer ülkelere ihraç edilmiştir. Bu dönemde Hindistan, Brezilya ve Çin ihracatları başlamış, Temmuz 2006'dan beri fiilen kapalı olan ABD pazarına da satış yapılmıştır. Romanya tesislerinde silisli yassı çelik satış miktarı ise bir önceki yıla göre % 17 artarak 88 bin ton olarak gerçekleşmiştir⁹².

5.3.4.3. Diğer Bilgiler⁹³

Kriz döneminde optimum üretime göre yüksek verimlilik değerleri elde eden Ereğli tesislerinde, kapasite kullanım oranı yılın son çeyreğindeki üretim kısıntılarına bağlı olarak düşüş göstermiştir. 2007 yılında %97,9 olan kapasite kullanım oranı 2008 yılında %86,4 olarak gerçekleşmiştir. Tesislerde üretimin hangi etkinlik ve verimlilikte gerçekleştiğini gösteren ve işletme performansının izlenmesini sağlayan işletme etkinliği değerine (OEE) bakıldığında, 2007'nin ilk dokuz ayında %81,2 olan işletme etkinliği değerinin 2008 yılı aynı dönemde %88,8 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Ancak 2008 yılı son çeyreğinde üretim seviyesinin aşağı çekilmesi nedeniyle düşen performans oranlarına bağlı olarak, 2007 yılında %82,2 olan OEE azalmış ve 2008 yılında %79,8 olarak gerçekleşmiştir.

2008 yılında 109 milyon ABD Doları özkaynaklardan, 450 milyon ABD Doları kredilerden olmak üzere toplam 559 milyon ABD Doları yatırım harcaması yapılmıştır.

31 Aralık 2008 tarihi itibarıyla Grubun çalışan sayısı 10.860 mavi yakalı, 3.568 beyaz yakalı ve 209 sözleşmeli olmak üzere toplam 14.637'dir. Bu toplam çalışanın; 7.374'ü Ereğli, 6.157'si İskenderun ve 1.106'sı ise diğerdir.

5.3.4.4. Erdemir'in Finansal Durumu

Derecelendirme firmaları, derecelendirme için gerekli olan bilgileri derecelendirmesini yaptıkları şirketlerden sağlamaktadır. Bu yaklaşımdan hareketle

⁹²Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş, Faaliyet Raporu, 2008, s. 28.

⁹³ Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş, Faaliyet Raporu, 2008.

Erdemir şirketinin Finansal Durumu'nun açıklanmasında Erdemir 2008 Yılı Faaliyet Raporundan ve çeşitli kaynaklardan alınan bilgiler kullanılmıştır.

Firmanın Bilançosu Ek 1'de, Gelir Tablosu Ek 2'de ve Nakit Akım Tablosu ise Ek 3'de gösterilmektedir. Finansal Analiz Değerlendirme Tablosu buradaki bilgilerden ve aşağıda bahsedilecek olan bilgilerden yararlanılarak doldurulacak ve Finansal Analiz Derecelendirme notuna ulaşılabilecektir.

Firmanın 2008 yılı faaliyet raporunda uygulanan muhasebe ilkeleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan genel kabul görmüş muhasebe ilkeleridir. Değerleme yöntemleri ise aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

- ✓ **Nakit ve Nakit Benzerleri:** Nakit ve nakit benzeri kalemler, nakit para, vadesiz mevduat ve satın alım tarihinden itibaren vadeleri 3 ay veya 3 aydan daha az olan, hemen nakde çevrilebilecek olan ve önemli tutarda değer değişikliği riskini taşımayan yüksek likiditeye sahip diğer kısa vadeli yatırımlardır. Bu varlıkların defter değeri gerçeğe uygun değerlerine yakındır.
- ✓ **Menkul Kıymet Değerleme Yöntemi:** Geri alım-satım anlaşmalarına bağlı devlet tahvilleri ve hazine bonoları için vadeye kalan gün sayısı dikkate alınarak faiz hesaplanmaktadır ve borsaya kote olan hisse senetlerinde ortalama borsa rayici.
- ✓ **Diğer Bağlı Menkul Kıymetler:** Borsaya kote edilmiş olan menkul kıymetler için ortalama borsa rayici.
- ✓ **Finansal Duran Varlıklar Değerleme Yöntemi:** Elde etme maliyeti.
- ✓ **Maddi Duran Varlıklar Değerleme Yöntemi:** Maddi varlıklar, 1 Ocak 2005 tarihinden önce satın alınan kalemler için 31 Aralık 2004 tarihi itibarıyla enflasyonun etkilerine göre düzeltilmiş maliyet değerlerinden ve 2005 ve sonrasında alınan kalemler için satın alım maliyet değerlerinden birikmiş amortisman ve varsa kalıcı değer kayıpları düşülerek mali tablolara yansıtılır. Amortisman, arazi ve yapılmakta olan yatırımlar haricinde, varlıkların tahmini ekonomik ömürleri üzerinden normal amortisman yöntemi kullanılarak ayrılır.
- ✓ **Alacaklar Değerleme Yöntemi:** Ticari ve diğer alacaklar, ilk kayıt tarihinde gerçeğe uygun değerleri ile muhasebeleştirilmektedirler. İlk kayıt tarihinden

sonraki raporlama dönemlerinde, etkin faiz yöntemi kullanılarak iskonto edilmiş maliyeti üzerinden gösterilmişlerdir.

- ✓ **Borçlanma Maliyetleri:** Kullanıma ve satışı hazır hale getirilmesi önemli ölçüde zaman isteyen varlıklar söz konusu olduğunda, satın alınması, yapımı veya üretimi ile doğrudan ilişkilendirilen borçlanma maliyetleri, ilgili varlık kullanıma veya satışı hazır hale getirilene kadar varlığın maliyetine dahil edilmektedir. Yatırımla ilgili kredinin henüz harcanmamış kısmının geçici süre ile finansal yatırımlarda değerlendirilmesiyle elde edilen finansal yatırım geliri aktifleştirmeye uygun borçlanma maliyetlerinden mahsup edilir. Diğer tüm borçlanma maliyetleri, oluştukları dönemlerde gelir tablosuna kaydedilmektedir.
- ✓ **Stoklar Değerleme Yöntemi:** Stoklar, maliyetin ya da net gerçekleşebilir değerinin düşük olanı ile değerlendirilmektedir. Sabit ve değişken genel üretim giderlerinin bir kısmını da içeren maliyetler stokların bağlı bulunduğu sınıfa uygun olan yöntemlere göre ve aylık hareketli ağırlıklı ortalama maliyet yöntemine göre değerlendirilir. Net gerçekleştirilebilir değer, olağan ticari faaliyet içerisinde oluşan tahmini satış fiyatından tahmini tamamlanma maliyeti ve satışı gerçekleştirmek için yüklenilmesi gereken tahmini maliyetlerin indirilmesiyle elde edilir.
- ✓ **Envanter Yöntemi:** Fiili envanter.
- ✓ **Amortisman Değerleme Yöntemi:** Normal Amortisman usulü tatbik edilmektedir.

OYAK çatısı altında üçüncü yılını tamamlayan ERDEMİR Grubunun, konsolide net satış geliri, 2007 yılına göre %27 artışla 6.809 milyon YTL'ye ulaşmıştır. Bu net satış gelirinin, 5.208 milyon TL'si Yurt içi satışlardan, 1.563 milyon TL'si Yurt dışı satışlardan ve 38 milyon TL'si Diğer gelirlerden oluşmaktadır. Net esas faaliyet karı 517 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir. Finansal performansın önemli bir göstergesi olan EBITDA ise, 2007 yılına göre %19 azalmış ve 897 milyon YTL olmuştur.

Net Satış Gelirlerinden, satışların maliyeti 5.973 milyon TL düşüldüğünde, Brüt Satış Kârı 835 milyon TL, 2008 yılı Brüt Kâr Marjî ise % 12 olarak gerçekleşmiştir.

318 milyon TL’nda oluşan Faaliyet Giderlerinden sonra, 516 milyon TL Faaliyet Karı elde edilmiş, faaliyet kar marjı % 8 olarak gerçekleşmiştir.

ERDEMİR’in 2008 yılı vergi öncesi kârı 284 milyon TL’dir. ERDEMİR 2008 yılı vergisi olarak 57 milyon TL vergi ödemiş ve 2008 yılında 211 milyon TL konsolide net dönem kârı elde etmiştir.

Şirketin finansal tablolardan faydalanılarak hesaplanan bazı finansal rasyolar aşağıdaki gibidir.

Tablo 5-12: Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş'nin Finansal Oranları

FİNANSAL ORANLAR	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
Net İşletme Sermayesi	1.272.736.123	1.769.256.603	1.691.289.170	1.293.313.394
Cari Oran	1,95	2,24	2,10	1,38
Likidite Oran	1,24	1,27	1,17	0,63
Nakit Oran	0,42	0,53	0,38	0,29
Alacak Tahsil Süresi(Gün)	76,23	64,28	65,07	38,96
Stok Devir Süresi(Gün)	101,82	107,66	114,44	120,23
Kısa Vadeli Borçlar/Özkaynaklar	0,28	0,26	0,26	0,57
Kısa Vadeli Borçlar/Net Satışlar	0,30	0,29	0,28	0,49
Kaldıraç Oranı	0,32	0,36	0,36	0,49
V.Ö.K/Net Satışlar	0,21	0,16	0,15	0,04
Varlıkların Kazanma Gücü	0,11	0,08	0,07	0,02
Sermayenin Kazanma Gücü	0,16	0,13	0,11	0,04

Erdemir Grubu, 2008 yılı dokuz aylık döneminde gerçekleştirdiği güçlü performansını, son çeyrekte etkisini artıran krizi nedeniyle koruyamadı ve karını geçen yıla göre % 68 düşürdü.

Grup geçen yıla göre, FAVÖK değerini % 17,5 azaltarak 910,8 milyon YTL’ye (701,7 milyon USD) ve FAVÖK marjını da % 13,4 olarak gerçekleştirdi.

Grup, 2008 yılında net karını, 704,2 milyon YTL (541,2 milyon USD) olan 2007 yılı rakamının %67,6 altında, 227,7 milyon YTL (175,4 milyon USD) seviyesinde gerçekleştirdi. Net kâr marjını ise, önceki yıla göre yaklaşık 10 puan azalışla % 3,1 seviyesine indirdi.

Verdiğimiz bu bilgiler doğrultusunda Erdemir’in nihai risk derecesini hesaplanması şu şekilde olacaktır.

Tablo 5-13: Erdemir'in Sektör Analizi Değerlendirme Tablosu

	Kriter	Ağırlık	5	4	3	2	1	Not
1	Şirket Yaşı	3		1				12
2	Sermaye Yapısı (Halka Açıklık)	2		1				8
3	Mali Destek	7		1				28
4	Bankalarla İlişkiler	1			1			3
5	Hukuki Sorunlar	1			1			3
6	Personel Yapısı	1		1				4
7	Yöneticilerin Tecrübesi	2		1				8
8	Yönetimin Kalitesi	3		1				12
9	Sektörün Genel Durumu	4			1			12
10	Sektörün Beklenen Gelişimi	8		1				32
11	Şirketin Piyasadaki Durumu	6	1					30
12	Talep Durumu	3		1				12
13	Satış Gücü	2		1				8
14	Pazarlama Politikaları	1		1				4
15	İşletme Stratejileri	1		1				4
16	Firmanın Faaliyet Etkinliği	2			1			6
17	Hammadde Arzı	1			1			3
18	Fiyatlama Serbestisi	1			1			3
19	Üretim Teknolojisi	2		1				8
20	İthalata Bağımlılık	2				1		4
21	İhracat Potansiyeli	1		1				4
22	Kredi Temin İmkanları	2			1			6
23	Aktifler Üzerindeki İpotek ve Teminatlar	1			1			3
24	Bilanço Dışı Yükümlülükler	2		1				8
25	Kalite Sistemi	2		1				8
26	Firma ve ortakların teminat yaratma gücü	2		1				8
27	İştirak Ve Grup Firmaları	3		1				12
28	Ticari Faaliyet Rekabet Gücü	4		1				16
29	Yatırımlar	4			1			12
30	Yönetimdeki Anahtar Kişilerin Değişmesi	2			1			6
31	Moralite ve Yönetim Yapısı	2			1			6
32	İş Tecrubesi	3		1				12
33	Şeffaflık	2		1				8
34	Gayrimenkul Bilgileri	2			1			6
35	Ana Faaliyet Konusu Dışında Sektörlere Yönelme	3			1			9
36	Aşırı Büyüme	2			1			6
37	Faaliyet Döngüsü Piyasa Koşullarına Ve Sektöre Uygun Mu?	4		1				16
38	Yatırımlar Gerçekçi Hedeflere Dayanıyor Mu?	2		1				8
39	Firmanın Piyasa Ve Diğer Bankalar Nezdinde Kredibilitesi	2			1			6
40	Firmanın Banka İlişkilerindeki Dikkati Çeken Değişiklikler	2			1			6
	TOPLAM	100						370

Firmanın sektör analizi yapıp sektör notu hesaplandıktan sonra mali analizi şu şekilde hesaplanmıştır.

Tablo 5-14: Erdemir'in Mali Analiz Değerlendirme Tablosu

	Kriter	Ağırlık	5	4	3	2	1	Not
1	Likidite Rasyosu	3			1			9
2	Cari Rasyo	3			1			9
3	Nakit Oranı	3			1			9
4	Aktif Devir Hızı	3		1				12
5	Alacak Devir Hızı	3		1				12
6	Stok Devir Hızı	3			1			9
7	Toplam Borçlar/Öz sermaye	3		1				12
8	Kısa Vadeli Borçlar/Aktif Toplamı	3		1				12
9	Uzun Vadeli Borçlar/ Aktif Toplamı	3			1			9
10	Finansal Esneklik	7			1			21
11	Nakit Durumu	10			1			30
12	Karlılık Açısından Güvenilirlik	5		1				20
13	Sermaye ve Varlık Yapısı	10		1				40
14	Firmanın Muhasebe Yapısı	7		1				28
15	İştirakler	3		1				12
16	Özkaynaklar / Aktif Toplamı	5			1			15
17	Net İşletme Sermayesi/ Yıllık Net Satışlar	3			1			9
18	Kısa Vadeli Borçlar/ Net Satışlar	3			1			9
19	Yabancı Kaynaklar / Aktif Toplamı	5			1			15
20	Faaliyet Kârı / Net Satışlar	3				1		6
21	Faizleri Karşılama Oranı	3				1		6
22	V.Ö.K/NET SATIŞLAR	3				1		6
23	Varlıkların Kazanma Gücü	3				1		6
24	Sermayenin Kazanma Gücü	3				1		6
	TOPLAM	100						322

Erdemir firmasının mali analiz notunun %60'ı alınarak ve sektör analiz notunun %40'ı alınarak nihai risk derecesi olan BBB notuna ulaşılmıştır. Tablo 5-15'te firmanın risk derecesi verilmiştir.

Tablo 5-15: Erdemir'in 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	370	BBB			341,2	BBB
BB	300	334			322	BB		
B	260	299						
CCC	220	259						
CC	180	219						
C	150	179						
D	100	149						

5.4. ENERJİ SEKTÖRÜNDE GELİŞTİRİLEN PRATİK DERECELENDİRME MODELİNİN UYGULANMASI

5.4.1. Türkiye’de Enerji Sektörü

Türkiye’de elektrik tüketimi, son 24 yılda hızla artan nüfus ve şehirleşme yüzünden, GSMH büyüme oranının üzerinde seyretmiş ve yıllık %8 oranında bir büyüme kaydetmiştir. Buna rağmen kişi başı tüketim 2,5 MWh olmuştur. Bu seviye, gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında, en düşük seviyedir. 2008 yılında tırmanan mali krizle birlikte, sanayi üretimindeki düşüşe paralel olarak, elektrik tüketiminde de daralma gözlemlenmiştir. Bu düşüş eğiliminin en fazla 2009 yılı sonuna dek sürmesi, sonraki yıllarda ise tekrar yükselmeye başlaması öngörülmektedir.

Hızlı ekonomik büyüme, şehirleşme ve sanayileşme, elektrik tüketiminin bu büyüme hızını koruyacağını göstermektedir. Elektrik talebindeki artışı karşılamak için önümüzdeki 20 yılda yeni üretim tesisleri kurmak gerekmektedir. Bu çerçevede, yıllık 4-5 milyar ABD doları tutarında bir yatırım sermayesine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu nedenle, elektrik sektörü, yerli ve yabancı yatırımcıların yoğun ilgisiyle karşılaşmaktadır.

Bugün Türkiye’de üretilen elektriğin %85’i kamuya ait tesislerden karşılanmaktadır. Üretimdeki bu yapı, özel sektörü yakıt ve elektrik konularında fiyat

belirleyicisi durumunda olan kamu tesisleriyle rekabet etmek durumunda bırakılmaktadır. 2003 yılından bu yana petrol ve emtia fiyatlarındaki hareketlenme, doğal gaz fiyatlarına da yansımış; doğal gaz fiyatları YTL bazında %90'ın üzerinde artarken, maliyetlerdeki bu artış, elektrik tarifelerine yansımamış ve uygulanan iletim-dağıtım bedelleri ile fon ve vergiler artırılmıştır. Arz-talep dengesindeki bu durum, gerçek maliyete dayalı elektrik fiyat uygulamasını hızlandırmaktadır. Bu nedenle, otomatik fiyat mekanizmaları üzerinde çalışılmaktadır.

Kamu tesislerinin sektördeki ağırlığı ve enerji üzerindeki vergi, fon ve kesintilerin yükü, yeni yatırımları cazip kılmaktan uzaktır. Ancak Ağustos 2006 itibariyle uygulamaya konan DUY (Dengeleme ve Uzlaştırma Yönetmeliği) mekanizması, şeffaf ve maliyete dayalı fiyatlama imkânı sağlayarak, sektörü biraz olsun rahatlatmıştır. Bunun yanı sıra, 2007 yılı içinde yayımlanmış olan Nükleer Güç Santralleri Kanunu, Türkiye'deki nükleer enerji yatırımlarının önünü açmakta ve 1000 MW'tan büyük kömür santrallerine alım garantisi vermektedir. Ayrıca, Enerji Verimliliği Kanunu kapsamında, yenilenebilir enerji kullanarak üretim yapan santrallere verilen alım garantisi süresinin 7 yıldan 10 yıla çıkarılması da bir başka olumlu gelişmedir.⁹⁴

2008 yılında, üretim değerlerine göre tüm kaynaklarla 198,59 milyar kWh enerji üretilmiştir. Kurulu güç ise 2007 yılına göre %2,5 artışla 41.802 MW'a ulaşmıştır. Talep gücü ise 30.516,8 MW olarak gerçekleşmiştir⁹⁵.

5.4.2. Türkiye Elektrik Enerjisi 10 Yıllık Üretim Kapasitesi Projeksiyonu⁹⁶

Türkiye Elektrik İletim A.Ş. (TEİAŞ) Genel Müdürlüğü tarafından hazırlanan 2008–2017 dönemi Türkiye Elektrik Enerjisi 10 Yıllık Üretim Kapasite Projeksiyonu çalışmasında talep tahminleri, Baz talep ve Düşük talep olmak üzere (MAED modeliyle hesaplanan talep serileri kullanılarak ETKB tarafından) Mayıs 2008' de Baz ve Düşük senaryo olarak yapılmıştır.

⁹⁴ Ak-Enerji A.Ş. Faaliyet Raporu, 2007,s.4.

⁹⁵ Ayen Enerji A.Ş. Faaliyet Raporu, 2008,s. 10.

⁹⁶ Ayen Enerji A.Ş. Faaliyet Raporu, 2008,s. 11

Baz talebe göre enerji talebi 2009 yılındaki 219.013 GWh düzeyinden, 2017 yılında 399.559 GWh düzeyine yükselmektedir. Düşük talepte ise 2009 yılında 216.992 GWh olan talep 2017 yılında 362.975 GWh olmaktadır.

Baz talep de öngörülen elektrik enerjisi talebini gelecek 10 yıllık dönemde yılda ortalama %7,5 oranında gelişmesi ve 2010 yılında 236 milyar kWh, 2014 yılında 315 milyar kWh' e ulaşması durumunda; 2009 yılından başlayarak enerji talebi karşılanamaz duruma gelmektedir. Baz talep dikkate alındığında 2016 yılından sonra puant talebin toplam kurulu güçten daha büyük bir değere ulaşacağı görülmektedir.

Düşük talep de ise talebin yılda ortalama %6,6 oranında gelişmesi ve 2010 yılında 230,7 milyar kWh' e, 2014 yılında 299,1 milyar kWh' e ulaşması durumunda; 2017 yılında ise 362,9 milyar kWh' e ulaşacağı öngörülmektedir. Düşük talep dikkate alındığında ise 2017 yılından sonra puant talebin toplam kurulu güçten daha büyük bir değere ulaşacağı görülmektedir.

5.4.3. Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin Derecelendirilmesi

5.4.3.1. Şirket Profili⁹⁷

Akkök Şirketler Grubu'na bağlı olan Akenerji, 1989 yılında, Türkiye'nin ilk elektrik üretimi otoprodüktör grubu olarak faaliyetine başlamıştır. 2005 yılı başında statü değişikliğine giden Akenerji, o tarihten itibaren faaliyetlerini "Elektrik Üretim Şirketi" unvanıyla sürdürmektedir. Akkök Grubu bünyesindeki şirketlerin yanı sıra Türkiye'nin önde gelen grup ve şirketlerine elektrik enerjisi sağlayan Akenerji, 2005'ten bu yana yoğun olarak yenilenebilir enerji kaynaklarına yönelmiş, bu amaçla 10 yatırım faaliyetini eş zamanlı olarak yürütmektedir.

Akenerji, 2008 yılının Temmuz ayında Çek firması CEZ ile birlikte konsorsiyum oluşturarak, "AkCez" adı altında katıldığı, Özelleştirme İdaresi'nin açtığı Elektrik Dağıtım Özelleştirme ihalelerinden, Sakarya Elektrik Dağıtım A.Ş. (SEDAŞ) ihalesini kazanmıştır. Sakarya, Bolu, Düzce ve Kocaeli bölgelerini içine alan ve 355 milyon ABD dolarlık teklifle açılan SEDAŞ ihalesini 600 milyon ABD dolarlık teklifiyle kazanan Akenerji- Akkök-CEZ Konsorsiyumu için Özelleştirme Yüksek Kurulu (ÖYK) tarafından da onay verilmiştir. Enerji sektöründe atılımlarıyla örnek teşkil eden

⁹⁷ Ak-Enerji A.Ş. Faaliyet Raporu, 2008, s. 10

Akenerji, SEDAŞ özelleştirmesi ile birlikte bölgedeki bir milyonun üzerinde nihai tüketiciye ulaşacak ve sektördeki öncü pozisyonunu güçlendirecektir.

2008 yılının bir diğer önemli atılımı ise, Akenerji'nin, 8 Ekim 2008 tarihinde Avrupa'nın en kârlı, tam entegre ve yedinci büyük enerji şirketi CEZ ile, eşit ortaklığa dayalı bir stratejik ortaklık anlaşması imzalamasıdır. Anlaşma uyarınca, Akenerji'nin halka açık olmayan %75'lik kısmında, 303 milyon ABD doları karşılığında %50-%50 stratejik ortaklık oluşturulmuştur. Akenerji, bu ortaklık sonrası sektördeki hedefini beş yıl içinde 3.000 MW üretim kapasitesine ulaşmak olarak belirlemiştir.

Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 150.000.000 TL'dir. Ödenmiş sermayeyi temsil eden 65.340.000 TL'lik hisse senetleri pay sahiplerine dağıtılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri XI, No: 29 sayılı Tebliğ hükümleri çerçevesinde düzenlenmiş konsolide finansal tablolarda yer alan net dönem karı 88.950.920-TL, Vergi Usul Kanunu hükümleri çerçevesinde düzenlenmiş mali tablolarda yer alan net dönem karı 120.730.270,59-TL'dir.

Hisse senetlerinin İMKB'de yılın son işlem günü olan 31.12.2008 tarihindeki kapanış fiyatı 6,10 TL'dir. Şirketin son 3 senelik kâr dağıtımına ilişkin bilgiler aşağıdaki gibidir:

- 2005 yılında kâr dağıtılmamıştır.
- 2006 yılında kâr dağıtılmamıştır.
- 2007 yılında kâr dağıtılmamıştır.

31 Aralık 2008 tarihi itibarıyla sermayenin % 10 ve daha fazlasına sahip ortakların dökümü aşağıdaki gibidir.

Tablo 5-16: Akenerji'nin Ortak Sayısı ve Sermaye Payları

Şirket	%	TL
Akkök Sanayi Yatırım ve Geliştirme A.Ş.	40,86	26.701.668,00
Ömer Dinçkök	11,57	7.560.999,60
Ali Raif Dinçkök	11,57	7.560.999,60
Emniyet Tic. Ve San. A.Ş	10,38	6.783.391,72
Diğer	25,62	16.732.941,08

Şirketin yedi kuruluşu iştiraki mevcuttur⁹⁸.

⁹⁸ Ak-Enerji A.Ş. Faaliyet Raporu, 2008, s.12-13.

1. Bu şirketlerden birincisi elektrik üretimi sanayi kolunda faaliyet göstermek üzere kurulmuş olan Ak-El Yalova Elektrik Üretim A.Ş.'dir. Bu şirketin 7.000.000 TL olan sermayesinin %90,07'si oranında 6.305.050 TL iştiraki mevcuttur.
2. İkinci şirket, yeni işler için şirketler kurmak, kurulmuş şirketlerden pay almak, yeni projelere finansman sağlamak ve danışmanlık hizmeti vermek alanında faaliyet gösteren 1.747.135 YTL sermayeli Aken bV olup %100 oranında 1.747.135 YTL'lik iştirak mevcuttur.
3. Üçüncü şirket, serbest elektrik piyasasında toptan elektrik enerjisi alışı, satışı yapmak, serbest tüketici statüsündeki elektrik tüketicilerine satış yapmak, piyasa koşullarına göre yurt dışından elektrik ithal etmek ve/veya yurt dışına elektrik ihraç etmek üzere 1.000.000 TL sermaye ile kurulan Akenerji Elektrik Enerjisi ithalat ihracat ve Toptan Ticaret A.Ş. olup, %90 oranında 900.000 TL iştirak mevcuttur.
4. Dördüncü şirket, elektrik enerjisi üretimi, üretilen enerjinin veya kapasitesinin müşterilere satışı faaliyetlerini gerçekleştirmek üzere kurulmuş olan, 42.300.000 TL sermayeli Akkur Enerji Üretim Ticaret ve Sanayi A.Ş. olup %99 oranında 41.877.000 TL iştirak mevcuttur.
5. Beşinci şirket ise, yine elektrik enerjisi üretimi, üretilen enerjinin veya kapasitesinin müşterilere satışı faaliyetlerini gerçekleştirmek üzere kurulmuş olan ve Gökkaya, Himmetli, Saimbeyli ve Bulam HES lisanlarını uhdesinde bulduran 25.000.000 TL sermayeli Mem Enerji Elektrik Üretim Sanayi ve Tic. A.Ş. olup %99 oranında 24.750.000 TL iştiraki mevcuttur.
6. Altıncı şirketi, elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitesinin müşterilere satışı ile iştigal eden, 50.000 TL sermayeli Akka Elektrik Üretim A.Ş. olup %90 oranında 45.000 TL iştiraki mevcuttur.
7. Yedinci Şirketi, elektrik enerjisi dağıtımını ve elektrik enerjisinin veya kapasitenin müşterilere satışı alanı olmak üzere enerji sektöründe proje geliştirme ve enerji sektörüne ilişkin faaliyetlerin ifası faaliyetlerinde bulunmak üzere kurulmuş olan, dağıtım ve perakende satış lisansı olan Sakarya Elektrik Dağıtım A.Ş.'yi

bünyesinde bulunduran 499.750.000 TL sermayeli AkCez Enerji Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.'dir ve %45 oranında 224.887,50 TL iştiraki mevcuttur.

5.4.3.2. Akenerji'nin Finansal Durumu

Derecelendirme firmaları, derecelendirme için gerekli olan bilgileri derecelendirmesini yaptıkları şirketlerden sağlamaktadır. Bu yaklaşımdan hareketle Akenerji şirketinin Finansal Durumu'nun açıklanmasında Akenerji 2008 Yılı Faaliyet Raporundan ve çeşitli kaynaklardan alınan bilgiler kullanılmıştır.

Firmanın Bilançosu Ek 4'de, Gelir Tablosu Ek 5'de ve Nakit Akım Tablosu ise Ek 6'de gösterilmektedir. Finansal Analiz Değerlendirme Tablosu buradaki bilgilerden ve aşağıda bahsedilecek olan bilgilerden yararlanılarak doldurulacak ve Finansal Analiz Derecelendirme notuna ulaşılabilecektir.

2008 yılsonu itibariyle, şirket cirosunun %85'i elektrik enerjisi satışlarından, %15'i ise buhar satışından oluşmaktadır. 2008 yılında Akenerji, 467 milyon ABD doları ciro gerçekleştirerek, satışlarında, 2007 yılının aynı dönemine oranla yaklaşık %34'lük bir artış kaydetmiştir. Aynı dönemde, EBITDA marjı %15'e yükselmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri XI, No: 29 sayılı Tebliğ hükümleri çerçevesinde düzenlenmiş konsolide finansal tablolarda yer alan net dönem karı 88.950.920-TL, Vergi Usul Kanunu hükümleri çerçevesinde düzenlenmiş mali tablolarda yer alan net dönem karı 120.730.270,59-TL'dir.

Akenerji 2008 yılında; 607.056.048 TL net satış geliri elde etmiştir. Net Satış Gelirlerinden, satışların maliyeti 507.494.679 TL düşüldüğünde, Brüt Satış Kârı 99.561.369 TL, 2008 yılı Brüt Kâr Marjı ise % 16 olarak gerçekleşmiştir. 67.202.602 TL faaliyet kârı elde etmiş ve faaliyet kâr marjı % 11 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 5-17: Akenerji Özet Finansal Göstergeler (TL)

	31.12.2007	31.12.2008
Toplam Varlıklar	595.774.823	860.794.585
Toplam Özkaynaklar	390.049.263	479.205.168
Toplam Satışlar	452.074.250	607.056.048
FAVÖK	(54.466.089)	99.063.367
Net Dönem Kârı / Zararı	(39.703.332)	89.152.729
Hisse Başına Kazanç	(0,61)	1,36

Şirketin finansal tablolardan faydalanılarak hesaplanan bazı finansal rasyolar aşağıdaki gibidir.

Tablo 5-18: Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. Finansal Oranları

FİNANSAL ORANLAR	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
Net İşletme Sermayesi	164.747.886,00	144.103.704,00	139.150.580,00	126.888.622,00
İşletme Sermayesi İhtiyacı	154.059.330,26	136.865.159,58	124.830.509,92	95.072.796,62
Cari Oran	3,58	3,22	3,45	2,14
Likidite Oran	3,20	3,11	3,31	2,09
Nakit Oran	1,73	2,15	1,54	0,91
Alacak Tahsil Süresi(Gün)	35,83	27,81	33,91	63,64
Stok Devir Süresi(Gün)	9,10	8,95	6,02	4,14
Kısa Vadeli Borçlar/Özkaynaklar	0,13	0,15	0,15	0,23
Kısa Vadeli Borçlar/Net Satışlar	0,16	0,15	0,13	0,18
Kaldıraç Oranı	0,22	0,33	0,35	0,44
V.Ö.K/Net Satışlar	-0,03	-0,19	-0,12	0,16
Varlıkların Kazanma Gücü	-0,01	-0,09	-0,07	0,10
Sermayenin Kazanma Gücü	-0,02	-0,14	-0,10	0,19

Verdiğimiz bu bilgiler doğrultusunda Akenerji'nin nihai risk derecesini hesaplanması şu şekilde olacaktır.

Tablo 5-19: Akenerji'nin Sektör Analizi Değerlendirme Tablosu

	Kriter	Ağırlık	5	4	3	2	1	Not
1	Şirket Yaşı	3			1			9
2	Sermaye Yapısı (Halka Açıklık)	2			1			6
3	Mali Destek	7			1			21
4	Bankalarla İlişkiler	1			1			3
5	Hukuki Sorunlar	1			1			3
6	Personel Yapısı	1			1			3
7	Yöneticilerin Tecrübesi	2		1				8
8	Yönetimin Kalitesi	3		1				12
9	Sektörün Genel Durumu	4		1				16
10	Sektörün Beklenen Gelişimi	8			1			24
11	Şirketin Piyasadaki Durumu	6		1				24
12	Talep Durumu	3			1			9
13	Satış Gücü	2		1				8
14	Pazarlama Politikaları	1			1			3
15	İşletme Stratejileri	1		1				4
16	Firmanın Faaliyet Etkinliği	2			1			6
17	Hammadde Arzı	1			1			3
18	Fiyatlama Serbestisi	1			1			3
19	Üretim Teknolojisi	2		1				8
20	İthalata Bağımlılık	2		1				8
21	İhracat Potansiyeli	1			1			3
22	Kredi Temin İmkanları	2			1			6
23	Aktifler Üzerindeki İpotek ve Teminatlar	1			1			3
24	Bilanço Dışı Yükümlülükler	2			1			6
25	Kalite Sistemi	2			1			6
26	Firma ve ortakların teminat yaratma gücü	2		1				8
27	İştirak Ve Grup Firmaları	3			1			9
28	Ticari Faaliyet Rekabet Gücü	4		1				16
29	Yatırımlar	4				1		8
30	Yönetimdeki Anahtar Kişilerin Değişmesi	2			1			6
31	Moralite ve Yönetim Yapısı	2			1			6
32	İş Tecrübesi	3			1			9
33	Şeffaflık	2		1				8
34	Gayrimenkul Bilgileri	2			1			6
35	Ana Faaliyet Konusu Dışında Sektörlere Yönelme	3			1			9
36	Aşırı Büyüme	2			1			6
37	Faaliyet Döngüsü Piyasa Koşullarına Ve Sektöre Uygun Mu?	4		1				16
38	Yatırımlar Gerçekçi Hedeflere Dayanıyor Mu?	2		1				8
39	Firmanın Piyasa Ve Diğer Bankalar Nezdinde Kredibilitesi	2			1			6
40	Firmanın Banka İlişkilerindeki Dikkati Çeken Değişiklikler	2			1			6
	TOPLAM	100						332

Firmanın sektör analizi yapıp sektör notu hesaplandıktan sonra mali analizi şu şekilde hesaplanmıştır.

Tablo 5-20: Akenerji'nin Mali Analiz Değerlendirme Tablosu

	Kriter	Ağırlık	5	4	3	2	1	Not
1	Likidite Rasyosu	3	1					15
2	Cari Rasyo	3	1					15
3	Nakit Oranı	3		1				12
4	Aktif Devir Hızı	3		1				12
5	Alacak Devir Hızı	3			1			9
6	Stok Devir Hızı	3	1					15
7	Toplam Borçlar/Öz sermaye	3			1			9
8	Kısa Vadeli Borçlar/Aktif Toplamı	3		1				12
9	Uzun Vadeli Borçlar/ Aktif Toplamı	3		1				12
10	Finansal Esneklik	7			1			21
11	Nakit Durumu	10		1				40
12	Karlılık Açısından Güvenilirlik	5			1			15
13	Sermaye ve Varlık Yapısı	10			1			30
14	Firmanın Muhasebe Yapısı	7		1				28
15	İştirakler	3			1			9
16	Özkaynaklar / Aktif Toplamı	5			1			15
17	Net İşletme Sermayesi/ Yıllık Net Satışlar	3			1			9
18	Kısa Vadeli Borçlar/ Net Satışlar	3			1			9
19	Yabancı Kaynaklar / Aktif Toplamı	5		1				20
20	Faaliyet Kârı / Net Satışlar	3				1		6
21	Faizleri Karşılama Oranı	3					1	3
22	V.Ö.K/NET SATIŞLAR	3					1	3
23	Varlıkların Kazanma Gücü	3				1		6
24	Sermayenin Kazanma Gücü	3				1		6
	TOPLAM	100						331

Erdemir firmasının mali analiz notunun %60'ı alınarak ve sektör analiz notunun %40'ı alınarak nihai risk derecesi olan BB notuna ulaşılmıştır. Tablo 5-21'de firmanın risk derecesi gösterilmiştir.

Tablo 5-21: Akenerji'nin 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	332	BB	331	BB	331,4	BB
B	260	299						
CCC	220	259						
CC	180	219						
C	150	179						
D	100	149						

Önerilen model, Türkiye koşullarını içermektedir. Geliştirilen modelde kullanılan kriterler ve oranların ağırlıkları Türkiye koşulları dikkate alınarak belirlenmiştir. Geliştirilen derecelendirme modelinde kullanılan değerlendirme kriterleri likidite, büyüme, borçluluk, kârlılık ve faaliyet döngüsüdür.

Seçilen bu iki firmada önce sektör analizi yapılmış daha sonra firmaların mali verileri kullanılarak mali analizleri yapılmıştır. Gerek finansal oranlar gerekse sektörel rasyolar firmanın risk derecesinin hesaplanmasında önemli bir ağırlığa sahiptir. Firmanın risk derecesinin hesaplanmasında sonucun hassas olması için sektör analizinde ve mali analizde olabildiğince ayrıntıya inilmeye çalışılmıştır. Çünkü bu şekilde firma notu daha hassas ve gerçekçi olacaktır.

Geliştirilen derecelendirme modelini önemli kılan başka bir özellik ise sektör analizinde ve mali analizde kullanılan kriterlerin, uluslar arası derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirme sürecinde değerlendirmede ön plana alınmaları ve kullanılmalardır.

SONUÇ

Derecelendirme en basit olarak bir menkul kıymetin veya varlığın performansı hakkındaki görüşler olarak tanımlanabilir. Yani ihraç edilen menkul kıymetin anapara ve faiz ödemelerini zamanında yapılıp, yapılamayacağıın ölçüsüdür.

Derecelendirme işlemi belli bir süreci kapsamaktadır. Bu süreç, ödenmeme riskinin (default riski) göstergesi olarak tasarlanan analitik ve aynı zamanda subjektif bir süreçtir. Bu süreçte tespit edilen değerlendirme kriterleri, yatırım ve yatırım enstrümanının kalitesini, güvenilirliğini tespit için bağımsız bir yargıyı ifade eden ve gerek yatırımcılar ve gerekse diğer tüm taraflar için önemli bilgi kaynağıdır. Bu süreç sonucunda verilen derecelendirme notunun bir “fikir”, “yorum” ve “gözlem” olduğu unutulmamalıdır. Yoksa ilgili alana yatırım yapma veya yapmama, ilgili kuruma borç/kredi verme ya da vermeme gibi kararlar vermez. Derecelendirme daha çok tavsiye niteliğinde olup danışmanlık hizmeti sunar ve yalnızca güvenilir olduğu sürece yatırımcıların karar alma sürecinde belirli bir değer kazanabilir.

Derecelendirmede belirli kategoriler kullanılarak risk kategorize edilmekte ve bu risk düzeyi harf, sayı ya da bunların karışımlarından oluşan sembollerle (AAA, BB+, D) ifade edilmektedir. Genellikle üst dereceler “Yatırım Kategorileri” olarak, daha riskli veya spekülasyon özellikliler ise “Risk Kategorileri” olarak ayrıştırılmıştır.

Gün geçtikçe artan globalleşme ile birlikte pazarlar büyümüş, belirsizlikler artmış, rekabet daha da keskinleşmiş ve üst seviyelere çıkmıştır. Bu artan globalleşme sonucu, sermaye piyasalarına ve sermaye piyasası araçlarına verilen önem de değer kazanmıştır. Globalleşmeye bağlı olarak, kredi pazarlarının büyümesi, rekabetin yoğunlaşması ve belirsizliğin artması, yatırımcıların her türlü bilgiye ihtiyaç duymalarını gerektirmiştir. Derecelendirme, yatırımcılara yatırım kararlarını almalarında menkul kıymetlerin riskini kategorize ederek sınıflandırıp, anlamlı bilgiler ve ipuçları vermektedir. Bu nedenlerle derecelendirme ve derecelendirme kurumlarına verilen önem hızlı bir artış göstermektedir.

Derecelendirme işlemi, derecelendirme kuruluşunun, risk faktörlerini dikkate alarak, menkul kıymet ya da herhangi bir yükümlülüğün güvenilirliği hakkında yaptığı görüşüdür. Sermaye piyasalarının en önemli özelliklerinden olan kamunun aydınlatılması ilkesinin başlıca araçlarından biri durumundaki derecelendirme sermaye

piyasalarında güven unsurunun yerleşmesinde etkili bir rol oynamaktadır. Özellikle ödeme isteği ve yeteneğine sahip olma derecelendirmenin en önemli noktalarıdır.

Sermaye piyasalarının bütünleşmesi (küreselleşmesi) sürecinde, kredi derecelendirme kuruluşlarının raporları uluslararası sermayenin yönünün belirlenmesinde önemli bir etkidir. Çünkü yatırımcılar globalleşme süreci ile birlikte mali piyasaların karmaşıklığının ve borçlanma araçlarının çeşitliliğinin zaman içinde artmasıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının görüşlerine daha fazla önem vermeye başlamışlardır. Böylelikle uluslararası sermaye piyasalarının büyümesi ve sınır ötesi işlemlerin artmasının bir sonucu olarak, derecelendirme kullanımı da artmıştır.

Sermaye piyasalarının en önemli özelliklerinden olan kamunun aydınlatılması ilkesinin başlıca araçlarından biri haline gelen derecelendirme aynı zamanda finans piyasalarında güven unsurunun yerleşmesinde rol oynayan kurumsal bir nitelik kazanmıştır. Yine derecelendirme sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde, yatırımcıların yatırım kararı almalarında ve şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirme güçlerini değerlendirmede sıkça başvurulan bir bilgi kaynağı durumundadır.

Türkiye gibi gelişmekte olan ve sürekli uluslararası piyasalardan fon talebinde bulunan bir ülke için, derecelendirme gereksinimi üst seviyededir. Sermaye piyasalarının henüz gelişmekte olduğu ülkemiz gibi sığ piyasalarda, derecelendirme işlevi bir hayli önem kazanmaktadır. Böylece piyasanın manipülatif işlemlerden etkilenme derecesi azalacak ve piyasada sübjektif ölçütlerden ziyade, objektif ölçütlere dayalı bilgiler yer alacaktır.

Dünyada birçok derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen Standard and Poor's, Moody's Investor Inc. ve Fitch Ratings en çok itibar edilen derecelendirme firmalarıdır ve bu firmalarının derecelendirme sürecinde kullandıkları bilgiler ülke riski, endüstri riski ve firma riski konularından oluşmaktadır. Firma analizi esnasında derecelendirme kurumlarının kullandıkları malzeme kendilerine sunulan finansal tablo, faaliyet raporları, veri ve piyasadan elde edilen bilgilerdir.

Çalışma sonucunda geliştirilen derecelendirme modeli, Türkiye koşullarını içermektedir. Ülke riski, endüstri riski ve firma riski kategorize edilmiştir. Önerilen modelde kullanılan kriterler ve oranların ağırlıkları Türkiye koşulları dikkate alınarak belirlenmiştir. Söz konusu modelde kullanılan değerlendirme kriterleri likidite, büyüme, borçluluk, kârlılık ve faaliyet döngüsüdür. Derecelendirilmesi yapılan söz konusu

firmalara ait bilgiler faaliyet raporlarından, finansal tablolardan ve ilgili firmalara ait piyasadaki bilgilerden oluşmaktadır. Gerek finansal oranlar gerekse sektörel rasyolar firmanın risk derecesinin hesaplanmasında önemli bir ağırlığa sahiptir. Firmanın risk derecesinin hesaplanmasında sonucun güvenilir olması için sektör analizinde ve mali analizde olabildiğince ayrıntıya inilmeye çalışılmıştır. Çünkü bu şekilde firma notu daha güvenilir ve gerçekçi olacaktır.

Geliştirilen derecelendirme modelini önemli kılan başka bir özellik ise sektör analizinde ve mali analizde kullanılan kriterlerin, uluslar arası derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirme sürecinde değerlendirilmede ön plana alınmaları ve kullanılmalardır. Bundan dolayı ülkemizde uygulanabilecek bir derecelendirme modeli olarak nitelendirilebilir.

Sonuç olarak, Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerinin çoğunda derecelendirme sistemi; piyasaların gelişmesi, şeffaflaşması ve oto kontrol sistemine sahip olması açısından önemli bir etken konumundadır. Sermaye piyasamızın gelişebilmesi için, bazı sorunlara ve eksikliklere rağmen derecelendirme faaliyetine önem verilmelidir. Derecelendirme yaptıracak kuruluşlara SPK tarafından bir takım teşvik ve ayrıcalıkların sağlanması derecelendirme işleminin gelişmesine önemli katkılar sağlayacaktır. Derecelendirme faaliyetinde bulunacak olan kurumların, rasyonel ve objektif bir şekilde faaliyetlerini sürdürebilmeleri için, bağımsız bir şekilde çalışmalarına olanak sağlanmalıdır.

KAYNAKÇA

a) Kitap, Tez, Makale, Bildiri:

AKDOĞAN, Nalân, TENKER, Nejat, *Finansal Tablolar ve Mali Analizler Teknikleri*, Gazi Kitabevi, Ankara, 2007.

AKGÜÇ, Öztin, “Finansal Yönetim” Avcıol Yayınları, İstanbul, 1998.

AKINCI, Nejat, ERDOĞAN, Necmettin; *Finansal Tablolar ve Mali Analiz*, Barış Yayınları, İzmir, 1995.

APAYDIN, Erdoğan, “Kredi Değerliliği”, *Hazine Dış Ticaret Dergisi*, 1990/3.

ATAMAN, Ayşe Gülten, *Derecelendirme Kurumları ve Türkiye’deki Olası Rolü*, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara, 1995.

AYDIN, Nurhan, BAŞAR, Mehmet, COŞKUN, Metin, *Finansal Yönetim*, Aktüel Ofset, Eskişehir, 2006.

AYPEK, Nevzat vd., *Ekonomik Terimler Sözlüğü*, Gazi Kitabevi, Ankara, 2009.

BABUŞÇU, Şenol, *Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması*, SPK Yayınları, Ekim 1997.

BAN, Ünsal, *Menkul Kıymet Derecelendirme Yöntemleri ve Derecelendirme Yöntemlerinin Türkiye’de Uygulanabilirliği*, Gazi Kitabevi, Ankara, 2003.

BAN, Ünsal, YÖRÜK, Nevin, *Derecelendirme, Derecelendirme Yöntemleri ve Avrupa Birliği’ne Giriş Öncesi Türkiye Açısından Değerlendirme*, VII. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler, İstanbul Üniversitesi, 22-25 Ekim 2003, 523-557.

BULUT, Melih, “Borç Krizi”, *Para Finans Ansiklopedisi*, Cilt I, 1996.

ÇELİK, Pelin; “Bankaların Risk Derecelendirmesi”, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 2004.

- DEMİRÇELİK, Adalet, “Derecelendirme (Rating)”, *SPK Araştırma Raporu*, Ankara 1984.
- ERCAN Metin Kamil, BAN Ünsal, *Değerlere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara, 2005.
- ERKAN, Nurhan, *Menkul Kıymetler Piyasalarında Sistemik Riskler*, SPK Yayınları, Ankara, 1997.
- ERSAN, İhsan, “Kredi Değerliliği ve Türkiye”, *Para ve Sermaye Piyasası Dergisi*, 1986.
- GÜRAN, Nevzat, “Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge”, *Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir*, 1987.
- GÜVEMLİ, Oktay, *Uygulamalı Mali Tablolar Analizi*, İstanbul, 1991.
- HALICI, Nadide Sevil, *Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri*, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kayseri, 2005.
- KARAN, Mehmet Baha, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Yayınevi, Ankara, 2005.
- KARAŞIN, Gültekin, ”Sermaye Piyasası Analizleri”, SPK Yayınları, Ankara, 1997.
- KILIÇ, Berra, “Derecelendirme İşlemi ve ABD’de Tahvil Derecelendirme Süreci”, *SPK Araştırma Raporu*, 1989.
- KOÇ, Yüksel, *İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri*, Ankara, 1970.
- KOÇ, Y Yüksel, ”Muhasebe Standartları ve Türkiye Uygulaması”, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, Cilt 4 Sayı 2, Haziran 2002.
- KORKMAZ, Turhan, CEYLAN, Ali, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa, 2006
- KORKMAZ, Turhan, CEYLAN, Ali, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi*, Bursa, 2007.

KOTLER, Philip, ARMSTRONG, Gary., *Marketing an Introduction, Fourth Edition*, 1997.

KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray, *Derecelendirme Kurumları*, 2004.

<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcarsamba7.doc>

KÜÇÜKÖZMEN, Coşkun, *Basel-2, Blok-3: Bilgilendirme Yoluyla Şeffaflığın Artırılması ve Piyasa Disiplininin Sağlanması*, Ankara, 2006.

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

ÖZMEN, Tahsin, *Tahvil Derecelendirmesi*, SPK Araştırma Raporu, 1990.

PARASIZ, İlker, YILDIRIM, Kemal, *Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama*, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1994.

SARIKAMIŞ, Cevat, *Sermaye Pazarları*, İstanbul, 1995.

SARIKAMIŞ, Cevat, *Sermaye Pazarları*, İstanbul, 2000.

SARI, Uğur Gökhan, *Türkiye'de Tahvil Piyasası ve Derecelendirme*, SPK Araştırma Raporu, 1994.

SEVİL, Güven, *Risk Derecelendirmesi ve Derece Değişikliklerinin Menkul Kıymetler Üzerindeki Etkileri*, Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Dergisi, C.1, S.2, 1995, s.157-180.

SEYİTOĞLU, Halil, *Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama*, Güzem Yayınları, No: 2, İstanbul 1988.

Standart & Poor's Country List Guide to Country List, 1995.

Standart & Poor's International Criteria, 1995.

Standart and Poor's Debt Rating Criteria, Updated Spring 1992.

Standard and Poor's Fund Services, Credit Quality Ratings Criteria, S&P Bond Fund Criteria, Mayıs 2001.

Standard and Poor's, Rating Hand Book, New York: April 1994.

Standart and Poor's Credit Week, Newyork, 1982.

Standart & Poor's International Criteria, 1995.

TAŞ, Oktay, "Almanya'da Ortaboy İşletmeler için Derecelendirme Süreci", www.dogus.edu.tr/dogustru/journal/sayi_3/m00045.pdf, 2004

YALKIN, Mehmet Burak, *Basel II Kapsamında Şirket Derecelendirme ve Bankaların Mali Tahlil Birimleri Açısından Değerlendirilmesi*, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara, 2007.

YÖRÜK, Nevin, *Ülke Riski ve Türkiye'nin Ülke Risk Derecelerindeki Değişimler*, Tokat, 1999.

b) Raporlar:

Ak-Enerji A.Ş. *Faaliyet Raporu*, 2007.

Ak-Enerji A.Ş. *Faaliyet Raporu*, 2008.

Ayen Enerji A.Ş. *Faaliyet Raporu*, 2008.

Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş, *Faaliyet Raporu*, 2007.

Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş, *Faaliyet Raporu*, 2008.

Kardemir Karabük Demir Çelik San. ve Tic. A.Ş., *Faaliyet Raporu*, 2006.

Maden Mühendisleri Odası (TMMOB), *Demir Çelik Raporu*, 14 Temmuz 2000.

T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracat Genel Müdürlüğü *Demir Çelik Sektör Raporu*, 2008.

c)Sanal Ortam Kaynakçası:

Avrasya Raiting, "Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)", (2009).

<http://www.jcravrsyarating.com/index.php?sayfa=1>

Avrasya Rating, "Firma Derecelendirme Metodolojisi", (2009).

<http://www.jcravrsyarating.com/index.php?sayfa=8&s=2>

<http://www.bddk.org.tr/>

<http://www.bis.org/bcbs/qis/qis3inst.pdf> (BCBS, "Ouantitative Impact Study3 Instructions.", s.44.)

<http://www.fitchibca.com/jsp/corporate/AboutFitch.faces?context=1&detail=3>, (2009).

<http://www.fitchibca.com>

<http://www.fitchibca.com/jsp/corporate/AboutFitch.faces?context=1&detail=3>

www.investopedia.com

JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi Firma Derecelendirme Metodolojisi, (2009).

<http://www.jcravrsyarating.com/index.php?sayfa=8&s=3>

JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi Derecelendirme Notasyonları, (2009).

<http://www.jcravrsyarating.com/index.php?sayfa=15>

www.moodys.com, (2009).

www.moodys.com.tr, (2009).

<http://www.spk.gov.tr> (2009).

www.spk.gov.tr/teblig/SeriVIII_No40.pdf, (2008).

www.spk.gov.tr/teblig/SeriVIII_No51.pdf, (2009).

<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=6&pid=10&subid=2>, (2009).

<http://www.standardpoors.com>, (2009).

Standart&Poor's Corporation: "History of Standart&Poor's" Standart&Poor's (2004),
<http://www.standardandpoors.com/About Us/ History.Html>.

<http://www.moody.com.tr/>

<http://www2.standardandpoors.com>, (2009).

<http://www.fitchratings.com>, (2009).

<http://www.jcravasyarating.com>, (2009).

www.tcmb.gov.tr, (2009).

<http://www.imkb.gov.tr>, (2009).

<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=6&pid=10&subid=2>, (2008).

Ek-1

Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.'nin Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilançosu (YTL) (XI-29 Konsolide)

	31.Ara.08	31.Ara.07
VARLIKLAR		
Dönen Varlıklar	4.655.988.376	3.233.086.753
Nakit ve Nakit Benzerleri	973.469.825	586.242.691
Finansal Yatırımlar	9.967	499.920
Ticari Alacaklar	689.371.863	925.435.228
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>106.529.988</i>	<i>132.382.395</i>
<i>Diğer Ticari Alacaklar</i>	<i>582.841.875</i>	<i>793.052.833</i>
Diğer Alacaklar	44.971.773	39.332.332
Stoklar	2.553.534.328	1.432.686.561
Diğer Dönen Varlıklar	394.630.620	248.890.021
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	7.285.155.391	6.396.159.397
Ticari Alacaklar	2.589.593	3.344.686
Diğer Alacaklar	153.913	318.868
Finansal Yatırımlar	30.308.140	30.934.302
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	10.909.480	6.185.444
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	45.973.550	30.870.315
Maddi Duran Varlıklar	6.735.479.233	6.034.689.471
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	141.049.960	53.148.138
Ertelenmiş Vergi Varlığı	232.336.835	178.811.302
Diğer Duran Varlıklar	86.354.687	57.856.871
TOPLAM VARLIKLAR	11.941.143.767	9.629.246.150
YÜKÜMLÜLÜKLER		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.362.674.982	1.541.797.583
Finansal Borçlar	2.279.853.357	712.468.513
Ticari Borçlar	393.357.474	393.527.005
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>3.939.773</i>	<i>13.695.358</i>
<i>Diğer Ticari Borçlar</i>	<i>389.417.701</i>	<i>379.831.647</i>
Diğer Borçlar	193.144.607	58.481.462
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>117.076.064</i>	<i>2.756.208</i>
<i>Diğer Borçlar</i>	<i>76.068.543</i>	<i>55.725.254</i>
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.650.768	23.391.233
Borç Karşılıkları	229.719.508	116.814.670
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	264.949.268	237.114.700
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.474.840.646	1.924.192.642
Finansal Borçlar	2.254.463.506	1.780.096.834
Diğer Borçlar	-	165.261
Kıdem Tazminatı Karşılığı	117.287.493	107.716.254
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	102.491.378	35.577.814
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	598.269	636.479
ÖZKAYNAKLAR	6.103.628.139	6.163.255.925
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5.936.255.412	6.004.441.237
Ödenmiş Sermaye	1.148.812.500	844.018.500
Sermaye Düzeltmesi Farkları	731.967.735	731.967.735
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	(43.790.843)	(34.399.974)
Hisse Senedi İhraç Primleri	231.020.042	231.020.042
Değer Artış Fonları	26.376.841	17.979.124
Finansal Riskten Korunma Fonu	(1.616.880)	-
Yabancı Para Çevrim Farkları	3.464.667	(2.025.419)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.665.921.924	1.457.099.875
Geçmiş Yıllar Karı	1.962.624.966	2.079.355.454
Net Dönem Karı	211.474.460	679.425.900
Azınlık Payları	167.372.727	158.814.688
TOPLAM KAYNAKLAR	11.941.143.767	9.629.246.150

Ek-2

Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.'nin Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu (YTL) (XI-29 Konsolide)

	<u>31.12.08</u>	<u>31.12.07</u>
ESAS FAALİYET GELİRLERİ		
Satış Gelirleri	6.808.694.806	5.356.861.465
Satışların Maliyeti (-)	(5.973.365.035)	(4.454.027.482)
BRÜT KAR/(ZARAR)	835.329.771	902.833.983
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(73.348.128)	(61.383.842)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(126.467.442)	(107.594.529)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(3.182.997)	(2.878.153)
Diğer Faaliyet Gelirleri	65.091.151	73.768.324
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(180.548.797)	(80.435.393)
FAALİYET KARI/(ZARARI)	516.873.558	724.310.390
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/(Zarar)ındaki Paylar	2.547.262	1.559.594
Finansal Gelirler	766.458.835	215.070.481
Finansal Giderler (-)	(1.001.086.733)	(118.427.562)
VERGİ ÖNCESİ KAR/(ZARAR)	284.792.922	822.512.903
Vergi Gelir/(Gideri)	(57.099.328)	(118.287.166)
- Dönem Kurumlar Vergisi Gideri	(44.707.211)	(114.648.337)
- Ertelemiş Vergi Geliri	(12.392.117)	(3.638.829)
DÖNEM KARI/(ZARARI)	227.693.594	704.225.737
- Azınlık Payları	16.219.134	24.799.837
- Ana Ortaklık Payları	211.474.460	679.425.900
HİSSE BAŞINA KAZANÇ	0,1841	0,5914

Ek-3

Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.'nin Nakit Akım Tablosu (XI-29 Konsolide)

	1 Ocak-31 Aralık 2008	1 Ocak-31 Aralık 2007
İŞLETME FAALİYETLERİNE İLİŞKİN NAKİT AKIMLARI		
Vergi ve azınlık payları öncesi kar	284.792.922	822.512.903
Vergi öncesi kar ile işletme faaliyetlerinden sağlanan net nakit girişleri mutabakatı için gerekli düzeltmeler :		
Amortisman ve itfa payı giderleri	226.932.632	340.727.026
Kıdem tazminatı karşılığı	26.030.048	27.347.774
Özsermaye yöntemine göre muhasebeleştirilen iştiraklerin (karından)/zararından elde edilen pay	(2.547.262)	(1.559.594)
Maddi duran varlık satışlarından kaynaklanan (kar)/zarar	5.128.015	1.303.320
Maddi duran varlık değer düşüş karşılığındaki artış	17.969.016	-
Finansal varlık satışından kaynaklanan (kar) / zarar	-	1.963.716
Maddi duran varlık ihraç zararı	53.906.767	3.236.917
Finansal varlık değer düşüklüğü	629.642	4.750.701
Şüpheli ticari alacak karşılığındaki artış / (azalış)	3.918.595	(2.892.928)
Stok değer düşüş karşılığındaki artış / (azalış)	981.719.237	(3.334.698)
Birikmiş izinler karşılığındaki artış /(azalış)	828.544	14.188.624
Dava karşılığındaki artış / (azalış)	9.343.732	(3.815.832)
Engelli, eski hükümlü, terör mağdurları eksikliği ceza karşılığındaki artış	659.327	13.395.758
Vergi riskleri için ayrılan karşılıktaki artış	1.264.234	2.741.055
Yoldaki mallar için ayrılan karşılıktaki artış	101.637.544	-
Sosyal yardım zammı için karşılıktaki artış / (azalış)	-	(1.384.222)
Finansman giderleri	156.614.610	81.282.978
Faiz gelirleri	(271.008.895)	(93.216.285)
Türev finansal araçlardaki değişim üzerindeki ana ortaklık dışı paylar	(93.407)	-
Tahakkuk eden finansman giderleri/(gelirleri)	458.837.984	(162.274.191)
İşletme sermayesindeki değişim öncesi faaliyetlerden elde edilen nakit akımı	2.056.563.285	1.044.973.022
İşletme sermayesinde gerçekleşen değişimler	(1.903.061.754)	(126.492.423)
Ödenen faizler	(105.417.962)	(123.018.240)
Alınan faizler	274.021.571	93.216.285
Ödenen vergiler	(66.447.676)	(127.938.363)
Ödenen kıdem tazminatı	(16.458.809)	(8.083.838)
İşletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akımı	239.198.655	752.656.443
YATIRIM FAALİYETLERİNE İLİŞKİN NAKİT AKIMLARI		
Menkul kıymetlerdeki değişim	489.953	25.867
Finansal varlık alımları	(3.480)	(3.240)
Sabit kıymet satışından elde edilen nakit	137.480.323	8.708.793
Yatırım amaçlı gayrimenkul alımına ilişkin nakit çıkışları	(15.103.235)	-
Maddi duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(622.821.383)	(1.387.056.880)
Maddi olmayan duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(97.545.803)	(1.385.655)
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit akımı	(597.503.625)	(1.379.711.115)
FİNANSMAN FAALİYETLERİNE İLİŞKİN NAKİT AKIMLARI		
Alınan krediler	2.661.836.487	1.223.186.170
Kredilerin geri ödemesi	(1.623.683.207)	(695.174.062)

Ödenen Temettü	(289.015.199)	(69.507.539)
Çevrim farkı	(1.423.330)	(364.532)
Ana ortaklık dışı paylardaki değişim	(7.567.688)	(698.687)
Finansman faaliyetlerinden elde edilen nakit akımı	740.147.063	457.441.350
NAKİT HAREKETLERİNDEKİ NET DEĞİŞİM	390.239.810	(169.613.322)
DÖNEM BAŞI NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERLER	582.740.639	752.353.961
DÖNEM SONU NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERLER	972.980.449	582.740.639
Faiz Tahakkukları	489.376	3.502.052
FAİZ TAHAKKUKLARI DÂHİL DÖNEM SONU NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERLER	973.469.825	586.242.691

Ek-4

Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. 'nin Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilançosu (TL) (XI-29 Konsolide)

	31.12.2008	31.12.2007
VARLIKLAR		
Dönen Varlıklar	238.049.931	196.027.874
Nakit ve Nakit Benzerleri	100.919.999	87.604.911
Finansal Yatırımlar	0	0
Ticari Alacaklar	105.739.438	56.395.108
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0	0
Diğer Alacaklar	1.569.038	753.012
Stoklar	5.831.547	7.415.453
Canlı Varlıklar	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	11.381.909	16.488.938
(Ara Toplam)	225.441.931	168.657.422
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	12.608.000	27.370.452
Duran Varlıklar	622.744.754	399.746.949
Ticari Alacaklar	0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0	0
Diğer Alacaklar	63.515	29.727
Finansal Yatırımlar	1.988.942	2.208.942
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	0
Maddi Duran Varlıklar	465.508.156	284.139.378
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	32.016.913	33.000.628
Şerefiye	36.758.891	36.758.891
Diğer Duran Varlıklar	86.408.337	43.609.383
TOPLAM VARLIKLAR	860.794.685	595.774.823
KAYNAKLAR		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	111.161.309	56.877.292
Finansal Borçlar	34.541.857	8.210.101
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0
Ticari Borçlar	65.797.223	41.285.038
Diğer Borçlar	4.734.078	1.928.362
Devlet Teşvik ve Yardımları	0	0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	976.755	0
Borç Karşılıkları	5.099.172	4.820.740
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.224	633.051
(Ara toplam)	111.161.309	56.877.292
Uzun Vadeli Yükümlülükler	270.428.208	148.848.268
Finansal Borçlar	260.447.398	147.454.057
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar (veya Kıdem Tazminatı Karşılığı)	1.460.409	1.394.211
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	8.520.401	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0
ÖZKAYNAKLAR	479.205.168	390.049.263
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	477.783.295	388.839.995
Ödenmiş Sermaye	65.340.000	65.340.000
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	101.988.910	101.988.910
Hisse Senedi İhraç Primleri	48.869.596	48.869.596
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	8.045.482	8.045.482
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	164.588.387	204.126.975
Net Dönem Karı/Zararı	88.950.920	(39.530.968)
Azınlık Payları	1.421.873	1.209.268
TOPLAM KAYNAKLAR	860.794.685	595.774.823

Ek-5

Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. 'nin Bağımsız Denetimden Gelir Tablosu (TL) (XI-29 Konsolide)

	31.12.2008	31.12.2007
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER		
Satış Gelirleri	607.056.048	452.074.250
Satışların Maliyeti (-)	(507.494.679)	(438.553.247)
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	99.561.369	13.521.003
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	0	0
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Giderler (-)	0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden brüt kar (zarar)	0	0
BRÜT KAR/ZARAR	99.561.369	13.521.003
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0	0
Genel Yönetim Giderleri (-)	(34.366.376)	(68.672.252)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(992.931)	(262.935)
Diğer Faaliyet Gelirleri	15.648.208	3.755.022
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(12.647.668)	(3.437.658)
FAALİYET KARI/ZARARI	67.202.602	(55.096.820)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	0	0
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	44.037.621	15.187.976
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler (-)	(12.176.856)	(14.557.245)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	99.063.367	(54.466.089)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	(9.910.638)	14.762.757
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	(1.390.237)	0
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	(8.520.401)	14.762.757
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	89.152.729	(39.703.332)
DURDURULAN FAALİYETLER	0	0
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı/Zararı	0	0
DÖNEM KARI/ZARARI	89.152.729	(39.703.332)
Dönem Kar/Zararının Dağılımı	0	0
Azınlık Payları	201.809	(172.364)
Ana Ortaklık Payları	88.950.920	(39.530.968)
Hisse Başına Kazanç	1,36	-0,61
Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	0	0
Sürdürülen Faaliyetlerden Hisse Başına Kazanç	0	0
Sürdürülen Faaliyetlerden Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	0	0

Ek-6

Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. 'nin Konsolide Nakit Akım Tabloları (TL)

	31 Aralık 2008	31 Aralık 2007
A. ESAS FAALİYETLERDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIMLARI		
Vergi öncesi net kar (+) / zarar (-)	99.063.367	(54.466.089)
<i>Düzeltilmeler:</i>		
Amortisman (+)	31.545.885	51.403.840
Kıdem tazminatı	(14.780)	151.374
Borç karşılıkları	359.410	184.941
Diğer karşılıklar	25.880	45.123.698
Şüpheli ticari alacak karşılığı, net	1.129.136	79.028
Reeskont gelir (-) / giderleri (+), net	155.206	39.740
Menkul kıymet veya uzun vadeli yatırımlardan elde edilen kazançlar (-)	(9.447.637)	(9.836.901)
Sabit kıymet satış (karı) / zararı	(4.750.737)	(795.718)
Finansal yatırım satış zararı	20.350	-
Faiz gideri (+)	8.855.553	2.768.707
İşletme sermayesindeki değişikliklerden önceki faaliyet karı (+)	126.941.633	34.652.620
Ticari alacaklardaki artış (-) / azalış (+)	(51.092.869)	(9.961.285)
Stoklardaki artış (-) / azalış (+)	1.583.906	(174.290)
Diğer alacaklardaki artış (-) / azalış (+)	(849.905)	(441.635)
Diğer varlıklardaki artış (-) / azalış (+)	5.107.029	(884.456)
Ticari borçlardaki artış (+) / azalış (-)	24.976.473	(4.300.858)
Diğer borçlardaki artış (+) / azalış (-)	2.805.716	723.165
Diğer yükümlülüklerdeki artış (+) / azalış (-)	(620.827)	609.748
Faiz ödemeleri (-)	(8.438.367)	(739.270)
Vergi ödemeleri (-)	(413.482)	-
Esas faaliyetlerden kaynaklanan net nakit	99.999.307	19.483.739
B. YATIRIM FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIMLARI		
Mali varlık alımı, alış (-) / satış (+) tutarının neti	-	-
Finansal yatırım satış tutarı	199.650	2.758.437
Şerefiyedeki artış (-) / azalış (+)	-	(14.209.894)
Maddi duran varlık satın alımları (-)	(211.593.956)	(72.900.860)
Maddi olmayan duran varlık satın alımları (-)	(28.447)	(49.082)
Maddi ve maddi olmayan duran varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	19.178.764	1.250.800
Diğer duran varlıklardaki artış (-)	(42.798.954)	(11.584.885)
Tahsil edilen faizler (+)	9.447.637	9.836.901
Tahsil edilen temettüler (+)	-	-
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit	(225.595.306)	(84.898.583)
C. FİNANSMAN FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIMLARI		
Hisse senedi ihracı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	-	-
Kısa ve uzun vadeli borçlarla ilgili nakit girişleri / (çıkışları)	138.907.911	13.451.247
Finansal kiralama borçları ile ilgili ödemeler (-)	-	-
Ödenen temettüler (-)	-	-
Konsolidasyona dâhil olan bağlı ortaklığın etkisi	-	(45.536)
Konsolidasyondaki bağlı ortaklığın oran değişikliğinin etkisi	(13.074)	-
Yabancı para çevirim farkları	-	-
Bağlı ortaklıklardaki sermaye artışının azınlık payları üzerindeki etkisi	16.250	97.248
Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit	138.911.087	13.502.959
Nakit ve nakit benzerlerinde meydana gelen artış / (azalış)	13.315.088	(51.911.885)
Dönem başındaki nakit ve nakit benzerleri mevcudu	87.604.911	139.516.796
Dönem sonundaki nakit ve nakit benzerleri mevcudu	100.919.999	87.604.911

ÖZGEÇMİŞ

10.09.1983 Ankara doğumludur. İlk ve orta öğrenimini Cebeci Ortaokulunda, lise öğrenimini ise Anafartalar Ticaret Meslek Lisesinde sürdürmüştür. 2003 yılında Gazi Üniversitesi Ticaret Turizm Eğitim Fakültesi Muhasebe ve Finansman Öğretmenliğini kazanarak 2007 Haziran ayında lisans eğitimini tamamlamıştır. 2008 Şubat ayında Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme anabilim dalı İşletme dalında yüksek lisans eğitimine başlayarak “Menkul Kıymet Derecelendirme Yöntemleri ve Pratik Bir Derecelendirme Modeli Uygulaması” başlıklı yüksek lisans tezini hazırlamıştır. 2010 Mart ayında yüksek lisans eğitimini tamamlamıştır.

ADRES: Beşikkaya Mh. 387. Sk. No: 175
Hüseyingazi / ANKARA

TELEFON 0386 612 2841-116
0533 482 2268

E-POSTA iltasyuksel@gmail.com
yiltas@ahievran.edu.tr