ÖRNEK UYGULAMALARLA
KREDİ DERECELENDİRME

FEYZULLAH YETGİN

VakıfBank Kültür Yayınları: 0240
İktisat: 009

ÖRNEK UYGULAMALARLA KREDİ DERECELENDİRME
PROF. DR. FEYZULLAH YETGİN

Proje Editörü ve Son Okuma
Ömer Uzunağaç

Kapak ve Sayfa Uygulama
Faruk Özcan

Kitap Editörü
Prof. Dr. Murat Akbalık

VakıfBank Kültür Yayınları
Büyükdere Caddesi
No: 97 – Kat 4
Şişli 34394 İstanbul
Telefon: 0 212 354 5730
www.vbky.com.tr – info@vbky.com.tr
Sertifika No: 40141

© Vakıf Pazarlama San. ve Tic. A.Ş., 2023

ISBN ....

Kitabın Türkçe yayın hakları Akcalı Ajans aracılığıyla VakıfBank Kültür Yayınları'na aittir. Tanıtım amacıyla, kaynak göstermek şartıyla yapılacak sınırlı alıntılar dışında, yayıncının yazılı izni olmaksızın hiçbir elektronik veya mekanik araçla çoğaltılamaz. Eser sahiplerinin manevi ve mali hakları saklıdır.

Baskı
Turkuvaz Haberleşme ve Yay. A. Ş.
Güzeltepe Mahallesi Mareşal Fevzi
Çakmak Caddesi B Blok No: 29/1/1
Eyüpsultan İstanbul
Telefon: 0212 354 3000
Sertifika No: 46403

1. Baskı: Ağustos 2023

ÖRNEK UYGULAMALARLA

KREDİ DERECELENDİRME

FEYZULLAH YETGİN



FEYZULLAH YETGİN

1970 yılında İstanbul'da doğdu. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Bölümü'nden 1992 yılında mezun oldu. Aynı üniversitenin Çalışma Ekonomisi Bölümü'nde "Türkiye'de Leasing ve İstihdam" başlıklı yüksek lisans tezini 1997 yılında tamamladı. "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performans Değerlemesi ve Türkiye Uygulaması" başlıklı doktora tezini Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık ana bilim dalında 2002 yılında tamamlayan Yetgin; 2012 yılında doçent, 2019 yılında profesör unvanı aldı. 2004 yılından itibaren üniversitelerde finans ve işletme alanlarında dersler verdi. 1989 yılından itibaren kamu ve özel sektör şirketlerinde görev yaptı. Akademik dergilerde yayınlanmış makaleleri, ulusal ve uluslararası akademik konferanslarda sunmuş olduğu tebliğler ile *Mortgage Sistemi: Türkiye (Teori - Uygulama); Kentsel Yenilemenin Yönetimi: Makro ve Mikro Perspektif; Gayrimenkul Değerlemesi* başlıklı kitapları bulunmaktadır.

Sevgili Babam Recep Yetgin ve
Sevgili Annem Sevim Yetgin'e...

İÇİNDEKİLER

Önsöz 21
Giriş 23

1. BÖLÜM
DERECELENDİRMENİN KAPSAMI

Kredi Derecelendirmenin Tarihçesi 27
Kredi Derecelendirmenin Kapsamı 37
Vadelerine Göre Rating Notları 40
Para Birimine Göre Rating Notları 40
Görünüm Değerlendirmesi 41
İhraç Derecelendirme 42
Derecelendirme Notasyonları ve Karşılaştırmaları 45
Kredi Derecelendirmenin Önemi 47
Kredi Derecelendirme Kullanıcıları 49
Yatırımcılar 49
Aracılar 49
İhraççılar 50
İşletmeler ve Finans Kurumları 52
Bankalar 52
Derecelendirmenin Kullanımı 53
Kredi Riski Ölçümü 57
Temerrüt Hali ve Temerrüt Olasılığı Tanımları 57
Kümülatif PD Tablosu 59
LGD 63
Validasyon 64
Yeniden Yapılandırma ve Analizi 66
Kredi Kalitesini İzleme 70

2. BÖLÜM

DERECELENDİRME SÜREÇLERİNDEKİ FİNANSAL ANALİZ

Derecelendirme Süreçlerindeki Finansal Analiz 75
Finansal Analiz 75
Finansal Tablolar ve Analiz Teknikleri 76
Bilanço 79
Bilanço-Aktif 79
Bilanço-Pasif 83
Gelir Tablosu 87
Satış Gelirleri-Satışların Maliyeti-Brüt Kâr 87
Esas Faaliyet Kârı-FVÖK-FAVÖK 87
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Giderler-Finansman Gelir/Giderleri-Net Dönem Kâr/Zararı 88
Nakit Akım Tablosu 89
Öz Kaynak Değişim Tablosu 91
Metrikler ve Rasyolar 93
Metrikler 93
Kredi Derecelendirme Analizinde Kullanılan Oranlar 100
Sektör Analizi (Paketlenmiş Gıda ve Otomotiv Üreticileri) 106
Sektör Analizi 106
Erken Uyarı Sinyalleri 127
Bilançoya İlişkin Erken Uyarı Sinyalleri 127
Gelir Tablosuna İlişkin Erken Uyarı Sinyalleri 128
Nakit Akım Tablosuna İlişkin Erken Uyarı Sinyalleri 128
Finansal Tablo Makyajları 129
Kârlılık Metriklerini Daha Yüksek Gösterme Amaçlı Makyajlar 129
Likidite Metriklerini Daha Yüksek Gösterme Amaçlı Makyajlar 130

3. BÖLÜM
METODOLOJİ

Genel Bakış ve Kapsam 133
Kurumsal Rating Metodolojisinin Genel Yapısı 135
- Temel Çerçeve 135
- İş Riski Profili 136
- Sektör Değerlendirmesi 138
- Firma Konumlandırması 141
- Finansal Risk Profili 144
- Temel Risk Profili Değerlendirmesi 145
- Modülatör Değerlendirmeleri 145
- Destek Değerlendirmeleri 150
- Finansal Analizlerde Kullanılan Temel Kriterler 151
- Rasyolar 154
- Örnekler 156

4. BÖLÜM
FİRMA KREDİ DERECELENDİRMESİ VAKA ÇALIŞMASI

Sözleşme Süreci 165
Analiz & Raporlama 169
- Vaka Çalışması 1: A Firması 169
- Vaka Çalışması 2: B Firması 184
- Vaka Çalışması 3: A ve B Firmasının Karşılaştırmalı Analizi 198

İzleme 201

5. BÖLÜM

DAHA YÜKSEK BİR DERECELENDİRME NOTU İÇİN ÖNERİLER

Finansal 207
Kaldıraç Yönetimi 207
Borç Servis Oranları ve Likidite Yönetimi 209
Nakit Akış Kalitesi ve İstikrarı 212
Döviz Pozisyonu Yönetimi 213
Operasyonel 215
Rekabet Gücü 216
Çeşitlendirme 218
Verimlilik 218
Kurumsal 221
Risk Yönetimi 221
İç Denetim 223
Sermaye Yapısı ve İşbirlikleri 224
Değerlendirme 225

6. BÖLÜM

FİNANSAL KURUMLARIN DERECELENDİRİLMESİ

Finans Kuruluşların Derecelendirilmesi 229
Borçlanma Araçlarının Finansal Piyasadaki Yeri 230
Sabit Getirili Menkul Kıymetler 230
Sabit Getirili Menkul Kıymet Birincil Piyasa İşlemleri 230
Rating Kuruluşlarının Banka Derecelendirme Metodolojisi 237
Temel Derecelendirme Kriterleri 238
Finansal Kapasite Derecelendirmesi 240
Faaliyet Ortamı 241
İş Riski Profili 242

Diğer Riskler 244
Finansal Risk Profili 245
Kamu Desteği 252
Ticari Bankalar 255
Kamu Bankaları 257
Ortak Desteği Derecelendirmesi 258
Banka Dışı Finansal Kuruluşların Derecelendirilmesi 261
Temel Derecelendirme Kriterleri 263
Yapılandırılmış Finansman Derecelendirmesi 267
Varlığa ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (VİDMK) 269
VİDMK Tebliğindeki Önemli Hususlar 270
VDİMK Temel Tanımlar 272
VİDMK Kredi Derecelendirme Süreci 273
Fon Portföyünün Kalitesinin Artırılmasına Yönelik İşlemler 275
Varlık ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler (VİTMK) 283
Kira Sertifikaları (SUKUK) 285
Kira Sertifikası Türleri 287
Faizsiz Finans Sistemine İlişkin Ana Yasaklar ve Temel Unsurlar 291
Faizsiz Finans Yöntemleri 293

7. BÖLÜM

ÇEVRE SOSYAL VE YÖNETİŞİM FAKTÖRLERİNİN DERECELENDİRMEDEKİ YERİ (ESG)

ÇSY'nin Ç'si: Çevre Odaklı Olmak Neden Önemli? 307
İklim Değişikliği 308
İklim Değişikliğinin Azaltılması 310
İklim Değişikliğine Uyum ve Dayanıklılık 311
Yükselen Mega Sosyal Trendler 317
Yönetişimden Ne Anlamalıyız? 323

ÇSY Temalarının Derecelendirme İçerisinde Değerlendirilmesi 327
Önemli Çevresel Faktörlerin Kredi Derecelendirmede Değerlendirilmesi 328
Sosyal Faktörlerin Kredi Derecelendirmedeki Rolü 335
Yönetişim Finansal Performansa Nasıl Etki Eder? 337

8. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM

Kurumsal Yönetim Nedir? 345
Kurumsal Yönetim Temel İlkeleri 347
Eşitlik 347
Şeffaflık 348
Hesap Verebilirlik 349
Sorumluluk 350
Kurumsal Yönetimin Kredi Derecelendirme Süreçlerindeki Önemi ve Faydaları 351
Kredi Derecelendirme Süreçlerindeki Önemli Faktörler 353
Yönetim Kurulu Yapısı ve Etkinliği 353
Stratejik Plan 354
Risk Yönetimi 355
Yönetim Kurulu Bünyesinde Oluşturulan Komiteler 356
Politika ve Prosedürler 356

Kaynakça 362

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1: Derecelendirilmiş Menkul Kıymetler Yoluyla Sermaye Artırımı
Şekil 2: Derecelendirmeye Göre Küresel Kurumsal Ortalama Kümülatif Temerrüt Oranları
Şekil 3: Tahvil/Krediler Üzerindeki Fiili ve Ortalama Yıllık Kayıplar (1984-2019)
Şekil 4: 1990-2021 Arası Tazmin Oranları
Şekil 5: Spekülatif Dereceli Temerrüt Oranlarına Karşı Ortalama Tahsilat Oranları
Şekil 6: BDFK5
Şekil 7: Banka Dışı Mali Kuruluşlar Derecelendirme Çerçevesi
Şekil 8: Yapılandırılmış Finansman Derecelendirme
Şekil 9: Örnek VDMK Yapısı ve Derecelendirme Analizi
Şekil 10: VDMK İşleyişi
Şekil 11: VDMK Derecelendirme Analizi – Nakit Akış Modelleme
Şekil 12: VDMK Derecelendirme Analizi – Havuz Fonunda Kalan Nakit / Kalan Nominal VDMK Ödemesi (%)
Şekil 13: Sukuk Türleri
Şekil 14: ÇSY Temalı Tahvil İhraçları (Milyar USD)
Şekil 15: Yıllar İtibariyle Atmosferdeki Karbondioksit Miktarı (Milyar Ton)
Şekil 16: Sera Gazı Salınımının Sektörel Dağılımı
Şekil 17: 2021 Yılında İklim Kaynaklı Gerçekleşen Zararlar

Şekil 18: İklim Kaynaklı Doğabilecek Riskler
Şekil 19: Çifte Önemlilik Vurgusu
Şekil 20: İklimle İlişkili Riskler, Fırsatlar ve Finansal Etkileri
Şekil 21: SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1: Rating Skalası
Tablo 2: Derecelendirme Notasyonları ve Karşılaştırmaları
Tablo 3: Küresel Kurumsal Ortalama Kümülatif Temerrüt Oranları
Tablo 4: Rasyoların Hesaplamasında Kullanılan Metrikler
Tablo 5: Sektöre Özgü Temel Faktörler
Tablo 6: Sektöre Özgü Temel Faktörler (devam)
Tablo 7: Sektöre Özgü Temel Faktörler
Tablo 8: Sektöre Özgü Temel Faktörler (devam)
Tablo 9: Finansal Risk Profili Hesaplamalarında Kullanılan Temel Rasyolar
Tablo 10: Bilanço
Tablo 11: Gelir Tablosu
Tablo 12: Nakit Akış Tablosu
Tablo 13: Rasyolar
Tablo 14: A Firmasının Kurum Kredi Derecelendirme Skor Tablosu
Tablo 15: Bilanço
Tablo 16: Gelir Tablosu
Tablo 17: Nakit Akış Tablosu
Tablo 18: Rasyolar
Tablo 19: B Firmasının Kurum Kredi Derecelendirme Skor Tablosu
Tablo 20: Karşılaştırmalı Kurum Kredi Derecelendirme Skor Tablosu
Tablo 21: Kamu Borçlanma Araçlari İhracı
Tablo 22: İhraççı Bazında Özel Sektör Borçlanma Araçlari İhracı

Tablo 23: Özel Sektör Borçlanma Araci İhraçları (2021)
Tablo 24: Temel Derecelendirme Etkenlerinin İlişki Düzeyi ve Ağırlıklandırması
Tablo 25: Temel Derecelendirme Kriterleri – Finansal Kapasite
Tablo 26: Faaliyet Ortamı Skoru
Tablo 27: İş Riski Profili
Tablo 28: İş Riski Profili Skoru
Tablo 29: Aktif Kalitesi Skoru
Tablo 30: Gelir & Kârlılık Skoru
Tablo 31: Sermaye Yapısı & Kaldıraç Skoru
Tablo 32: Fonlama ve Likidite Skoru
Tablo 33: Finansal Risk Profili Değerlendirmesinde Temel ve Tamamlayıcı Metrikler
Tablo 34: Destek Eğiliminin Yüksek Olduğu Tipik Kamu Desteği
Tablo 35: Destek Etkisi
Tablo 36: Ticari Bankaların Kamu Desteği Notu için Temel Derecelendirme Etkenleri
Tablo 37: Kamu Bankalarının Kamu Desteği Notu için Temel Derecelendirme Etkenleri
Tablo 38: Destek Etkisi
Tablo 39: ÇSY Yaklaşımında Genel Kabul Görmüş Konu Başlıkları
Tablo 40: İç ve Dış Sosyal Faktörler
Tablo 41: Çevresel Faktörlerin Finansal Tablolar Üzerinde Meydana Getirebileceği Risklere Örnekler
Tablo 42: Bir Altyapı Yatırımında Çevresel Risklerin Finansallar Üzerinde Yaratabileceği Etkiler

KISALTMALAR

BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
Bkz. : Bakınız
CPD : Cumulative Probability of Default (Kümülatif Temerrüt Olasılığı)
DET : Değiştirilebilir Tahvil
EV : Equity Value (şirket değeri)
FAVÖK : Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FVÖK : Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
OPEX : Operasyonel Harcamalar
FFO : Faaliyetlerden Sağlanan Fonlar
CFO : Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı
FOCF : Faaliyetlerden Serbest Nakit Akışı
UCF : Serbest Nakit Akışı
NWC : Net İşletme Sermayesi
CAPEX : Yatırım Harcamaları
ROA : Aktif Kârlılığı
DOL : Faaliyet Kaldıraç Derecesi
OEÜ : Orijinal Ekipman Üreticileri
GSYİH : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
FS : Finansal Hizmet
OECD : Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
SPK : Sermaye Piyasası Kurulu
TTK : Türk Ticaret Kanunu

BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BDFK : Banka Dışı Finansal Kuruluş
BİAŞ : Borsa İstanbul A.Ş.
GİP : Gelişen İşletmeler Pazarı
GYO : Gayrimenkul Yatırım Ortakları
IDR : Issuer Default Rate (İhraççı Temerrüt Derecelendirmesi)
İDMK : İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
İFK : İpotek Finansmanı Kuruluşu
İTMK : İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler
KAP : Kamuyu Aydınlatma Platformu
KDK : Kredi Derecelendirme Kuruluşu
KFF : Konut Finansmanı Fonu
Kurul : Sermaye Piyasası Kurulu
LGD : Loss Given Default (Temerrüt Halinde Kayıp)
LV : Liquidation Value (Tasfiye Değeri)
MK : Türk Medeni Kanunu
MKK : Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
PD : Probability of Default (Temerrüt Olasılığı)
PDT : Paya Dönüştürülebilir Tahvil
RG : Resmî Gazete
RR : Recovery Rate (Tazmin Oranı)
SPK : Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn/Kanun: Sermaye Piyasası Kanunu
TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası A.Ş.
t : Son Mâlî Yıl
TL : Türk Lirası
TMK : Teminatlı Menkul Kıymetler
TOKİ : Toplu Konut İdaresi Başkanlığı
TTK : Türk Ticaret Kanunu
TTSG : Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
vb. : Ve benzeri

VDMK : Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
VFF : Varlık Finansmanı Fonu
VİDMK : VDMK ve İDMK
VKŞ : Varlık Kiralama Şirketi
VTMK : Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler

ÖNSÖZ

Kredi derecelendirme kuruluşları, finansal piyasalardaki yatırımcıların, kredi verenlerin ve ihraççıların; risk yönetiminde ve yatırım değerlendirmelerinde başvurdukları önemli finansal kuruluşlardır. Bu kuruluşlar, finansal araçların, şirketlerin ve ülkelerin kredi risklerini değerlendirerek, yatırımcılar için bir derecelendirme sistemi oluştururlar. Bu derecelendirmeler, yatırımcılar için risk yönetiminde önemli bir araç olarak kullanılır.

İlk defa ABD'de uygulanmaya başlanan derecelendirme hizmeti, finansal sistemin sağlıklı işlemesi ve sürdürülebilir büyümesi için çok önemli bir işlev görmektedirler. Söz konusu derecelendirme şirketleri dünya çapında birçok ülkede uzun yıllardır faaliyet göstermekte, finansal sistemde etkin bir rol oynamaktadır. Elbette tüm ekonomik faaliyetlerde olduğu gibi derecelendirme hizmetlerinin de teknik, bilimsel ve objektif olarak yerine getirilmesi gerekmektedir. Ülkemizde görece çok yeni olan bu sektör, özellikle 2020 yılında yapılan düzenlemeler ile daha etkin bir hâle getirilmiş ve bugüne kadar gerek teknik altyapı gerekse nitelikli insan kaynağı ile giderek finansal sistemin işleyişine daha fazla katkı sağlamaya başlamıştır. Böylelikle derecelendirme hizmetinin uluslararası standartlarda yapılması ile ülkemiz finansal sisteminin gelişmesi, ekonomik büyümenin sağlıklı ve sürdürülebilir büyümesine katkı sağlamıştır.

Derecelendirme kuruluşlarının faaliyetleri, derecelendirme türleri, derecelendirmenin paydaşlara faydaları, derecelendirme metodolojileri ve örnek derecelendirme vaka çalışmaları gibi konuları ele alan bu kitabın; finansal piyasalardaki yatırımcılar, kredi verenler, ihraççılar ve düzenleyiciler olmak üzere tüm paydaşlar için yararlı olacağını umuyoruz. Bu çalışma ile derecelendirme sektörü ve örnek vakalar ile derecelendirme raporlarının nasıl hazırlandığı hakkında somut bilgiler verilmektedir. Uluslararası ticarette giderek daha faal hâle gelen ve büyüyen şirketlerimiz bu kitapta, derecelendirme raporları hakkında detaylı bilgi ve daha rekabetçi, daha kurumsal olmak için neler yapmaları gerektiğini görme imkânı bulacaklardır. Bu kitabın bir anlamda el kitabı olarak ilgililere yol göstermesi amaçlanmaktadır.

Kitabın hazırlanmasında emeği geçen Orkun İnan, Özgür Fuad Engin, Hüseyin Tunç, Sercan Üzmez ve çalışma arkadaşlarına teşekkürlerimi sunar, değerli Hocam Prof. Dr. Erişah Arıcan'a tüm emekleri ve destekleri için şükranlarımı arz ederim. Son olarak, bu eserin yayımlanma sürecinde emeği geçen tüm VakıfBank Kültür Yayınları çalışanlarına teşekkür ederim.

GİRİŞ

Derecelendirme kuruluşları genellikle finansal araçların, şirketlerin ve hükümetlerin kredi değerlerini değerlendirmek için kullandıkları derecelendirme türleri arasında, özellikle finansal araçlar için "yatırım yapılabilir" ve "spekülatif" olarak sınıflandırılmış, "AAA, BBB, BB vb." şeklinde harf notlarını kullanırlar.

Derecelendirmenin yatırımcı, kreditör, ihraççı ve düzenleyici gibi paydaşlar için faydaları çok çeşitlidir. Örneğin, yatırımcılar için derecelendirmeler, yatırım yapacakları enstrümanı (hükümet, şirket veya finansal araç) daha iyi anlamalarına ve yönetmelerine olanak tanır. Kredi verenler için derecelendirmeler, kredi verdikleri şirketlerin ve hükümetlerin geri ödeme risklerini daha iyi değerlendirmelerine olanak tanır. İhraççılar için derecelendirmeler, kredi değerleri iyi olan araçların ve şirketlerin daha iyi fiyatlandırma imkanlarına sahip olmalarına olanak sağlar. Düzenleyiciler için derecelendirmeler, finansal piyasalardaki risklerin daha iyi anlaşılmasına ve yönetilmesine katkı sunar.

Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme yaparken genellikle finansal araçların, şirketlerin ve hükümetlerin finansal durumlarını, operasyonel performanslarını, pazar koşullarını ve diğer faktörleri dikkate alırlar. Örnek derecelendirme vaka çalışmaları arasında; bir şirketin kredi değerlendirmesi, bir hükümetin borç yapısının derecelendirmesi ve bir finansal araç olan tahvilin derecelendirmesi gösterilebilir. Bu kitap, bu konuları detaylı bir şekilde ele alarak okuyucuların; kredi derecelendirme kuru-

luşlarının faaliyetleri, derecelendirme türleri, derecelendirmenin paydaşlara faydaları, derecelendirme metodolojileri ve örnek derecelendirme vaka çalışmalarını daha iyi anlamalarını sağlamak amacını taşımaktadır.

Birinci bölümde kredi derecelendirmenin tarihçesi ve kapsamı, ikinci bölümde derecelendirme süreçlerindeki finansal analizin ne şekilde yapıldığı, üçüncü bölümde kredi derecelendirmenin metodolojisi, genel bakış ve kapsamı ile beraber kurumsal derecelendirme çerçevesinde verilmekte, dördüncü bölümde iki ayrı şirket örneği ile vaka çalışmaları yapılmakta, beşinci bölümde mevcut kredi derecelendirme notunun artırılması için öneriler sunulmaktadır. Altıncı bölümde, finansal kurumların derecelendirmesi reyting kuruluşlarının banka derecelendirmesi ve banka dışı finans kuruluşları derecelendirmesi ile yapılandırılmış finansman derecelendirmesi, varlık ve ipotek teminatlı menkul kıymetler, sukuk derecelendirmesi anlatılmaktadır. Yedinci bölümde, dünyamız için büyük önem arz eden sürdürülebilirlik konusunun; çevre, sosyal ve yönetişim faktörleri çerçevesinde derecelendirilmesi konusu ele alınmaktadır. Son olarak sekizinci bölümde, esasen derecelendirme çalışmalarının çok önemli bir bileşeni olan bir bakıma başarı faktörü olan kurumsal yönetimin ne olduğu ve derecelendirmeye etkileri anlatılmaktadır.

Bu kitap, kredi derecelendirme kuruluşlarının çalışma prensiplerini, derecelendirme türlerini ve derecelendirme sürecini ayrıntılı bir şekilde ele alacaktır. Derecelendirme metodolojileri ve ölçütleri hakkında bilgi verilecek ve derecelendirmenin; yatırımcılar, kredi verenler, ihraççılar ve düzenleyiciler gibi paydaşlar için nasıl faydalı olabileceği anlatılacaktır. Ayrıca, örnek derecelendirme vaka çalışmaları aracılığıyla okuyucular derecelendirme sürecinin nasıl uygulandığını ve sonuçların nasıl yorumlandığını gözlemleyebileceklerdir.

1. BÖLÜM

DERECELENDİRMENİN KAPSAMI

KREDİ DERECELENDİRMENİN TARİHÇESİ

Kredi derecelendirmenin tarihçesine hızlı bir bakış atıldığında ilk olarak kredi raporlamasının; istatistiklerin yayınlanması ve finansal veriler üzerine uzmanlaşmış yayınlar olarak başladığı görülürken, bugün ise kredibilite konusunda geleceğe yönelik tahminleri de içermektedir. Kredi notlarının 1909'da ortaya çıkış nedeni ile bugün de hâlâ geçerli olmasının nedeni aynıdır: "Yatırımcıların yatırımların kredibilitesi konusunda güvenilir bir görüşe olan talebi."

Tahvil piyasaları yaklaşık üç asırdır var olmuş olsa da, tahviller 1850'den önce çoğunlukla yatırımcıların taahhütlerini yerine getirmeye istekli ve muktedir olduklarına inandıkları birkaç ülkenin devlet borcunu oluşturuyordu. Zaman içerisinde genişleyen tahvil ölçeğinden ABD ekonomisi de önemli bir pay aldı. ABD ekonomisinin büyük operasyonel ölçeği ve geniş coğrafyası zamanla ABD ekonomisini Avrupa ekonomisinden farklılaştırdı. Dönemin en teknolojik ulaşım alt yapısı demiryollarıydı ve demiryolu ağlarında çok ciddi bir büyüme yaşanıyordu. Genişlemenin getirdiği ölçek ve belirsizlik, demiryolu şirketlerinin artık bankalardan ve hisse senedi yatırımcılarından yeterli sermaye toplamasında yetersizliğe sebep oldu. Demiryolu şirketlerinin sermaye ihtiyaçlarına çözüm olarak, demiryolu şirketi tahvil piyasasında devasa bir pazar yaratıldı.

Değişen pazar koşulları neticesinde oluşan tahvil operasyonları yeni ve önemli bir ihtiyaç yarattı. Avrupalı yatırımcılar,

benzeri görülmemiş bir ölçekte yatırım yapmaya davet edildikleri şirketler hakkında kritik kredi bilgilerini öğrenmek istediler. Geleneksel yollarla aile, iş ve bankacılık ilişkileri aracılığıyla edinilen bilgiler yetersiz kaldı. Yatırımcılar, yatırım ve fiyatlandırma ile ilgili karar verme aşamalarında bağımsız yapıdaki üçüncü taraflardan sağlanan bilgilere ulaşmak istediler.

Bu pazar ihtiyacına yanıt olarak, Henry Varnum Poor, demiryollarının mülkiyeti, varlıkları, yükümlülükleri ve kazançları hakkında sistematik bilgiler yayınlamaya başladı. Bu yayın, yıllar boyunca bu endüstrinin yetkili bilgi kaynağı oldu. Bu istatistikler günümüz kredi notlarının öncüsü olmuştur. 1909'da ise John Moody, kredi bilgilerinin yayınlanmasını bir adım öteye taşıdı ve demiryolu şirketleri tarafından çıkarılan kurumsal borç belgesinin kredibilitesine ilişkin bir görüş yayınlayarak ilk kredi notunu verdi. Görüşleri kapsamlı şirket ve endüstri bilgilerine ve ayrıntılı analizlere dayanıyordu. Henry Varnum Poor daha sonra Standard & Poor's'u oluşturmak için başka bir bilgi ve derecelendirme şirketi olan Standard Statistics ile birleşti. Fitch Yayıncılık Şirketi ise 1913'te finansal bilgiler yayınlamaya başladı ve 1924'te artık tanıdık olan "AAA" ile "D" derecelendirme ölçeğini tanıttı. Kredibilite konusunda görüş bildiren üç şirket ile yerel ve eyalet hükümetleri, kamu hizmetleri ve sanayi şirketlerinin artan sorunlarını içerecek şekilde genişleyen ABD tahvil piyasası ile kredi derecelendirme sektörü önem kazanmaya başlamıştır. Derecelendirme kuruluşları piyasalarda bağımsızlık, dürüstlük ve güvenilirlikle tanındı. Özellikle, 1929'da ABD'deki borsa çöküşü, yatırımcıların yüksek tahvil temerrüt oranları ve kredi riski konusunda endişelenmesi nedeniyle kredi notlarına olan talebi daha da artırdı ve 1920'lerin sonunda tahvil ihraçlarının büyük çoğunluğu derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirildi.

1931'de ABD Hazine Bakanlığı, ulusal bankalar için tahvil hesaplarının kalitesinin ölçümü olarak kredi notlarını kabul etti. Bu, kredi notlarını içeren ilk resmî kuraldı. Buradaki amaç, finansal kayıplara yol açabilecek temerrüt riskinden kaçınmaktı. Bu uygulama diğer şirketler ve finans kuruluşları tarafından hızla benimsendi. Çok geçmeden, kredi notlarına güvenmek bir norm haline geldi. Derecelendirme kuruluşunun bağımsız olma rolünün önemi, 1970 yılında Penn Merkez Demiryolu'nun 82 milyon dolarlık ticari kağıt yükümlülüğü üzerindeki temerrüdünün gerçekleşmesiyle yatırımcılar tarafından bir kez daha anlaşıldı. Yatırımcıların yenilenen yoğun talebi, derecelendirme kuruluşlarının yatırımcılara değerli bir hizmet sunabilmek için ihraççılara yönelik mevcut ücretlendirme iş modelini benimsemelerine olanak sağlamıştır (Caribbean Information & Credit Rating Services).

Önde gelen kredi derecelendirme kuruluşları tarafından üretilen kredi notları, kredi itibarı veya daha spesifik olarak şirketlerin göreceli kredi itibarı, yani borç servislerini karşılama kabiliyetlerini ölçmeyi amaçlar. Prensip olarak, derecelendirme süreci uzun vadeli kredi ödeme gücüne odaklanır. Sadece kamuya açık bilgilere dayanarak düzenlenen "isteğe bağlı olmayan" (unsolicited) derecelendirmeler dışında, kredi derecelendirme notları genellikle hem kamuya açık hem de özel bilgilere dayanır. Bu sayede kredi derecelendirmeleri, bilgiyi geniş ölçeğe yayarak verimli hâle getirmek ve bilgi asimetrisini ortadan kaldırmaktadır. Ayrıca asil-vekil problemlerinin de önüne geçmeyi amaçlamaktadır. Kısmen aynı nedenlerle, kredi notlarının rolü zaman içinde önemli ölçüde genişlemiştir. Düzenleyiciler, bankalar ve tahvil sahipleri, emeklilik fonu mütevellileri ve diğer mütevelli kurumlar, derecelendirmeye dayalı kriterleri giderek daha fazla kullanmaktadır (Gonzalez, 2004).

Bu bakımdan, KDK'lar, bir tarafta borç verenler ve yatırımcılar, diğer tarafta ihraççılar arasındaki şirketlerin (kurumsal risk) veya ülkelerin kredi değerliliği hakkında bilgi asimetrisini azaltmaya yardımcı olarak finansal piyasalarda kilit bir rol oynar. Kredi derecelendirme kuruluşlarının bu rolü, finansal küreselleşme ile genişlemiş ve Basel II ile birlikte kredi notlarının kredi riski için ağırlık belirleme kurallarına dahil edilmesiyle birlikte etkinlikleri daha da artmıştır (Elkhoury, 2009). Diğer taraftan sermaye yeterliliği gerekliliklerinin (SYR) dış derecelendirmelere bağlanması, finansal piyasalarda sermaye tamponlarının döngüselliği açısından eleştirilere yol açmıştır. Risk değerlendirmesini sistematik olarak dış derecelendirme uzmanlığına bağlamak, piyasa riski algısını uyumlu hâle getirme eğilimindedir (Gaillard, 2012). Öte yandan, iyi bir gözetim ve denetim altyapısının sağlanması, dışsal derecelendirmenin kamusal faydalarının yaygınlaştırılmasını sağlarken, finansal risklerin asgari seviyeye indirilmesine olanak tanıyacaktır.

Günümüzde, kredi derecelendirme kuruluşları, küreselleşen finansal sistemin önemli bir parçasıdır ve dolayısıyla küresel ekonomiyi etkilemektedir. Görevleri, özel sektör ve kamudaki potansiyel yatırımcılar için borç veren kuruluşların kredi değerlilik düzeyi ile ilgili güvenilir ve bağımsız bir görüş sunmaktır. Küresel kredi derecelendirme endüstrisi, günümüzde de kredi derecelendirme tarihinde önemli rol oynayan ve neredeyse tüm piyasayı kontrol eden üç kurumla oldukça yoğunlaşmıştır. Avrupa Komisyonu'nun raporlarına göre, önde gelen üç kuruluş olan Standard & Poor's, Moody's Investors ve Fitch Ratings, gelir bazında kredi notlarında en büyük pazar payına sahiptir. Bu üç kurum gibi tüm ekonomik sektörlerde küresel olarak faaliyet gösteren uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının yanı sıra, belirli bir coğrafi bölgede veya sektörde uzmanlaşma eğiliminde olan bölgesel derecelendirme kuruluşları da vardır.

Kredi derecelendirme kuruluşları, finansal piyasalar içinde çok özel kuruluşlardır. Varlıkların ve menkul kıymetlerin belirli kurallar çerçevesinde ihraç edilmelerine veya alınıp satılmaları, ardından bir arzın veya yapılandırılmış bir finansal işlemin başarıyla tamamlanmasında tartışılmaz önemlerine rağmen, 2008 krizi öncesi dönemde uzun bir süre düzenleyiciler tarafından neredeyse ihmal edilmişlerdir (Conte, 2008). Ancak, 2008 yılında ABD konut piyasasında başlayan ve ardından tüm dünyaya yayılan küresel mali kriz, özellikle üç büyük derecelendirme kuruluşuna olan güveni bir nebze sarsmıştır. ABD'nin en büyük yatırım bankaları arasında yer alan ve iflasıyla krizin fitilini ateşleyen Lehman Brothers'ın yanı sıra zora düşen birçok finansal kurumla birlikte ihraç edilen finansal varlıkların, üç büyük uluslararası derecelendirme kuruluşu tarafından yüksek derecelendirme notlarına sahip olması, bu görüşün temel dayanağını oluşturmuştur. Küresel finansal kriz sonrasında yapılan çalışmalar durumun tespitine ve sorunun çözümüne yönelik olmak üzere literatüre katkı sağlamışlardır.

Söz konusu uluslararası kredi derecelendirme şirketleri, özellikle 2008 krizi döneminde, yüksek faizli konut kredileri (subprime mortgage) bağlantılı karmaşık menkul kıymetleri derecelendirirken temel olarak iki hataya düşmüştür. İlk olarak, derecelendirme şirketleri yeni tip yüksek faizli borçlular ve ipotek kredileri hakkındaki performans ile ilgili yeterli tarihsel bilgiden yoksundu. İkincisi, derecelendirme kuruluşları yapılandırılmış finansal ürünlerin performansı hakkında yeterli tarihsel bilgiye sahip değildi. Sonuç olarak, "Gayrimenkul piyasalarında 'temerrüde bulaşma' olasılığı, yani bir veya daha fazla borçlunun temerrüde düşmesinin diğer borçluların da temerrüde düşme olasılığını artıracağı ihtimali ya gözden kaçırılmış veya korkunç bir şekilde hafife alınmıştır." (Coffee, 2008). Benzer şekilde, menkul

kıymetlerin rastgele münferit ipotek temerrütlerini içermeyeceği, ancak yüksek oranda ilişkili temerrütleri içermesi ihtimali de göz ardı edilmiş görünmekteydi.

Hau ve diğerleri (2013), Ocak 1990-Aralık 2011 tarihleri aralığında Standard and Poor's, Moody's ve Fitch'ten alınan ABD ve AB15 bankalarının derecelendirme verilerine dayanarak oluşturdukları kapsamlı çalışmalarında, derecelendirme hatasının yönü (yanlılığı) ile banka büyüklüğü arasındaki sistematik ilişkileri ortaya koymuşlardır. Bu yanlılığın, büyük olasılıkla, derecelendirme kuruluşlarının banka büyüklüğüyle birlikte artan çıkar çatışmasıyla ilişkili olduğu, ekonomik güce sahip büyük bankaların, derecelendirme kuruluşu için "dereceyi düşürmek için çok büyük" hâle gelebildiği ve durumun "batmak için çok büyük bankalar" yaratılmasını güçlendirdiği sonucuna ulaşmışlardır (Hau, 2013) .

Küresel mali krizin de temelini oluşturan bankacılık sektöründe derecelendirme kalitesindeki sıkıntılar literatürde farklı gerekçelerle de açıklanmaktadır. Diğer büyük şirketlerle kıyaslandığında bankaların karmaşık yapıları, maruz kaldıkları riskler ve değer yaratma süreçlerinin daha kapalı olması derecelendirme kalitesinde sıkıntılara sebep olmakta ve doğal olarak bankalar için gelecekte oluşabilecek mali sıkıntıların tahminini zorlaştırmaktadır. (Morgan, 2002)

Yapılandırılmış borç piyasasının çöküşüne katkıda bulunan derecelendirmelerin, derecelendirme enflasyonu ve kalitesiz bilgi tebliği olmak üzere iki yönüne odaklanılırken, gelecekte bu sorunların azaltılması için düzenlemelerin nasıl tasarlanabileceği tartışılmıştır. Pagano ve Volpin (2010) bahsi geçen çalışmasında küresel finansal krizi tetikleyen subprime krizinde kredi derecelendirme kuruluşlarının rolünü incelemiş; sorunların azaltılmasına yönelik sundukları politika ise derecelendirme ku-

ruluşlarının ödemelerinin ihraççılar yerine yatırımcılar tarafından yapılmasını zorunlu kılmak ve yapılandırılmış borçlanma ürünlerinin altında yatan krediler veya menkul kıymetler hakkındaki verilere açık ve ücretsiz erişim sağlamak olmuştur (Pagano, 2010).

Örneğin, yüksek derecelendirmelerde yansıtıldığı gibi, kredi riski algısı aşırı derecede iyimserse; bu, finansal sistemdeki genel sermaye tamponunun azaldığı anlamına gelmektedir ve nitekim 2008'de söz konusu risk algısının "çok düşük" olduğu açıkça ortaya çıkmıştır. Yasal düzenlemeler, özellikle kriz zamanlarında, derecelendirmeleri kredibilite sağlamakla kalmayıp kimi ülkelerde yatırım için söz konusu derecelendirme notlarını zorunlu kıldığı için, KDK'ların yorumları, duyuruları, görünüm değişiklikleri ve gerçek not değişiklikleri piyasa davranışlarını şekillendirebilmektedir. (Mennillo, 2014)

Kompleks türev ürünlerin risk seviyesinin yeterince iyi anlaşılamamış olmasına dönük eleştirilerin yanında, derecelendirmelerin yeterince dinamik olmaması, piyasa gelişmelerine gecikmeli ve aşırı tepki vermelerinin, krizleri daha da ağırlaştırdığı ifade edilmiştir. Öyle ki, derecelendirme notları, izleme faaliyetlerine yeterince ağırlık verilmediği takdirde, piyasa gelişmelerinin gerisinde kalabilmekte, riskler gerçekleştikten sonra ise seri güncellemeler ile piyasalardaki oynaklığın daha da artmasına neden olabilmektedir. Ayrıca, sıkı makroekonomik politikalarla notlarını korumaya çalışan ülkelerin bu adımları uzun vadeli yatırımlar ve büyüme için ters etki yapabilmektedir (Elkhoury, 2009). Bu nedenle, kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme döngüsünün, mevcut makroekonomik ve sistemik riskleri çok iyi analiz etmesi, notun belirlenmesini takiben ise şirketin kredi ödeme performansını etkileyen faktörleri çok iyi analiz etmesi ve gerekli hallerde güncellemesi büyük önem arz etmektedir.

Derecelendirme kuruluşlarına dönük eleştirilerin önemli bir bölümü de, finansal performans yönetimi ile ilgilidir. Sektör genelinde, dünyaca yaygın olan ücretlendirme modeli, kredi derecelendirme ücretini borçlanan kuruluşun ödemesine (issuer-pay) dayanır. Bu modelde ödemeyi kredi notu alan kuruluşun ödemesi, çıkar çatışması endişelerini beraberinde getirmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kamuyu bilgilendirme görevleri ve kayıt prosedürlerine odaklanarak uluslararası düzeyde düzenlenmesi gerekmektedir ve bu nedenle söz konusu kaygıları gidermek ve derecelendirme şirketlerinin tarafsızlığını korumaları için ise çeşitli düzenlemeler hayata geçirilmiştir. Hem AB'de hem de ABD'de düzenleyiciler, "en iyi uygulamalara" gönüllü uyum sağlanmasının yeterli olmadığını fark ederek zorunluluk getirmeleri, olumlu bir gelişme olarak görülmüştür. Kredi derecelendirme ve danışmanlık ile ilgili kuralların, örneğin hâlihazırda yürürlükte olan denetim ve danışmanlık kısıtlamaları modelinde daha net hâle getirilmesi gerekmiştir (Möllers, 2009). Düzenlemelerin yetersiz kaldığı hallerde derecelendirme kuruluşlarının, ihraççıdan elde ettiği gelirleri artırmak için garanti edilenden daha yüksek derecelendirmeler atamasına yol açabilir. Derecelendirme kuruluşlarının itibarlarını koruma kaygıları ve/veya yasal düzenlemeler, faaliyetlerini disiplin altına alacak kadar güçlü değilse, ihraççı-öder modeli, olması gerekenden daha yüksek derecelendirmelerle sonuçlanabilir (Haan, 2012). Bu nedenle, bu sorunu gidermek için önlemlerin alınması çok önemli görünmektedir. En etkili çözümlerden biri ise, finansal kaygı taşımayan, kamusal faydaya odaklanan merkezî, ulusal derecelendirme şirketlerinin kurulması olarak düşünülebilir.

Bu modele alternatif olarak sunulan yöntemlerden biri olan yatırımcı-öder (investor-pay) modelinde ise, derecelendirme ücreti yatırım yapacak kuruluş tarafından ödenmektedir. Bu

modelde, yatırımcı kuruluşun "gerçek" derecelendirme sonucuna ulaşmayı tercih edeceği kabulünden hareketle, çıkar çatışması nedeniyle "gerçekten daha yüksek" derecelendirme sonuçlarının elde edilmeyeceği öngörülmektedir. Ancak, derecelendirme notunun kamuya açıklanması ile birlikte ücreti ödemeyen kullanıcılar da nota ulaşabileceği için, bu defa da yatırımcılar için ücreti ödemek mantıklı olmayacaktır. (Rom, 2009).

Belirtildiği gibi, KDK'ların krizlere katkı sağlamada oynadığı rol, farklı argümanlara bağlanabilir. Bunların arasında; risk algısındaki aşırı iyimserlik, ihraççı-öder iş modeline özgü çıkar çatışmaları; kredi notları ile piyasanın risk algısı arasındaki güncellik veya derecelendirmelerin finansal düzenlemeye dahil edilmesi yer alabilir. Kimi çalışmalar, özellikle derecelendirme notlarının yasal düzenlemeler arasındaki bağına odaklanmakta ve 2008 krizi gibi önemli olaylardaki düzenlemenin etkisine dikkate çekmektedir. (Katzenstein, 2013) Bu bakımdan, özellikle derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerinin denetlenmesi ve düzenlemesine yönelik, 2008 krizi sonrası atılan adımlar önem kazanmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren kredi derecelendirme kuruluşları, yukarıda bahsedilen konulara ek olarak farklı alanlarda bazı zorluklarla karşılaşabilir. Bu konuda yapılan çalışmalarda gelişmekte olan ülkelerde üretilen kurumsal kredi derecelendirme notlarının, benzer gelişmiş piyasa notu modelleriyle karşılaştırıldığında örnek ülkelerin "gelişmekte olan piyasa primi" olarak adlandırılan bir prime sahip olduğu öne sürülmektedir. Bu notlar, bilgi içeriği açısından önemlidir ve teknokratik düzenleyici sistemlerin yükselişiyle birlikte kredi derecelendirme sektörü küresel piyasalara açılımını sürdürmektedir. Ancak, derecelendirme kuruluşları bir dizi yerel faktöre oldukça bağlı bir hizmet sunduğundan, kredi notlarının kalitesi eşit olmayabilir.

Yine de, KDK'ların sunduğu ürün, ekonomik olarak sermaye piyasaları için önemli bir koordinasyon mekanizması sağlamaktadır. Bu nedenle, sektör yeni finansal sistemlere doğru ilerlerken kurumsal kredi derecelendirme kalitesindeki ilk eğilimleri anlamak, hem akademik hem de politika açısından hayati önem taşımaktadır (Smith, 2012).

KREDİ DERECELENDİRMENİN KAPSAMI

Kredi notları; borç veren, yatırım yapan taraflar için yapılan yatırımların ve/veya sağlanan borçların geri ödenme olasılığının ifadesi olup, uygulanan kurum ve kuruluşun genel kredi itibarını belirlemeyi amaçlar. Kredi notları temerrüt olasılıklarının seviyesine göre sınıflandırılır. Bunlar "Yatırım Yapılabilir", "Spekülatif" veya "Temerrüt Hali" şeklindedir.

Kredi derecelendirme notları, diğer bir ifadeyle şirketin finansal taahhütlerini ve yükümlülüklerini vaktinde yerine getirme hususundaki göreceli kabiliyeti hakkında ileriye yönelik görüşleri dahil eder (JCR-ER, 2023).

Her kurum, şirketlerin kredi itibarını ölçmek için kendi metodolojisini uygular ve derecelendirme görüşlerini yayınlamak için belirli bir derecelendirme ölçeği kullanır. Şirketler ve ihraçlar için ataması yapılan rating notu skalası, genellikle 'AAA' ile 'BBB' (Yatırım Yapılabilir), 'BB' ile 'C' (Spekülatif) ve 'D' (Temerrüt Hali) kategorileri ile ifade edilir. Bununla birlikte AA ve CCC kategorileri arasında göreceli ayrımı detaylı yapabilmek adına artı (+) ve eksi (-) sembolleri kullanılır. "Yatırım Yapılabilir", "Spekülatif" ve "Temerrüt Hali" ifadeleri yatırım maksatlı belirli bir menkul kıymet için herhangi bir tavsiye veya onayı ima etmez. "Yatırım Yapılabilir" rating notları, nispeten düşük ila orta dereceli kredi riskini gösterirken; "Spekülatif" kategorilerindeki rating notları daha yüksek bir kredi riski düzeyine; "Temerrüt Hali" ise bir temerrüt durumunun mevcut durumda kısmen veya

tamamen meydana geldiğini gösterir. Rating notları, yatırımcıların, bir şirketin veya ihraççının borçlarını zamanında ve tam olarak geri ödeyip ödeyemeyeceği göreceli olasılıkları hakkında bir görüş oluşturmaları ve karşılaştırmaları için ortak ve şeffaf bir evrensel dil sağlar. Rating notları, yatırımcıların ve diğer piyasa katılımcılarının karar verme değişkenlerinin bir parçası şeklinde değerlendirebilecekleri birçok girdiden yalnızca bir tanesidir.

Tablo 1: Rating Skalası

Yatırım Düzeyi	Rating	Rating Grubu	Kredi Kalitesi	Açıklama
Yatırım Yapılabilir Seviye	AAA	AAA	En Yüksek Kredi Kalitesi	En düşük düzeydeki temerrüt riski beklentisini ifade eder. Finansal yükümlüklerinin yerine getirilmesi maksadıyla güçlü kapasiteye sahip istisnai durumlarda atanır. Öngörülebilir olayların bu kapasiteyi olumsuz anlamda etkilemesi pek mümkün değildir.
	AA+	AA	Çok Yüksek Kredi Kalitesi	Çok düşük düzeydeki temerrüt riski beklentisini belirtir. Finansal yükümlülüklerin tamamlanabilmesi için uygulanabilir çok güçlü bir kapasiteyi gösterir. Bu kapasite, tahmin edilebilecek seviyedeki olaylara karşı ciddi düzeyde dirence sahiptir.
	AA			
	AA-			
	A+	A	Yüksek Kredi Kalitesi	Düşük temerrüt riski beklentisini gösterir. Finansal yükümlülüklerin tamamlanması için güçlü bir kapasiteyi ifade eder. Ayrıca, bu kapasite, olumsuz ticari veya ekonomik şartların olması durumunda daha yüksek derecelendirme düzeylerine göre daha kırılgan olabilir.
	A			
	A-			
	BBB+	BBB	İyi Kredi Kalitesi	Mevcut durumda düşük düzeyde temerrüt riski olasılığının olduğunu ifade eder. Finansal yükümlülükler ile ilgili ödeme kapasitesinin yeterli olduğu kabul edilir, fakat olumsuz ticari veya ekonomik şartların olması durumunda ödeme kapasitesinin bozulması daha mümkündür.
	BBB			
	BBB-			

Spekülatif Seviye	BB+	BB	Spekülatif	Zaman içerisinde ticari veya ekonomik konjonktürde negatif gelişmeler meydana gelmesi durumunda, temerrüt riskine karşı yüksek düzeyde savunmasız olduğunu gösterir. Bununla beraber, finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesini destekleyen finansal manevra kabiliyeti veya ticari kapasitesi bulunmaktadır.
	BB			
	BB-			
	B+	B	Yüksek Düzeyde Spekülatif	Temerrüt riskinin önemli düzeyde mevcut olduğunu, ancak limitli seviyede bir güvenlik marjının kaldığına işaret eder. Finansal yükümlülüklerin mevcut konjonktürde tamamlanabilmesinin yanı sıra ödeme kapasitesi, ticari ve ekonomik şartlardaki olumsuz değişim karşısında kırılgandır.
	B			
	B-			
	CCC	CCC	Önemli Düzeyde Kredi Riski	Güçlü temerrüt olasılığı. Güvenlik için çok düşük marj.
	CC	CC	Çok Yüksek Düzeyde Kredi Riski	Çok güçlü temerrüt olasılığı.
	C	C	Temerrüte Yakın	Ödeme kapasitesi kalıcı olarak bozulmuştur. Faaliyetlerin durma noktasına gelmesi ile beraber iflas veya benzeri hukuki bir süreç başlamıştır.
Temerrüt Hali	prD	prD	Kısmi Temerrüt	Herhangi bir finansal yükümlülüğünün bir bölümünü yerine getirememiş, fakat iflas başvurusu veya diğer resmi tasfiye işlemlerine henüz başlamamış bir ihraççıyı işaret eder. Faaliyetleri henüz durmamıştır.
	D	D	Temerrüt	Finansal yükümlülüklerini tamamen yerine getirilememesi, faaliyetlerin durarak iflas başvurusu ve tasfiye süreçleri başlatılmasına işaret eder.

Kaynak: (JCR-ER, 2023)

VADELERİNE GÖRE RATİNG NOTLARI

Piyasada çeşitli yatırım dinamikleri ve yatırımcı profili bulunmaktadır; bu sebeple, derecelendirme kuruluşları da farklı kullanımlara yönelik kısa ve uzun vadeli yükümlülükler için farklı not skalası belirlemişlerdir. Genellikle, derecelendirme notları kısa vadeli ve uzun vadeli olmak üzere ikiye ayrılır ve her nota atanan farklı derecelendirme sembolleri vardır. Uzun vadeli notlar daha kritiktir. Bunun nedeni, yatırımcıların, kredi verenlerin ve farklı ilgili tarafların kredi değerliliğini ölçmek için uzun vadeli notları daha fazla kullanmalarıdır. (Santos, 2007).

Kısa vadeli notlar, bir yıl içerisinde kısa vadeli yükümlülüklerin yerine getirilme gücünü ortaya koymaktadır. Uzun vadeli notlar ise orta ve uzun vadeli yükümlülüklerin yerine getirilme gücünü ifade eder. Fakat kısa vadeli kredi gücü ile orta ve uzun vadeli kredi gücü birbiriyle yakından ilgilidir. Örnek olarak; borçlunun orta ve uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirme gücünü öngören bir görünüm, borçlunun kısa vadeli finansal yükümlülüğü olan taraflarla ilişkisi üstünde de ciddi seviyede etkiye sahiptir.

Bu sebeple, kısa vadeli notlar saptanırken, uzun vadeli bir notta olduğu gibi, borçlunun, iş ortamı ve şartları ile ilgili uzun vadeli bir görünüm belirlenir. Kısa vadeli notun belirlenmesinin temeli, orta ve uzun vadeli kredi gücünün değerlendirilmesinden beslenmektedir (JCR-ER, 2023).

PARA BİRİMİNE GÖRE RATİNG NOTLARI

Verilen kredi dereceleri para birimi cinsinden değerlendirilirken *Uluslararası Döviz Cinsinden* ve *Yerel Para Cinsinden* olmak üzere

farklılaşır. Başka kredi derecelendirmeleri, borçlunun yükümlülüklerini kullanılan para biriminde nakit akışı yaratarak söz konusu para biriminde ödeme kabiliyetini değerlendirir.

Uluslararası Yabancı Para Cinsinden Rating: Firmaların döviz cinsi yükümlülüklerini döviz cinsinden gelirleri ile ödeyebilme kapasitesi değerlendirilir. Tüm ülke riskleri, konvertibilite ve transfer riskleri dahil göz önüne alınır.

Uluslararası Yerel Para Cinsinden Rating: Firmaların para birimine bakılmaksızın yükümlülüklerini yerel para cinsinden gelirleri ile ödeyebilme kabiliyeti, uluslararası ölçütler rehberliğinde değerlendirilir. Konvertibilite ve transfer riskler haricindeki bütün ülke riskleri ele alınır.

Ulusal Yerel Para Cinsinden Rating: Firmaların para birimine bakılmaksızın yükümlülüklerini yerel para cinsinden gelirleri ile ödeyebilme kabiliyetleri ulusal ölçütlere göre değerlendirilir. Ülke Riskleri göz ardı edilir (JCR-ER, 2023).

GÖRÜNÜM DEĞERLENDİRMESİ

Görünüm değerlendirmesi, derecelendirme notlarının kısa ve uzun vadeli olarak belirlenmesinden sonra, firma derecelendirmesinin potansiyel yönü ve ödeme kabiliyetine ilişkin görünümünün kısa ve uzun vadeli olarak ifade edilmesidir.

Bu görüşün ortaya çıkmasında, gelecekte oluşması beklenen güncel değişiklikler ile finansal koşulların tesirleri; borçlunun geleceği ile ilgili değerlendirmeler; finansman ve sermaye harcamaları ile ilgili planlar; yönetim planları; sektör eğilimleri ve yaşanan güncel farklılıkların etkileri; gelecekteki finansal tabloların varsayımlarına ilişkin beklentiler; genel makroekonomik ve sektöre özgün olan şartlar ve gelişmeler; yönetim göstergelerinin

gelecekteki eğilimi; firmanın sektör içindeki konumlandırmasını büyük oranda etkileyebilecek değişiklikler; çevre, sosyal, demografik, teknolojik ve mevzuat sistemlerindeki değişiklikler gibi değişkenler ele alınmaktadır.

Derecelendirme notuna ilişkin görünümler dört kategoriye ayrılır: Pozitif, Stabil, Negatif ve Gelişmekte (Seval, 2020). Görünümler notun zaman içinde hangi yönde hareket edeceği ile ilgili fikir verir.

Pozitif görünüm, notun yükseltilebileceği anlamını taşırken, negatif görünüm, notun düşürülebileceği anlamını taşımaktadır. stabil görünüm, derecelendirme notunun yakın vadede değişim göstermesinin beklenmediği anlamını ifade etmektedir. Gelişmekte görünümü ise bir derecelendirme notunu düşürülebileceği, yükseltilebileceği veya teyit edileceği anlamına gelmektedir.

Bir kredi derecelendirme notuna ilişkin görünümün pozitif, negatif veya gelişmekte olması durumunda, kredi notunun mutlak suretle değişim göstereceği anlamı taşımadığı gibi, not görünümünün stabil olduğu şartlarda ise notun değişim gösterebilmesi de mümkündür (JCR-ER, 2023).

İHRAÇ DERECELENDİRME

İhraç derecelendirme notlarının asıl bileşeni ihraççı firmanın finansal verileri ve dolayısıyla ihraççı derecelendirme notudur. Bu sebeple, ihraç notunun ihraççının notundan farklılaştığı durumlarda, ihraca özgü olarak oluşabilecek birtakım koşullar gözlemlenmektedir.

Farklılaşmaya neden olabilecek temel durumlar aşağıdaki gibidir:

- İflas ve temerrüt durumunda ihraç edilen araçların nispi kıdem durumu ve ihraç edilen araca yönelik pozitif olarak farklılaştırılmış tahsilat sürecinin olması,
- İhraçtan doğan yükümlülüğe ilişkin yasal olarak teminat veren garantörlerin (kefillerin) güvenilirliği ve kredibilite seviyesi,
- İflas durumunda ve alacaklıların haklarını etkileyen diğer kanunlar çerçevesinde, yasal olarak düzenlenen yükümlülüğe özgü teminatlarla ek kıdem ve rücu kolaylıkları sağlanması,
- Yükümlülüğe özgü sigorta poliçeleri düzenleyen sigorta şirketlerinin kredibilite düzeyi,
- Yükümlülüğe özgü düzenlenen sigorta poliçeleri ile sağlanacak ek kıdem ve rücu kolaylıkları,
- Yükümlülüğe özgü yasal olarak sağlanan teminat güçlendirmesi (örneğin, gayrimenkul teminatı),
- Yükümlülüğe özgü kredi portföyü zenginleştirme yoluyla sağlanacak ek kıdem ve rücu kolaylıklarının düzeyi.

İhraç derecelendirme notları hem kısa vadeli hem uzun vadeli olabilmektedir. İhraç edilen (edilecek) borçlanma araçlarının vadesinin bir yıl ve bir yıldan kısa olması durumunda kısa vadeli; bir yıldan uzun olması durumunda ise uzun vadeli, ihraç notu atanır (JCR-ER, 2023).

DERECELENDİRME NOTASYONLARI VE KARŞILAŞTIRMALARI

Derecelendirme kuruluşları tarafından notlama için farklı metodolojiler kullanılsa da ölçekteki notlar kıyaslanabilir bir eşdeğerliğe sahiptir. Örneğin, JCR-ER'ın BBB notu Moody's'in Baa2; Fitch ile S&P'nin ise BBB notuna eşdeğerdir. Aşağıdaki tabloda beş kuruluşun uzun-vadeli not skalalarına karşılaştırmalı olarak yer verilmiştir:

Tablo 2: Derecelendirme Notasyonları ve Karşılaştırmaları

Seviye	Kredi Kalitesi	JCR-ER (Uzun Vadeli)	JCR (Uzun Vadeli)	Fitch Ratings (Uzun Vadeli)	S&P (Uzun Vadeli)	Moody's (Uzun Vadeli)
Yatırım Yapılabilir Seviye	En Yüksek	AAA	AAA	AAA	AAA	Aaa
	Çok Yüksek	AA+	AA+	AA+	AA+	Aa1
		AA	AA	AA	AA	Aa2
		AA-	AA-	AA-	AA-	Aa3
	Yüksek	A+	A+	A+	A+	A1
		A	A	A	A	A2
		A-	A-	A-	A-	A3
	İyi	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	Baa1
		BBB	BBB	BBB	BBB	Baa2
		BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	Baa3

Spekülatif Seviye	Spekülatif	BB+	BB+	BB+	BB+	Ba1
		BB	BB	BB	BB	Ba2
		BB-	BB-	BB-	BB-	Ba3
	Yüksek Düzeyde Spekülatif	B+	B+	B+	B+	B1
		B	B	B	B	B2
		B-	B-	B-	B-	B3
	Önemli Düzeyde Kredi Riski	CCC	CCC	CCC+	CCC+	Caa1
				CCC	CCC	Caa2
				CCC-	CCC-	Caa3
	Çok Yüksek Düzeyde Kredi Riski	CC	CC	CC	CC	Ca
	Temerrüte Yakın	C	C	C	C	C
Temerrüt Seviyesi	Kısmi Temerrüt / Temerrüt	PrD / D	LD / D	RD / D	SD / D	

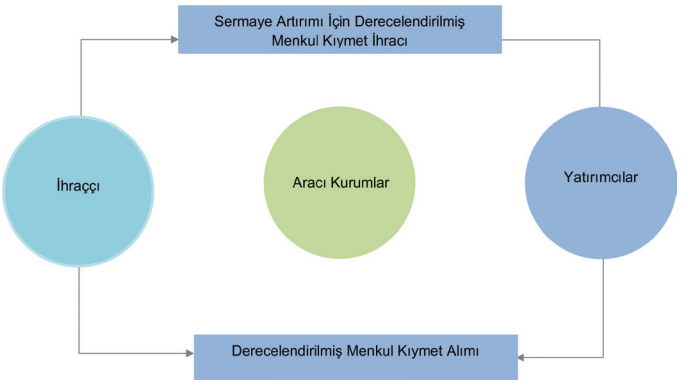
Kaynak: (JCR-ER, 2023)

KREDİ DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ

Kredi derecelendirmeleri, şirketlerin ve hükümetlerin sermaye piyasalarında para toplamalarını sağlamada faydalı bir rol oynayabilir. Bu kuruluşlar bir bankadan kredi almak yerine tahvil veya bono ihraç ederek doğrudan yatırımcılardan borçlanabilir. Yatırımcılar; bu borçlanma senetlerini, tahvilin vadesi geldiğinde veya periyodik ödemeler şeklinde faiz artı anapara iadesi almayı bekleyerek satın alır (S&P Global, 2022).

Aynı zamanda, kredi notları

- Şirketler tarafından genişleme ve/veya araştırma-geliştirme için finansmanlara yardımcı olmak,
- Devletler, şehirler ve belediyeler tarafından ise kamu projelerini finanse etmek için kullanılabilir.



Şekil 1: Derecelendirilmiş Menkul Kıymetler Yoluyla Sermaye Artırımı

KREDİ DERECELENDİRME KULLANICILARI

YATIRIMCILAR

Yatırımcılar kredi derecelendirmelerini çoğunlukla kredi riskini değerlendirmeye yardımcı olmak ve yatırım kararları alırken ve portföylerini yönetirken farklı ihraççıları ve borç ihraçlarını karşılaştırmak için kullanırlar. Örneğin, bireysel yatırımcılar bir devlet veya özel sektör tahvilinin satın alınmasını risk toleransı açısından değerlendirirken kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarını kullanabilirler.

Yatırım fonları, emeklilik fonları, bankalar ve sigorta şirketleri dahil olmak üzere kurumsal yatırımcılar, belirli borç ihraçlarına ilişkin kendi kredi analizlerini desteklemek için genellikle kredi derecelendirmelerini kullanırlar. Buna ek olarak, kurumsal yatırımcılar kredi notlarını kredi riski ve yatırım yönergeleri için eşikler belirlemek amacıyla kullanabilirler.

Derecelendirme, kredi kalitesinin bir göstergesi olarak kullanılabilir, ancak yatırımcılar kendi analizleri de dahil olmak üzere çeşitli faktörleri göz önünde bulundurmalıdır.

ARACILAR

Yatırım bankacıları, yatırımcılardan ihraççılara sermaye akışını kolaylaştırmaya yardımcı olurlar. Kredi derecelendirmelerini,

farklı borç ihraçlarının göreceli kredi riskini kıyaslamak, yapılandırdıkları münferit borç ihraçlarının ilk fiyatlamasını belirlemek ve bu ihraçlara ilişkin ödenecek faiz oranını belirlemeye yardımcı olmak için kullanabilirler.

Yatırım bankacıları, bir derecelendirme kuruluşunun farklı borç ihraçlarını veya farklı borç kademelerini derecelendirmeye yönelik yaklaşımını anlamak için o derecelendirme kuruluşunun kriterlerini göz önünde bulundurabilirler.

Yatırım bankacıları ayrıca borç ihraçlarının düzenleyicisi olarak da hizmet verebilirler. Bu sıfatla, konut ipotekleri ve alışveriş kredileri gibi varlıkları menkul kıymetler veya yapılandırılmış finans araçları halinde havuz paketleri oluşturup ve daha sonra yatırımcılara pazarlayan özel amaçlı kuruluşlar kurabilirler.

İHRAÇÇILAR

Şirketler, finansal kuruluşlar, ulusal hükümetler, eyaletler, şehirler ve belediyeler de dahil olmak üzere ihraççılar, kredi derecelendirmelerini kendi kredi değerlilikleri ve borç ihraçlarının kredi kalitesi hakkında bağımsız görüşler sağlamak için kullanırlar.

İhraççılar ayrıca, borç ihraçlarının göreceli kredi kalitesini duyurmaya yardımcı olmak için kredi derecelendirmelerini kullanabilir ve böylece yatırımcı yelpazesini genişletebilirler. Buna ek olarak, kredi derecelendirmeleri yeni borç ihraçlarında sunulacak faiz oranını tahmin etmelerine yardımcı olabilir. Genel bir kural olarak, bir ihraççının veya bir ihracın kredi değerliliği ne kadar yüksekse, ihraççının yatırımcıları çekmek için ödeyeceği faiz oranının o kadar düşük olması beklenir.

İŞLETMELER VE FİNANS KURUMLARI

İşletmeler ve finansal kuruluşları, özellikle de krediye duyarlı çeşitli işlemlerde yer alanlar, bir anlaşmanın taraflarından birinin finansal yükümlülüklerini yerine getirememe potansiyelini ifade eden karşı taraf riskini değerlendirmek için kredi notlarını kullanabilir.

Örneğin bir işletme, belirli bir kuruluşa borç verip vermemeye karar verirken veya temerrüt durumunda bir borç ihracının geri ödenmesini garanti edecek bir şirket seçerken, karşı taraf riskini (counterparty risk) dikkate almak isteyebilir. Bu nedenle, bir kredi derecelendirme kuruluşunun karşı taraf riskine ilişkin görüşü, işletmelerin belirli finansal yükümlülükleri üstlenmeyi kabul eden finansal firmalara olan kredi risklerini analiz etmelerine ve potansiyel ortaklıkların ve diğer iş ilişkilerinin uygulanabilirliğini değerlendirmelerine yardımcı olabilir.

BANKALAR

Bankalar risk yönetimi kapsamında temerrüt ve kayıp tahminlerinde bulunurken içsel derecelendirme sistemlerini kullanırlar. Bankalar aynı zamanda regülatörler tarafından onaylanmış kredi derecelendirme kuruluşlarının kurumsal firmalara atadığı notları dışsal derecelendirme kapsamında kullanabilmektedir. Böylece bankalar derecelendirme notları sayesinde temerrüt ve kayıp tahminlerinde bulunup sermaye yeterliliklerini hesaplayabilir.

DERECELENDİRMENİN KULLANIMI

Finansal kurumlar açısından;

- Riske göre faiz oran seviyesinin farklılaşmasını sağlar.
- Risk algısına göre kurumsal tercih yapılmasını sağlar.
- Fon kaynak maliyetlerini düşürür.
- Riskleri sınırlandırır.
- Finansal yapının direncini artırır.
- Piyasadaki güven düzeyini artırarak sistemik riskleri azaltmayı sağlar.
- Tahsili gecikmiş alacakları azaltır ve aktif kalitesini güçlendirir.
- Menkul kıymetlerdeki fiyat dalgalanmasını düzenler.

Düzenleyici otoriteler açısından;

- Finansal istikrar ve güven sağlar.
- Bağımsız bilgi akışı ile yatırımcıların korunmasını destekler.
- Sermaye yeterliliği kriterinin sağlanması konusunda hesaplamalara yardımcı olur.
- Piyasa etkinliğinin sağlanması konusunda yardımcı olur.

Sermaye piyasaları açısından;

- Menkul kıymet alım-satımında güvenli bir referans sistemi oluşturur.

- Risk analizinde yeknesaklık sağlar.
- Fiyat oynaklıklarını sınırlandırır.
- Doğru vadelerin saptanmasını sağlar.

Ekonominin geneli açısından;

- Finansal piyasaların iyileşmesini sağlar.
- Yerel ekonomilerin uluslararası entegrasyonunu hızlandırır.

Firmalar açısından;

- Şirketin tanınmasını artırarak kurumsal yatırımcıların şirkete olan ilgisini artırır.
- Alternatif fon kaynaklarına ulaşımda kolaylık sağlar.
- Piyasalarda bilinirliği artırır.
- Borçlanma maliyetlerini azaltır.
- Bağımsız ve üçüncü taraflarca yapılan analizler şirket yönetimine farklı bir bakış açısı sağlar.
- Şirket yöneticilerinin yönetim anlayışını gözden geçirme fırsatı sunar.
- Kurumların otokontrol sistemlerini geliştirir.
- Kurumsallığı ve şeffaflığı artırır.

Firma ortakları ve küçük yatırımcılar açısından;

- Herkesin anlayacağı seviyede üstlenilen riskin derecesinin bilinmesini sağlar.
- Yatırımcıları derin analiz yapmak ve araştırma yapma yükümlülüğünden kurtarır.
- Bilgi ve tecrübe düzeyi yüksek analitik ekiplerce hazırlanan analiz ve araştırmaları yatırımcılara sunar.
- Hem geçmişe yönelik analiz hem de geleceğe yönelik tahminlere erişimi sağlar.

- Yatırım enstrümanları arasında karşılaştırmalı analiz olanağı sunar.
- İkincil piyasalarda alım/satımlarda hacim ve derinlik kazandırır.

KREDİ RİSKİ ÖLÇÜMÜ

Kredi derecelendirme kuruluşları kredi riski ölçümü için temel risk faktörü olarak temerrüt olasılığını kabul etmekte ve hesaplamaktadır. Temerrüt olasılığı için temerrüt halinin tanımlanması gerekir. Bunun yanı sıra, temerrüt halinde kayıp (LGD) hesaplarının yapılması ve kredi derecelendirme modeli tarafından oluşturulan risk derecelendirmesinin gerçek sonuçlarla yeterince tutarlı olup olmadığının değerlendirmek için validasyon süreçlerinin de yönetilmesi gerekmektedir. Kredi riskini etkileyebilecek gelişmeleri takip etmek amacıyla izleme faaliyetlerinin yürütülmesi de kredi risk ölçümünün değerlendirilmesi ve bunun sürekliliğinin sağlanması için önemlidir.

TEMERRÜT HÂLİ VE TEMERRÜT OLASILIĞI TANIMLARI

Temerrüt tanım olarak varlık sınıflarına, borçlu kuruluş mevzuatına ve borçlanma sözleşmesinin niteliğine ve denetim makamı tarafından belirlenen koşullara bağlı olarak değişebilir. Bir ödeme yükümlülüğünün birkaç gün ertelenmesi veya iflas başvurusunda bulunulması, kredi sözleşmesinin süresine aykırılık teşkil ederek ihlalle sonuçlanabilir. Banka kredileri ile ilgili olarak, genellikle banka gözetim otoritelerinin geri ödemesi 90 günden fazla olan kredileri, temerrüt tanımına dahil ettiği görülür. Bununla

birlikte, temerrüt değerlendirmesinin yapıldığı zaman dilimi de oldukça önemlidir. Bir yıllık temerrüt olasılığı, devam eden on iki ayda ortaya çıkabilecek temerrüt olasılığını ifade ederken, kümülatif veya birkaç yıllık temerrüt ihtimali ise gelecekteki birkaç yılda ortaya çıkabilecek temerrüt olasılığını değerlendirmektedir.

Bankaların sermaye yeterliliğinin ölçümüne risk bileşeni olarak temerrüt durumu ve temerrüt ihtimali, metodolojik alt yapılarda Basel düzenlemelerine uygun olarak düzenlenmiştir. Buna göre risk kapsamına girmiş kredilerin veya borçlanma senetlerinin;

- Borçlu tarafın temin ettiği kredileri veya ihraç edilen borçlanma araçlarını geri ödeme ihtimalinin kalmadığına veya bulunmadığına kanaat getirilmesi, (Eğer mevcutta teminat varsa bu teminatın nakde çevrilmesi dikkate alınmaz.)
- Kredinin vadesi geçtiği halde 90 gün içinde (ya da denetim otoritelerince belirlenen zaman zarfı içinde) ödenmemiş olması,
- Dönem faizlerinin taraflarca anlaşılan ve belirlenen süre içerisinde ödenmemiş olması,
- (Yukarıdaki maddelerden en az birisinin olması durumu temerrüt haline sebep olur. Aşağıdaki göstergeler, ödenme ihtimalinin kalıp kalmadığına kanaat getirmek amacıyla dikkate alınacaktır.)
- Donuk alacak statüsünde kredi borcunun izlenmesi,
- Kredi tahsis kabiliyetinde önemli bir düşüş yaşanması,
- Alacaklının krediyi önemli kayba sebep olacak şekilde üçüncü bir tarafa satması veya devretmesi,
- Anapara faiz ve diğer eklentilerinin bir bölümünden vazgeçilmesi ya da ertelenmesi sebebiyle zarara yol açacak bir finansal bozulma göz önünde bulundurarak kredinin yeniden yapılandırılması,

- Borçlunun müflis ilan edilmesi için banka tarafından hukuki sürecin başlatılması,
- Borçlunun kendisi tarafından müflis ilan edilmesi için hukuki sürecin başlatılması,

durumlarından herhangi birinin oluşması gerekmektedir.

Temerrüt olasılığı, borçlunun belirli bir süre içinde ödeme yapamayacak durumda olma olasılığı anlamına gelir. Temerrüt olasılığı, şirketlerin faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları ve finansal yükümlülükleri ile doğru orantılı bir fonksiyondur. İflas olasılığını doğru bir şekilde değerlendirebilme, temerrüt anında bir kaybın varsayılmasını gerektirir. Bu iki risk bileşeninin ayrımı tüm varlık sınıfları için aynı değildir. Operasyonlarından elde edilen nakit akım düzeyi finansal yükümlülüklerinden daha yüksek olan şirketlerin temerrüt olasılığı daha düşüktür. Düşük temerrüt olasılığına bağlı olarak daha düşük temerrüt risk primi mevcut olması beklenir.

Temerrüt olasılığı, borçlularının temin ettikleri veya planladıkları yeni kredinin, ihraç ettikleri veya ihraç etmeyi planladıkları borçlanma araçlarının anapara ve faiz bedellerini vadesi geldiğinde geri ödenip ödenmeyeceği hakkında kredi derecelendirme kuruluşlarının yüzdesel ve sayısal görüşü olarak tanımlanmaktadır (JCR-ER, 2023).

KÜMÜLATİF PD TABLOSU

Temerrüt olasılığı (Probability of Default, PD), belirli bir süre boyunca, genellikle bir yıl boyunca, bir borçlunun kredi geri ödemelerini yapamayacak olma / temerrüde düşme olasılığı-

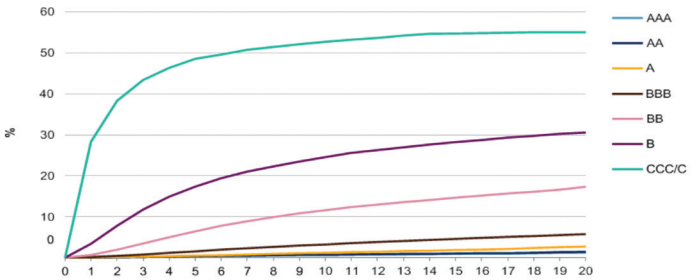
dır. PD, çeşitli kredi analizlerinde ve risk yönetimi senaryolarında kullanılır.

Bir kurumsal risk için temerrüde düşme olasılığının ölçümü genellikle kredi riski modelleme, yönetim ve fiyatlandırmada ilk adımdır. Derecelendirme kuruluşu temerrüt olasılığı çalışmaları, bu önemli parametre değerlerinin tahminleri için yaygın olarak kullanılan kaynaklardır. Derecelendirme kuruluşu çalışmalarında rapor edilen temerrüt istatistikleri, çok sayıda kurumsal derecelendirme ve kredi geçmişi içeren zengin kaynak veri setlerine dayanmaktadır. Derecelendirme kuruluşları tarafından rapor edilen temerrüt istatistiklerinin benzer metodoloji kullanılarak hesaplandığı ve bu nedenle birbirinin yerine kullanılabileceği, karşılaştırılabileceği ve tutarlı bir şekilde yorumlanabileceği sıklıkla varsayılır. Ayrıca, derecelendirme kuruluşları tarafından rapor edilen temerrüt istatistiklerinin, belirli bir amaç için eşit derecede uygun risk ölçütleri olduğu genellikle kabul edilir.

Kümülatif temerrüt olasılığı (CPD), çok dönemli bir kredi riski analizi yapılırken hesaplanır. Bu, bir işletmenin belirli bir süreye kadar tanımlanmış bir kredi temerrüdü olayı yaşama olasılığıdır. Geçtiğimiz on yılda, kurumlar tarafından kümülatif temerrüt oranlarını hesaplamak için kullanılan metodolojiler birbirine yakınsamıştır. Benzerliklere rağmen, derecelendirme kuruluşları raporlamalarına karşılık gelen derecelendirme kategorileri için temerrüt oranları genellikle önemli ölçüde farklılık gösterir.

Derecelendirme metodolojilerindeki farklılıklar, temel olarak derecelendirilen popülasyonların dağılımlarındaki uyumsuzluklar, kurumların temerrüt tanımlarındaki farklılıklar, incelenen tarihsel dönemler ve gözlemlerdeki dönemsellik nedeniyle kurumlar arasında derecelendirme kategorisine göre temerrüt oranlarında farklılıklar beklenebilir (Moody's, 2006).

Aşağıda, S&P'nin 1981'den 2020'ye kadar olan zaman diliminde derecelendirme kategorisine göre PD oranlarının gelişimine yer verilmiştir. '**AAA**' derecelendirme kategorisindeki temerrüt oranı, tarihsel eğilimlerle tutarlı olarak yüzde sıfıra çok yakın olarak seyretmektedir. Spekülatif not kategorisinde yer alan '**CCC'/'C**' grubu ise en yüksek PD oranına sahiptir.



Şekil 2: Derecelendirmeye Göre Küresel Kurumsal Ortalama Kümülatif Temerrüt Oranları (1981-2020)
Kaynak: (S&P Global, 2021)

Yukarıdaki grafiğe göre S&P, 2020'de, '**BB**' kategorisindeki %0,00'den %0,93'e, '**B**' kategorisindeki %1,5'ten %3,5'e ve '**CCC'/'C**' kategorisindeki %29,8'den %47,5'e artışları göz önünde bulundurarak spekülatif dereceli derecelendirme kategorilerinin 2019'a göre daha yüksek temerrüt oranlarına sahip olduğunu belirtmiştir. Genel olarak artan temerrütlere rağmen, 2020'de yatırım yapılabilir derece ile başlayan notlarda temerrütler olmadığı gözlemlenmiştir. Tüm spekülatif not kategorileri, 2020'de geçmişteki uzun vadeli ortalamalarından daha yüksek temerrüt oranlarına sahip olduğu, ancak '**BB**' ve '**B**' kategorilerinde bu artışların nispeten daha az gerçekleştiği görülmüştür.

Aşağıdaki tabloda S&P'nin 15 yıllık ortalama kümülatif temerrüt oranları bulunmaktadır. Bu çalışma, önceki varsayılan çalışmalarla uyumlu olarak, uzun vadede (1981-2020) daha yüksek derecelendirme notlarının düşük derecelendirme notlarına göre daha düşük PD oranına sahip olduğunu doğrulamaktadır.

Tablo 3: Küresel Kurumsal Ortalama Kümülatif Temerrüt Oranları (1981-2020) (%)

Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
AAA	0	0.03	0.13	0.24	0.34	0.45	0.51	0.59	0.64	0.7	0.72	0.75	0.78	0.84	0.9
AA	0.02	0.06	0.11	0.21	0.3	0.41	0.49	0.56	0.63	0.7	0.76	0.82	0.88	0.93	0.99
A	0.05	0.13	0.22	0.33	0.46	0.6	0.76	0.9	1.05	1.2	1.34	1.46	1.59	1.71	1.84
BBB	0.16	0.43	0.75	1.14	1.54	1.94	2.27	2.61	2.93	3.24	3.55	3.8	4.03	4.28	4.54
BB	0.63	1.93	3.46	4.99	6.43	7.75	8.89	9.9	10.82	11.64	12.33	12.99	13.59	14.09	14.65
B	3.34	7.8	11.75	14.89	17.35	19.36	20.99	22.31	23.5	24.62	25.58	26.31	26.99	27.63	28.24
CCC/C	28.3	38.33	43.42	46.36	48.58	49.61	50.75	51.49	52.16	52.76	53.21	53.68	54.23	54.69	54.76
Yatırım Yapılabilir Seviye	0.09	0.24	0.41	0.63	0.86	1.09	1.3	1.5	1.69	1.88	2.05	2.2	2.35	2.49	2.65
Spekülatif Seviye	3.71	7.19	10.18	12.63	14.64	16.3	17.68	18.83	19.86	20.81	21.61	22.29	22.93	23.49	24.04
Tüm Derecelendirilenler	1.53	3	4.27	5.35	6.25	7.01	7.64	8.18	8.67	9.12	9.5	9.83	10.13	10.41	10.69

Kaynak: (S&P Global, 2021)

Yatırım yapılabilir düzeyde derecelendirilen ihraççılar, küresel olarak, spekülatif düzeyde derecelendirilenlere daha fazla derecelendirme istikrarı sergileme eğilimindedir. Örneğin, **'AAA'** olarak derecelendirilen ihraççılar, bir yıl sonra %87,1 oranında hala **'AAA'** olarak derecelendirilirken, **'CCC'/'C'** kategorisinde derecelendirilen ihraççılar bu notları yalnızca %43,1 oranında korudu. Daha yüksek derecelendirmeler ile daha yüksek derecelendirme

kararlılığı arasındaki bu ilişki, daha uzun zaman dilimlerine göre ayrıştırıldığında bile geçerlidir (S&P Global, 2021).

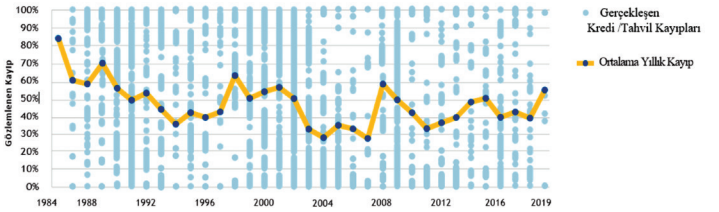
LGD

Temerrüt Halinde Kayıp (LGD), bir riskin (tahvil veya kredi) temerrüt durumunda muhtemelen geri alınamayacak kısmının tahminidir. Risk modellerinde yaygın olarak kullanılan bir parametre olup aynı zamanda bankacılıkta ekonomik sermaye, beklenen zarar veya Basel II kapsamındaki yasal sermayenin hesaplanmasında kullanılan bir parametredir.

Bankaların ve sigorta şirketlerinin genellikle, çoğu varlık sınıfı için zararı karşılayan yasal sermayeyi hesaplamak için düzenleyiciler tarafından şart koşulan önceden belirlenmiş LGD değerlerini kullanmaları gerekir. Birçok kuruluş, düzenleyici sermaye hesaplamalarıyla ilgili olmayan süreçler için yalnızca kredi notlarına ve ilgili temerrüt olasılıklarına (PD'ler) güvenirler. Buna fiyatlandırma, riske göre ayarlanmış getiri ölçüleri, limit belirleme, provizyon belirleme (UFRS9 kapsamında), portföy yönetimi, tahvil/kredi ticareti ve yatırım kararları dahildir. Bunun nedeni, PD analizinin tipik olarak bir kurum düzeyinde ve LGD analizinin bir risk seviyesinde ve karşı taraf başına potansiyel olarak birden fazla riskle gerçekleştirilmesidir.

Bununla birlikte, kredi riskinin tek bir ölçüsü olarak kredi notlarına ve PD'lere bu şekilde güvenmek çok basit olabilir ve kuruluşları emsallerine/rakiplerine karşı stratejik dezavantajlara sokabilir. PD'lerin tek başına kullanımı riskin yalnızca kısmi bir görünümünü sağlarken, PD'ler ile LGD'yi birleştirmek, potansiyel beklenen kredi zararlarının derinliği ve genişliği hakkında daha net bir görüş sağlar. Sonuçta, bir yatırımın PD'si yüksek

ancak LGD'si düşükse, anapara bir temerrütten sonra bile hâlâ korunabilir. Tersine, bir yatırım; düşük bir PD'ye ancak yüksek bir LGD'ye sahipse, kayıplar olabilir.



Şekil 3: Tahvil/Krediler Üzerindeki Fiili ve Ortalama Yıllık Kayıplar (1984-2019)
Kaynak: (S&P Global, 2020)

Doğal olarak, tahvil ve kredilerdeki gerçek kayıplar bir yatırımdan diğerine değişiklik gösterecektir. S&P Global Market Intelligence'ın fiili zarar verilerini topladığı 7.000'den fazla temerrüde düşmüş şirket tahvili ve kredisine bakıldığında, yukarıda mavi noktalarla gösterildiği gibi, bireysel tahvil ve kredilerdeki kayıpların %0 ila %100 arasında değiştiği görülebilir. Bu verilerin ortaya koyduğu bir diğer çarpıcı eğilim, ortalama kaybın da yıldan yıla %85'ten %25'e kadar değişmesidir (S&P Global, 2020).

VALİDASYON

Validasyon, kredi derecelendirme modeli tarafından oluşturulan risk derecelendirmesinin gerçek sonuçlarla yeterince tutarlı olup olmadığının değerlendirilmesi anlamına gelir. Bir derecelendirme kuruluşu, piyasa değişkenleri ve çalışma koşulları sürekli değiştiği için doğrulama araçlarının ve yöntemlerinin bu değişimlere uyumlu olup olmadığına kanaat getirilmesi amacıyla bu

araç ve yöntemleri periyodik olarak gözden geçirir. Bu sebeple, risk tahmin sürecinin özü olan gelişmiş derecelendirme modellerinin, en az yılda bir kez, ancak genellikle daha sık olarak zamanında ve uygun şekilde validasyona tabi tutulması gerekir.

Validasyon ayrıca, risk parametresi tahminlerini destekleyen metodolojik kriterler ve altta yatan mantıksal yapıya özellikle atıfta bulunularak model geliştirme sürecinin değerlendirilmesini gerektirir. Validasyonun diğer önemli kısmı, derecelendirme sisteminin derecelendirme kuruluşu operasyonlarının çeşitli alanlarında fiilen ve nasıl kullanıldığının doğrulanmasını içerir. Bu, Basel II'nin de gerektirdiği "kullanım testi" olarak bilinir. Doğrulama sürecinin sonuçlarının yeterli şekilde belgelenmesi ve periyodik olarak iç kontrol fonksiyonlarına ve yönetim organlarına sunulması gerekir. Sunulan bu raporların sorunlu alanları özel olarak ele alması da önemlidir.

Validasyon sürecinin hem niceliksel hem de niteliksel unsurları vardır. Orantılılık ilkesine göre, niceliksel ve niteliksel değerlendirmenin kapsamı ve derinliği; metodolojinin genel karmaşıklığı, incelenen portföyün türü, büyüklüğü ve piyasa oynaklığının düzeyi ile orantılı olmalıdır. Niteliksel değerlendirmeler, verilerin hazırlanmasından başlayıp nihai skor elde edilene kadarki uçtan uca sürecin dokümantasyonu ve kayıt altına alınmasını, modelin kurgulanmasında kullanılan derecelendirme mimarisinin anlaşılmasını; niceliksel değerlendirmeler ise özellikle matematiksel ve istatistiksel altyapının doğruluğu, tutarlılığı ve anlamlılığının kontrol edilmesi gibi süreçleri içermektedir.

Basel II düzenlemesine göre, "kurumun, model performansının ve kararlılığının izlenmesini, model ilişkilerinin gözden geçirilmesini ve model çıktılarının sonuçlara karşı test edilmesini içeren düzenli bir model validasyon döngüsü olmalıdır" (BCBS, 2006).

Validasyon çalışması kapsamında, model geliştirme süreci boyunca yapılan tüm faaliyetler Dokümantasyon, Temerrüt Tanımı, Veri Hazırlama, Model Tasarım ve Model Çıktıları gibi ana başlıklar altında nicel ve nitel test noktaları ile değerlendirilir. Türkiye'de bu değerlendirme esnasında kullanılan tüm test noktaları, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) yayımladığı "Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik", Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) yayımladığı "Sermaye 51 Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Tebliği" ile yurtiçi ve yurtdışı olmak üzere sektörel iyi uygulamalar dikkate alınarak belirlenmektedir.

YENİDEN YAPILANDIRMA VE ANALİZİ

Yeniden yapılandırma; işletmeler, bireyler ve hatta hükümetler tarafından, mevcut borçları temerrüde düşürmekten kaçınmak için alacaklı ile borçlunun indirimli faiz oranlarını müzakere etmesiyle ortaya çıkan bir yöntemdir. Yeniden yapılandırma ile işletmeler iflas etmekten kaçınabilir ve borç verenler de genellikle bir iflas davası yoluyla elde edeceklerinden daha fazlasını alabilirler. Bu nedenle, bir borçlu mali sıkıntı içinde olduğunda, kredinin yeniden yapılandırılması iflasa göre daha uygun bir alternatif olarak görülür.

Borcu yeniden yapılandırma süreci; tipik olarak borç verenlerin kredi faiz oranlarını düşürmeyi, şirketin yükümlülüklerinin ödeneceği tarihleri uzatmayı veya her ikisini birden kabul etmesini içerir. Bu adımlar, şirketin yükümlülüklerini geri ödeme ve faaliyetlerini devam ettirme şansını artırır. Alacaklılar ise yeniden yapılandırma ile şirketin iflas veya tasfiyeye zorlanması

durumunda tahsil edebileceklerinden daha fazla bir tahsilat gerçekleştirmeyi amaçlarlar.

Tazmin Oranı (Recovery Rate, RR), temerrüde düşen borcun anapara ve tahakkuk eden faizinin ne ölçüde geri kazanabileceğini ifade eden yüzdesel bir değerdir. Kredi notunun belirlenmesinde ihraççının temerrüt olasılığı (IDR) kadar, notun yönü ve kategorisinin belirlenmesinde tazmin beklentilerini ifade eden RR de önemlidir. Buna göre;

Tazmin Oranı (RR) =1- Temerrüt Halinde Kayıp (LGD)

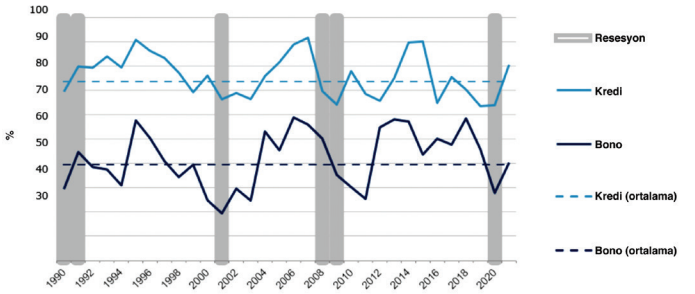
şeklinde hesaplanır.

Nispi Tazmin Derecelendirmesi (Recovery Rating) de kredileri yeniden yapılandırılan şirketlerin derecelendirmesi noktasında devreye girmektedir. Nispi Tazmin Derecelendirmesi, temerrüt durumunda beklenen iyileşme hakkında bir görüş içermektedir ve kesin bir sayısal iyileşme tahmini değildir. Bunun yerine, belirli bir sıralama veya kıdem ile borç için tahmini tazmin beklentilerini gösterir. Bunun nedeni, gerçek iyileşmeyi belirleyen çok sayıda değişken ve bir şirketin fiilen ne zaman ve gerçekten temerrüde düşebileceğine ilişkin belirsizlik göz önüne alındığında, tahmin oranlarını doğru bir şekilde tahmin etmenin zor olmasıdır (S&P Global, 2016).

Nispi Tazmin Derecelendirmesi metodolojisi kapsamında dikkate alınan hususlar aşağıdaki gibidir:

- Yeniden yapılandırma sonrası şirket değeri (Equity Value, EV)
- Tasfiye değeri (Liquidation Value, LV),
- FAVÖK (EBITDA) sektörel çarpan değerlerinin tahmini,
- Temerrüde maruz kalma durumu,
- Tazmin Oranı tahmini,
- Alacaklılarının ödeme taleplerinin sırası ve tahmini

Fiili tazminlerin tarihsel dağılımı büyük farklılıklar göstermiştir. Bu değişkenler genel makroekonomik ve kredi piyasası koşullarını içermektedir. Diğer değişkenler, alacakların göreceli kıdemi ve bir şirketin alacaklıları arasındaki müzakere gücündeki farklılıkları da içerir.



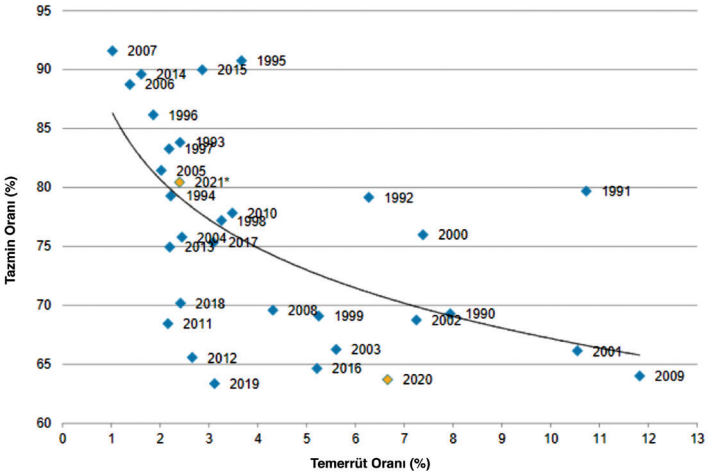
Şekil 4: 1990-2021 Arası Tazmin Oranları

Eylül 2021'e kadar olan veriler. Yalnızca ABD'deki ihraççıların temerrüde düşmesinin ardından ortaya çıkan araçları içerir.

Kaynak: (S&P Global, 2021)

2021'in başından bu yana temerrüt oranının düşmesi ve finansman koşullarının daha uygun hale gelmesi ile birlikte toparlanmalar hız kazanmıştır. ABD'de 12 aylık spekülatif seviyedeki temerrüt oranı, yılın başında %6,7 iken Eylül 2021'de %2,4 seviyesine düşmüştür.

İyileşen kredi koşullarında, 2021'de şimdiye kadar gözlemlenen toparlanmalar, 2020'deki düşüşü telafi etmeye yetmese bile uzun vadeli ortalamaların üzerinde gerçekleşmiş bulunmaktadır. (bkz. Şekil 4).



Şekil 5: Spekülatif Dereceli Temerrüt Oranlarına Karşı Ortalama Tahsilat Oranları

*30 Eylül 2021'e kadar.

Kaynak: (S&P Global, 2021)

Covid-19 etkisiyle 2020'de temerrüde düşen vadeli kredilerin ve rotatif kredilerin önemli seviyede düşük olan tazmin oranı 2021'de üçüncü çeyreğe kadar ciddi bir toparlanma göstererek ortalama %80,4 olarak gerçekleşti. Covid-19 gibi küresel bir etki yaratan 2008 krizi öncesi ve sonrası da grafikte dikkat çekmektedir. Kriz öncesi 2007'de tazmin oranları yüksek seyrederken, kriz sonrası 2009 yılında temerrüt oranları çok ciddi seviyelere yükselmiş olup tahsilat oranları düşmüştür (S&P Global, 2021).

KREDİ KALİTESİNİ İZLEME

Derecelendirme analizinin bir parçası olarak, kredi derecelendirme kuruluşları güncel ve geçmiş bilgileri gözden geçirmekte ve gelecekteki öngörülebilir olayların potansiyel etkilerini değerlendirmektedir. Örneğin, bir borç ihraççısı olarak bir şirketi derecelendirirken, şirketin kredi itibarını etkileyebilecek iş döngüsündeki beklenen konjonktürel iniş ve çıkışlar da hesaba katılır. Derecelendirme kuruluşlarının ileriye dönük görüşleri, uzun veya kısa vadeli yatırım ve iş kararları veren yatırımcılar ve piyasa katılımcıları için faydalı olabilirken, kredi derecelendirmeleri bir yatırımın karşılığını vereceğinin veya temerrüde düşmeyeceğinin garantisi değildir.

Derecelendirme kuruluşları genellikle, bir ihraççının kredi riskini etkileyebilecek gelişmeleri veya bir kurumun derecelendirme görüşü verdiği ihraçları izler. Bu gözetimin amacı, not yükseltme veya not düşürme ile sonuçlanabilecek konuları tespit ederek notu güncel tutmaktır. Kredi derecelendirme kuruluşları, gözetimlerini yürütürken, örneğin iş ortamındaki veya kredi piyasalarındaki değişiklikler, bir ihraççının kazançlarına veya öngörülen gelirlerine zarar verebilecek yeni teknoloji veya rekabet, ihraççının performansı ve düzenleyici değişiklikler dahil olmak üzere birçok faktörü göz önünde bulundurmaktadır.

İzleme sürecinin bir sonucu olarak derecelendirme kuruluşları, daha yüksek veya daha düşük bir seviyedeki nispi kredi riski görüşünü belirtmek için bir ihraççının veya borçlanma aracının kredi notunu revize edebilmektedir (S&P Global, 2022).

KREDİ DERECELENDİRME NOTUNUN DEĞİŞTİĞİ DURUMLAR

Ara dönem derecelendirme güncellemelerinin nedenleri değ-

şiklik gösterir ve genel olarak ekonomi veya iş ortamındaki genel değişimlerle ilgili olabilmekte veya daha dar bir şekilde belirli bir sektörü, kuruluşu veya bireysel borç yükünü etkileyen koşullara odaklanabilmektedir.

Bazı durumlarda, iş ortamındaki değişiklikler ihraççıların veya menkul kıymetlerin kredi riskini etkileyebilir. Örneğin, beklenenin ve derecelendirmelerde hesaba katılanın ötesinde oluşmuş bir yeni rekabet veya teknoloji, bir şirketin beklenen kazanç performansına zarar verebilir ve bu da zaman içinde bir veya daha fazla derecelendirme notunun düşürülmesine yol açabilir. Artan veya azalan borç yükleri, ağır sermaye harcaması gereklilikleri ve düzenleyici değişiklikler de derecelendirme notuna ilişkin değişikliği tetikleyebilmektedir.

Bazı risk faktörleri tüm ihraççıları etkileme eğilimindeyken (faiz oranı seviyelerini ve sermaye maliyetini etkileyen artan enflasyon buna örnek olarak verilebilir) diğer risk faktörleri yalnızca belirli bir kesim ihraççı grubu ve borç ihraçları ile ilgili olabilir. Örneğin, bir devletin kredi derecelendirme notu, vergi gelirlerini ve borç geri ödeme kabiliyetini azaltan nüfus değişiklikleri veya vergi mükelleflerinin gelirlerinin düşmesinden etkilenebilmektedir (S&P Global, 2022).

DERECELENDİRME PERFORMANSI

Temerrüt çalışmaları, tarihsel olarak daha yüksek notlar ile daha düşük temerrüt oranları arasında ve daha düşük notlar ile daha yüksek temerrüt oranları arasında güçlü bir korelasyon olduğunu göstermiştir. Bu çalışmalar, birden fazla ekonomik döngü boyunca bakıldığında, yüksek notların daha az sıklıkta değişme eğiliminde olduğunu, düşük notların ise daha değişken olduğunu göstermiştir. Çalışmalar ayrıca, temerrüde düşen ihraççılar veya menkul kıymetler arasında, temerrütten önceki kredi itiba-

rının kötüleşme süresinin düşük derecelendirmeler için genellikle daha kısa olduğunu göstermiştir. Bu temerrüt ve kredi notu değişim çalışmalarında ortaya çıkan derecelendirme performansının genel tutarlılığı, derecelendirmelerin göreli kredi riskinin yararlı ölçütleri olarak oluşturulmasına yardımcı olmuştur.

Geniş perspektiflerinin bir sonucu olarak performans çalışmaları, kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme kriterlerini iyileştirmek ve yeniden kalibre etmek için kullandığı araçlardan biridir, böylece derecelendirmelerin amaçlandığı şekilde performans gösterip göstermediği takip edilmektedir (S&P Global, 2022).

2. BÖLÜM

DERECELENDİRME SÜREÇLERİNDEKİ FİNANSAL ANALİZ

DERECELENDİRME SÜREÇLERİNDEKİ FİNANSAL ANALİZ

FİNANSAL ANALİZ

Firmanın finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını değerlendirebilmek, güçlü veya zayıf taraflarını ortaya çıkarabilmek aynı zamanda o firmayla ilgili geleceğe yönelik varsayımlarda bulunabilmek için finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin ve bunların zaman içerisinde göstermiş oldukları yönelimlerin ele alınması finansal analiz olarak tanımlanabilir.

İlgili bölümde finansal analiz, kredi derecelendirme analizlerinde kullanıldığı şekilde açıklanacaktır. Derecelendirme analizleri; işletmenin operasyonlarından yarattığı nakit akışı, mali durumu ile borç karşılama kapasitesini saptayabilmek amacıyla gerçekleştirilen analizlerdir.

Finansal risk profiline ilişkin analizlerin temelinde, şirketlerin nakit yaratma kabiliyetleri, borçluluk düzeyleri, kârlılık göstergeleri ve kaynakların verimli kullanımının değerlendirilmesi yatar. Firmaların faaliyetlerinden elde ettikleri nakit akışı ve kârlılık durumları, faaliyetlerin ve borç geri ödemelerinin ileride hangi şekillerde karşılanacağı, en mühim faktörler olarak değerlendirilir. Ticari faaliyetlerden elde edilen gelir ve yarattığı nakit, şirketlerin kredibilitesinin en önemli göstergelerindendir. Şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirmesi, faaliyetlerini finansal olarak sürdürebilmesi ve büyük oranda dış kaynaklara bağımlı olmaksızın yatırım yapmaya devam edebilmesi sürdürülebilir bir nakit akışı yaratabilme yeteneği ile yakından alakalıdır. Faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışın sürdürülebilirliği, şirketlere aynı zamanda dış finansman kay-

naklarına erişme ve bu kaynaklara erişimi sürdürme konusunda daha güçlü bir imkân sağlar.

Şirketlerin yükümlülüklerini zamanında yerine getirmek için mevcut ve gelecekteki nakit akış yaratma kapasiteleri, genellikle bir şirketin finansal riskinin en iyi göstergesidir. Kriterler, kapsamlı bir bakış açısı ile şirketlerin yükümlülükleriyle bağlantılı olarak nakit akış yaratma becerisinin farklı seviyelerine odaklanarak birbirini tamamlayan ve ağırlıklı olarak nakit akışına dayalı çeşitli finansal oranları içerir.

Finansal analiz ile; şirketlerin mali tabloların düzenlendiği tarihteki borç ödeme gücünün saptanması, borç ödeme gücünün gelecekte devam edebilme ihtimalinin belirlenmesi, dönemler itibarıyla mali yapısındaki gelişmelerin belirlenmesi, potansiyel büyüme ve gelişme olanaklarının saptanması, geliştirilmesi veya düzeltilmesi gereken zayıf noktalarının tespiti, kaynaklarının ne kadar verimli ve etkili kullanıldığının saptanması, oluşabilecek olumsuz gelişmelerden ne şekilde etkileneceği hakkında bilgi sahibi olunması, şirketin mali tablolarını aynı iş kolundaki benzer firmaların mali tablo sonuçlarıyla karşılaştırarak, o firmanın ilgili iş kolundaki yerinin ve durumunun belirlenmesi, şirketlerin faaliyetlerindeki kârlılığının ölçülmesi amaçlanmaktadır (Seval, 2020).

FİNANSAL TABLOLAR VE ANALİZ TEKNİKLERİ

Finansal tablolar, işletmenin geçmişteki performansıyla alakalı birden fazla bilgiyi kayıt altına alabilmektedir. Finansal tablo sonuçları işletme ve işletme dışı için büyük önem arz etmektedir. Kredi derecelendirme analizlerinde bağımsız denetimden geçmiş uluslararası finansal raporlama standartlarına uygun finansal

tablolar kullanılmakla birlikte ara dönem değerlendirmeleri için vergi usul kanununa uygun finansal tablolara da başvurulabilir. Kredi analizinde kullanılan en temel tablolar bilanço, gelir tablosu, nakit akış tablosu ve öz kaynak değişim tablosudur.

BİLANÇO

Bilanço, işletmelerin belirli bir tarihteki iktisadi ve mali durumunu gösteren, varlıklarını, borçlarını ve öz kaynaklarını, aktif ve pasif hesaplar biçiminde doğru ve gerçeğe uygun bir şeklide yansıtan tablodur. Aktifler dönen ve duran varlıklar olarak ikiye ayrılmaktadır.

BİLANÇO-AKTİF

Dönen varlıklar bir yıl içerisinde nakde dönüşebilen, duran varlıklar ise firmaya geri dönüşü bir yıldan uzun vadeli olan hesapları içermektedir. Kredi analizlerinde dönen ve duran varlıklar içerisinde öncelikle dikkat edilen hesap kalemleri aşağıdaki gibidir:

NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ

Firmanın kasasında bulunan nakit ve vadeli/vadesiz mevduatta değerlendirilen fonların bulunduğu hesap kalemidir. Kredi derecelendirme sürecinde ilgili hesap içerisinde mevduatın blokeli olup olmadığı, ne kadarlık kısmının vadeli olduğu, hangi para cinsinden tutulduğu, aktif toplam içerisindeki yüzdesel payı ve yıllar itibarıyla artış azalış oranları önemli hususlardır. Kredi analizlerinde, nakit ve nakit benzerleri hesabı net borç ve dolayısıyla kaldıraç metriklerinin hesaplanmasında da kullanılmak-

tadır. Örneğin, nakit ve nakit benzerlerinin kısa vadeli finansal borçlar ve toplam kısa vadeli borçları karşılama yüzdesi dikkate alınması gereken analizler arasındadır.

TİCARİ ALACAKLAR

Firmaların mal, hizmet satışı vb. esas faaliyetlerinden kaynaklanan ve vadesi bir yılı geçmeyen senetli ve senetsiz alacakların takip edildiği bilanço hesap grubudur. Ticari alacaklar içerisinde firmanın senetli/senetsiz alacaklarının dağılımı, tahsili şüpheli hale gelen alacakları ve ilgili alacakların toplam alacaklar ve ciroya oranı, alacaklar üzerinde sigorta mevcudiyeti, ticari alacakların yoğunlaşma düzeyi, ticari alacakların toplam aktifler içerisindeki ve cirodaki payı, alacak tahsilat süresindeki değişim, alacak artış oranının ciro artış oranı ile kıyaslanması, ilişkili taraflardan alacakların payı önem verilen temel hususlardandır. Aktif kalitesini belirleyen en önemli kalemlerden olan ticari alacaklar hesabı alacak tahsil süresini ve nakit döngüsünü etkilemektedir. Nakit dönüşüm döngüsü de verimlilik hesaplamasında kullanılan en önemli metriklerdendir.

STOKLAR

Stok, üretimin sekteye uğramadan sürdürülmesi amacıyla her an elinde bulundurduğu mamul mal, ham madde, ara mal ve ticari mallardır. Stokların çevrim süresi, sektöre göre stoklarda izlenen malların dayanıklı olup olmadığı, raf ömrü ve teknoloji gibi etmenlerden etkilenme derecesi, değer düşüklüğü karşılığının toplam stoklar içerisindeki payı, dövize endeksli üretim maliyetlerinin payı, tedarikçi yoğunlaşması, stok toplamının aktifler içerisindeki payı dikkate alınan genel hususlardır. Aktif kalitesini belirleyen en önemli kalemlerden olan stoklar hesabı stok devir hızını ve nakit döngüsünü etkilemektedir. Varlık

verimliliğinin ölçümü için stoklar kalemi derecelendirme analizinde ticari alacak, ticari borç ve satış rakamlarıyla ilişkilendirilmelidir.

Ayrıca nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar ve stoklar dönen varlıklar içerisinde yer aldığı için net işletme sermayesi ve buna ilişkin oran hesaplamalarında etkin olarak kullanılmaktadır.

MADDİ DURAN VARLIKLAR

Mal veya hizmet üretiminde, yatırım ya da idari amaçlarda kullanılmak üzere elde tutulan bununla birlikte bir dönemden daha uzun kullanımı planlanan fiziki hesap kalemleridir. Maddi varlıklar içerisinde arsa ve araziler, binalar, tesis makine cihazlar, taşıtlar, demirbaşlar ve yapılmakta olan yatırımlar en sık kullanılan hesaplardır. Maddi duran varlıklar hesabı içerisinde değerleme esasları, yatırım harcama tutarı, sigorta durumu, yapılan yatırımların geri dönüş süresi ve kârlılığa olan etkileri ile finansman şekli, ayrılan amortisman tutarı analiz açısından önemlidir. Maddi duran varlık düzeyi şirketin üretim hacmini artırıcı etkisi nedeniyle satış rakamlarını etkilemektedir. Kredi analizinde maddi duran varlıklara ayrılan amortismanlar, FAVÖK değeri ve dolayısıyla net borç / FAVÖK oranını etkilemesi bakımından önemlidir.

MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR

Herhangi bir fiziksel varlığı bulunmayan ve işletmenin belli bir şekilde yararlandığı veya yararlanmayı beklediği aktifleştirilen giderler ile belli koşullar altında hukuken himaye gören haklar, lisanslar, işletme hakkı, işletme unvanı, marka, telif hakkı, patent ve şerefiyelerin izlendiği hesap grubudur. Böyle varlıklar işletme tarafından bir bedel karşılığı satın alınmış olabileceği gibi işletme tarafından yaratılmış da olabilir.

Sözgelimi, maden işletme hakkı için önemli bir markaya sahip işletme bedel ödemezken başka bir işletme bu hak için bedel ödeyebilir. Maddi olmayan duran varlıklar hesabı içerisinde değerleme esasları, harcama tutarları, finansman şekli, şerefiyenin değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığı ve ayrılan amortisman tutarı analiz açısından dikkate alınan hususlardandır. Kredi analizinde maddi olmayan duran varlıklara ayrılan amortismanlar, FAVÖK değeri ve dolayısıyla Net Borç / FAVÖK oranını etkilemesi bakımından önemlidir.

FİNANSAL YATIRIMLAR

Finansal yatırımlar hesabı içerisinde genellikle gerçeğe uygun değer farkı kâr zarara yansıtılan finansal varlıklar ve vadeye kadar elde tutulacak varlıklar yer almaktadır. Finansal yatırımlar hesabı içerisinde hisse senetleri, tahviller, bonolar, yatırım fonları ve öz kaynak yöntemi ile değerlenen yatırımlar haricinde kalan iş ortaklıkları, iştirakler bulunmaktadır. Ayrıca nakit ve nakit benzerleri hesabında olduğu gibi hızlı nakde çevrilebilir finansal araçların yüksek seviyede olması varlık kalitesini arttırmaktadır. Finansal yatırımın yapısına göre bilanço düzeltmesi yapılarak belli başlı kalemler nakit ve nakit benzerler gibi değerlendirilir ve net borç hesaplanması içerisinde kullanılabilir.

ÖZ KAYNAK YÖNTEMİ İLE DEĞERLENEN YATIRIMLAR

İlgili yöntemde iştirak ilk olarak maliyet bedeli üzerinden kaydedilir. Sonrasında bu tutar, yatırım yapılan firmanın öz kaynağından yatırımcının payına düşen kısmı gösterecek şekilde, artırılır veya azaltılır. Bu işlem yapılırken, ana ortaklığın payına düşen net kâr veya zarar gelir tablosunda, diğer öz kaynak kalemlerindeki artışlar ise niteliklerine göre sermaye yedeklerinin ilgili hesabında gösterilir. (Akyüz, 2013). İlgili yönteme göre bir

firma başka bir firmanın en az %20 ve daha fazla bir oy oranı elde etmiş ayrıca o firmanın yönetimi ve finansman politikalarında önemli etki gösterilebiliyor ise iştirak sayılacaktır. Önemli etki, mali ve faaliyetle ilgili politikaların saptanması kararlarına katılma gücü olup bu politikaları tek başına ya da bir başka taraf ile ortak kontrol etme gücünü ifade etmektedir. Kredi analizlerinde öz kaynak yöntemi ile değerlenen yatırımlardaki değişikliklerin iştirakin değerlenmesi/değer kaybetmesi ya da yeni bir iştirak dahil edilmesi/çıkarılmasından kaynaklandığının tespit edilmesi önem arz etmektedir.

BİLANÇO-PASİF

Üçüncü taraflar tarafından işletmeye sağlanan kaynaklar bilançonun yabancı kaynak payını oluşturmaktadır. Kısa vadeli yükümlülükler, bir şirketin bir yıl veya daha kısa bir süre içerisinde ödenmesi beklenen borçlarının yer aldığı hesap grubu olarak tanımlanır. Uzun vadeli yükümlülükler ise firmanın bir yıldan uzun vadede ödenmesi beklenen yükümlülüklerinin bulunduğu hesap grubu olarak tanımlanır. Kredi analizlerinde yabancı kaynaklar ve öz kaynaklar içerisinde öncelikle dikkat edilen hesap kalemleri aşağıdaki gibidir:

FİNANSAL BORÇLAR

Finansal borç, işletmenin mali piyasa ve herhangi bir kredi kuruluşundan almış olduğu borçların tamamıdır. Finansal borçlar genel olarak banka kredileri, finansal kiralamaya konu sözleşmeler, leasing (finansal kiralama) ve faktoring borçları, kredi kartları, tahvil ve bono ödemelerini içermektedir. Finansal borç analizinde başlıca; kredi vadeleri, önceki yıla göre gösterdiği değişim,

pasif toplam içerisindeki payı, kısa vadede yoğunlaşma durumu, hangi para cinsinden borçlanıldığı, borcun alındığı finans kurum sayısı, borcun limit doluluk oranı, temin edilen borcun sabit ya da değişken faizli olup olmadığı, faktoringin mali borç içerisindeki payı gibi hususlar dikkate alınır. Kredi analizinde; finansal borçların ne kadar sürede ödenebileceği ve ödeyebilme gücünü hesaplayabilmek en önemli hususlardandır. Finansal borçlar, kaldıraç oranlarından Net Finansal Borç / FAVÖK, borç rasyosu; ayrıca FAVÖK / Faiz Giderleri üzerinden de karşılama rasyolarını etkilemektedir.

TİCARİ BORÇLAR

Firmanın asıl faaliyet konusuyla ilgili mal ve hizmet satın aldığı durumlarda; diğer işletmelere, kişi ve kurumlara olan senetsiz ve senetli borçlarının izlendiği hesaplardır. Ticari borçlar içerisinde firmanın senetli/senetsiz borçlarının dağılımı, ticari borçların toplam pasifler içerisindeki payı, ticari borçlar içerisinde yoğunlaşma bulunup bulunmadığı, vadeler ve ticari borç ödeme süresindeki değişim, ilişkili taraflara borçların payı gibi konular genel olarak dikkate alınır. Ticari borçlar hesabı başlıca borç ödeme süresi ve nakit döngüsünü etkilemektedir. Ticari borçlar ve finansal borçların artış düzeyi beraber incelenmelidir. Ticari borçlardaki hızlı artışın neden finansal borçlanmayla fonlanmadığının analizinin yapılması gerekmektedir. Ticari borç düzeyindeki değişimin ticari alacak ve stoklar ile olan ilişkisi şirketin net işletme sermayesi ihtiyacını yakından ilgilendirmektedir.

ÖZ KAYNAKLAR

Öz kaynaklar ortaklar tarafından konan sermaye, değerleme karşılıkları, yabancı para çevrim farkları, geçmiş yıl kâr/zararlarından oluşmaktadır. Kredi analizinde temel olarak; öz kaynak

hesapları içerisinde ödenmiş sermayenin payı, öz kaynakların toplam pasifler içerisindeki payı, dönem kârlarının bünyede değerlendirilmesi, içsel öz kaynak yaratma kapasitesi, kâr dağıtım politikası, öz varlık içerisinde değerleme ve çevrim farklarının payı (organik ya da inorganik olma durumu), öz kaynak açığının analizi, öz kaynakların önceki döneme göre artış azalış durumu göz önüne alınmaktadır. Kredi analizinde; sermayenin öz kaynak toplamından aldığı pay, oto finansman gücü, öz kaynak toplamının aktiflere oranının belirlenmesinde ve temettü ödeme oranı hesaplamasında aktif olarak kullanılmaktadır.

GELİR TABLOSU

Gelir tablosu, firmanın belli bir dönemde elde ettiği tüm gelirler ile aynı dönemde katlandığı bütün maliyet ve giderleri ve bunların sonucunda işletmenin elde ettiği dönem net kârı veya zararını gösteren bir tablodur.

SATIŞ GELİRLERİ-SATIŞLARIN MALİYETİ-BRÜT KÂR

İlgili hesapların analizinde satışların yoğunlaşma düzeyi, satışlar içerisindeki ihracatın payı, satışların ürün ya da hizmet bazında kırılımı, satışı yapılan ürünlerdeki fiyat değişimlerinin ciroya etkisi, üretim adetlerindeki değişim, satışların maliyetinin ciroya oranı (brüt kâr marjı), ham madde, enerji maliyetleri, tedarikte ithalatın payı, satış maliyetlerindeki artışın fiyatlara yansıtılıp yansıtılamadığı gibi hususlar incelenir.

ESAS FAALİYET KÂRI-FVÖK-FAVÖK

Brüt kâr tutarından faaliyet giderleri (Opex) ve diğer faaliyetler ile ilgili gider/gelirlerin çıkarılması ile esas faaliyet kârına ulaşılır. Opex/net satış oranı firmanın etkin yönetildiğini gösteren kıstaslardan biri olup kredi derecelendirmede özellikle rakip kıyaslamasında kullanılmaktadır. Diğer faaliyetlerden gelir/giderlerin

ağırlıklı kısmını oluşturan ticari faaliyetlerden kambiyo gelir/giderleri net kur farkı hesaplamasında oldukça önemlidir. Esas faaliyet kârı/net satışlar hesaplaması firmanın ana faaliyetlerinden kâr yaratma kapasitesini göstermesi açısından mühimdir. Genel olarak FVÖK hesaplaması; brüt kârdan yalnızca faaliyet giderlerinin çıkarılması ile bulunmaktadır. FAVÖK değerine ise FVÖK hesabına nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman giderlerinin eklenmesi ile ulaşılır. Kredi analizinde birçok kârlılık hesabı bulunmasına karşın FAVÖK şirketin ana faaliyetlerinden nakit yaratma kapasitesinin önemli bir göstergesi olduğu için sıklıkla kullanılır. FAVÖK marjının döngüselliğinin tahlili ve sektör ortalamaları ile kıyaslanması analizlerde sıklıkla kullanılır. FAVÖK tek başına şirketin nakit yaratma kapasitesini göstermek anlamında yetersiz kalabilir. Daha nitelikli analizin gerçekleştirilmesi amacıyla Faaliyetlerden Sağlanan Fonlar (FFO), Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı (CFO), Faaliyetlerden Serbest Nakit Akışı (FOCF) gibi metriklerin de göz önünde bulundurulması gerekir.

YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GELİR/GİDERLER-FİNANSMAN GELİR/GİDERLERİ-NET DÖNEM KÂR/ZARARI

Firmanın ortak olduğu işletmelerden gelen kâr zarar paylarının yanı sıra yatırım amaçlı duran varlık satışlarından gelen kâr zararların dönem kârı üzerindeki etkisine bakılır. Finansman giderleri içerisindeki faiz giderleri ve kur farklarının payı, faiz geliri elde edilip edilemediği, faiz giderlerinin azalış/artışının finansal borçlara uyumu, FAVÖK yaratma kapasitesinin finansman giderlerini karşılayıp karşılayamadığı, dönem kâr/zarar durumu, dönem kârının satışlara oranı gibi hususlar incelenir.

NAKİT AKIM TABLOSU

Nakit akım tablosu, firmanın belirli bir dönem içerisinde, nakit varlıklarını nereye kullandığını ve nereden nakit sağladığını gösterir. Nakit akım tablosundaki "işletme faaliyetlerinden net nakit akışı", "yatırım faaliyetlerinden net nakit akışı" ve "finansman faaliyetlerinden net nakit akışı" sınıflaması net nakit durumunu belirlemede işletmenin dönem faaliyetlerinin ve diğer faaliyetlerinin etkisini ayrı ayrı göstermektedir. Nakit akım tablosu analizinde, firmanın pozitif nakit akışı sağlayıp sağlayamadığı, yatırım harcamaları kaynaklı ne kadar nakit çıkışı olduğu, amortisman tutarı, net işletme sermayesindeki değişimler, dönem içerisinde kullanılan ve kapatılan kredi tutarları, finansman giderleri içerisindeki gerçekleşen kur farkı kâr/zarar durumu, işletme faaliyetlerinden sağlanan nakdin dönem kârı ile karşılaştırılması, işletme faaliyetlerinden nakit akışının yatırım miktarını karşılayabilmesi, finansman faaliyetlerinden ek nakit sağlayıp sağlayamama durumu dikkat edilen hususlardır. Kredi analizinde kullanılan önemli metriklerden olan Faaliyetlerden Sağlanan Fonlar (FFO), Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı (CFO) ve Faaliyetlerden Serbest Nakit Akışı (FOCF) hesaplamalarının nakit akım tablosu üzerinden yapılması önceliklidir. Özellikle ilgili metrikler borç karşılama, CAPEX ve faiz karşılama rasyo analizlerinde kullanılmaktadır.

ÖZ KAYNAK DEĞİŞİM TABLOSU

Öz kaynak değişim tablosu, bir dönem içerisinde öz kaynak kalemlerindeki artış ya da azalışları gösteren tablo olup, ilgili bileşenlerdeki değişikliği göstermektedir. Öz kaynak değişim tablosunda sermaye artırımının iç veya dış kaynaklardan yapılma durumu, temettü dağıtım miktarları, net kâr, değerleme ve yabancı para çevrim farkı tutarları gibi durumları izlenir.

METRİKLER VE RASYOLAR

Kredi riski değerlendirmesi için nakit akış, kârlılık, varlık kalitesi, kaldıraç ve karşılama ölçütleri gibi pek çok spesifik metrik ve rasyolar kullanılmaktadır. Aşağıdaki bölümler, kredi temerrüt riskini analiz etmek için kullanılan temel kredi metriklerini özetlemektedir. Bazı kısıtları olmasına rağmen, faiz, amortisman ve vergi öncesi faaliyet kazançları (FAVÖK) nakit akışının en yaygın kullanılan ölçülerden biridir. Ancak, nakit akışının önemli bir ölçüsü olan FAVÖK'ün sınırlamaları göz önüne alındığında, borç ödeme kabiliyetini değerlendirmek amacıyla bir dizi başka kriterler de kullanılır. Bunlar, şirketlerin borç ödeme kabiliyetlerini ölçmeye yarayan önemli kriterlerden olan faaliyetlerden sağlanan fonları (FFO), faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışını (CFO), faaliyetlerden serbest nakit akışını (FOCF) ve serbest nakit akışını (UCF) içerir (JCR-ER, 2023)

METRİKLER

FAİZ AMORTİSMAN VE VERGİ ÖNCESİ KÂR (FAVÖK)

FAVÖK, birtakım sınırlılıkları olmasına karşın, yaygın olarak kullanılan bu sebeple oldukça karşılaştırılabilir bir nakit akışı göstergesidir. FAVÖK bazı durumlarda nakit akışını önemli ölçüde yüksek gösterebilir. Bunun nedeni faiz ödemelerinin spekülatif düzeydeki şirketler için önemli bir nakit çıkışı olmasıdır.

Bununla beraber, nakit akışı analizi için ortak ve faydalı bir başlangıç aşamasıdır. Farklı şirketlerin finansal güçlerini sıralamak amacıyla kullanılmaktadır.

FAALİYETLERDEN SAĞLANAN FONLAR (FFO)

FFO'nun tanımı şu şekilde yapılabilir: Herhangi bir şirketin, işletme sermayesi dalgalanmalarından ayrı olarak faaliyetlerinden elde ettiği tekrar eden nakit akışı yaratma hususundaki yeteneğini gösteren bir nakit akışı ölçümüdür. FFO, sermaye harcamaları, temettüler, işletme sermayesi, satın almalar gibi isteğe bağlı kalemlerden önce şirketin kullanabileceği nakit akışını ölçer.

Faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışı (CFO), FFO'dan daha volatil olma eğilimi göstermektedir. İşletme sermayesinde meydana gelen dönemler arası değişimi yumuşatmak maksadıyla FFO sıklıkla kullanılır. FFO tekrar eden nakit akışı yaratmanın daha iyi bir temsilcisi olarak görülmektedir. Bunun nedeni ise şirketlerin, muhasebe ihtiyaçlarına bağlı olarak işletme sermayesinin kolaylıkla manipüle edebilmesidir. Bununla birlikte bazı durumlarda nakit akışı ölçüsü olarak sadece FFO'ya bağlı kalınmamaktadır. İşletme sermayesi değişikliklerinin değerlendirilmesinin bir şirketin nakit akışı yaratma kabiliyetini ve genel kredi itibarını değerlendirmek için önemli olması bu durumlardan biridir. Sözgelimi, perakendecilik benzeri işletme sermayesi yoğun endüstriler için faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışı, firmanın fiili nakit üretimine ilişkin FFO'dan daha faydalı bir gösterge olabilir.

Önemli bir nakit akış ölçüsü olarak kabul edilen FFO'nun yüksek seviyelerde gerçekleştiği şirketlerin ortak özelliği yüksek kredibiliteye sahip olmalarıdır. Bu tür şirketler için bunun toplam borç yüküyle ilişkisine ve FFO'ya analitik olarak daha fazla ağırlık verilebilir. Şirketlerin göreceli sıralamasında FFO önemli bir yere sahiptir. Daha köklü ve daha sağlıklı şirketler yaklaşan

kredi vadelerini yeniden finanse etmek ve potansiyel kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılamak için genelde daha geniş bir finansman imkanlarına sahiptir. Faaliyetlerden kaynaklanan serbest nakit akışı (FOCF) görece daha düşük kredibiliteye sahip olan firmalar için daha önemli hale gelebilmektedir. Bu kriter cari borç servisi kapasitesi ile daha doğrudan ilişkilidir. Bu sebeple işletme sermayesi yatırımı ve sermaye harcamaları gibi farklı gider kalemleri düşüldükten sonraki serbest nakit akışı analize konu edilebilir.

FAALİYETLERDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIŞI (CFO)

CFO'nun ölçümü ve analizi, işletme sermayesi akışlarının değişken olabileceği sektörlerde faaliyet gösteren şirketler veya işletme sermayesi yoğun sektörler için önemli hale gelebilir. CFO'nun FFO'dan farkı, işletme varlıkları ve yükümlülüklerindeki değişikliklerin gelirler üzerindeki etkisinin muhasebeleştirilmesinden sonra hesaplanan bir nakit akışı ölçüsü olmasıdır. CFO borç geri ödemeleri sermaye harcamaları, hisse geri alımları ve temettü ödemeleri gibi kalemleri finanse etmek için kullanılabilen nakit akışıdır.

Ekonomik durgunluk ve gerileme dönemlerinde farklı sektörlerdeki şirketler odaklarını nakit akışı yaratmaya kaydırır. Sonuç olarak nispeten düşük sabit maliyet giderleri ve düşük kapasite kullanımı sebebiyle olağan ticari faaliyetlerden tipik olarak daha az nakit üretirler. Fakat yine de stokları ve alacakları azaltarak nakit üretebilirler. Bu sebeple, FFO'nun bu dönemlerde daha düşük olması muhtemeldir. Fakat CFO üzerindeki etkisi o kadar büyük olmayabilir. Güçlü büyüme zamanlarındaysa bunun tersi geçerli olacaktır. Gelir ve kârlılıktaki iyileşmeye karşılık gelen bir artış olmaksızın FFO'ya kıyasla sürekli olarak daha düşük CFO, şirketler açısından zorlu bir durumu gösterebilir.

Bir şirketin nakit akışı yaratmasının en önemli unsurlarından biri işletme sermayesidir. Büyüme veya genişleme dönemlerinde işletme sermayesi oluşturmaya ve buna bağlı olarak nakit tüketmeye ihtiyaç duyulmaktadır. Buna rağmen, işletme sermayesindeki değişikliklerin gerileme dönemlerinde tampon görevi görebilmesi muhtemel olmaktadır. Birçok şirket, gerileme dönemlerinde zayıf ticari faaliyetler sebebiyle stoklarını elden çıkaracak ve hammaddelere daha düşük miktarda yatırım yapacaklardır. Her ikisi de işletme sermayesine bağlı sermaye ve nakit miktarını azaltabilecektir. Bu sebeple hem daralma hem de gelir artışı dönemlerinde işletme sermayesi dalgalanmaları ortaya çıkabilir ve bir şirketin kısa vadeli işletme sermayesi gereksinimlerinin analiz edilmesi, gelecekteki nakit akışı gelişmelerini tahmin etmek için önemli hale gelmektedir.

Yoğun sermaye gereksinimi olan şirketlerde, genellikle işletme sermayesi daha düşük seviyededir. Sermaye harcamaları çoğu ekipman ve makinelerde öncelikken, duran varlıkların düşük olduğu şirketler ise görece olarak alacaklara ve stoklara daha fazla yatırım yapmak zorunda kalabilirler. Bu durum kâr marjlarına da tesir etmektedir. Bunun nedeni sermaye yoğun işletmelerin orantısal olarak daha düşük işletme giderlerine (ve dolayısıyla daha yüksek FAVÖK marjlarına) sahip olma eğiliminde olmalarıdır. Bununla birlikte işletme sermayesi yoğun işletmeler genellikle daha düşük FAVÖK marjlarına sahiptirler. Ortaya çıkan bu durum nakit akışı oynaklığını önemli hale getirebilir. Yatırımların çoğunun önceden yapıldığı sermaye yoğun bir şirkette genelde daha sonraki FAVÖK oynaklığını sınırlama adına daha çok alanları vardır. Çünkü marjları daha yüksektir. Örneğin, sermaye yoğun bir şirket, %10'luk daha düşük FAVÖK marjına (yüksek işletme giderleri nedeniyle) sahip işletme sermayesi yoğun bir şirket, FAVÖK oynaklığının yüksek olması durumunda ne-

gatif FAVÖK marjlarına düşebilir. Buna karşılık, marjı %40'dan %30'a düşse dahi kabul edilebilir ölçüde kârlı kalabilir.

FAALİYETLERDEN SERBEST NAKİT AKIŞI (FOCF)

CFO'dan sermaye harcamalarını çıkararak, bir şirketin temel faaliyetlerden elde ettiği nakit akışını ölçebilmek için kullanılabilecek FOCF'ye ulaşılır. Güçlü talep artışı ya da teknolojik değişiklikler sebebiyle şirketlerin yatırımlarını artırma ihtiyacı olabilir. Ayrıca yasal düzenlemelere tabi şirketler (örneğin telekomünikasyon şirketleri) düzenlemeler kapsamında önemli tutarda yatırım ihtiyaçları ile karşı karşıya kalabilirler. Pozitif FOCF, şirketler için güçlü bir göstergedir ve aynı FFO'ya sahip iki şirket arasında ayrım yapılmasına yardımcı olabilir.

Şirketlerin sermaye harcamalarını erteleme esnekliğinin çok az olduğu durumlarda veya yüksek sermaye yoğun sektörlerde FFO/Borç ve Borç/FAVÖK vb. ölçütler yerine, potansiyel olarak anlamlı sermaye harcamalarını da dikkate alacak olan FOCF/Borç oranı, daha yüksek bir analitik öngörü sağlayabilir.

Büyüyen şirketler aksine, büyümeyi desteklemek için gereken yatırım nedeniyle zayıf veya hatta negatif FOCF sergileyebilirler. Düşük büyüme gösteren bir şirket ise azalan sabit ve işletme sermayesi ihtiyaçları sebebiyle nispeten güçlü FOCF sergileyebilir. Düşük büyüme oranına sahip şirket için, FOCF pozitif görünebilir buna rağmen yüksek seviyedeki nakit akışı sürdürülebilir olmayabilir. Hızlı büyüyen şirketler içinse bu durumun tersi geçerlidir. Nakde dönüşmeye başlamamış mevcut yatırımların FOCF'nin negatif sonuçlar vermesi anlamlı olmayabilir. İkinci örnek durumda, büyümeye yönelik yatırımın etkisinin geçici olduğu düşünülürse ve uzun vadede şirketin borçluluk oranlarına artmasına sebep olmuyorsa, FOCF/Borç yerine FFO/Borç daha doğru sonuçlar verebilecektir.

SERBEST NAKİT AKIŞI (UCF)

Yatırım yapılabilir seviyede derecelendirilen şirketler için temettü ödemeleri, hisse geri alımları ve UCF/Borç ile ilgili kararlar da dahil olmak üzere bir şirketin finansal politikasını daha ayrıntılı ve doğru yansıttığından, gelecekteki nakit akışı yeterliliğinin önemli bir göstergesi olabilir. Bununla beraber satın almalar ve potansiyel birleşme çok önemli düzeyde bir nakit kullanımını temsil edebilir. Bu durum nakit akışı analizinde önemli bir bileşendir.

Dağıtımı yapılacak olan temettü miktarı ve oranı, bir şirketin finansal stratejisine bağlıdır. Agresif temettü ödeme hedefleri olan şirketler, bir miktar likidite baskısı altında dahi temettülerini azaltmak konusunda isteksiz olabilirler. Bununla birlikte, yatırım yapılabilir düzeydeki şirketlerin temettü ödemelerini azaltma eğilimleri genelde daha düşüktür. Fakat temettüler nihayetinde şirket yönetiminin isteğine bağlıdır. UCF, nakit akışının en gerçek göstergesi olmakla birlikte, aynı zamanda yönetim kararlarından en çok etkilenen unsurdur. Bu nedenle, mevcut potansiyel nakit akışını mutlaka yansıtmayabilir.

RASYOLARDA KULLANILAN ÖNEMLİ METRİKLER

Finansal risk profilinin değerlendirmesinde kullanılan rasyoların hesaplamasında dikkate alınan metriklerin hesaplanma yöntemlerine aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 4: Rasyoların Hesaplamasında Kullanılan Metrikler

Metrik	Açıklama
CFO	Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı
FFO	Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı +/- Net İşletme Sermayesindeki Değişimler
FOCF	Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı – Yatırım Harcamaları
UCF	Faaliyetlerden Serbest Nakit Akışı +/- Ödenen Temettüler
NİS	Net İşletme Sermayesi
EBITDA (FAVÖK)	Brüt Kâr/Zarar – Operasyonel Harcamalar- Amortisman ve İtfa Giderleri
EBIT (FVÖK)	Brüt Kâr/Zarar- Operasyonel Harcamalar
OPEX	Genel Yönetim Giderleri+ Pazarlama Giderleri + Araştırma ve Geliştirme Giderleri
CAPEX	Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akış Tutarı
Sermaye	Özkaynaklar + Düzenlenmiş Finansal Borç
Düzenlenmiş Finansal Borç	U.V./K.V. Borçlanmalar + U.V. Borçlanmaların K.V. Kısımları + U.V/K.V. Diğer Finansal Yükümlülükler – IFRS 16 U.V./K.V. Kiralama Yükümlülükleri (Belirli Sektörlerde)
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Finansal Borç	K.V. Borçlanmalar + U.V. Borçlanmaların K.V. Kısımları + K.V. Diğer Finansal Yükümlülükler – IFRS 16 K.V. Kiralama Yükümlülükleri (Belirli Sektörlerde)
Düzenlenmiş Net Finansal Borç	Düzenlenmiş Finansal Borç- Nakit ve Nakit Benzerleri
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Net Finansal Borç	Düzenlenmiş Kısa Vadeli Finansal Borç- Nakit ve Nakit Benzerleri
Düzenlenmiş Ödenen Faiz	Net Ödenen Faiz

Kaynak: (JCR-ER, 2023)

KREDİ DERECELENDİRME ANALİZİNDE KULLANILAN ORANLAR

KALDIRAÇ ORANLARI

Kaldıraç oranları; firmanın aktiflerinin fonlanmasında kaynak yapısı içinde ne kadar borç kullanma seviyesini gösteren oranlardır. Kredi analizinde en çok kullanılan kaldıraç oranları aşağıdaki gibidir:

Brüt Finansal Borç/Kapital (Brüt Finansal Borç+Öz Kaynaklar) (%): Şirketin toplam brüt finansal borç tutarının yine aynı brüt finansal borç rakamı ve öz kaynak tutarı toplamına oranlanması ile bulunur. Bu rasyo, finansal analiz gerçekleştirilirken firmanın finansal yapısını daha iyi anlamayı sağlar. Rasyonun düşük yüzde ile çalışması firmanın hala ilave borçlanma kapasitesinin olduğunu ifade etmektedir.

Net Finansal Borç / FAVÖK (x): Net borç / FAVÖK oranı, firmanın yarattığı FAVÖK ile net borçlarının ne kadarlık sürede ödeyeceğini ölçmektedir. Oranın 1 değerinin altında sonuçlanması yaratılan FAVÖK ile finansal net borcun bir senelik dönem içerisinde ödenebileceğini gösterir. Bu oranın 3x üzerine çıkması genel olarak şirketin yüksek kaldıraç oranı ile çalıştığını ifade etmektedir. Yine de bu oran sektör bazlı olarak değişkenlik göstermektedir.

Faaliyetlerden Sağlanan Fon (FFO) / Net Finansal Borç (%): FFO / finansal borç oranı, bir şirketin yalnızca faaliyetlerden sağlanan nakit akışı kullanarak finansal borcunu ödeme kabiliyetini ölçer. FFO'nun toplam borca oranı ne kadar yüksekse, şirketin yarattığı fon ile finansal borcunu ödeme kabiliyeti o kadar yüksektir.

Faaliyetlerden Serbest Nakit Akışı (FOCF) / Net Finansal Borç (%): FOCF / net borç oranı, firmanın serbest nakit akışları ile borç geri ödeme gücünü ölçmektedir. Yatırımcıların şirketin finansal istikrarını görmelerini sağlar. Oran ne kadar yüksekse, şirket finansal borcunu daha kısa sürede geri ödeyebilir ve daha düşük oranlara sahip şirketlere göre daha fazla borç alabilir.

KARŞILAMA RASYOLARI

Karşılama oranı, genel olarak, bir şirketin faiz ödeme yükümlülüğünü getirme kabiliyetini ölçmeyi amaçlayan bir rasyodur. Karşılama oranı ne kadar yüksekse, borcun faiz ödemelerini yapmak o kadar kolay olacak demektir. En sık kullanılan karşılama oranları aşağıdaki gibidir:

FAVÖK / Net Ödenen Faiz: Oran, bir şirketin faiz, amortisman ve vergi öncesi kârı ile bir senede ödediği net faiz giderine oranlanmasıyla bulunur ve şirketin finansal dayanıklılığını değerlendirmek için kullanılır. Daha yüksek bir karşılama oranı daha iyidir, ancak ideal oran sektöre göre değişebilir. Ödenen faizi karşılama gücü yüksek olan şirketin ilave borçlanma seviyesi yüksektir.

Faaliyetlerden Sağlanan Fon (FFO) ile Faiz Karşılama Oranı: İlgili oran (FFO + Net Faiz Gideri) / Net Ödenen Faiz hesaplamasıyla bulunur. Faaliyetlerden yaratılan nakit ile net faiz giderlerin oranlanarak hesaplanır. Oranın yükselmesi daha iyi karşılama seviyesi anlamına gelmektedir.

KÂRLILIK RASYOLARI

Kârlılık oranları, bir firmanın kâr seviyelerini gösteren rasyolar grubudur. Kârlılık rasyoları firmanın faaliyetlerinden ne oranda kar ettiğini, sermayenin ne kadar etkin kullanıldığını ve firma

yöneticilerinin performansının ölçümünü ortaya koymaya yaramaktadır. Kârlılık rasyoları, genel olarak elde edilen kârın satış gelirlerine oranlanarak önceki dönemlere göre ilerleme kaydedip kaydetmediğine göre incelenmektedir. Kredi analizinde en çok kullanılan kârlılık oranları aşağıdaki gibidir:

FAVÖK Marjı (EBITDA Margin): FAVÖK, "Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr" tanımlamasının kısaltılmış hali olarak bilinen bir kavramdır. FAVÖK marjı ise FAVÖK / Satış gelirleri hesaplamasıyla bulunmaktadır. İlgili rasyo bir firmanın finansal performansını ölçerken kullandığı önemli bir göstergedir ve bir şirketin kârlılığının bir ölçü birimidir. Bu değerin negatif olması, yorumlanan değerin zararda olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, şirketler için pozitif ve yüksek değerler genellikle iyi yönde değerlendirilmektedir.

Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akış Marjı (CFO Margin): CFO, işletme varlıkları ve yükümlülüklerindeki değişikliklerin gelirler üzerindeki etkisinin muhasebeleştirilmesinden sonra hesaplanan bir nakit akış ölçüsüdür. CFO marjı ise Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akış / Satış gelirleri oranlanmasıyla bulunmaktadır. CFO marj değeri pozitif ve negatif değerler alabilmektedir. Firmalar için CFO marj değerinin pozitif olması faaliyetlerinden pozitif değerde nakit akış yaratabildiğini göstermektedir. Negatif olması ise firma için faaliyetlerinden nakit yaratamadığını ve faaliyetin sürdürülmesi anlamında likiditeye ihtiyaç duyduğu ve borçlanmak durumunda kalabileceğini ifade etmektedir. Firmanın satış gelirlerinin pozitif değer yaratacağı göz önüne alındığında faaliyetlerinden yaratılan nakit akış değeri ne kadar yüksekse marjın da o ölçüde yüksek hesaplanacağını göstermektedir.

ETKİNLİK RASYOLARI

Verimlilik oranları olarak da bilinen etkinlik oranları, analiz sürecinde bir şirketin kısa vadeli veya cari performansını ölçmek için kullanılır. Etkinlik oranları temelde bir şirketin cari varlıklarındaki veya cari yükümlülüklerindeki rakamları kullanarak işletmenin faaliyetlerini ölçer. Etkinlik rasyoları, bir şirketin gelir elde etmek için varlıklarını kullanma yeteneğini ölçer. Örneğin, bir verimlilik oranı genellikle müşterilerden nakit tahsil etmek için gereken süre veya envanteri nakde dönüştürmek için gereken süre gibi şirketin çeşitli yönlerine bakar. Verimlilik oranlarındaki iyileşmenin sonucunda şirketin operasyonel faaliyetlerinde artış gözlemlenmesi ve bunun kârlılık düzeyini pozitif etkilemesi beklenir.

İşletme Sermayesi (NWC) Devir Hızı: İşletme sermayesi devir hızı, bir şirketin satışlarını ve büyümesini desteklemek için işletme sermayesini ne kadar verimli kullandığını ölçen bir orandır. Net satışların işletme sermayesine oranı olarak da bilinen işletme sermayesi devir hızı, bir şirketin faaliyetlerini finanse etmek için kullanılan fonlar ile şirketin faaliyetlerini sürdürmek ve kâr elde etmek için elde ettiği gelirler arasındaki ilişkiyi ölçer. Devir hızının yükselmesi o şirketin daha yüksek miktarda satış yapabildiğini gösterir. Ancak, işletme sermayesi devir hızı çok yükselirse, o şirketin gelecekteki büyümesini desteklemesi için ek sermaye artırımına ihtiyaç duyulabilir.

Nakit Dönüşüm Döngüsü (Cash Conversion Cycle): Temel olarak firmada üretim yapmak için ihtiyaç duyulan ana girdilerin tedarik edilmesi ile satıştan kaynaklanan alacakların tahsil edilmesi arasındaki süredir. Şirketin operasyonlarının ve yönetiminin verimliliğini değerlendirmeye yardımcı olan nicel ölçütlerden biridir. Değerin birden fazla dönem boyunca düşme veya sabit kalma eği-

limi göstermesi iyiye işarettir. "Nakit Dönüşüm Döngüsü = Malı satmadan önce stokta tuttuğu gün sayısı + ortalama tahsilat süresi – ortalama ticari borç ödeme süresi" şeklinde hesaplanır. Bu döngü sektörden sektöre farklılık göstermektedir. Örneğin; hızlı tüketim ürünleri üreten sektörlerde nakit dönüşüm döngüsü daha kısa gözlemlenirken, üretimi ve satışı görece uzun süren otomotiv sektöründe daha uzun gün sayıları gözlemlenebilir.

Faaliyet Kaldıraç Derecesi (Degree of Operating Leverage, DOL): Satışlardaki bir değişikliğe karşılık olarak bir firmanın faaliyet gelirinin ne kadar değişeceğini ölçen bir katsayıdır. Sabit maliyetlerin (üretimle değişmeyen maliyetlerin) değişken maliyetlere (üretim hacmiyle değişen maliyetler) oranı yüksek olan şirketlerin faaliyet kaldıracı daha yüksektir. Firmaların yüksek faaliyet kaldıracına sahip olması satışların fazla olduğu dönemlerde faaliyet kârına olumlu yansırken, satışların gerilediği yıllarda kâr oranlarının düşmesine sebebiyet verir. FVÖK değişimi / Satış geliri değişimi şeklinde hesaplanır.

Faaliyet Oranı (Operating Ratio): Faaliyet oranı, bir şirketin toplam işletme giderini (OPEX) net satışlarla karşılaştırarak şirket yönetiminin verimliliğini gösterir. İşletme oranı, bir şirketin yönetiminin gelir veya satış elde ederken maliyetleri düşük tutmada ne kadar başarılı olduğunu gösterir. Sektöre özgü işletme giderlerinin yüksek olduğu durumlarda; rasyonun sektör ortalamaları ile kıyaslanarak analiz edilmesi gerekmektedir. Oran ne kadar küçükse, şirket toplam giderlere kıyasla gelir elde etme konusunda o kadar verimlidir.

Ortalama Sermaye Getirisi (ROAC): FVÖK'ün ortalama finansal borç ve özkaynak toplamına oranı şeklinde

hesaplanır. Bir şirketin borç ve öz sermayesi için ödediği ortalama maliyetin üzerinde kazandığı para miktarıdır. Bir diğer ifadeyle işletmeyi kredi veya sermaye ile fonlayanların, yatırdıkları para karşılığında ne kadar gelir elde edildiğini anlamalarını sağlar.

LİKİDİTE RASYOLARI

Likidite, finansal bir varlığın nakde dönüşmedeki kolaylığına denir. Bir finansal aracın likiditesinin yüksek olması kolayca nakde yani paraya dönüşmesi demektedir. Likiditesi en yüksek olan hesap nakit ve nakit benzerleridir. Duran varlıkların ise likiditesi dönen varlıklara göre daha düşük olur. Yatırım yapılırken finansal aracın likiditeye kolay dönüşüp dönüşmediğine bakılır. Likidite oranları olarak bilinen rasyolar arasında genel olarak; nakit oran, net işletme sermayesi/toplam varlıklar ve likidite rasyosu kullanılmaktadır.

Likidite Oranı (%): Likidite oranı, "(Dönen Varlıklar - Stoklar) / Kısa Vadeli Finansal Borçlar" şeklinde hesaplanır. Ekonomik konjonktürde kötüleşme olması durumunda şirketin stokları haricindeki kısa vadede nakde çevrilebilen varlıkları ile kısa vadeli yükümlülüklerinin ne kadarlık kısmını karşılayabileceğini gösterir.

Net İşletme Sermayesi / Toplam Varlıklar (%): Net işletme sermayesi, bir firmanın dönen varlıkları ile kısa vadeli borçları arasındaki farktır. İlgili metriğin pozitif yönde seyretmesi önem arz etmektedir çünkü dönen varlıkların kısa vadeli borçların altında kalması şirketin nakit akışını olumsuz yönde etkileyecektir. Net işletme sermayesi / Toplam varlıklar hesaplamasının pozitif değer alması ve her geçen dönem artması firma adına olumlu bir gelişmedir. Firmanın aktif yapısında bir yıl içerisinde nakde

dönüşebilen varlıkların payının arttığını ve nakit döngüsü bağlamında sorun yaşamayacağını göstermektedir. Pozitif değerini koruması; firmanın kısa vadeli borçlarını ödeyebildiğini, yatırım kararı alabileceğini, kapasite artışına gidebileceğini, kredi süreçlerinde sorun yaşamayacağını ve vadeli satışlarını arttırabileceğine işaret etmektedir. Negatif değer durumunda ise borçlarını ödemekte zorluk yaşayacağını, dış kaynak kullanması gerektiğini hatta küçülmeye bile gidebileceği söylenebilir.

SEKTÖR ANALİZİ (PAKETLENMİŞ GIDA VE OTOMOTİV ÜRETİCİLERİ)

SEKTÖR ANALİZİ

Finansal analiz, inceleme, değerlendirme ve yorumlama bakımından sektörden sektöre değişiklik göstermekte olup; faaliyet, maliyet, rekabet, regülasyon, döngüsellik gibi sektör bazlı kriterler hem kredi derecelendirme süreçlerinde hem de finansal analizde oldukça önem taşımaktadır. Aşağıda bu sektörel kriterlerin analiz edilmesine örnek olarak, otomotiv üretim ve paketlenmiş gıda sektörleri incelenmiştir.

Örnek 1: Paketlenmiş Gıda
Sektör Risk Profili

Paketlenmiş gıda şirketlerinin risk profili, ortalamanın altında yer almaktadır. Mevcut derecelendirmeler; şirket ölçeği, işletme profili, organik büyüme ile coğrafi ve ürün çeşitlendirmesine ilişkin değerlendirmelerine dayalı olarak "**AA**" ile "**B**" arasında yoğunlaşmış şekildedir. Bu alandaki şirketler, olgun pazarlarda değişen tüketici tercihleri ve durağan veya azalan satış hacimle-

riyle mücadele etmektedir. Yatırım yapılabilir seviyede yer alan şirketler daha büyük ulusal ve uluslararası şirketler olma eğilimindedir. Yüksek kaldıraçlı ve daha küçük ölçekli üreticiler genellikle yatırım yapılabilir seviyenin altında derecelendirilmektedir.

Sektöre Özgü Temel Faktörler

◆ **Pazar Konumu**

Paketlenmiş gıda şirketleri için bu faktör, FAVÖK ve dağıtım sistemlerinin gücü ile ölçülen firmanın genel büyüklüğünü ve nispi ölçeğini değerlendirir.

◆ **Marka Gücü**

Bu faktör, bir şirketin portföyünün marka gücünü ve temsil ettiği kategorilerdeki fiyat liderliğini dikkate alır.

◆ **Büyüme Potansiyeli**

Bu faktör, bir ambalajlı gıda şirketinin faaliyet gösterdiği ülkelerdeki endüstri ortalamasına göre organik satış büyüme beklentilerini ve ürün inovasyon gücünü değerlendirir.

◆ **Çeşitlendirme**

Coğrafyaya, ürüne ve fiyat politikasına göre çeşitlendirme, daha yüksek seviyedeki derecelendirme notlarını destekleyen daha geniş kapsamlı çeşitlendirme ile analiz edilir.

Finansal Profil Temel Faktörler

◆ **Finansal Profil**

Finansal ölçütler, makul seviyedeki kaldıraç ve teminat oranlarını kapsayan standart kurumsal derecelendirme metodolojisi oranları ve bu sektörde tavan notu olan "**AA**" derecelendirme dü-

zeyine kadar hesaplanan kârlılık ve nakit akışı ölçümleridir. Finansal profil faktörleri, ilgili derecelendirme kategorileri içindeki büyüklük, kâr marjları ve kaldıraç ve kapsam ölçütlerini gösterir.

Sektör Özellikleri

◆ İstikrarlı ve Olgunlaşmış Endüstri Yapısı

Gıdanın temel bir ihtiyaç olduğu gerekçesiyle endüstri yapısının istikrarlı olduğu ve paketlenmiş gıda şirketlerinin ortalamanın altında bir risk profiline sahip olduğu düşünülmektedir. Gelişmiş ekonomilerde nüfus artışına paralel olarak paketlenmiş gıdaya olan talep de artmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki talep, tüketiciler evde üretilen veya önceden ambalajlanmamış (açık) gıdalardan hijyenik açıdan daha güvenli ambalajlı ürünlere yöneldikçe, genellikle ortalama ekonomik büyüme oranının üzerinde büyüme rakamı yakalamıştır.

Çoğu büyük paketlenmiş gıda şirketi için genel organik büyümenin sabit ile pozitif %2 arasında olması tahmin edilmektedir. Paketlenmiş gıda şirketleri, büyüme ve pazarlamaya yatırım yaparken; kârlılığı artırmak için de maliyet yönetimi ve portföy rasyonalizasyonuna odaklanmaktadır. Şirketler, ürün portföylerini ve pazar paylarını yönetmek için satın almaları, elden çıkarmaları, yeniden yapılandırmaları ve bölünmeleri yapmaya devam edecektir. Yatırım yapılabilir seviyedeki ambalajlı gıda şirketleri, tipik olarak, birkaç kategoride veya pazarda önemli pazar payına sahip, küresel olarak tanınan markaların iyi çeşitlendirilmiş ürün portföylerine sahiptir. Spekülatif seviyedeki paketlenmiş gıda şirketlerinin tipik olarak dar bir ürün portföyü vardır veya zayıf/azalan pazar payına, düşük pazar penetrasyonu olan ve bir pazara veya bölgeye yoğun bir şekilde odaklanan markalara sahiptir.

◆ **Girdi Maliyetlerinin Volatilitesi**

Gıda üreticileri, emtia ve döviz piyasalarındaki volatilitenin yanı sıra paketleme ve dağıtım maliyetleriyle de mücadele etmek zorundadır. Tarım ürünleri ve diğer ham maddeler, tipik olarak, markalı bir ambalajlı gıda şirketinin maliyet yapısının yalnızca yaklaşık üçte birini temsil eder ve bu maliyetlerdeki değişkenliğin net kâr üzerindeki etkisini azaltır.

Daha büyük, çeşitlendirilmiş gıda şirketleri, yalnızca ürün çeşitliliği nedeniyle değil, aynı zamanda fiyat artışları, ürün bazlı iyileştirmeler, maliyet azaltıcı etkiler ve etkili riskten korunma yoluyla, artan girdi maliyetlerini yönetme yetenekleri nedeniyle daha tutarlı sonuçlar üretme eğiliminde olacaktır. Maliyetlerin %10 ila %20'sini oluşturan reklam ve promosyon giderleri gibi daha isteğe bağlı maliyet bileşenleri, emtia girdilerindeki keskin artışları dengelemek amacıyla kısa dönemler için azaltılabilir. Bununla birlikte, uzun bir süreyi kapsayan bu stratejinin, satış hacimlerinin düşmesine ve oldukça rekabetçi pazarlarda pazar paylarında aşınmaya neden olması muhtemeldir.

Tablo 5: Sektöre Özgü Temel Faktörler

	Pazar Pozisyonu	**Büyüme Potansiyeli**	**Marka Gücü**	**Çeşitlilik**
Derecelendirme	**Pazar Payı**	**Organik Büyüme**	**Marka Kalitesi**	**Coğrafi**
Aa	Kategorilerinin çoğunda bir veya iki numaralı pazar lideri ve kanıtlanmış pazar payını artırma becerisi	Sürekli organik büyüme ile sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşen büyüme	Bilinirliği yüksek ve rakipler tarafından kopyalanamayan küresel ve yerel markalardan oluşan geniş portföy	Olgun ve gelişmekte olan ekonomiler arasında oldukça çeşitlendirilmiş coğrafi yapı

A	Payı koruma veya büyütme konusunda kanıtlanmış yeteneğiyle birçok kategoride pazar lideri	Organik büyüme ile beraber sektörden düşük büyüme	Çok güçlü marka portföyü ve yüksek bilinirlik	Bölgesel olarak (büyük ekonomiler için) ve/veya gelişmekte olan ve gelişmekte olan ekonomiler arasında çeşitlendirilmiş coğrafi yapı
BBB	Farklı kategorilerde farklı pazar paylarıyla yer alarak, farklı ürün portföyü ile pazar payını koruma becerisi	Ortalama organik büyüme eğilimi	İyi bilinirliğe sahip güçlü marka portföyü	Orta derecede coğrafi çeşitlendirme
BB	Ağırlıklı olarak düşük pazar paylarına sahip ikincil veya üçüncül markalar ve azalan pazar payı	Ortalamanın altında veya hafif düşüş gösteren organik büyüme	Daha zayıf marka portföyüne doğru eğilim	Sınırlı coğrafi çeşitlendirme
B	Düşük veya azalan pazar payına sahip, niş veya dar kategorideki küçük oyuncu	Organik büyüme hızında düşüş	Alaka düzeyi azalan daha zayıf marka portföyüne eğilim	Bir ülke veya bölgede yoğunlaşma

CCC	Azalan pazar payına ve düşük müşteri sadakatine sahip oyuncu.	Çok düşük müşteri sadakati ve organik büyüme oranındaki sürekli düşüş	Marka portföyünü uzun vadeli sürdürülebilirliğinin sorgulanması	Nakit akışlarının ciddi durgunluk yaşadığı veya yıkıcı koşullardan önemli ölçüde etkilendiği bir bölgede yoğunlaşma
	Dağıtım Kanalı	**İnovasyon**	**Fiyat Liderliği**	**Ürünler**
AA	Fiziksel perakende ve çevrimiçi platformlar da dahil olmak üzere ilgili dağıtım kanallarında son derece çeşitlendirilmiş mevcudiyet ve konumlandırma	Tutarlı yenilik geçmişi. Yeni ürün tanıtımlarından anlamlı gelir ve/veya fiyatlandırma gücünün sağlanması	Çoğu kategoride premium seviyede fiyatlandırma veya olası satış fiyat artışlarını belirleme gücü	Gıda ürünleri ve kategorileri arasında iyi çeşitlendirilmiş
A	Fiziksel perakende ve çevrimiçi platformlar dahil olmak üzere ilgili dağıtım kanallarında çeşitlendirilmiş mevcudiyet ve konumlandırma	Pazar payını korumak veya artırmak ve fiyat belirleme gücünü yönetmek için güçlü inovasyon yapısı	Çoğu kategoride premium seviyede fiyatlandırma veya olası satış fiyatı artışlarını yönetme konusunda iyi bir yetenek	Gıda ürünleri ve kategorileri arasında çeşitlendirilmiş

Bbb	Fiziksel perakende ve çevrimiçi platformlar dahil olmak üzere ilgili dağıtım kanallarında iyi bir mevcudiyet ve konumlandırma	Pazar payını korumayı sağlayan inovasyon yapısı	Birkaç kategoride fiyat belirlemede lider pozisyon ve diğer kategorilerde fiyat hareketlerini takip etme	Orta düzeyde portföy çeşitliliği
Bb	Sınırlı dağıtım kanalları ve rakiplere göre zayıf konumlandırma	Düşük inovasyon yapısı	Çoğunlukla piyasadaki fiyat değişikliklerinin takip edilmesi.	Dar portföy
b	Düşüşte olan kanallarda konumlandırma	Sınırlı inovasyon yapısı	Her zaman piyasadaki fiyat değişikliklerinin takip edilmesi. Premium seviyedeki fiyatları yönetme gücü çok az veya hiç yok.	Tek veya çok sınırlı ürün odaklılık
Ccc	Rakiplere göre zayıf konumlandırma ve düşüşte olan kanalların kullanımı	İnovasyon için gereken finansal esneklik eksikliği	Bir değer zincirindeki en zayıf konumda olma ve bunun etkisiyle şirketin üzerinde güçlü bir baskının olması	Sınırlı koşullarla beraber tek bir ürüne odaklılık

Tablo 6: Sektöre Özgü Temel Faktörler (devam)

	Kârlılık	Finansal Yapı	Finansal Esneklik
Derecelendirme	**FFO Marjı**	**FFO Kaldıraç**	**Finansal Disiplin**
AA	%15	2.0x	Kamuya açıklanan korumacı finansal politika
A	%11	3.0x	Yalnızca ılımlı değişimlere izin verilen konservatif bir politikanın sürdürülmesi
BBB	%9	4.0x	Emsallerine göre daha az muhafazakar ama genellikle tutarlı bir şekilde gerçekleşen uygulama
BB	%7	5.0x	Finansal politikaların korunması ancak bunları uygulamadaki esnekliğin not düşürme gerekçelerine yol açması
B	%5	6.0x	Finansal politikanın uygulandığına dair bir kayıt olmaması
CCC	Başa baş veya FFO seviyesinde zarar etme.	>8.0x	Finansal yönetimin, disiplinin çoğunu kaybetmesiyle kriz ortamına uygun olarak sık sık, ani karar değişiklikleri yaşaması
	FAVÖK Marjı	**FFO Net Kaldıraç**	**Likidite**
AA	%23	1.5x	Likidite yönetiminin rahat olması; ciddi bir stres senaryosu altında bile önümüzdeki 24 ayda dış finansman kullanmaya gerek olmaması. Geniş bir vadeye yayılmış borç yapısı. Çeşitlendirilmiş finansman kaynaklarının mevcudiyeti.

A	%20	2.5x	Likidite yönetiminin rahat olması; Önümüzdeki 12 ayda ciddi bir stres senaryosu altında bile dış finansman kullanmaya gerek olmaması. Geniş bir vadeye yayılmış borç yapısı. Çeşitlendirilmiş finansman kaynaklarının mevcudiyeti
BBB	%15	3.5x	Bir yıllık likidite oranı 1.25x'in üzerinde olması. Zamana iyi yayılmış vade yapısı ancak az çeşitlendirilmiş fonlama
BB	%12	4.5x	Likidite oranı yaklaşık 1.0x. Zamana iyi yayılmamış vade yapısı ve yoğun fonlama
B	%8	5.5x	Likidite oranı 1,0x'in altında. Tek bir finansman kaynağına aşırı bağımlı olma durumu.
CCC	Orta tek haneli veya daha düşük	>7.5x	Likidite oranı 1.0x'in üzerinde. Kısa vadeli iyileşme beklentisi olmaması. Finansman kaynaklarının tümünün/ çoğunun yasal olarak icra riskini içermesi.
	FCF Marjı	**Döviz Riski**	**Op. FAVÖK/Ödenen Faiz**
AA	%6	Döviz uyumsuzluğu yok.	11.0x
A	%4	Kârlılık, potansiyel olarak dövize maruz kalır, ancak yerinde etkili bir koruma sağlar. Borç ve nakit akışları uyumlu.	10.0x

BBB	%3	Kârlılık ve/veya borç/nakit akışı eşleşmesinde bir miktar döviz kuru riski vardır. Zamanında korumanın uygulanması	6.5x
BB	%2	Kârlılık ve/veya borç/nakit akışı uyumuna ilişkin kur riski. Bazı riskten korunma işlemleri uygulanır ancak kısmen etkilidir.	4.0x
B	%1	Önemli miktarda döviz açığının bulunması, Önemli veya etkin bir mekanizmanın kurulmaması	3.0x
CCC	FCF seviyesinde başa baş veya zarar etme	Döviz kaynaklı zarara maruz kalınması. Borcun nakit olarak ödeme kabiliyetinin baskı altında kalması.	<1.0x
	Kârlılığın Volatilitesi		**FFO Faiz Kapsamı**
AA	İstikrarlı veya tutarlı kâr üretimi.		10.0x
A	Sektör ortalamasından daha düşük kâr volatilitesi.		8.5x
BBB	Sektör ortalamasına uygun kâr volatilitesi.		6.0x

BB	Sektör ortalamasından daha yüksek kâr volatilitesi.		3.5x
B	Sektöre göre yüksek kâr volatilitesi.		2.0x
CCC	Sektöre göre istisnai derecede yüksek kâr volatilitesi.		<1.0x

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

Örnek 2: Otomotiv Üreticileri

Sektör Risk Profili

Orijinal Ekipman Üreticileri (OEM, Original Equipment Manufacturers) ortalamanın üzerinde bir risk profiline sahiptir. Otomotiv üreticilerinin risk profili, endüstrinin belirgin döngüsellik ve volatilitesini, ekonomik gösterge ve sosyal trendlerle ilişkisini ve çok sayıda regülasyona maruz kalmasını yansıtır. Aynı zamanda yasal yönlendirmelere, fiyatlandırma baskısına ve dalgalanan emtia fiyatları da dahil olmak üzere karmaşık bir sektörel yapıya sahiptir. Finansal kuruluşlar da sektörün fonlanması açısından sektör üzerinde önemli bir rol oynamaktadır.

Nispeten yüksek operasyonel ve finansal risklere sahip olan OEM'lerin derecelendirmeleri, "**BB**" ile "**BBB**" arasındaki derecelendirme kategorilerinde kümelenir, ancak güçlü finansal yapıya sahip olanların notları "**A**" derecelendirme kategorisine yükseltilebilir. Fakat, sektördeki olumlu veya olumsuz gelişmeler şirketlerin derecelendirme notları üzerinde oldukça önemli bir etkiye sahip olmakla beraber yüksek korelasyona sahiptir.

Sektöre Özgü Temel Faktörler

◆ **Pazar Konumu**

Pazar konumunda genel olarak şirketlerin büyüklük ölçeği, rekabet gücü ve ürün konumlandırması, özellikle de markaların premium olup olmadığı değerlendirilir.

◆ **Marka Gücü**

Marka gücü; üreticinin kilit pazarlardaki paylarını, piyasa değerini ve bilinirliğini belirler. İndirimlerle desteklenen artan pazar payı marka değerindeki aşınmayı artıracağı için bu faktörleri birlikte değerlendirmek önemlidir.

◆ **Maliyet Pozisyonu**

Maliyet pozisyonu; şirketlerin kapasite kullanım oranları, ulusal veya uluslararası bağlantılar yoluyla sinerji yaratma yeteneği ile ölçülen maliyet yapısının esnekliğinde kilit bir faktördür.

◆ **Çeşitlendirme**

Çeşitlendirme; sektörün belirgin döngüselliğini ve volatil etkilerini, çeşitli pazarlara yayarak hafifletme becerisini ifade etmektedir. Satışların bir veya birkaç segmentte ya da üründe yoğunlaşması, değişen tüketici alışkanlıkları ve yeni bir ürünün potansiyel arızası gibi durumlar risk unsurlarını barındırmaktadır.

Finansal Profil Temel Faktörler

◆ **Finansal Profil**

Finansal ölçütler, makul seviyedeki kaldıraç ve teminat oranlarını kapsayan standart kurumsal derecelendirme metodolojisi oranları ve bu sektörde tavan notu olan "**A**" derecelendirme düzeyine kadar hesaplanan kârlılık ve nakit akış ölçümleridir.

Temel kredi ölçütlerinin analizi, üreticinin temel endüstriyel operasyonlarına odaklanır. Faaliyetleri destekleme amaçlı kurulan çok ortaklı büyük girişimler, ortaklık düzeyine göre sınıflandırılarak şirketlerin bilanço ve gelir tablolarına katkı sağlar ve bu etkiler metodolojiye göre incelenir.

Sektör Özellikleri

◆ **Ekonomik ve Sosyal Trendlere Maruz Kalma**

Sektörün yüksek operasyonel riskleri, sektörün belirgin döngüselliğini ve üreticilerin değişken gelir, kazanç ve nakit akışlarını yansıtmaktadır. Otomotiv sektöründe üretilen araçlar, GSYİH gelişimi, işsizlik seviyesi, harcanabilir gelir, tüketici güveni, finansmanın mevcudiyeti ve demografi gibi temel ekonomik göstergelere ve sosyal eğilimlere güçlü bir şekilde maruz kalan yüksek fiyatlı tüketici takdirine bağlı ürünlerdir.

Bireysel ve kurumsal talep doğrultusunda sıfır araç satışı yapılmaktadır. Kurumsal talep ağırlıklı olarak filolardan (şirket arabaları ve kiralık filolar) oluşur ve genel ekonomik koşullara ve kurumsal güvene bağlıdır. Perakende talebi, yenileme ve ilk kez alıcıları (büyüme talebini) içerir ve esas olarak araçların ortalama yaşına ve karşılanabilirliğine bağlıdır. Büyüme talebi ise çoğunlukla ekonomik gelişme, satın alınabilirlik, demografi ve penetrasyon oranı tarafından yönlendirilir.

◆ **Regülasyon Düzenlemeleri**

Otomotiv endüstrisi, birçok ülkede ekonomi ve istihdam için çok önemlidir. İflaslara yol açması muhtemel aşırı stresli durumlarda; regülatif müdahalenin daha olası olması beklenir ancak üreticilerin zayıf bir kredi profiliyle (zayıf bir kredi yapısı ve düşük ödeme kapasitesi) yine de çalışmaya devam edebileceğinden ve hızlı iflas riski olmadığında doğrudan devlet

desteği olasılığı çok düşüktür. Tarihsel veriler incelendiğinde düzenleyici kuruluşların sektör üzerinde notu artırıcı etkisi olmadığı gözlemlenmiştir. Ayrıca, devlet müdahalesi ve desteği çeşitli türlerde olabilir ve öncelikle istihdamı korumayı amaçlayabilir.

◆ **Tüketici Ürünleri Özellikleri**

Otomotiv sektörü de marka ve imajın önemli olduğu tüketim ürünleri sektörünün özelliklerini taşımaktadır. Ürünlerin çekici kalmasını ve sık sık değiştirilmesini sağlamak için sürekli yatırım gerektirir. Binek otomobiller tipik olarak altı ila sekiz yıllık bir yaşam döngüsüne sahiptir ve üç yıl sonra ara bir makyaj yapılır; bu ürün döngüleri, sektörün doğal döngüselliğini birleştirir. Sanal teknolojilerin kullanımıyla kısaltılmış olsa da ürün geliştirme hâlâ birkaç yıl almakta ve önemli miktarda yatırım gerektirmektedir.

◆ **Teknolojik Bozulma ve Yeni Mobilite Trendleri**

Hızla değişen tüm teknolojik ortama paralel olarak otomotiv üreticileri, ulaştırma araçlarının yeni enerji türlerine geçişindeki hızlanmadan ve otonom araçlara yönelik araştırmaların hızından etkilenmektedir. Aynı şekilde, yeni mobilite konseptleri ortaya çıkmakta ve otomobilin kullanımı ve imajı gelişmektedir. Araba paylaşımı ve araç çağırma, insanların otomobili nasıl algıladıklarını ve kullandıklarını yeniden tanımlamakta ve OEM'lerin kademeli olarak geleneksel otomobil üreticilerinden kapsamlı ulaşım hizmetleri sağlayıcılarına geçmesine yol açmaktadır.

Bu değişikliklerin etkisi, geleneksel OEM'ler ve tedarikçiler için kısa vadeli bir tehdit oluşturmasa da potansiyel uzun vadeli etkiler önemli olabilir. Özellikle, yeni ulaşım araçları ve trend değişikliği, genellikle stratejik bir yeniden odaklanmayı

tetikler ve önemli yatırımlar gerektirir. Tedarik zincirinin tamamındaki tüm faktörlerin yeri de değişmekte ve bazı tedarikçiler değer zincirinde daha fazla ağırlık kazanmaktadır. Yeni start-up'lar ve teknoloji şirketleri ortaya çıkmakta ve geleneksel üreticileri stratejilerini ve üretim ayak izlerini yeniden düşünmeye zorlamaktadır.

◆ **Finansal Hizmetler**

Çoğu araç ya krediyle finanse edildiğinden ya da üreticilere bağlı finansal hizmetler (Financial Service, FS) kuruluşları ya da harici bankalar veya finansal kuruluşlar aracılığıyla kiralandığından, finansmanın sürekli kullanılabilirliği kritik öneme sahiptir. Özellikle, FS kuruluşları, son müşterilere ve onların bayilerine kredileri yeniden finanse etmek için sermaye piyasalarına ve banka finansmanına kolay ve sürekli erişime ihtiyaç duyar.

Çoğu üretici aynı zamanda sigorta aracılık, filo yönetimi hizmetleri, yatırım ürünleri ve kredi kartlarının yanı sıra araba paylaşımı ve araç çağırma gibi çeşitli mobilite hizmetleri dahil olmak üzere FS bölümlerine yeni araç sahipliği biçimleri ve yardımcı finansal hizmetleri de dahil etmektedir.

◆ **Pazara Giriş Engelleri**

Yukarıda ayrıntıları verilen faktörler, yeni oyuncuların sektöre girişini zorlaştırarak pazarda mevcutta yer alan oyuncuları korumaktadır. Geniş bir dağıtım ağına ihtiyaç duyulması, ürün geliştirme ve teknoloji için gerekli olan önemli yatırımlar veya özellikle premium segmentte markanın önemi gibi diğer faktörler, yeni oyuncuların girişinin önündeki diğer engellerdir. Bununla birlikte, özellikle elektrikli araçlar gibi gelişmekte olan veya niş pazarlarda bu faktörler yeni rakiplerin girişini zorlaştırmamaktadır.

Tablo 7: Sektöre Özgü Temel Faktörler

	PAZAR KONUMU	ÇEŞİTLENDİRME	MARKA GÜCÜ	FİNANSAL POZİSYONU
Derece	**Ürün Konumlandırma**	**Ürün Yelpazesi**	**Marka Değeri**	**Kapasite Kullanımı**
AA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A	Birinci sınıf ve büyük ana akım markaları birleştiren iyi dengelenmiş portföy	Üç ile dört temel ürün veya ürün portföyüne olan minimum bağımlılık (toplam birim satışların %50'si)	Son derece güçlü ve istikrarlı marka değeri (>15 milyar dolar) ve bilinirlik	Esnek finansal yapısı ve yüksek kapasiteli kullanım oranları
BBB	Daha yüksek marjlara sahip olan büyük premium üretici	Üç ile dört temel ürüne veya ürün portföyüne olan orta derecede bağımlılık (ilk dört ürün > toplam birim satışların %50'si)	Güçlü marka değeri (>5 milyar dolar)	Makul finansal yapısı ve daha düşük ve daha değişken kapasite kullanım oranları
BB	Büyük hacimli veya küçük premium üretici	İki ile üç temel ürüne biraz bağımlılık (ilk üç ürün > toplam birim satışların %60'ı)	Orta marka değeri	Düşük kapasite kullanım oranları ve yüksek düzey sabit maliyetlere yol açması
B	Küçük/niş üretici	İki ile üç temel ürüne aşırı bağımlılık (ilk üç ürün > toplam birim satışların %75'i)	Düşük marka değeri	Zayıf ve esnek olmayan maliyet yapısı
CCC	Kârın çoğunun belirli ürünlerden elde edilmesi	Yoğun bir talep düşüşüyle karşı karşıya kalan birkaç ürüne aşırı bağımlılık	Ciddi şekilde bozulmuş marka değeri	Zayıf ve esnek olmayan finansal yapı ve piyasadaki küçük düşüşlerde bile yüksek kırılganlık

	Genel Ölçek	Coğrafya	Pazar payı	Sinerji Potansiyeli
AA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A	Birinci sınıf üretici (satış > 6 milyon adet)	Bir ile iki nihai pazara minimum bağımlılık (toplam birim satışların <%40'ı)	Anahtar pazarlarda sürdürülebilir ilk üç ile ilk beş konum arasında konumlanma	Dış işbirlikleri olmadan önemli sinerji potansiyeli
BBB	Büyük üretici (satış > 4 milyon adet)	Bir veya iki nihai pazara orta derecede bağımlılık (toplam birim satışların >%40'ı)	Çoğu kilit pazarda sürdürülebilir ilk beş içinde konumlanma	Sinerji için yüksek potansiyel, dış işbirlikleri için çok sınırlı ihtiyaç olması
BB	Orta ölçekli üretici (satış > 2 milyon adet)	Bir veya iki nihai pazara biraz bağımlılık (toplam birim satışların >%60'ı)	Önemli pazarlarda ilk beşten ilk 10'a kadar konumlanma	Bağımsız bazda sınırlı sinerji potansiyeli ve dış işbirliklerine olan güçlü ihtiyaç
B	Küçük üretici (satış <2 milyon adet)	Bir veya iki nihai pazara aşırı bağımlılık (toplam birim satışların >%75'i)	Çoğu pazarda ilk 10 pozisyon içerisinde konumlanma	Dış ortaklar olmadan iş modelini sürdürmenin imkansızlığı
CCC	Zayıf rekabet gücüne yol açan küçük ölçek	Düşen bir veya iki nihai pazara aşırı bağımlılık	Çoğu pazarda küçük oyuncu	Tek başına iş modelini sürdürmesi zor ve düşük seviyede uygun işbirliği kurma olasılığı

		Üretim		
AA		n.a.		
A		Bir ülkede/bölgede çok az üretim yoğunluğu ve satış ile üretim arasında minimum uyumsuzluk		
BBB		Satış ve üretim arasında orta düzeyde uyumsuzluk		
BB		Satış ve üretim arasında bazı uyumsuzluklar		
B		Bir ülkede/bölgede yoğun üretim yoğunlaşması ve satış ile üretim arasında önemli uyumsuzluk		
CCC		Üretimin tek bir ülkede/bölgede yoğunlaşması ve satış ile üretim arasındaki uyumsuzluğun büyük bir rekabet dezavantajına yol açması		

Tablo 8: Sektöre Özgü Temel Faktörler (devam)

	Kârlılık	Finansal Yapı	Finansal Esneklik
Derece	**FFO Marjı**	**FFO Kaldıraç**	**Finansal Disiplin**
AA	n.a.	n.a.	Ilımlı bir finansal politikanın mevcudiyeti. Yüksek uyumluluk

A	%9	0.5x	Yalnızca ılımlı değişimlere izin verilen konservatif bir politikayı sürdürülmesi.
BBB	%7	1.5x	Emsallerine göre daha az muhafazakar ama genellikle tutarlı bir şekilde gerçekleşen uygulama.
BB	%4	2.5x	Finansal politikaların korunması, ancak bunları uygulamadaki esnekliğin not düşürme gerekçelerine yol açması.
B	%2	4.0x	Finansal politikanın uygulandığına dair bir kayıt olmaması.
CCC	FFO düzeyinde ısrarlı ve yapısal olarak başa baş veya zarar eden yapı	6.0x ve üstü.	Finansal yönetimin, disiplinin çoğunu kaybetmesiyle kriz ortamına uygun olarak sık sık, ani karar değişiklikleri yaşaması.
	FAVÖK Marjı - Grup	**FFO Net Kaldıraç**	**Likidite**
AA	n.a.	n.a.	Likidite yönetiminin rahat olması; ciddi bir stres senaryosu altında bile önümüzdeki 24 ayda dış finansman kullanmaya gerek olmaması. Geniş bir vadeye yayılmış borç yapısı. Çeşitlendirilmiş finansman kaynaklarının mevcudiyeti.
A	%6	Olumsuz	Likidite yönetiminin rahat olması, önümüzdeki 12 ayda ciddi bir stres senaryosu altında bile dış finansman kullanmaya gerek olmaması. Geniş bir vadeye yayılmış borç yapısı. Çeşitlendirilmiş finansman kaynaklarının mevcudiyeti.

BBB	%4	1.0x	Bir yıllık likidite oranı 1,25x'in üzerinde. Borcun iyi yayılmış vade programı, ancak fonlama daha az çeşitlendirilmiş olabilir.
BB	%2	2.0x	Likidite oranı yaklaşık 1.0x. Daha az pürüzsüz borç vadesi veya yoğun fonlama.
B	Olumsuz	3.5x	Likidite oranı 1,0x'in altında. Tek bir finansman kaynağına aşırı bağımlı.
CCC	FAVÖK seviyesinde ısrarlı ve yapısal olarak başa baş veya zarar eden yapı.	5.5x ve üstü.	1.0x'in üzerinde likidite skorunda kısa vadeli iyileşme beklentisi yok. Finansman kaynaklarının tümü/çoğu maddi yürütme riskine tabidir.
	FCF Marjı	**Döviz Riski**	**FFO Faz Kapsamı**
AA	n.a.	Döviz uyumsuzluğu yok.	n.a.
A	%2.5	Kârlılık, potansiyel olarak döviz riskine maruz kalır, ancak yerinde etkili bir koruma sağlar. Borç ve nakit akışları uyumlu.	9.0x
BBB	%1.5	Kârlılık ve/veya borç/nakit akışı eşleşmesinde bir miktar döviz kuru riski yaratır. Yerinde etkili koruma.	7.0x
BB	%0.5	Kârlılık ve/veya borç/nakit akışı uyumuna ilişkin kur riski. Bazı riskten korunma işlemleri uygulanır ancak yalnızca kısmen etkili olur.	5.0x

B	Olumsuz	Yüksek döviz maruziyeti. Yerinde önemli/etkisiz riskten korunma bulunmaması.	3.5x
CCC	Harcama azaltma ve fonlama açıkları konusunda sınırlı/hiç esnek olmayan negatif FCF marjının daha da bozulması	Döviz kaynaklı zarara maruz kalınması. Borcun nakit olarak ödeme kabiliyetinin baskı altında kalması.	Sürekli olarak 2.0x'in altında.
	Marjların Volatilitesi		
AA	n.a.		
A	Marjların düşük volatilitesi		
BBB	Döngü boyunca düşük ancak pozitif marjlara yol açan volatilite		
BB	Biraz daha volatilitenin, döngüsellikte orta ve geçici kayıplara yol açması		
B	Döngü boyunca işletme kayıplarına yol açan önemli seviyede volatilite.		
CCC	Çok değişken ve sürdürülebilir şekilde gerçekleşen negatif marjlar		

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

ERKEN UYARI SİNYALLERİ

BİLANÇOYA İLİŞKİN ERKEN UYARI SİNYALLERİ

- Bilanço düzenlenme zamanının gecikmesi,
- Firmanın likidite düzeyinin bozularak işletme sermayesi açığının oluşması,
- Nakit dönüş gün sayısının hızla artması,
- İlişkili taraflardan ticari alacaklarda büyük artış,
- Satışlarla desteklenmeyen stok düzeyi,
- İş modeline uymayan şekilde sabit varlıklarda gerçekleşen hızlı yoğunlaşmalar,
- Şüpheli ticari alacaklardaki artış,
- Maddi olmayan duran varlıklarda hızlı yoğunlaşmalar,
- Kısa vadeli yükümlülüklerin dönen varlıklardan fazla olması,
- Finansal borçların ağırlıklı olarak kısa vadede yoğunlaşması,
- Finansal borç düzeyi sabitken ticari borçların hızla artması,
- Öz kaynakların toplam varlıklar içerisindeki düşük payı,
- Öz sermayenin toplam öz kaynaklar içerisindeki düşük payı,
- Yeniden değerleme fonu ve yabancı para çevrim farkı gibi nakdi giriş olmayan kalemlerin öz kaynaklar içerisindeki yüksek payı,

- Denetim raporunun olumlu görüş bildirilmemesi,

GELİR TABLOSUNA İLİŞKİN ERKEN UYARI SİNYALLERİ

- Satış rakamlarının döngüselliğinin bozulması,
- Satılan malın maliyetinin volatil olması,
- Brüt kâr marjının yüksek seviyede dalgalanması,
- Operasyonel harcamaların satışlara oranının hızla artması,
- Tek seferlik gider kalemlerinin kârlılık düzeyine etkisi,
- Şüpheli alacak zararları ve karşılıkların artması,

NAKİT AKIM TABLOSUNA İLİŞKİN ERKEN UYARI SİNYALLERİ

- Faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışının (CFO) negatif olması,
- Faaliyetlerden serbest nakit akışının (FOCF) negatif olması,
- Serbest nakit akışının (UCF) negatif olması,

FİNANSAL TABLO MAKYAJLARI

Finansal tablo makyajları yatırımcıları çekebilmek için kârlılığı yüksek göstermek ya da daha az vergi ödemek amacı ile kârlılığı baskılamak yönünde gerçekleştirilebilir. Kredi derecelendirme analizleri sırasında bu makyajların farkında olmak ve bu kapsamda makyajları elimine ederek analizleri gerçekleştirmek gerekir. Finansal tablo makyajlarının pek çok yolu bulunmaktadır. Aşağıda bunlara örnek olabilecek bazı maddeler sıralanmıştır.

KÂRLILIK METRİKLERİNİ DAHA YÜKSEK GÖSTERME AMAÇLI MAKYAJLAR

- Finansal giderlerin aktifleştirilmesi
- Amortisman giderlerinin ayrılmaması
- Alacak ve borç senetlerinin bugünkü değerleriyle gösterilmemesi,
- Bilançoda finansal borç olmasına rağmen, gelir tablosunda faiz giderinin bulunmaması,
- Ticari alacakların iskonto edilerek FAVÖK rakamının yükselmesi.

LİKİDİTE METRİKLERİNİ DAHA YÜKSEK GÖSTERME AMAÇLI MAKYAJLAR

- Uzun vadeli finansal borcun kısa vadeli kısmının ilgili hesaplarda gösterilmemesi,
- Finansal borcun kayıtlara yansıtılmaması: Bu olumsuzluğu bertaraf edebilmek için Risk Merkezi kayıtlarının incelenmesi faydalıdır.
- Grup içerisinde gerçek olmayan borç alacak enstrümanlarının yaratılması.
- Ortaklardan alacak/ortaklara borç kalemlerinin kayıt dışı faaliyetleri kamufle etmek için kullanılması
- Şüpheli ticari alacaklar kaleminin eksik ya da hiç gösterilmemesi (Seval, 2020)

3. BÖLÜM

METODOLOJİ

GENEL BAKIŞ VE KAPSAM

Bu bölümde, finans ve kamu hizmeti haricindeki kurumsal şirketler için genel derecelendirme metodolojisi ve kriterleri özetlenmektedir. Kriterler, analitik süreci ortak bir çerçeveye göre düzenler, firmaların faaliyette bulunduğu sektöre göre değişebilir ve bir tüzel kişilik için Temel Risk Profili (TRP), Bağımsız Risk Profili (BRP) ve Kurum Kredi Ratingi (KKR) geliştirme adımlarını ifade eder.

Değerlendirme esas olarak, bu metodoloji kapsamında ele alınan şirketlerin iş riski profili ve finansal risk profillerini ve şirketlerin BRP'sini etkileyebilecek ve değiştirebilecek ilgili diğer faktörleri dikkate alır.

İş riski profili değerlendirmesi, asıl olarak şirketin dahil olduğu sektör riski ve firma konumlandırması faktörleri dikkate alınarak bir şirketin risk ve getiri potansiyelini içerir. Firma konumlandırması, sektörün rekabet koşullarını ve şirketin sektördeki rekabetçi konumunu, şirketin ölçeğini, şirketin çeşitlendirme kabiliyetini ve kapasitesini, operasyonların verimliliğini ve kârlılığını kapsar. İş risk profili, şirketin finansal risk profilini de doğrudan etkiler ve şirketin öngörülen ekonomik performansı için temel oluşturur.

Finansal risk profili ise, şirket yönetiminin iş riski profili ve finansal risk iştahını dikkate alarak aldığı kararlarının sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Bu, yönetimin, şirketin finansmanını nasıl sağladığına ve bilançosunu nasıl oluşturduğuna ilişkin

değerlendirmeleri gerektirir. Bu aynı zamanda nakit akışları ile finansal taahhütleri arasındaki ilişkiyi de gösterir. Kurumsal bir firmanın finansal risk profili değerlendirmesini belirlemek için finansal analizde asıl olarak dikkate alınan değişkenler kaldıraç (leverage), karşılama (coverage), kârlılık (profitability), etkinlik (efficiency) oranlarıdır.

İş ve finansal risk profil değerlendirmelerinden sonra bir temel risk profil (TRP) belirlemek için bu değerlendirmeler birleştirilir. TRP, ek derecelendirme faktörleriyle değiştirilebilir. Bunlar modülatörler olarak adlandırılır ve temel olarak şu faktörler dikkate alınır: likidite, borç yapısı, finans politikası, kurumsal dinamikler, çevresel, toplumsal ve kurumsal yönetişim (ESG), diğer uyarlamalar (Fine-tuners) ile firmaların memzuç kayıtları. Bu değerlendirmeler üç aşamada gerçekleştirilir. Birinci aşamada likidite değerlendirmesi yapılır, ikinci aşamada borç yapısı, finans politikası, kurumsal dinamikler, çevresel, toplumsal ve kurumsal yönetişim (ESG), diğer uyarlamaların birlikte dikkate alındığı bir değerlendirme yapılır. üçüncü ve son aşamada ise firmaların memzuç kayıtları incelenerek, firmaların bankacılık sisteminde yaşamış oldukları olumsuz kayıtlar dikkate alınır. Modülator değerlendirmesinden sonraki aşamada ise destek değerlendirmeleri ele alınır; grup desteği, kamu ile ilişkili destekler ve varsa diğer dış destek unsurları ile firmaların Kurum Kredi Ratingi (KKR) elde edilir. Firmaların ihraçlarının olması durumunda ise ihraca özel değerlendirme unsurlarının dikkate alınarak İhraç Ratingi'ne (İR) ulaşılır.

KURUMSAL RATİNG METODOLOJİSİNİN GENEL YAPISI

TEMEL ÇERÇEVE

Temel çerçeve olarak, kurumsal analitik metodoloji, analitik süreci düzenler ve tüm önemli konuları dikkate almak için süreci birkaç alt faktöre böler. Şirketin iş risk profili analiz edilir, finansal risk profili hakkında değerlendirmeler yapılır, ardından bunlar firmanın temel profilini belirlemek için birleştirilir ve temel profili değiştirebilecek modülatörleri göz önünde bulundurarak analiz edilir. Değişim olumlu veya olumsuz bir şekilde olabilir.

Bir şirketin iş riski değerlendirilmesi, sektör riski ve firma konumlandırma analizlerini birleştirir. Kaldıraç, karşılama, kârlılık ve verimlilik oranı analizleri, şirketin finansal risk profilini kapsar. Analiz daha sonra şirketin TRP'sini belirlemek için iş ve finansal risk profillerini birleştirir.

TRP'yi belirledikten sonra, bunu değiştirmek için ek faktörler kullanılır. Bunlar modülatör olarak adlandırılır. 3 aşamadan oluşan modülatör değerlendirmesinde her bir aşamanın sonucunda, firmanın temel profilini bir veya daha fazla not artırabilir veya azaltabilir- veya hiçbir etkisi olmayabilir.

İş riski profili nitel değerlendirme ve nicel bilgilerin karışımı olup, temel olarak iki ana unsurdan oluşur; sektör değerlendirmesi ve firma konumlandırması. Nitel değerlendirmeler, çeşitlendirme pozisyonunu değerlendirmek için kullanılan bir şirketin ürün ve/veya hizmet yelpazesinin çeşitlilik düzeyi gibi

risk faktörlerini farklılaştırır. Nicel bilgiler, şirketin verimliliğini değerlendirirken incelenen gelir ve kârlardaki değişiklikler gibi geçmiş, güncel ve tahmin edilen verileri içerebilmektedir.

Finansal risk profili değerlendirmeleri tamamen nicel faktörlere odaklanırken, kaldıraç, karşılama, kârlılık ve verimlilik metriklerini içerir.

Temel Risk Profili (TRP), iş ve finansal temellerin birleşiminden kaynaklanmaktadır. TRP belirlendikten sonra, modülatörler Bağımsız Risk Profili (BRP) atamak için kullanılır. BRP belirlendikten sonra varsa grup veya kamu desteği etkisi değerlendirmesi sonucu firmanın Kurum Kredi Ratingi (KKR) sonucuna ulaşılır. Kamu veya gruptan gelen destek veya olumsuz etki, KKR değerlendirmesinde dikkate alınır. Destek veya olumsuz etki hem iş hem de finansal risk faktörlerini etkileyebilir. Bu tür bir destek veya olumsuz etki, sektör değerlendirmesini, diğer firma konumlandırma unsurlarını, finansal risk profilini, likidite analizini ve karşılaştırılabilir derecelendirme analizini etkileyebilir.

İŞ RİSKİ PROFİLİ

Bir şirketin kilit pazarlardaki konumu, ürün ve marka üstünlüğü ve fiyat etkisi gibi rekabetçi pazar baskısına direnme yeteneğini yansıtan çok az faktör vardır. Üst düzey işletme performansının korunması büyük ölçüde ürün çeşitliliğine, satışların coğrafi dağılımına, müşteri ve tedarikçi çeşitliliğine ve rekabetçi maliyet konumuna bağlıdır. Boyut ve kapsam; operasyonel verimlilik, ölçek ekonomileri, finansal esneklik ve rekabet gücü açısından önemli avantajlar sağlıyorsa önemli bir faktör olabilir. Bununla birlikte, şirketin büyüklüğü her zaman daha yüksek derecelendirmelerle sonuçlanmayabilir.

Önemli iş riski profili faktörleri, her sektör için endüstri spesifikasyonlarına göre özelleştirilmiş çok çeşitli niteliksel değerlendirme ve niceliksel bilgileri kapsar. Sektör değerlendirmeleri, kurumsal derecelendirme kriterleri ilkelerinin uygulanmasına ilişkin iç görü sağlamak amacıyla her sektör için bir dizi önemli ve yaygın olarak gözlemlenen veya beklenen unsurları içerir.

Sektör riski değerlendirmesi ve firma konumlandırma değerlendirmelerinin konsolidasyonu, bir şirketin iş riski profilini belirler. Bir şirketin güçlü ve zayıf yönleri, risk değerlendirmesi için çok önemli belirleyici faktörlerdir. Güçlü ve zayıf yönler, bir şirketin yükümlülüklerini zamanında yerine getirmek için nakit akışı yaratma kabiliyeti ile yakından ilişkilidir.

İş riski değerlendirmesinin entegre bir bileşeni olan sektör değerlendirmesi, bir şirketin faaliyet gösterdiği pazarların karşılaştırmalı fonksiyonel birlikte çalışabilirliğini tanımlar.

Firma konumlandırma değerlendirmesi, bir şirketin sektördeki kilit faktörlerin kullanımı veya ilgili riskleri daha etkin bir şekilde azaltma, rekabet avantajı kazanma ve sektör riskine karşı daha savunmasız veya eksik olanlara göre daha iyi bir iş riski profili elde etme ile ilgili durumunu tanımlar.

İş riski profili değerlendirme sonucuna ulaşmak için sektör ve firma, konumlandırma değerlendirme sonuçlarının birleşimini kullanılır. İş riski profili değerlendirmesi, firmaya özgü değerlendirmelerin kredibilite açısından daha ön plana çıktığı düşünüldüğünden, firma konumlandırmasının karşılaştırmalı gücüne dayanır. Firma konumlandırması ise bir şirketin rakiplerine göre halihazırda edindiği veya edinmeye çalıştığı konumu ifade eder. Aşağıda ilgili başlıklar detaylandırılmıştır.

SEKTÖR DEĞERLENDİRMESİ

Sektör değerlendirmesi temel olarak iki faktör içerir; birincisi sektörün döngüsellik değerlendirmesi, ikincisi ise sektörün rekabet gücüdür.

Döngüsellik değerlendirmesi, sektörlerin geçmiş verilerine ve performanslarına dayanırken, rekabet gücü analizi, gelecekteki beklentiler tarafından yönlendirilir. Döngüsellik değerlendirmesi ve rekabet gücü analizi, ağırlıklandırılmak suretiyle sektör nihai notu belirlenir. Geleceğe yönelik beklentileri içermesi nedeniyle rekabet gücü analizine daha fazla ağırlık verilir.

Döngüselliğin yüksek olduğu bir sektör, iş döngüsüne yüksek oranda duyarlı bir sektör türü olup, bu duyarlılık nedeniyle genel olarak gelirler ve kârlılık; ekonomik refah ve genişleme döneminde daha yüksek iken, ekonomik gerileme ve daralma zamanlarında ise daha düşüktür. Döngüselliğin yüksek olduğu sektörlerde faaliyet gösteren firmalar bu oynaklıkla başa çıkabilmek için daralma dönemlerinde işten çıkarmalar ve kesintiler yolunu tercih ederken, genişleme dönemlerinde daha fazla işe alım yapmakta ve gerektiğinde çalışanlarına daha fazla ücret ödeme yoluna gitmektedir.

Sektörel risk değerlendirmesinin ilk unsuru olan döngüsellik iki başlık altına incelenir: sektör satışlarının döngüselliği ve sektör kârlılığının döngüselliği. Bir sektörün kârlılık düzeyi ne kadar döngüsel olursa, bu durum o sektördeki şirketlerin kredi riskinin o derece artmasına neden olur.

Ekonomik döngü, bir büyüme döneminin (zirve) ardından, azalan faaliyet ve daralma ile birlikte dip noktaya ulaşana kadarki süreci içeren iş veya piyasa döngüsünün aşamalarından oluşur.

Sektör değerlendirmesini etkileyen diğer faktörler ise rekabet riski ve sektör büyüme eğilimleridir. Alt faktörler de sektöre giriş engelleri, sektör kârlılık düzeyleri ve trendleri ile sektör büyüme trendleridir.

Sektöre giriş engelleri, bir pazara veya sektöre yeni girenleri zorlayacak veya engelleyebilecek ve dolayısıyla rekabeti sınırlayabilecek faktörleri tanımlar. Bunlar, yüksek başlangıç maliyetleri, düzenleyici engeller veya yeni rakiplerin bir sektöre kolayca girmesini engelleyen diğer engelleri içerebilir. Giriş engelleri, pazar payı ile satış ve kârlılık düzeylerini korudukları için halihazırda sektörde bulunan firmalara fayda sağlar.

Sektöre girişin önündeki yaygın engeller, mevcut firmalara sağlanan özel vergi avantajları, patent korumaları, güçlü marka kimliği, müşteri sadakati ve yüksek müşteri değiştirme maliyetlerini içerir. Diğer engeller arasında ise, yeni şirketlerin faaliyete geçmeden önce lisans veya düzenleyici otoriteden faaliyet izni alması gerekliliği yer alır.

Kâr marjlarının ekonomik döngüselliğinin aksine, bu alt faktör, bir sektörün rekabet koşullarının, faaliyet dinamiklerinin, maliyet yapısının ve oynaklığın kâr marjları üzerindeki etkisini değerlendirir. Kriterler, bir sektörün kârlılık marjlarındaki hem seviyesini hem de trendi dikkate alır. Bu faktörler kâr marjının maliyet tarafında yer aldığından, metodoloji rekabet ve faaliyet riski ile sektör kâr marjlarını etkileyen maliyet unsurlarını özel olarak ölçmez ve değerlendirmez. Sektör kâr marjlarını etkileyebilecek bazı önemli sektör rekabeti ve işletme maliyeti hususları aşağıda verilmiştir

Hammaddeler, satılan malın maliyetinin ana bileşenidir. Dış faktörler genellikle hammadde fiyatlarındaki değişmelerin önemli bir itici gücü olarak kabul edilir. Siyasi belirsizlikler, doğal felaketler ve küresel tedarik sorunları, satılan malların ma-

liyetini etkileyen temel faktörlerdir. Hammadde fiyatlarındaki değişiklikler, brüt kârı doğrudan etkilemektedir.

Hammaddeye ek olarak, işçilik maliyetleri de satılan malın maliyetinin önemli bir parçasıdır. İşçilik maliyetlerindeki değişiklikler, teknoloji kullanımı, sigorta değişiklikleri ve diğer yan haklardaki değişiklikler dahil olmak üzere bir dizi işçilikle ilgili maliyetleri içerebilir. Kötü insan kaynakları yönetimi, bir şirkette işgücü maliyeti artışlarının temel nedenidir. Ayrıca asgari ücrete ilişkin düzenleme, işgücü maliyetlerinin artmasında bir dış kaynaktır.

Firmayı etkileyen her türlü mevzuat, tüzük ve yönetmeliklerden oluşan ve sektörlerin uymak zorunda olduğu tüm düzenlemeleri içeren siyasi ve hukuki ortam da kâr marjlarını etkileyebilecek bir diğer unsurdur. Milli gelir, enflasyon, para ve maliye politikaları gibi sektörlerin kâr marjlarını doğrudan veya dolaylı olarak etkileyen faktörlerden oluşan ekonomik ortam önemli bir faktördür.

Nüfusun yapısı, özellikleri ve eğilimleri ile ilgili faktörlerin oluşturduğu demografik ortam, sektör kâr marjını etkileyen bir diğer faktördür.

Şirketlerin hedeflerine ulaşmasına yardımcı olacak yeni bilgilerin oluşturulduğu, ürün ve süreçlerde iyileştirmeye yol açan faaliyetlerden oluşan teknolojik ortam önemli bir diğer faktördür. Bir sektördeki teknolojik değişim ile ilgili maliyetler ve risk dinamikleri kâr marjlarını doğrudan etkileyebilir.

Şirketlerin faaliyet gösterdiği ülkenin iklimi, arazi yapısı, çevre kirliliği gibi ekolojik faktörlerden oluşan doğal çevresi, kâr marjını etkileyen başka bir faktördür.

Diğer sektörlere kıyasla ortalamanın üzerinde bir büyüme oranına sahip olan sektörler büyüyen sektörlerdir. Büyüyen sektörler genellikle geçmişte var olmayan yeni veya öncü endüstrilerdir. Büyümeleri, sektörde faaliyet gösteren şirketler tarafından sunulan yeni ürün veya hizmetlere olan talebin bir sonucudur.

Bir sektörün büyümesinde katalizör görevi gören bazı faktörler vardır. Bunlardan biri, girişimci ve start-up firmaları; sektörle ilgili yeni ürün ve hizmetler geliştirmeye yönlendirebilecek yenilikçi teknolojilerin ortaya çıkmasıdır. Teknolojinin sürekli değişen doğası göz önüne alındığında, bu tür teknolojilere yatırım yapmanın arkasındaki mantık, gelecekte bu sektörlerin katlanarak büyüyebilme potansiyelidir.

Düzenlemelerdeki değişiklikler de büyümeyi teşvik edebilir. Sektörlerin büyümesini etkileyen üçüncü bir faktör ise, yaşam tarzı ve tüketici tercihlerindeki değişikliklerdir.

FİRMA KONUMLANDIRMASI

Bir şirketin rakiplerine göre halihazırda edindiği veya edinmeye çalıştığı konumdur. Rekabetçi bir konum bir şirkete, rakiplerine göre bir avantaj sağlar, böylece daha fazla müşteriyi elde tutmasına/çekmesine, müşteriler nezdinde bilinirliğinin artmasına ve pazar payı kazanmasına vb. olanak tanır. Firma konumlandırma değerlendirmesinde aşağıdaki hususlar dikkate alınır:

- Ölçek ve kapsam,
- Rekabet gücü,
- Çeşitlendirme,
- Verimlilik.

Söz konusu faktörler, bir şirketin pazardaki rekabet gücünü ve ayrıca kârlılığının uzun vadeli sürdürülebilirliğini veya kırılganlığını şekillendirir. Bir şirketin iş riski profili, sektör ortalamasından daha güçlü bir dizi rekabetçi konum özelliğine sahipse güçlenecektir. Aksine, bir şirketin iş riski profili, sektör ortalamasından daha zayıf bir rekabetçi konum özellikleri grubuna sa-

hipse zayıflayacaktır. Firma konumlandırma değerlendirme sonucuna ulaşmak için izlenecek dört adım vardır.

İlk olarak, ölçek ve kapsam, rekabet gücü, çeşitlendirme ve verimlilik değerlendirilir. İkinci olarak, bu dört bileşene ağırlıklandırma faktörleri uygulanarak firma konumlandırma değerlendirmesine ulaşılır.

Bu faktörlerin her birinin göreli gücünü belirlemek için çeşitli alt faktörleri incelenir. Bu alt faktörleri, ilgili ve uygun olduklarında değerlendirmek için nicel metrikler kullanılır. Ancak her bir bileşenin genel değerlendirmesi nitelikseldir. Aşağıda firma konumlandırması için ele alınan alt faktörlere yer verilmiştir. Söz konusu faktörler firmaların faaliyette bulunduğu sektörlere göre farklılaşabilecek veya sektöre özgü ilave farklı kriterler ele alınabilecektir.

Ölçek ve Kapsam
Pazar payı
Pazar payı trendi
Ürünler ve/veya hizmetlerin yaşam evresi
Gelirlerin büyüklüğü
Ticari faaliyetlerin konjonktür ötesi olma düzeyi

Rekabet Gücü
Yatay entegrasyon düzeyi
Marka değeri/itibar düzeyi
Ürün ve/veya hizmetlerinin tüketici gözünde çekicilik & emsalsizlik & sadakat düzeyi
Teknoloji dönüşümü ihtiyaçlarıyla başa çıkmaya ve yenilik yaratmaya yönelik ARGE yetkinlikleri düzeyi

Ürünlerin ve/veya hizmetlerin çapraz satış yetkinlikleri düzeyi
Mevcut faaliyet alanlarında ürün/fiyat/tutundurma farklılaştırmasına yönelik yetkinlikler düzeyi
Müşterilerinin rakiplerine yönelme maliyetlerinin düzeyi
Sektöre ilk giren avantajı düzeyi
Kültür/moda/trend/paradigma değişimlerine adapte olabilme düzeyi
Tedarikçilerin pazarlık gücünün düzeyi
Müşterilerin pazarlık gücünün düzeyi
Ürünlere ve/veya hizmetlere yönelik ikame ürün & pazarlama kanallarının tehdit düzeyi

Çeşitlendirme
Ürün ve/veya hizmet yelpazesinin çeşitlilik düzeyi
Yerleşik ve korunaklı rekabet alanı içerisindeki coğrafi bölgelerin çeşitlilik düzeyi
Tüketici konsantrasyon düzeyi
Tedarikçi konsantrasyon düzeyi
Mevcut faaliyetlerine ilave olarak alakalı pazar segmentlerinin ve/veya coğrafi bölgelerin takibi ve arayışında olmaya yönelik yetkinlik düzeyi

Etkinlik
Geriye entegrasyon düzeyi
İleriye entegrasyon düzeyi
Kapasite kullanım (ya da doluluk) oranı
Enerji, hammadde kaynakları ve emeğe ulaşabilme düzeyi
Ölçek ekonomileri yoluyla kazanılan maliyet avantajlarının düzeyi
Maliyet kontrol aktivitelerinin & tedbirlerinin düzeyi
Tahsili Şüpheli Alacaklar Oranı

Yukarıda belirtilen ölçek ve kapsam, rekabet gücü, çeşitlilik ve verimlilik faktörleri, her bir bileşene belirli bir ağırlık vererek bir şirketin firma konumlandırma değerlendirmesini belirler. Ağırlıklar ve metrik bileşenleri, şirketin faaliyette bulunduğu sektöre göre değişebilir.

FİNANSAL RİSK PROFİLİ

Kurumsal derecelendirmenin niceliksel tarafı temelde bir şirketin finansal profiline ve yükümlülüklerini iç ve dış kaynakların birleşiminden zamanında yerine getirme yeteneğine odaklanır. Bir şirketin borç ödeme kabiliyetinin gücünü belirlemek için, finansal riski profili değerlendirmelerinde hem tarihi hem güncel hem de ileriye yönelik tahmini rakamlar kullanılabilir.

Finansal analiz esas olarak kaldıraç, karşılama, kârlılık ve verimlilik kriterlerini dikkate alır. Operasyonlardan kaynaklanan nakit akışının sürdürülebilirliği, bir şirketin, dış finansman kaynaklarına erişim şansını artırmakla birlikte aynı zamanda içsel kaynaklarını da artırma imkânı sağlar.

Finansal oranların değerlendirmesi farklı sektörler arasında değişebileceğinden, finansal kriterler ve değerlendirme aralıkları sektör bazında değişebilir. Örneğin, düşük kazanç marjına sahip bir sektör, belirli bir derecelendirme notu için yüksek kazanç marjına sahip bir sektörden daha yüksek kaldıraç rakamlarını kaldırabilir.

TEMEL RİSK PROFİLİ DEĞERLENDİRMESİ

Temel risk profil (TRP) sonucu, iş riski ve finansal risk profili değerlendirmelerinin birleşiminden oluşur. TRP'ye matris aracılığıyla ulaşılır. TRP değerlendirme matrisi öncelikle şirketin finansal risk profili değerlendirmesini dikkate alır, eğer finansal risk profili değerlendirmesi bbb'ye eşit veya daha yüksekse, temel risk profili sonucu, iş riski profili değerlendirmesinin karşılaştırmalı gücüne dayanır. Şirketin finansal risk profili değerlendirmesi bbb'den aşağıdaysa, temel risk profili sonucu finansal risk değerlendirmesinin karşılaştırmalı gücüne dayanır.

MODÜLATÖR DEĞERLENDİRMELERİ

Temel Risk Profili (TRP) değerlendirmesi sonrası, modülatör değerlendirme sonuçları dikkate alınarak firmanın Bağımsız Risk Profiline (BRP) ulaşılır. Bu değerlendirme kapsamında, likidite bağlamında değerlendirmesi ile firmaların borç yapısının, finans politikasının, kurumsal dinamiklerin, çevre, toplumsal ve kurumsal yönetişimin (ESG) ve diğer uyarlama faktörlerinin dikkate alındığı analizler ele alınır. Ayrıca firmaların memzuç kayıtlarında olumsuz bir durum olması halinde bu olumsuzluklar da firmanın Kurum Kredi Rating'ine ulaşılmasında dikkate alınır. Modülatör değerlendirmeleri temel risk profili değerlendirme sonucu üzerinde olumlu veya olumsuz bir etkiye sahip olabilir. Modülatör değerlendirmesi sonucu, temel risk profili notunu bir veya daha fazla not yükseltebilir veya alçaltabilir veya bazı durumlarda temel profil üzerinde hiçbir etkisi yoktur.

Modülator değerlendirmeleri kapsamında ele alınan kriterlere ve açıklamalarına aşağıda yer verilmiş olmakla birlikte, söz konusu kriterlerin sektör bazında farklılaşabilmekte olduğu göz ardı edilmemelidir.

	Borç Yapısı
YP Ağırlığı (%)	Toplam borcu içerisindeki yabancı para borçlarının payı
Ağırlıklı Ortalama Vade (gün)	Finansal borçlarının vade profili
Değişken Faizli Borçlanma (%)	Toplam borcu içerisindeki değişken faizli borçlarının payı
	Finans Politikası
Finansal Disiplin	Şirket yönetimi, geçmişte gerçekleştirdiği ya da yakın gelecekte planladığı şirket satın alma işlemlerini net olarak belirlenmiş parametrelerle mi gerçekleştirmektedir / gerçekleştirecektir? İlave borçlanmalarla değil sermaye artırımı ya da varlık satışı seçeneklerini kullanmakta mıdır / kullanacak mıdır?
	Şirketin ortaklara temettü dağıtımı politikalar; şeffaf ve öngörülebilir midir? Gerektiğinde şirketin nakit akışı ve kaldıraç göstergelerinin istikrarına öncelik tanımakta mıdır?
	Şirketin yatırım kararları ve organik büyüme stratejileri şeffaf, disiplinli, tutarlı, kapsayıcı, yönetilebilir ve ölçülebilir midir?
Finans Politikası Çerçevesi	Finans politikası çerçevesi iyi tanımlanmış parametreler yardımıyla nakit akışını koruyucu ve kaldıraç profilini destekleyici kıstaslar içermekte midir?
	Finans politikaları yeterince şeffaf mıdır ve tüm paydaşlar tarafından net anlaşılmakta mıdır?
	Şirketin finans politikaları, şirketin risk profili, paydaşların talepleri / beklentileri ve şirketin geçmişte finans politikalarının istikrar düzeyi dikkate alındığında gerçekleştirilebilir ve sürdürülebilir midir?

Risk İştahı	Şirketin ortaklık yapısı içerisinde kontrol düzeyi yüksek girişim sermayesi ya da benzeri finansal sponsor var mıdır?
	Geçmiş beş yıl içinde öz kaynaklarda yer alan geçmiş yıllar kârlarının ödenmiş sermayeye aktarılma oranı
	Geçmiş beş yıl içinde inorganik yolla büyüme sağlandığı durumlarda nakit akış ve kaldıraç göstergelerinde önemli bozulmalar yaşanmış mıdır?
	Kurumsal Güçlülük
Stratejik Planlama	Şirkette stratejik planlama süreci belirli finansal / faaliyet hedeflerini ve bunlara ilişkin net gerçekleşme ölçülerini içeriyor mu?
	Stratejik plan, organizasyonel yeterliliklerle ve piyasadaki gerçek koşullarla tutarlılık gösteriyor mu?
	Stratejik planın uygulanmasına yönelik takip, uyarlama ve kontrol mekanizmaları yeterli midir?
Risk Yönetimi	Kurum çapında risk yönetim standartlarının ve tolerans düzeylerinin kapsayıcılığı yeterli midir?
	Faaliyet performansına ilişkin standartlar tam olarak belirlenmiş midir ve gerçekleştirmeye yönelik kaynaklar, disiplin ve kararlılık düzeyi yeterli midir?
Organizasyonel Etkinlik	Yönetimin beklenmeyen operasyonel risklerin nakit akışları ve gelirler üzerindeki olumsuz etkilerini giderme karşısındaki etkinlik düzeyi yeterli midir?
	Yönetimin tüm faaliyet alanlarında yer alan iş kollarındaki uzmanlık ve tecrübe düzeyi yeterli midir?
	Yönetimin, kilit roller üstlenen personelinin kaybı durumunda faaliyetlerde ve nakit akışlarında kesinti uğratmamaya yönelik derinlik ve genişlik düzeyi yeterli midir?
	Organizasyon içerisinde kalite yönetimi, üretkenlik, otomasyon, stok kontrolü, insan kaynakları, fiyatlama, değer sunumu, yalın üretim, risk azaltma, beklenmedik olaylar vb. gibi stratejilerin varlık, dokümantasyon, uygulama ve tutarlılık düzeyi yüksek midir?

	ESG
Çevresel	Çevresel mevzuat ve düzenlemeler ile çevre duyarlılığına dayalı değişen tüketici tercihlerinin, şirketin ürünlerine/hizmetlerine olan talep ve üretim maliyetleri üzerinde ciddi düzeyde olumsuz etkileri söz konusu mudur?
	Doğal afetler ve pandeminin, genel anlamda şirketin ürünlerine / hizmetlerine olan talep ve üretim maliyetleri üzerinde ciddi düzeyde olumsuz etkileri söz konusu mudur?
Toplumsal	Pandemi döneminde değişen sosyal paradigmaların ve alışkanlıkların şirketin faaliyetleri üzerinde gözle görülür olumsuz etkileri söz konusu mudur?
	Şu an için şirketin, pandemiden dolayı, mevcut sağlık sistemi kapasitesinin yetersizliğinden kaynaklı iş gücü temini sıkıntısı söz konusu mudur?
	Şirketin çalışan devir hızı, gözle görülür ilave personel maliyetleri oluşturacak düzeyde midir?
	Sendika temsiliyeti, düzenlemeler, teknoloji/emek dengesi ve bölge dikkate alındığında emek maliyetlerinin esneklik düzeyi?

Yönetişim	Şirket halka açık mıdır?
	Yönetim kurulunun gözetim fonksiyonunu ifa etmeye yönelik yönetimden bağımsızlık düzeyi yeterli midir?
	Kontrolü elinde tutan ortakların etkinliği, risk bilincine sahip profesyonel yönetim kadroları ve tüm paydaşların çıkarlarını gözeten ve onlar adına risk gözetimi yapan bağımsız yönetim kurulu ile dengelenmiş midir?
	Yönetim kadroları, tüm paydaşların çıkarlarına duyarlı olma / bunları uygun biçimde dengeleme ve nihai karar verici otoritenin Yönetim Kurulu olduğunu kabullenme hususlarında kararlı ve niyetli midir?
	Şirket, mevzuat / düzenlemeler, vergi ve diğer hukuki konuları ihlal etmeme ve düzenleyici otoritelerle istikrarlı ilişkiler içinde bulunma hususlarında yeterli midir?
	Şirket, önemli hususlarda, tüm paydaşlara, kamuoyuna ve ilgili taraflara tutarlı mesajlar aktarma ve iletme konusunda yeterli midir?
	Şirketin iç kontrol sistemi ve prosesleri etkin ve yeterli midir?
	Uygulanan finansal raporlama standartları ve muhasebe yöntemleri tercihleri ile finansal rapor içerik ve kalitesi, şirketin faaliyet alanının gerçekleriyle örtüşmekte midir ve finansal tabloların kullanıcılarına doğru aktarımları sağlayacak şeffaflığa sahip midir?
	Kurumsal iletişim & şeffaflık & derecelendirme dokümantasyonu sunma düzeyleri yeterli ve etkin midir?
	Potansiyel (varsa) aile içi/kardeş rekabeti ile başa çıkmaya yönelik bir halefiyet planı var mıdır?
	Diğer Uyarlamalar
Sektörel Deneyim	Şirketin faaliyet alanındaki iş deneyimi süresi ne kadardır? (Şirketin kuruluş tarihini ya da bir satın alma/el değiştirme sonucu şirketin genel örgütsel/finansal yapısında ciddi ölçüde bir değişim yaşandığı tarihi dikkate alınır.)
Geçiş Dönemleri	Şirket önemli bir geçiş periyodu içerisinde ise (ayrıştırma, birleştirme, satın alma, ciddi ölçüde strateji/iş modeli/finansal yapı revizyonu gibi) bunun şirketin finansal ve iş profilleri üzerindeki etkisi

Sektörel Trendler	Genel derecelendirme kriterleri ve süreçlerinde tespit edilmemek kaydıyla sektörel trend değişimlerinin şirketin finansal ve iş profilleri üzerindeki etkisi
Makroekonomik Trend	Genel derecelendirme kriterleri ve süreçlerinde tespit edilmemek kaydıyla makroekonomik trend değişimlerinin şirketin finansal ve iş profilleri üzerindeki etkisi
Şarta Bağlı Yükümlülükler	(1) Şarta bağlı yükümlülüklerin (verilen garanti/kefaletlerin çağrılması), türev sözleşmelerin doğuracağı (uyulmamasından ya da ağır şartlarından dolayı) yükümlülükler, önemli miktarlar içeren davaların kaybedilmesi gibi) (2) Yurt dışı yüksek ülke riskli bölgelerdeki faaliyetlerinin alacak sigortalı olması/güçlü kurumlarla ortak girişimin varlığı (3) Dolmak üzere olan imtiyaz süreleri vd. gibi hususların şirketin finansal ve iş profilleri üzerindeki etkisi
Karşılaştırma Analizi	Aynı Temel Profil notuna sahip diğer şirketlerle kıyaslandığında alt kategori metrikleri ve kalitatif değerleri
Olay Riski	Pandemi, Birleşme&Satınalma, İtibar, Savaş, Ürün Boykotu, Büyük Davalar (hükümet, paydaşlar, müşteriler, rakipler) vs. vaka risklerinin varlığı karşısında bağışıklık düzeyi

Yukarıda belirtilen faktörlere ait ağırlıklar ve metrik bileşenleri, şirketin faaliyette bulunduğu sektörüne göre değişebilir.

DESTEK DEĞERLENDİRMELERİ

Destek değerlendirmesi kapsamında ele alınan kriterler, verilen garanti ve diğer destek biçimlerinin bir şirketin derecelendirmesi üzerindeki etkisini belirlemeye yönelik değerlendirmeleri içerir. Bu kriterler aynı zamanda kamu ile ilişkili bir şirketin, borç yükümlülüğü kapsamında devlet tarafından sağlanan garantilere yaklaşımını da kapsar. Kriterler kapsamında, değerlendirmesi yapılan firma ile ilişkili grup üyeleri ve onların ana firması hakkında bir değerlendirme de ele alınır. Bu, grup risk profilini, grup

üyelerinin bağımsız risk profillerini ve değerlendirilen firmanın diğer grup üyelerine göre statüsünün değerlendirilmesini içerir. Bu tip firmalar için, sahipliklerinin, kontrollerinin, etkilerinin veya başka bir kuruluşa desteğinin kredi kalitesi üzerinde önemli bir etkisi olabileceği düşünülmektedir. Kriterler ayrıca grup üyelerinden veya kamu gibi diğer dış kaynaklardan gelen destek (veya olumsuz etki) potansiyelini nasıl ele alındığını da açıklar.

Destek değerlendirmesi kapsamında öncelikle grup destek değerlendirmesi yapılır, bir sonraki aşamada kamu ile ilişkili destek değerlendirmeleri yapılır. Son aşamada ise spekülatif düzeyde nota sahip olan firmalar için dış destek unsurları olup olmadığı değerlendirilir. Tüm bu değerlendirmeler ile firmanın Bağımsız Risk Profili (BRP) sonrası Kurum Kredi Ratingi (KKR) elde edilir.

FİNANSAL ANALİZLERDE KULLANILAN TEMEL KRİTERLER

Finansal risk profiline ilişkin analizlerin temelinde şirketlerin nakit yaratma kabiliyetleri, borçluluk düzeyleri, kârlılık göstergeleri ve kaynakların verimli kullanımının değerlendirilmesi yatar. Şirketlerin faaliyetlerinden sağladıkları nakit akışı ve kârlılık durumları, faaliyetlerin ve borç geri ödemelerinin ileride ne şekilde finanse edileceğinin en önemli belirleyicileri olarak değerlendirilir. Ticari faaliyetlerden elde edilen gelir ve yarattığı nakit, şirketlerin kredibilitesinin en önemli göstergelerindendir. Şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirmesi, faaliyetlerini finansal olarak sürdürebilmesi ve önemli ölçüde dış kaynaklara güvenmeden yatırım yapmaya devam edebilmesi sürdürülebilir bir nakit akışı yaratma yeteneği ile yakından ilişkilidir. Faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışının sürdürülebilirliği, şirketlere aynı zamanda dış

finansman kaynaklarına erişme ve bu kaynaklara erişimi sürdürme konusunda daha güçlü bir imkan sağlar.

Şirketlerin yükümlülüklerini zamanında yerine getirmek için mevcut ve gelecekteki nakit akışı yaratma kapasiteleri, genellikle bir şirketin finansal riskinin en iyi göstergesidir. Kriterler, kapsamlı bir bakış açısı ile şirketlerin yükümlülükleriyle bağlantılı olarak nakit akışı yaratma becerisinin farklı seviyelerine odaklanarak birbirini tamamlayan ve ağırlıklı olarak nakit akışına dayalı çeşitli finansal oranları içerir.

Şirketlerin yükümlülüklerini zamanında yerine getirme kapasitesi veya gücü, yükümlülüklerini karşılamaya yetecek tutarda gelir elde etme kapasitesine bağlıdır. Finansal analiz, firmanın faaliyet sonuçlarının ve mali yönden gelişiminin yeterli olup olmadığını saptamak ve o firma ile ilgili ileriye yönelik tahminlerde bulunabilmek amacıyla, finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin kurulması, göstermiş olduğu eğilimlerin tespiti ve benzer şirketlere ait sonuçları ile karşılaştırılmasıdır.

Finansal analiz ile; şirketlerin mali tabloların düzenlendiği tarihteki borç ödeme gücünün tespiti, borç ödeme gücünün gelecekte devam etme olasılığının saptanması, dönemler itibari ile mali yapısındaki gelişmelerin belirlenmesi, potansiyel büyüme ve gelişme olanaklarının saptanması, geliştirilmesi veya düzeltilmesi gereken zayıf noktalarının tespiti, kaynaklarının ne kadar etkili ve verimli kullanıldığının belirlenmesi, muhtemel olumsuz gelişmelerden nasıl etkileneceği konusunda bilgi edinilmesi, şirketin mali tablolarını aynı iş kolundaki benzer firmaların mali tablo sonuçlarıyla karşılaştırarak, o firmanın ilgili iş kolundaki yerinin ve durumunun belirlenmesi, şirketlerin faaliyetlerindeki kârlılığının ölçülmesi amaçlanmaktadır.

Finansal analiz aşamasında dikkat edilen temel hususlar aşağıda yer almaktadır.

Mali tablolar sağlıklı, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun bir şekilde hazırlanmalı ve analize esas alınan veriler doğru olmalıdır. Eğer mali tablolar gerçeği yansıtmıyorlarsa, analize esas alınan veriler doğru değilse, sağlıklı bir analiz ve yorum yapma imkanı yoktur. Mali analist, muhasebe ilke ve uygulamalarını iyi bilmelidir. Mali tabloların doğru biçimde analiz edilmesi, ancak muhasebe ilke ve uygulamalarını iyi bilmekle mümkündür. Analize konu şirket faaliyetlerini ilgilendiren (Ticaret Kanunu, vergi kanunları, teşvik ve özendirici önlemler vb.) yasa ve düzenlemeler iyi bilinmeli ve yakında takip edilmelidir. Analizi yapılan şirketin faaliyette bulunduğu sektör ve işletmenin sahip olduğu özellikler iyi kavranmalıdır. Değerlendirilen şirketin üretim, fiyatlama, finansman, kâr dağıtımı vb. gibi çeşitli politikaları ve muhasebe uygulamaları iyi bilinmelidir. Mali analist, iyi bir muhakeme ve sezgi yeteneğine sahip olmalıdır. Mali analistin görevi, yalnız bir firmanın geçmiş faaliyet sonuçlarını değerlendirmek değil, aynı zamanda o firmanın geleceğine ilişkin öngörü ve değerlendirmelerde bulunmaktır. Mali analist, şirketlerin birkaç oran veya yüzdesine dayanarak ilgili firmanın mali durumu ve faaliyet sonuçları hakkında kesin sonuçlara ve yargılara varmaktan kaçınmalıdır. Şirketlerin analiz edildiği dönemlerdeki, genel ekonomik koşullar iyi bilinmeli ve gelecek dönemlerdeki ekonomik koşullarla ilgili öngörüler yapılmalıdır.

Kredi riski değerlendirmesi için nakit akışı, kârlılık, kaldıraç ve karşılama ölçütleri dikkate alınır. Aşağıdaki bölümler, kredi temerrüt riskini analiz etmek için kullanılan temel kredi metriklerini özetlemektedir. Bazı kısıtları olmasına rağmen, faiz, amortisman ve vergi öncesi faaliyet kazançları (FAVÖK) nakit akışının en yaygın kullanılan ölçüsüdür ve bu nedenle analizlerde sıklıkla kullanılmaktadır.

Ancak, nakit akışının önemli bir ölçüsü olan FAVÖK'ün sınırlamaları göz önüne alındığında, borç ödeme kabiliyetini değerlendirmek amacıyla bir dizi başka kriterler de kullanılır. Bunlar, şirketlerin borç ödeme kabiliyetlerini ölçmeye yarayan önemli kriterlerden olan faaliyetlerden sağlanan fonları (FFO), faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışını (CFO), faaliyetlerin serbest nakit akışını (FOCF) ve serbest nakit akışını (UCF) içerir.

RASYOLAR

Kurumsal derecelendirmenin niceliksel tarafı, temelde bir şirketin finansal profiline ve yükümlülüklerini iç ve/veya dış kaynaklarını kullanarak zamanında yerine getirme yeteneğine odaklanır. Bir şirketin borç ödeme kabiliyetinin gücünü belirlemek için finansal risk profili değerlendirmelerinde hem tarihi hem güncel hem de ileriye yönelik tahmini rakamlar kullanılabilir.

Finansal analiz esas olarak kaldıraç, karşılama, kârlılık ve verimlilik kriterlerini dikkate alır. Operasyonlardan kaynaklanan nakit akışının sürdürülebilirliği, bir şirketin, dış finansman kaynaklarına erişim şansını artırmakla birlikte aynı zamanda içsel kaynaklarını artırma imkânı sağlar.

Finansal oranların değerlendirmesi farklı sektörler arasında değişebileceğinden, finansal kriterler ve değerlendirme aralıkları sektör bazında değişebilir. Örneğin, düşük kazanç marjına sahip bir sektör, belirli bir derecelendirme notu için yüksek kazanç marjına sahip bir sektörden daha yüksek kaldıraç rakamlarını kaldırabilir.

Finansal risk profili değerlendirmesinde dikkate alınan temel rasyolara aşağıda yer verilmiştir. Söz konusu rasyolar şirketlerin faaliyette bulunduğu sektörlere göre değişebilmektedir.

Ayrıca sektöre bağlı olarak ihtiyaç halinde aşağıdaki rasyolara ilave olarak farklı rasyolar kullanılabilecektir. Yine şirketlerin faaliyette bulunduğu sektörlere göre rasyo gruplarının ve rasyolarının analitik değerlendirme içerisinde dikkate alınma ağırlıkları değişebilmektedir. Aşağıdaki tabloda verilen eşik değerler sektör bazında ve ekonomik döngünün hangi aşamasında bulunulduğuna göre değişmektedir. Okuyuculara fikir vermesi için jenerik bir model için kritik eşik değerler aşağıda verilmiştir.

Tablo 9: Finansal Risk Profili Hesaplamalarında Kullanılan Temel Rasyolar

Grup Adı	Rasyo Adı	Rasyo Formülü	Kritik Eşik Değerler
Kaldıraç (Leverage)	FFO_Düzenlenmiş Net Finansal Borç(%) (FFO_AdjNDebt (%))	FFO/ Düzenlenmiş Net Finansal Borç	>40
	Düzenlenmiş Net Finansal Borç_FAVÖK(%) (AdjNDebt_EBITDA (x))	Düzenlenmiş Net Finansal Borç / FAVÖK	<2.5
	Düzenlenmiş Finansal Borç_ Sermaye (%) (AdjDebt_Capital (%))	Düzenlenmiş Finansal Borç / Sermaye	<50
	UCF_ Düzenlenmiş Net Finansal Borç (%) (UCF_AdjNDebt (%))	UCF / Düzenlenmiş Net Finansal Borç	>15
	Düzenlenmiş Kısa Vadeli Net Finansal Borç_FAVÖK (x) (AdjSTNDebt_EBITDA (x))	Düzenlenmiş Kısa Vadeli Net Finansal Borç / FAVÖK	<0.7
Karşılama (Coverage)	FAVÖK_Düzenlenmiş Faiz (x) (EBITDA_AdjInterest (x))	FAVÖK / Düzenlenmiş Faiz	>4.5
	FFO Faiz Karşılaması (x) (FFO Interest Coverage (x))	(FFO+ Düzenlenmiş Faiz) / Düzenlenmiş Faiz	>5.0

Karlılık (Profitability)	FAVÖK_Marjı (%) (EBITDA_Margin (%))	FAVÖK / Satışlar	>20
	Ortalama Sermaye Getirisi (%) (ROaC (%))	FVÖK / Ortalama Sermaye	>18
Etkinlik (Efficiency)	NİS_DevirHızı (x) (NWC_Turnover (x))	Satışlar / Ortalama Net İşletme Sermayesi	>5.0
	Nakit_Dönüşüm_Döngüsü (gün) (Cash_Conv_Cycle (days))	Nakit Dönüşüm Döngüsü (gün)	<20
	Faaliyet Kaldıraç Derecesi (%) (Degree of Operating Leverage (%))	FVÖK Değişim / Satışlar Değişim	>10
	Faaliyet Gideri Oranı (%) (Operating Ratio (%))	Faaliyet Giderleri / Satışlar	<10

ÖRNEKLER

Aşağıdaki tabloda örnek olarak ele alınan XYZ A.Ş. firmasının uzun vadeli ulusal yerel para cinsinden rating notları yer almaktadır. Tablodan görüleceği üzere firmanın notunun üç not yükseldiği görülmektedir. Firmanın 2021 yılı ratingi için 2020 yıl sonu, 2022 yılı ratingi için 2021 yıl sonu finansalları dikkate alınmıştır.

Rating Notu	Tarih
A+	2021
AA+	2022

Firmaya ait 2020ve 2021 yıl sonu finansallarından üretilen metrik ve rasyoların karşılaştırmasına aşağıda yer verilmiştir.

	XYZ A.Ş. (Bin TRY)	2020	2021
Metrikler	FFO	439,864	512,983
	CFO	364,232	806,843
	FOCF	338,854	750,817
	EBITDA (FAVÖK)	470,459	680,605
	EBIT (FVÖK)	351,645	538,740
	Düzenlenmiş Ödenen Faiz	41,238	36,517
	Düzenlenmiş Finansal Borç	636,464	209,133
	Düzenlenmiş Net Finansal Borç	244,263	-500,275
	Sermaye	470,918	452,115
	Düzenlenmiş Kısa Vadeli Finansal Borç	468,464	96,062
	Düzenlenmiş Kısa Vadeli Net Finansal Borç	76,263	-613,346
	Net İşletme Sermayesi	-378,538	-3,422
	OPEX	579,038	728,086
Borçluluk	FFO/ Düzenlenmiş Net Finansal Borç (%)	180.08	-102.54
	Düzenlenmiş Net Finansal Borç / EBITDA (x)	0.52	-0.74
	Düzenlenmiş Finansal Borç / Sermaye (%)	135.15	46.26
	Düzenlenmiş Kısa Vadeli Net Finansal Borç / EBITDA (x)	0.16	-0.90
	UCF / Düzenlenmiş Net Finansal Borç (%)	138.73	-150.08

Karşılama	EBITDA / Düzenlenmiş Ödenen Faiz (x)	11.41	18.64
	FFO Faiz Karşılaması = (FFO+ Düzenlenmiş Ödenen Faiz) / Düzenlenmiş Ödenen Faiz (x)	11.67	15.05
Kârlılık	EBITDA Marjı (%)	8.39	9.05
	RoaC (Ortalama Sermaye Getirisi) = EBIT / Ortalama Sermaye (%)	103.09	116.73
Etkinlik	İşletme Sermayesi Devir Hızı (x)	-12.95	-39.38
	Faaliyet Gideri Oranı (%) = OPEX / Net Satışlar	10.33	9.68
	Nakit Dönüşüm Döngüsü (gün)	-22	-24
	Faaliyet Kaldıraç Derecesi (% EBIT Değişim / % Satışlar Değişim)	48.08	14.22

Yukarı tablodan da görüleceği üzere firmanın faaliyetlerinden ürettiği nakit akışlarında iyileşme görülmüştür. Ayrıca firmanın borçluluk düzeyinin azaldığı, karşılama oranlarında iyileşme olduğu ve kârlılık rasyolarında artışlar görülmüştür. Tüm bu iyileşmeler neticesinde firmanın rating notu 3 not yükselmiştir.

Aşağıdaki örnekte ise finansallarında görülen kötüleşme ile birlikte notu düşen ABC A.Ş. firmasının notları ve ilgili rasyoları yer almaktadır. Firmanın 2021 yılı ratingi için 2020 yıl sonu, 2022 yılı ratingi için 2021 yıl sonu finansalları dikkate alınmıştır.

Rating Notu	Tarih
A+	2021
BBB	2022

Firmaya ait 2020ve 2021 yıl sonu finansallarından üretilen metrik ve rasyoların karşılaştırmasına aşağıda yer verilmiştir.

	ABC A.Ş. (Bin TRY)	2020	2021
Metrikler	FFO	236,510	3,271
	CFO	270,973	12,050
	FOCF	264,765	-2,701
	EBITDA	310,701	41,259
	EBIT	227,716	-64,597
	Düzenlenmiş Faiz Gideri	31,707	16,842
	Düzenlenmiş Finansal Borç	733,990	1,112,752
	Düzenlenmiş Net Finansal Borç	538,000	1,039,564
	Sermaye	1,949,061	3,116,533
	Düzenlenmiş Kısa Vadeli Finansal Borç	122,747	246,283
	Düzenlenmiş Kısa Vadeli Net Finansal Borç	-73,243	173,095
	Net İşletme Sermayesi	56,840	-205,689
	OPEX	25,451	31,659
Borçluluk	FFO/ Düzenlenmiş Net Finansal Borç (%)	43.96	0.31
	Düzenlenmiş Net Finansal Borç / Sermaye (%)	1.73	25.20
	Düzenlenmiş Finansal Borç / Sermaye (%)	37.66	35.70
	Düzenlenmiş Kısa Vadeli Net Finansal Borç / EBITDA (x)	-0.24	4.20
	UCF / Düzenlenmiş Net Finansal Borç (%)	49.21	-0.26

Karşılama	EBITDA / Düzenlenmiş Ödenen Faiz (x)	9.80	2.45
	FFO Faiz Karşılaması = (FFO+ Düzenlenmiş Ödenen Faiz) / Düzenlenmiş Ödenen Faiz (x)	8.46	1.19
Kârlılık	EBITDA Marjı (%)	41.03	7.36
	RoaC (Ortalama Sermaye Getirisi) = EBIT / Ortalama Sermaye (%)	12.89	-2.55
Etkinlik	İşletme Sermayesi Devir Hızı (x)	-205.01	-7.53
	Faaliyet Gideri Oranı (%) = OPEX / Net Satışlar	3.36	5.65
	Nakit Dönüşüm Döngüsü (gün)	36	35
	Faaliyet Kaldıraç Derecesi (% EBIT Değişim / % Satışlar Değişim)	48.08	14.22

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere firmanın faaliyetlerinden ürettiği nakit akışlarında önemli düzeyde kötüleşme görülmüştür. Ayrıca firmanın borçluluk düzeyinin arttığı böylece firmanın birçok rasyosunda bozulmalar olduğu görülmektedir. Tüm bu gelişmeler neticesinde ise firmanın rating notu dört not birden düşmüştür.

4. BÖLÜM

FİRMA KREDİ DERECELENDİRMESİ VAKA ÇALIŞMASI

Bu bölümde, bir firmanın derecelendirme kuruluşu ile sözleşme imzalanmasından başlayıp, derecelendirme notunun oluşması, bildirilmesi ve izleme dönemiyle devam eden döngünün tüm basamaklarına yer verilmiştir. Finansal, kurumsal ve operasyonel unsurların kredi derecelendirme notuna nasıl yansıdığını göstermesi açısından, kredi notu iyi bir firma, A Firması ile kredi notu kötü bir firma, B Firması sırasıyla incelenmiş ve bölüm sonunda notların kıyaslamasına yer verilmiştir.

Aşama	İşlemler
A. Sözleşme	A.1 Firma ile sözleşmenin imzalanması
	A.2 Bilgi/belge temini
B. İnceleme	B.1 Analiz süreci
	B.2 Komite Değerlendirmesi
	B.3 Not bildirimi
C. İzleme	C.1 Periyodik gözden geçirme

SÖZLEŞME SÜRECİ

Kredi derecelendirme süreci firma ve derecelendirme şirketi arasında Derecelendirme Hizmet Sözleşmesi'nin imzalanmasının ardından derecelendirme sürecine ilişkin gerekli bilgi ve belgelerin temini ile analiz sürecine başlanmaktadır. Öncelikle temin edilen belgeler; şirketin son üç yıla ilişkin bağımsız denetim ve faaliyet raporları ile şirketin faaliyette bulunduğu iş kolu, pazardaki mevcut konumu ve gücü vb. şirketi daha yakından tanımayı sağlayan bir soru setinden oluşmaktadır. Kredi derecelendirmesi yapılan şirketin bilgi ve belgeleri eksiksiz ve doğru biçimde ilgili derecelendirme kuruluşu ile paylaşılması derecelendirme sürecinin şeffaflık içinde gerçekleşmesi ve derecelendirme notunun doğru bir biçimde oluşması açısından yüksek öneme sahiptir. Temin edilen bilgi ve belgeleri kapsayan soru seri aşağıda yer almaktadır.

Örnek Soru Seti

- Yıl sonunu içeren son üç yıl ve mevcutsa son ara dönemlere ait denetimden geçmiş finansal tablolar.
- Geçmiş üç yıl sonunu ve son ara dönemi içeren vergi beyannamesi.
- Mevcutsa faaliyet raporu, yönetim raporlaması, şirket hakkında sunum ve tanıtıcı dosyalar.
- Şirketin kontrol gücünü elinde tutan hissedarlar (aile/şirket/holding) hakkında tanıtıcı bilgi verilmelidir.
- Grup şirketiyseniz varsa gruba ait konsolide finansal tablolar (Son üç yıllık)

- Geçmiş üç yıllık süreç içerisinde sektörel ve firmanızı / grubu etkileyecek düzeyde yaşanan ekonomik ve diğer gelişmeler nelerdir?
- Son üç yıllık faaliyet türüne göre (adet/ton/kutu/müşteri sayısı bazlı) ve (TL bazlı) satış rakamları nedir?
- Üretim yapan firmanız varsa faaliyet alanınıza göre son üç yıllık üretim/çıktı kapasiteleri ve kapasite kullanım oranları nedir?
- Üretim yapan firmanız varsa hammadde tedarikinin yurtiçi/yurtdışı bazlı yüzdesel dağılımı ve hammadde ağırlıklı olarak kaç farklı firmadan temin edildiği hakkında bilgi verilmeli.
- İhracat yapılıyorsa (adet/ton/kutu/müşteri sayısı bazlı) ve ülkeler bazında (TL bazlı) satış rakamları nedir?
- İlk 10 ve ilk 20 müşterinin satış rakamları içerisinde yüzdesel payı hakkında bilgi verilmeli.
- Ticari alacak ve borçların vade süresi nedir?
- Ticari alacak ve borçlara ilişkin alınan ve verilen teminatlar nedir?
- Bankalara verilen teminatlar hakkında bilgi verilmelidir.
- Sektörel teşvik/vergi düzenlemeleri hakkında bilgi verilmelidir.
- 2022-23 yılına ilişkin projeksiyonlar/hedefler nedir?
- Önümüzdeki iki yıl planlanan yatırım varsa yatırımlar ve fonlama yapısıyla ilgili bilgi verilmelidir.
- Lehte ve aleyhte açılmış, devam eden davalar ile açılması muhtemel önemli davalar hakkında güncel bilgi ve finansallar üzerindeki etkisi nedir?
- Yakın tarihte yürürlüğe girmiş ya da girecek ve kuruluşunuzun faaliyetlerini ve nakit akışlarını destek-

leyici/engelleyici mevzuat ile kâr marjlarını olumlu/olumsuz etkileyecek vergi düzenlemelerinin varlığına ilişkin değerlendirmeleriniz nelerdir?

- Pandeminin hammadde tedariki ve satışını yaptığınız ürünlere yönelik talep düzeyi hakkında bilgi verilmelidir.

Temin edilen belgelerin, firmanın derecelendirme sürecine atanan ilgili analist/analist ekibi tarafından incelenmesi ardından derecelendirilen firma ile ayrıntılı inceleme (Due Diligence) toplantısı gerçekleştirilmekte, bu toplantıda derecelendirme çalışmasına ilişkin detaylı sorular firmaya iletilmektedir. Daha önce de belirtildiği üzere derecelendirilen firmaya yöneltilen soruların şeffaflıkla cevaplanması ve istenen ek bilgi/belgelerin eksiksiz ve doğru biçimde temini derecelendirme süreci için elzemdir. İlaveten, derecelendirme sürecinin her aşamasında analist/analist ekibi tarafından analiz sürecine ilişkin soru ve belge talebinde bulunulabilir.

Analiz ve raporlama aşamasının ardından hazırlanan kredi derecelendirme raporu ilgili Analist/Analist Ekibi tarafından Derecelendirme Komitesi onayına sunulmakta olup komitede nihai not kararı verilmektedir.

ANALİZ & RAPORLAMA

Firma kredi derecelendirmesi, daha önce derecelendirme metodolojisi bölümünde anlatıldığı üzere belli başlı kriterlere göre gerçekleştirilmektedir. Bu kriterler;

- Temel Risk Profili
  - İş Riski Profili
  - Finansal Risk Profili
- Bağımsız Risk Profili'dir.

VAKA ÇALIŞMASI 1: A FİRMASI

A firması, rekabetin yüksek olduğu X sektöründe faaliyet göstermektedir. Firma ülkenin her bölgesine ürettiği ürünü sunma kabiliyeti sayesinde yurtiçi pazarda güçlü bir konuma sahip olmakla birlikte, yurtdışı iştirakleri aracılığıyla ihracat geliri de elde edebilmektedir.

İŞ RİSKİ PROFİLİ

Temel risk profilinin ilk aşaması olan iş riski profili, şirketin faaliyette bulunduğu sektör riski, firmanın sektördeki konumu, rekabet gücü gibi faktörleri dikkate alınarak oluşturulmaktadır. Sektör değerlendirmesi temel olarak iki faktör içermekle birlikte bunlardan ilki sektörün döngüsellik değerlendirmesi, ikincisi ise sektörün rekabet gücüdür. Döngüsellik değerlendirmesi, sektör-

lerin geçmiş verilerine ve performanslarına dayanırken, rekabet gücü analizi, gelecekteki beklentiler tarafından yönlendirilmektedir. Sektörün rekabet gücü belirlenirken, sektöre giriş engelleri, kârlılık düzeyi, kârlılık trendi ve sektörün büyüme trendi dikkate alınmaktadır. Döngüsellik değerlendirmesi ve rekabet gücü analizi, ağırlıklandırılmak suretiyle sektör nihai notu belirlenmektedir.

A ve B firmalarının faaliyette bulunduğu X sektöründe artan enerji fiyatları dolayısıyla artan maliyetler kârlılığı baskılamakta olup sektörün tedarik sağladığı sektörler kaynaklı talep sıkıntısı da firmaların kârlılığı üzerinde etkili olmaktadır. Diğer taraftan sektörde yerli ve yabancı birçok firmanın faaliyet göstermesi rekabete yol açmaktadır. Yukarıda bahsi geçen bu bilgiler ışığında sektörün riski *"B"* olarak belirlenmiştir. Firma konumlandırması incelendiğinde, A firması sektörde güçlü konuma sahip olmakla birlikte güçlü pazar payı sayesinde yüksek rekabetten olumsuz etkilenmemektedir.

FİNANSAL RİSK PROFİLİ

Temel risk profilinin oluşmasında ikinci aşama finansal risk profilinin oluşturulmasıdır. Finansal risk profilinin belirlenmesini sağlayan finansal analizde başlıca kaldıraç (leverage), karşılama (coverage), kârlılık (profitability), etkinlik (efficiency) ve likidite oranları ele alınmaktadır. A firmasına ait özet finansal tablolar ve rasyolar aşağıda yer almaktadır.

Tablo 10: Bilanço

BİLANÇO (Milyon TL)	2021	2020	2019
TOPLAM VARLIKLAR	**12.828**	**10.452**	**8.837**
DÖNEN VARLIKLAR	**6.876**	**5.602**	**4.737**
Nakit ve Benzerleri	1.283	1.045	884
Finansal Yatırımlar	641	523	442
Ticari Alacaklar	3.207	2.613	2.209
Diğer Alacaklar	128	105	88
Stoklar	1.539	1.254	1.060
Diğer Dönen Varlıklar	77	63	53
DURAN VARLIKLAR	**5.952**	**4.850**	**4.100**
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	257	209	177
Maddi Duran Varlıklar	5.388	4.390	3.711
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	257	209	177
Diğer Duran Varlıklar	51	42	35
TOPLAM KAYNAKLAR	**12.828**	**10.452**	**8.837**
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	**4.664**	**3.367**	**2.600**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.672	1.699	1.370
Ticari Borçlar	2.566	1.568	1.105
Diğer Borçlar	103	21	35
Kısa Vadeli Karşılıklar	67	54	46
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	257	25	44
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	**1.519**	**1.521**	**1.245**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.368	1.390	1.121
Diğer Borçlar	64	52	44

Uzun Vadeli Karşılıklar	87	79	80
ÖZKAYNAKLAR	**6.645**	**5.564**	**4.992**
Ödenmiş Sermaye	4.500	4.500	4.500
Dağıtılmamış Kârlar ve Yedekler	1.064	492	287
Net Dönem Kârı/Zararı	1.080	573	205

Tablo 11: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (Milyon TL)	**2021**	**2020**	**2019**
Satış Gelirleri	8.183	5.126	3.819
Satışların Maliyeti	-6.370	-4.107	-3.187
BRÜT KAR (ZARAR)	**1.812**	**1.018**	**632**
Genel Yönetim Giderleri	-450	-308	-202
Pazarlama Giderleri	-65	-36	-25
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-12	-9	-6
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	757	657	360
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-372	-203	-141
ESAS FAALİYET KARI (ZARAR)	**1.670**	**1.120**	**617**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (Giderler)	46	36	28
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)	**1.716**	**1.156**	**646**
Finansman Gelirleri	90	68	44
Finansman Giderleri	-455	-508	-434
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	**1.351**	**716**	**256**
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-270	-143	-51

Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-270	-143	-51
DÖNEM KARI (ZARARI)	**1.080**	**573**	**205**

Tablo 12: Nakit Akış Tablosu

NAKİT AKIŞ TABLOSU (Milyon TRY)	2021	2020	2019
İŞLETME FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	**1.771**	**620**	**345**
Net Dönem Kârı	1.080	573	205
Amortisman ve itfa gideri ile ilgili düzeltmeler	296	241	204
Net İşletme Sermayesindeki Değişimler	395	-194	-64
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIŞLARI	**-1.252**	**-822**	**-685**
FİNANSMAN FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	**-282**	**364**	**420**
Net Borçlanmalar	-49	598	638
Ödenen Faiz	-287	-269	-247
Alınan Faiz	54	35	29
NAKİT VE NAKİT BENZERLERİNDEKİ NET ARTIŞ (AZALIŞ)	**238**	**162**	**80**
DÖNEM BAŞI NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	**1.045**	**884**	**803**
DÖNEM SONU NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	**1.283**	**1.045**	**884**

Tablo 13: Rasyolar

	2021	2020	2019
KARLILIK			
FAVÖK Marjı (%)	19,32	17,70	15,78
CFO Marjı (%)	21,65	12,10	9,03
Aktif Kârlılığı (%)	9,28	5,94	2,43
Özkaynak Kârlılığı (%)	17,70	10,85	4,20
Net Kâr Marjı (%)	13,20	11,17	5,36
Faaliyet Kâr Marjı (%)	20,41	21,85	16,17
Brüt Kâr Marjı (%)	22,15	19,87	16,55
LİKİDİTE			
Borç Çevirme Kapasite Oranı (x)	0,72	0,42	0,26
Cari Oran (x)	1,47	1,66	1,82
Net İşletme Sermayesi / T. Varlıklar (%)	17,24	21,39	24,18
KALDIRAÇ			
Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK (x)	1,11	2,25	2,67
Serbest Nakit Akışı/Düzeltilmiş Net Borç (%)	29,54	-9,90	-21,14
Düzeltilmiş Borç/Sermaye (%)	31,39	35,69	33,29
Kısa Vadeli Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK (x)	0,25	0,72	0,81
ETKİNLİK			
Sermaye Kârlılığı (%)	14,01	8,25	5,65
İşletme Sermayesi Devir Hızı (x)	3,68	2,34	1,82
Nakit Dönüş Süresi (gün)	91,42	155,80	205,77

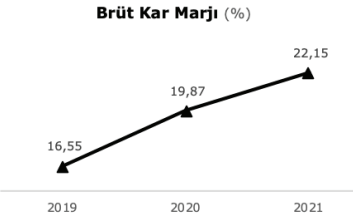
Ticari Alacak Devir Hızı (x)	2,81	2,13	1,74
Stok Devir Hızı (x)	4,56	3,55	2,92
Ticari Borç Devir Hızı (x)	3,08	3,07	2,84
KARŞILAMA			
FAVÖK/Faiz Ödemesi (net) (x)	4,64	2,98	2,18
CFO /Yatırım Harcamaları (x)	1,41	0,75	0,50
BÜYÜME			
Satışların Büyümesi (%)	59,64	34,21	42,00
FAVÖK Büyümesi (%)	74,26	50,50	169,73
Aktif Büyümesi (%)	22,73	18,28	10,00

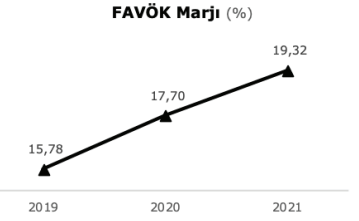
Kârlılık: Başlıca kârlılık göstergeleri:
FAVÖK Marjı
Brüt Kâr Marjı
Net Kâr Marjı
CFO Marjı
Aktif Kârlılığı
Özkaynak Kârlılığı'dır.

Aşağıdaki grafiklerden de görüleceği üzere A Firmasının kârlılığı artan bir trende sahiptir. Şirketin satış gelirleri yıllar itibariyle artış göstermekle birlikte (2021: %59, 2020: %34, 2019: %42) birim üretim maliyetlerinde düşüşün etkisiyle brüt kâr marjı istikrarlı şekilde artmaktadır.

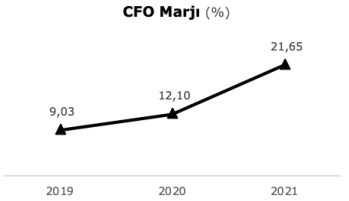
Firmaların faaliyet kârlılığının göstergesi olan ve temerrüde düşme olasılığı analizinde önemli bir rol önemli bir oynayan faiz, amortisman ve vergi öncesi kâr rakamı (FAVÖK), brüt kârdan operasyonel giderlerin (genel yönetim, pazarlama ve ARGE giderleri) çıkarılması ve amortisman ve itfa giderlerinin eklenmesiyle hesaplanmaktadır. A firmasının FAVÖK rakamı 2021 yılın-

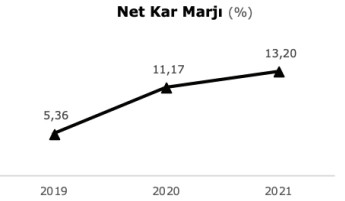
da %74,26 oranında artışla 1.581 milyon TL'ye yükselmiştir. Artan ciro ve brüt kârlılığın yanı sıra 2021 yılında operasyonel giderlerin ciro içindeki payının %6,9'dan %6,5'e gerilemesi de FAVÖK marjına katkı sağlamıştır.



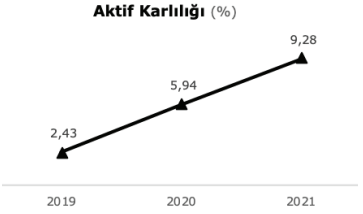


Firmanın İşletme Faaliyetlerinden Elde Ettiği Nakit Akışı (CFO) yıllar itibariyle artmaktadır. Dolayısıyla CFO marjı da 2021 yılında %21,65'e yükselmiştir. 2021 yılında firmanın net kârı, artan operasyonel kârlılığın yanı sıra azalan net finansman giderleri eşliğinde yıllık bazda %88,7 oranında artışla 1.080 milyon TL'ye yükselmiş böylelikle net kâr marjı 2 puanlık artışla %13,2 olmuştur.





Artan net kârlılıkla birlikte önemli kârlılık göstergelerinden aktif ve özkaynak kârlılığı da yükseliş trendini sürdürmektedir.

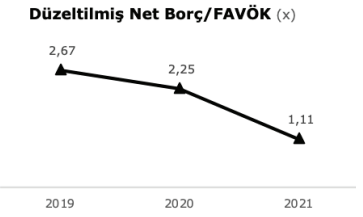


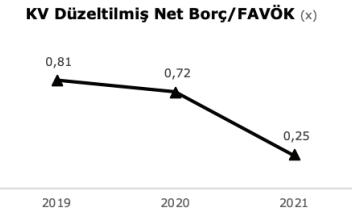


Kaldıraç: Kaldıraç oranları, bir firmanın varlıklarının finansmanında ne ölçüde yabancı kaynak (borç) kullandığını ölçmektedir. Borçlanma maliyeti, kârlılığın altında olduğu sürece firmalar borçlanmanın kaldıraç etkisinden yararlanarak özkaynak kârlılıklarını artırmaktadır. Ancak yüksek kaldıraç kullanımının firmanın borcunu geri ödeme riskini artırdığını da unutmamak gerekmektedir.

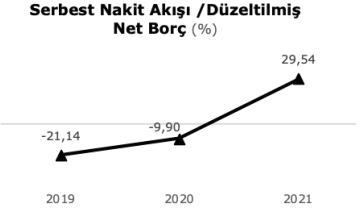
Başlıca finansal kaldıraç göstergeleri:
Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK
Serbest Nakit Akışı/Düzeltilmiş Net Borç
Kısa Vadeli Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK
Düzeltilmiş Borç/Sermaye

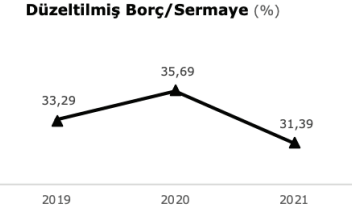
Düzeltilmiş net borç, kısa ve uzun vadeli borçlanmaların toplamından nakit değerlerin çıkarılmasıyla elde edilmektedir. Firmanın nakit yaratma kapasitesindeki artışla nakit değerleri istikrarlı bir şekilde artış göstermektedir. Nakit değerlerdeki artış sayesinde şirketin borçlanma düzeyi aynı kalsa da 2020 yılında 2.043 milyon TL düzeyinde olan net borcu 2021 yılında 1.757 milyon TL'ye gerilemiştir. Aşağıda yer alan grafiklerden de görüleceği üzere artan faaliyet kârlılığı ve azalan net borcun eşliğinde A firmasının Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK çarpanı yıldan yıla azalış göstermektedir.





İşletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışından yatırım faaliyetlerinden nakit akışının çıkarılmasıyla bulunan serbest nakit akışı 2021 yılında 519 milyon TL'ye yükselmiştir. Böylelikle Serbest Nakit Akışı/Düzeltilmiş Net Borç rasyosu pozitif tarafa geçerek %29,54 olarak gerçekleşmiştir. A Firmasının son 3 yıllık bilanço döneminde Düzeltilmiş Borç/Sermaye oranı %30-35 bandında seyrederek düşük kaldıraca işaret etmektedir.

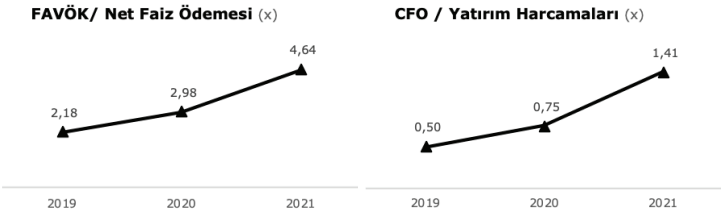




Karşılama: Karşılama göstergelerinde firmanın faiz ödemesini veyahut yatırım harcamalarını ne ölçüde karşılayabilecek tutarda nakit yarattığı ölçülmektedir. Başlıca karşılama göstergeleri:

- FAVÖK/ Faiz Ödemesi (net)/ Faiz Karşılama Oranı
- Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı (CFO) /Yatırım Harcamaları

A Firması 2019, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla 218 milyon TL, 234 milyon TL ve 233 milyon TL net faiz ödemesi gerçekleştirmiştir. Şirketin faaliyet kârı yaratma kapasitesi artmış olduğundan FAVÖK'ün ödenen net faizi karşılama çarpanı da artış göstermektedir. Bir başka deyişle A firması 2021 yılında ödediği net faiz tutarının dört katından fazlası bir FAVÖK yaratmıştır. Aynı şekilde işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı da yıllık yatırım harcama tutarının üzerinde seyretmektedir.



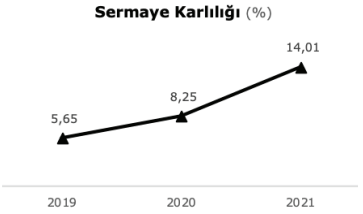
Etkinlik: Etkinlik göstergelerin bir firmanın mevcut varlıklarını ne derece etkin kullandığını ölçmektedir. Başlıca etkinlik rasyoları:

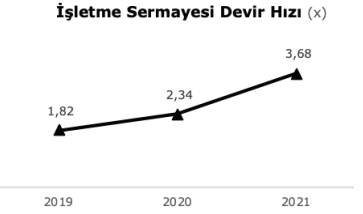
- Sermaye Kârlılığı
- İşletme Sermayesi Devir Hızı
- Nakit Dönüş Hızı
- Ticari Alacak Devir Hızı
- Stok Devir Hızı
- Ticari Borç Devir Hızı

Sermaye kârlılığı oranı, Faiz ve Vergi Önceki Kazanç'ın ortalama sermayeye bölünmesiyle elde edilmektedir. Bir firmanın sermayesi ise kısa ve uzun vadeli borçlanmalarına özkaynak toplamının eklenmesiyle hesaplanmaktadır. A firması yıldan yıla

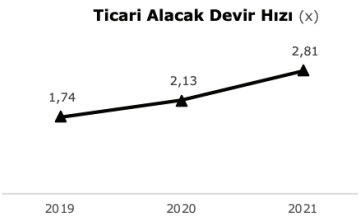
sermayesinin üzerinde vergi ve faiz öncesi kazanç elde etmekte ve bu sermaye kârlılığını artırmaktadır.

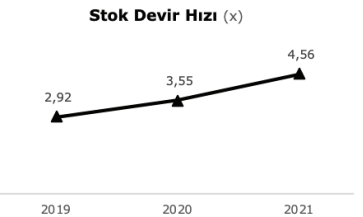
Dönen varlıklardan kısa vadeli yükümlülüklerin çıkarılmasıyla bulunan net işletme sermayesinin pozitif olması önemli olmakla birlikte, işletme sermayesi devir hızı bir firmanın satış gelirleri ile işletme sermayesini yılda kaç kez karşılayabileceğini göstermektedir. A firmasının işletme sermayesi devir hızının artış göstermesi etkinlik açısından önem taşımaktadır.



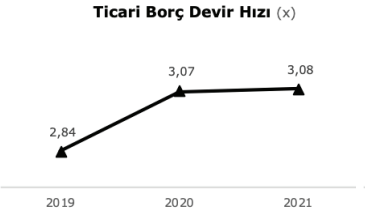


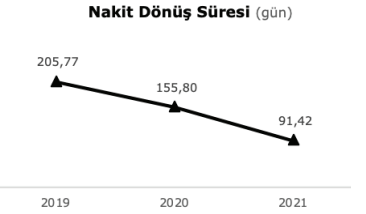
Ticari alacak devir hızı, ticari alacakların yıl içinde kaç kez tahsil edildiğini; stok devir hızı ise stokların bir yıl içinde kaç kez elden çıkarıldığını göstermektedir. A firmasının hem stok devir hızı hem de alacak devir hızının artışı firma için olumludur. Ancak unutmamak gerekir ki devir hızlarının seviyesi, sektöre göre değişiklik göstermektedir. Dolayısıyla seviyenin yorumlanması ancak sektörel ortalamalara göre yapıldığında doğru bir sonuç verecektir.





Diğer iki devir hızı gibi ticari borç devir hızı da ticari borcunu yıl içinde kaç kez ödediğini gösterir. 2021 yılında A firmasının ticari borç devir hızı değişim göstermemiştir. Nakit dönüşüm süresi ise ticari alacak tahsil süresi ve stok elde kalış süresinden ticari borç geri ödeme süresinin çıkarılmasıyla bulunmaktadır. Nakit dönüş süresinin uzun oluşu, firmanın çalışma sermayesi gereksinimini artırmaktadır. A firması son üç yılda nakit dönüşüm süresini 206 günden 91 güne indirmiştir.

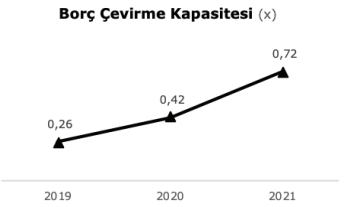


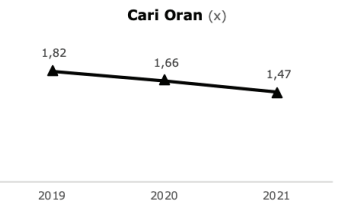


Likidite: Bir firmanın kısa vadeli yükümlüklerini ne derecede ödeyebildiğini ölçülmesini sağlayan başlıca likidite rasyoları aşağıda yer almaktadır.

- Borç Çevirme Kapasite Oranı
- Cari Oran

A firmasının borç çevirme kapasitesi yıllar itibariyle artış göstermektedir. Ancak 2019 yılında 1.82x olan cari oranı 2021 yılında 1.47x seviyesine inmiştir.





BAĞIMSIZ RİSK PROFİLİ

Bir firmanın iş riski profilini ve finansal risk profilini değerlendirmenin ardından bağımsız risk profiline ulaşılmaktadır. Firmanın likidite değerlendirmesi, borç yapısı, finans politikası, kurumsal dinamikleri, çevre, toplumsal ve kurumsal yönetişimi (ESG), diğer uyarlama faktörleri ve memzuç kayıtlarının analizi ile Bağımsız Risk Profili'ne ulaşılmaktadır. Nihai olarak kamu desteği, grup desteği ve dış destekten oluşan destek değerleme analizi yapılarak değerleme süreci tamamlanmaktadır.

Tablo 14 : A Firmasının Kurum Kredi Derecelendirme Skor Tablosu

Kategori	Kategori Değerlendirme	Rating
Kurum Kredi Derecelendirmesi		**AA+**
Dış Destek	Dış Destek Etkisi Yok	AA+
Kamu	Kamu Etkisi Yok	AA+
Grup	Çok Düşük	AA+
Bağımsız Risk Profili		AA+
3.Aşama Memzuç	Nötr	AA+
2.Aşama	Güçlü Pozitif	AA+
2.Aşama Borç Yapısı	Pozitif	
2.Aşama Finans Politikası	Pozitif	
2.Aşama Kurumsallık	Pozitif	
2.Aşama ESG	Pozitif	
2.Aşama Diğer Uyarlamalar	Nötr	
1.Aşama Likidite	Pozitif	AA-

Temel Risk Profili		AA-
Finansal Risk Profili		AA
Kaldıraç	AAA	
Karşılama	AA	
Kârlılık	AA	
Etkinlik	AA	
İş Riski Profili		A
Firma Konumlandırması		AA
Sektör Riski		B

GENEL DEĞERLENDİRME: A FİRMASI

A firmasının Finansal Risk Profili genel kapsamda değerlendirildiğinde; düşük borçluluğunun yanı sıra nakit yaratma kapasitesi sayesinde kaldıraç kategorisinden firmanın en yüksek not olan "AAA" almasını sağlamış olup, kârlılık, etkinlik ve karşılama kategorilerinden "AA" notunu alması neticesinde finansal risk profili ratingi "AA" olarak belirlenmiştir.

Sektör riskinin "B" olmasına rağmen firmanın sektördeki güçlü konumu firma konumlandırması kategorisinden "AA" ratingine ve nihayetinde İş Riski Profili ratinginin "A" olarak belirlenmesine olanak sağlamıştır.

Firma borç yapısı, finansal politikası, kurumsallık, ESG uygulamaları ve likidite alt kategorilerinde "Pozitif" değerlendirmeye sahip olmuş ve böylelikle Bağımsız Risk Profili ratingi "AA+" olarak belirlenmiştir.

Dış Destek, Kamu Etkisi ve Grup Etkisi firmanın nihai notu üzerinde etkili olmamıştır. Bütün bu değerlendirmeler ışığında firmanın Kurum Kredi Derecelendirme Notu "AA+" olarak oluşmuştur.

Analiz sürecinin ve raporun yazım aşamasının ardından tüm bilgi/belgeler ve değerlendirmeler Derecelendirme Komitesi'ne sunulmuş ve komite firmanın nihai notunu "AA+" olarak onaylamıştır.

VAKA ÇALIŞMASI 2: B FİRMASI

B firması, A firması gibi rekabetin yüksek olduğu X sektöründe faaliyet göstermekle birlikte, A firmasının aksine yurtiçi ve ihracat pazarlarında güçlü bir konuma sahip değildir.

İŞ RİSKİ PROFİLİ

İlk vaka çalışmasında detaylıca anlatıldığı üzere iki firmanın da faaliyette bulunduğu X sektörünün riski "*B*" olarak belirlenmiştir. B firması, firma konumlandırmasından ise "BB" notunu almıştır.

FİNANSAL RİSK PROFİLİ

Temel risk profilinin oluşmasında ikinci aşama, finansal risk profilinin oluşturulmasıdır. Finansal risk profilinin belirlenmesini sağlayan finansal analizde başlıca kaldıraç (leverage), karşılama (coverage), kârlılık (profitability), etkinlik (efficiency) ve likidite oranları ele alınmaktadır. A firmasına ait özet finansal tablolar ve rasyolar aşağıda yer almaktadır.

Tablo 15: Bilanço

BİLANÇO (Milyon TRY)	**2021**	**2020**	**2019**
TOPLAM VARLIKLAR	**5.076**	**3.465**	**2.747**
DÖNEN VARLIKLAR	**2.597**	**1.857**	**1.405**
Nakit ve Benzerleri	160	69	64
Finansal Yatırımlar	0	0	0
Ticari Alacaklar	1.496	970	752
Diğer Alacaklar	53	35	29
Stoklar	839	641	541
Diğer Dönen Varlıklar	48	142	20
DURAN VARLIKLAR	**2.479**	**1.608**	**1.342**
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	107	69	58
Maddi Duran Varlıklar	2.244	1.455	1.214
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	107	69	58
Diğer Duran Varlıklar	21	14	12
TOPLAM KAYNAKLAR	**5.076**	**3.465**	**2.747**
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	**3.088**	**1.839**	**1.331**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.223	770	243
Ticari Borçlar	1.785	1.030	997
Diğer Borçlar	41	7	41
Kısa Vadeli Karşılıklar	26	17	17
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	13	15	33
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	**1.083**	**665**	**360**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.001	630	199
Diğer Borçlar	27	7	27
Uzun Vadeli Karşılıklar	55	28	134
ÖZKAYNAKLAR	904	961	1.055
Ödenmiş Sermaye	1.500	1.500	1.500
Dağıtılmamış Kârlar ve Yedekler	-282	-318	-278
Net Dönem Kârı/Zararı	-314	-220	-167

Tablo 16: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (Milyon TRY)	2021	2020	2019
Satış Gelirleri	2.203	1.411	708
Satışların Maliyeti	-1.865	-1.204	-656
BRÜT KÂR (ZARAR)	**338**	**207**	**53**
Genel Yönetim Giderleri	-204	-139	-74
Pazarlama Giderleri	-42	-31	-18
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	209	160	110
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-151	-88	-55
ESAS FAALİYET KÂRI (ZARAR)	**149**	**108**	**14**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (Giderler)	0	0	0
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KÂRI (ZARARI)	**149**	**108**	**14**
Finansman Gelirleri	35	26	17
Finansman Giderleri	-498	-354	-198
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KÂRI (ZARARI)	**-314**	**-220**	**-167**
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	0	0	0
DÖNEM KÂRI (ZARARI)	**-314**	**-220**	**-167**

Tablo 17: Nakit Akış Tablosu

NAKİT AKIŞ TABLOSU (Milyon TRY)	2021	2020	2019
İŞLETME FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	**-86**	**-616**	**-184**
Net Dönem Kârı	-314	-220	-167
Amortisman ve itfa gideri ile ilgili düzeltmeler	108	70	58
Net İşletme Sermayesindeki Değişimler	138	-466	-77
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIŞLARI	**-18**	**0**	**1**
FİNANSMAN FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	**-396**	**-161**	**-276**
Net Borçlanmalar	573	782	490
Ödenen Faiz	825	958	170
Alınan Faiz	-274	-191	-189
NAKİT VE NAKİT BENZERLERİNDEKİ NET ARTIŞ (AZALIŞ)	**22**	**15**	**9**
DÖNEM BAŞI NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	**91**	**6**	**30**
DÖNEM SONU NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	**69**	**64**	**33**

Tablo 18: Rasyolar

	2021	2020	2019
KÂRLILIK			
FAVÖK Marjı (%)	9,06	7,53	2,55
CFO Marjı (%)	-3,91	-43,65	-25,97
Aktif Kârlılığı (%)	- 7,34	- 7,09	-7,21
Özkaynak Kârlılığı (%)	-33,62	-21,83	-19,59
Net Kâr Marjı (%)	-14,24	-15,60	-23,52
Faaliyet Kâr Marjı (%)	6,77	7,69	2,00
Brüt Kâr Marjı (%)	15,33	14,66	7,42
LİKİDİTE			
Borç Çevirme Kapasite Oranı (x)	-0,15	-0,16	-0,25
Cari Oran (x)	0,84	1,01	1,06
Net İşletme Sermayesi / T. Varlıklar (%)	-9,68	0,54	2,69
KALDIRAÇ			
Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK (x)	10,34	12,52	20,94
Serbest Nakit Akışı/Düzeltilmiş Net Borç (%)	-23,37	-58,36	-121,56
Düzeltilmiş Borç/Sermaye (%)	71,10	59,28	29,51
Kısa Vadeli Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK (x)	5,33	6,59	9,93
ETKİNLİK			
Sermaye Kârlılığı (%)	3,35	1,89	-3,33
İşletme Sermayesi Devir Hızı (x)	-9,32	30,50	20,60
Nakit Dönüş Süresi (gün)	73,67	94,48	108,06
Ticari Alacak Devir Hızı (x)	1,79	1,64	1,10

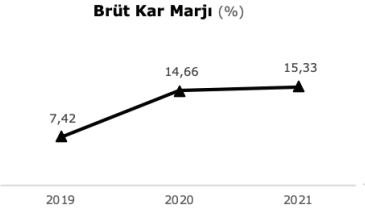
Stok Devir Hızı (x)	2,52	2,04	1,49
Ticari Borç Devir Hızı (x)	1,33	1,19	0,78
KARŞILAMA			
FAVÖK/Faiz Ödemesi (net) (x)	0,67	0,51	0,09
CFO /Yatırım Harcamaları (x)	-0,22	-3,83	-0,67
BÜYÜME			
Satışların Büyümesi (%)	56,17	99,14	15,70
FAVÖK Büyümesi (%)	87,84	488,53	-126,42
Aktif Büyümesi (%)	46,49	26,15	46,69

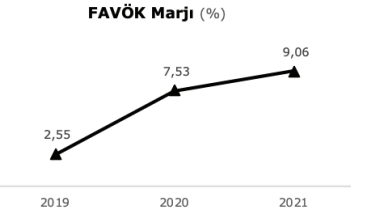
Kârlılık: Başlıca kârlılık göstergeleri:

- *FAVÖK Marjı*
- *Brüt Kâr Marjı*
- *Net Kâr Marjı*
- *CFO Marjı*
- *Aktif Kârlılığı*
- *Özkaynak Kârlılığı*

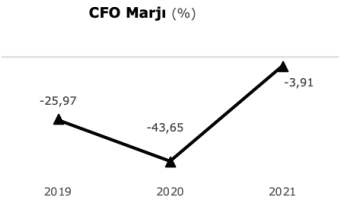
A firmasında olduğu gibi B firmasının satış gelirleri yıllar itibariyle artış göstermektedir (2021: %56, 2020: %99, 2019: %16). B firmasında satılan malın maliyetinin satış gelirlerine oranı 2020 ve 2021 yıllarında %85 seviyesindedir. Bu sebeple brüt kârlılıkta 2019 yılına kıyasla iyileşme sağlansa da sektör ortalamasının altında seyretmektedir.

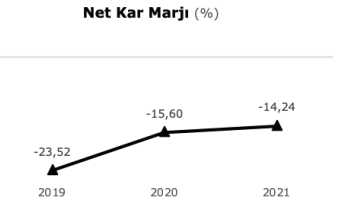
B firmasının FAVÖK rakamı 2021 yılında %88 oranında artışla 200 milyon TL'ye yükselmiştir. Artan satış gelirlerinin de etkisiyle B firmasının FAVÖK marjı 2021 yılında %9,06'ya yükselmiştir.



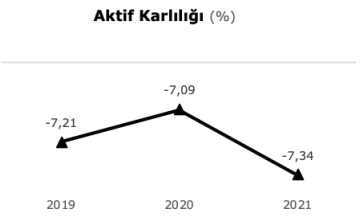


Firmanın İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışı negatif tarafta seyretmekle birlikte firma nakit akışını borçlanma yoluyla karşılamaktadır. Dolayısıyla CFO marjı da 2021 yılında -%3,91 seviyesindedir. Firma incelenen dönem boyunca finansman giderinin oldukça altında esas faaliyet kârı elde etmektedir. Örneğin, 2021 yılında 149 milyon TL'lik esas faaliyet kârına karşılık 463 milyon TL'lik net finansman gideri kaydetmiştir. Böylelikle yıllar itibariyle net zarar yazmış ve net kâr marjı negatif seviyelerde kalmıştır.





Net zarar dolayısıyla önemli kârlılık göstergelerinden aktif ve özkaynak kârlılığı da negatif seviyelerde gerçekleşmiştir.





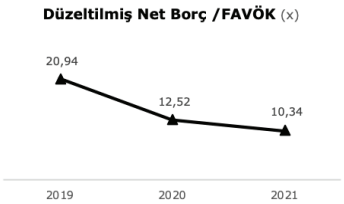
Kaldıraç: Daha önceki vaka analizinde bahsedildiği üzere borçlanma maliyeti, kârlılığın altında olduğu sürece firmalar borçlanmanın kaldıraç etkisinden yararlanarak özkaynak kârlılıklarını artırmakta, ancak yüksek kaldıraç kullanımının firmanın borcunu geri ödeme riskini yükseltmektedir.

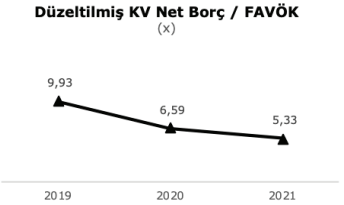
Başlıca finansal kaldıraç göstergeleri;

- *Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK*
- *Serbest Nakit Akışı/Düzeltilmiş Net Borç*
- *Kısa Vadeli Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK*
- *Düzeltilmiş Borç/Sermaye*

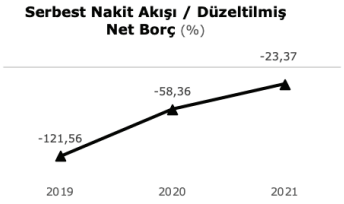
B firmasının borçluluk düzeyi oldukça yüksek seyretmekte, 5.076 milyon TL'lik toplam kaynakların 2.225 milyon TL'si kısa ve uzun vadeli borçlanmalardan oluşmaktadır. Öte yandan finansal borçlar yıllar itibariyle de artış göstermektedir.

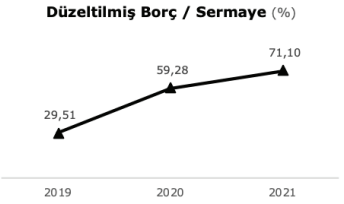
Bu sebeple aşağıda yer alan grafiklerden de görüleceği üzere B firmasının Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK ve Düzeltilmiş Kısa Vadeli Net Borç/FAVÖK çarpanları her ne kadar azalış gösterse de sektör ortalamalarının ve genel kabul görmüş seviyelerin oldukça üzerinde seyretmektedir.





B firmasının serbest nakit akışı incelenen dönem boyunca negatif düzeydedir. Daha önce de ifade edildiği gibi yeterli nakit yaratamamanın sonucu olarak da firmanın borçlanma düzeyi sürekli bir şekilde artış göstermektedir. Böylelikle Serbest Nakit Akışı/Düzeltilmiş Net Borç rasyosu incelenen dönem boyunca negatif seyretmiş ve 2021 yılında -%23,37 olarak gerçekleşmiştir. Düzeltilmiş Net Borç/Sermaye oranı ise 2021 yılında %71 seviyesine yükselmiştir.

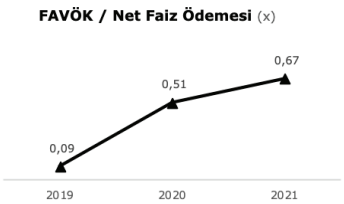


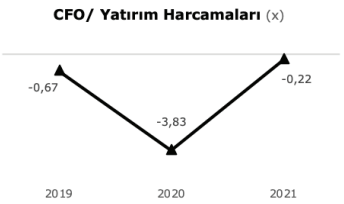


Karşılama: Karşılama göstergelerinde firmanın faiz ödemesini veyahut yatırım harcamalarını ne ölçüde karşılayabilecek tutarda nakit yarattığı ölçülmektedir. Başlıca karşılama göstergeleri;

- FAVÖK/ Faiz Ödemesi (net)/ Faiz Karşılama Oranı
- Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı/Yatırım Harcamaları

B Firması 2019, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla 181 milyon TL, 329 milyon TL ve 463 milyon TL net faiz ödemesi gerçekleştirmiştir. Aşağıdaki grafikten de görüleceği üzere firmanın faiz karşılama çarpanı 1 seviyesinin altında kalmakta, yani firma faiz ödemesini gerçekleştirecek kadar FAVÖK yaratamamaktadır. Aynı şekilde işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı da yıllık yatırım harcama tutarının altında seyretmektedir.





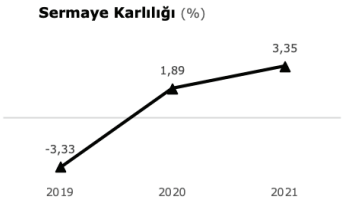
Etkinlik: Etkinlik göstergelerin bir firmanın mevcut varlıklarını ne derece etkin kullandığını ölçmektedir. Etkinliği gösteren başlıca göstergeler aşağıda yer almaktadır.

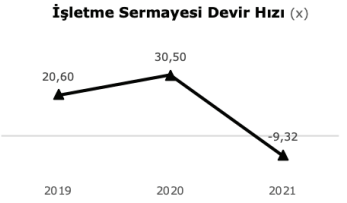
Sermaye Kârlılığı

- İşletme Sermayesi Devir Hızı
- Nakit Dönüş Hızı
- Ticari Alacak Devir Hızı
- Stok Devir Hızı
- Ticari Borç Devir Hızı

Sermaye kârlılığı oranı, Faiz ve Vergi Önceki Kazanç'ın ortalama sermayeye bölünmesiyle elde edilmektedir. Bir firmanın sermayesi ise kısa ve uzun vadeli borçlanmalarına özkaynak toplamının eklenmesiyle hesaplanmaktadır. 2019 yılında -%3,33 olan sermaye kârlılığı oranı 2021 yılında pozitife dönmüş ve %3,35 olarak gerçekleşmiştir.

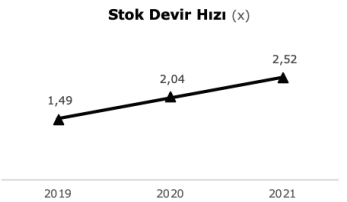
B firmasının 2021 yılında dönen varlıkları kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayamayacak düzeyde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla işletme sermayesi devir hızı 2021 yılında -%9,32 seviyesinde gerçekleşmiştir. Negatif işletme sermayesi firmalar için geleceğe yönelik olumsuz sinyal vermektedir.





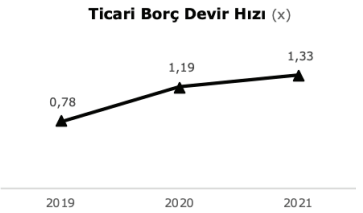
Ticari alacak devir hızı, ticari alacakların yıl içinde kaç kez tahsil edildiğini; stok devir hızı ise stokların bir yıl içinde kaç kez elden çıkarıldığını göstermektedir. B firmasının hem stok devir hızı hem de alacak devir hızının artışı firma için olumludur. Ancak unutmamak gerekir ki devir hızlarının seviyesi sektöre göre değişiklik göstermektedir. Dolayısıyla seviyenin yorumlanması ancak sektörel ortalamalara göre yapıldığında doğru bir sonuç verecektir.

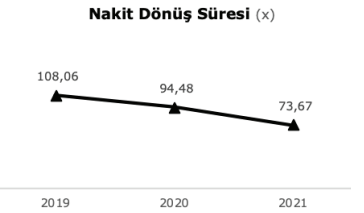




Diğer iki devir hızı gibi ticari borç devir hızı da firmanın ticari borcunu yıl içinde kaç kez ödediğini göstermektedir. B firmasının 2021 yılında ticari borç devir hızı 1.33x'e yükselmiştir. B

firmasının son üç yılda nakit dönüşüm süresini 74 güne kadar indirmiştir.

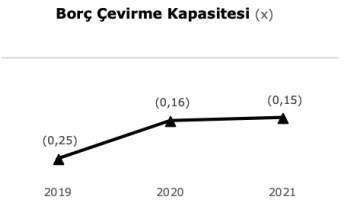


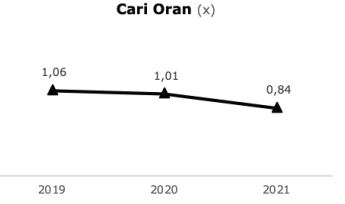


Likidite: Bir firmanın kısa vadeli yükümlüklerini ne derecede ödeyebildiğini ölçülmesini sağlayan başlıca likidite rasyoları aşağıda yer almaktadır.

- Borç Çevirme Kapasite Oranı
- Cari Oran

B firmasının borç çevirme kapasitesinin negatif olması borcun çevrilebilirliğinde sorun olduğunu göstermektedir. Yani firmanın net işletme sermayesi değişimlerinden önce faaliyetlerinden elde ettiği fonlar kısa vadeli finansal borçlanmasını karşılamadığını göstermektedir. Diğer yandan firmanın cari oranının birin altına inmesi de aynı şekilde dönen varlıkların kısa vadeli yükümlülükleri karşılayamadığının bir göstergesi olmaktadır.





BAĞIMSIZ RİSK PROFİLİ

Bir firmanın iş riski profilini ve finansal risk profili hakkında değerlendirmenin ardından bağımsız risk profiline ulaşılmaktadır. Firmanın likidite değerlendirmesi, borç yapısı, finans politikası, kurumsal dinamikleri, çevre, toplumsal ve kurumsal yönetişimi (ESG), diğer uyarlama faktörleri ve memzuç kayıtlarının analizi ile Bağımsız Risk Profili'ne ulaşılmaktadır. Nihai olarak kamu desteği, grup desteği ve dış destekten oluşan destek değerleme analizi yapılarak değerleme süreci tamamlanmaktadır.

Tablo 19 : B Firmasının Kurum Kredi Derecelendirme Skor Tablosu

Kategori	**Kategori Değerlendirme**	**Rating**
Kurum Kredi Derecelendirmesi		**BB**
Dış Destek	Dış Destek Etkisi Yok	BB
Kamu	Kamu Etkisi Yok	BB
Grup	Ana Firma Notu Geçerlilik Süresi < 15 Gün	BB
Bağımsız Risk Profili		BB
3. Aşama Memzuç	Nötr	BB
2. Aşama	Nötr	BB
2. Aşama Borç Yapısı	Nötr	
2. Aşama Finans Politikası	Nötr	
2. Aşama Kurumsallık	Pozitif	
2. Aşama ESG	Pozitif	
2. Aşama Diğer Uyarlamalar	Nötr	
1. Aşama Likidite	Nötr	BB

Temel Risk Profili		BB
Finansal Risk Profili		BB
Kaldıraç	B	
Karşılama	BB	
Kârlılık	B	
Etkinlik	BBB	
İş Riski Profili		BB
Firma Konumlandırması		BB
Sektör Riski		B

GENEL DEĞERLENDİRME: B FİRMASI

B firmasının Finansal Risk Profili genel kapsamda değerlendirildiğinde; yüksek borç yükü ve süregelen net zararlar nedeniyle kaldıraç ve kârlılık alt kategorilerinden "B" notunu almış olup, finansal rasyoların değerlendirilmesiyle etkinlik alt kategorisinden "BBB", karşılama alt kategorisinden "BB" alması neticesinde finansal risk profili ratingi "BB" olarak belirlenmiştir.

İki firmanın faaliyette bulunduğu sektörün riski "B" olarak belirlenmekle birlikte, A firmasının aksine B firmasının firma konumlandırmasının zayıf oluşu İş Riski Profili ratinginin "BB" olarak belirlenmesine neden olmuştur.

B firması kurumsallık, ESG uygulamaları alt kategorilerinde "Pozitif" değerlendirmeye sahip olsa diğer alt kategorilerdeki zayıflık sebebiyle Bağımsız Risk Profili ratingi "BB" olarak belirlenmiştir.

Dış Destek, Kamu Etkisi ve Grup etkisi firmanın nihai notu üzerinde etkili olmamıştır. Bütün bu değerlendirmeler ışığında firmanın Kurum Kredi Derecelendirme Notu "BB" olarak oluşmuştur.

Analiz sürecinin ve raporun yazım aşamasının ardından tüm bilgi/belgeler ve değerlendirmeler Derecelendirme Komitesi'ne sunulmuş ve komite firmanın nihai notunu "BB" olarak onaylamıştır.

VAKA ÇALIŞMASI 3: A VE B FİRMASININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Tablo 20: Karşılaştırmalı Kurum Kredi Derecelendirme Skor Tablosu

	A FİRMASI		B FİRMASI	
	Kategori Değerlendirme	**Rating**	**Kategori Değerlendirme**	**Rating**
Kurum Kredi Derecelendirmesi		**AA+**		**BB**
Dış Destek	Dış Destek Etkisi Yok	AA+	Dış Destek Etkisi Yok	BB
Kamu	Kamu Etkisi Yok	AA+	Kamu Etkisi Yok	BB
Grup	Çok Düşük	AA+	Ana Firma Notu Geçerlilik Süresi < 15 Gün	BB
Bağımsız Risk Profili		**AA+**		**BB**
3.Aşama Memzuç	Nötr	AA+	Nötr	BB
2.Aşama	Güçlü Pozitif	AA+	Nötr	BB
2.Aşama Borç Yapısı	Pozitif		Nötr	
2.Aşama Finans Politikası	Pozitif		Nötr	
2.Aşama Kurumsallık	Pozitif		Pozitif	

2.Aşama ESG	Pozitif		Pozitif	
2.Aşama Diğer	Nötr		Nötr	
1.Aşama Likidite	Pozitif	AA-	Nötr	BB
Temel Risk Profili		**AA-**		**BB**
Finansal Risk Profili		AA		BB
Kaldıraç	AAA		B	
Karşılama	AA		BB	
Kârlılık	AA		B	
Etkinlik	AA		BBB	
İş Riski Profili		**A**		**BB**
Firma Konumlandırması		AA		BB
Sektör Riski		B		B

TEMEL RİSK PROFİLİ

Aşağıdaki değerlendirmeler ışığında A firmasının Temel Risk Profili "AA-", B firmasının ise "BB" olarak belirlenmiştir.

İş Riski Profili

İki firmada X sektöründe faaliyette bulunmakla birlikte, sektörün döngüsellik ve rekabet değerlendirmesi sonucunda riski "B" olarak belirlenmiştir. Ancak, A firmasının sektördeki güçlü konumu firmanın konumlandırması notunun "BB" ve nihayetinde İş Riski Profili ratinginin "A" olarak oluşmasını sağlamıştır. B firmasının İş Riski Profili notu ise "BB"dir.

Finansal Risk Profili

İlk iki vaka analizinde A ve B firmasının finansal analizi detaylı şekilde gerçekleştirilmiştir. Yukarıda yer alan bilgiler ışığında iki firmayı finansal açıdan karşılaştırdığımızda; A firması güçlü

finansallarıyla öne çıkarken, B firması zayıf finansal görünümü özellikle yüksek borçluluk ve zayıf kârlılığı Finansal Risk Profili'nin "BB" olarak oluşmasına yol açmıştır.

Bağımsız Risk Profili

Yukarıda yer alan skor tablosunda verildiği detayları verildiği üzere, A firmasının Bağımsız Risk Profili "AA+", B firmasının ise "BB" olarak oluşmuştur.

Firmaların nihai not değerlendirmesinde A firmasının kurum kredi derecelendirmesi "AA+", B firmasının ise "BB" olarak nihayetlendirilmiştir.

İZLEME

Derecelendirme notunun belirlenmesi ve raporların firma ile paylaşılmasından sonra, izleme süreci başlayacaktır. Bu aşamada, derecelendirme kuruluşu mevzuattan kaynaklanan, firma ise derecelendirme sözleşmesinden kaynaklanan yükümlülüğü uyarınca karşılıklı iletişimi korumak ve önemli gelişmeleri takip etmek/bildirmek zorundadır.

Derecelendirme uzmanları, A ve B firmalarına ilişkin her türlü haber, sektörel gelişme gibi güncel konuları takip edeceklerdir. Ayrıca, firmaların ara dönem bağımsız denetim raporları olması halinde, söz konusu raporların, aksi halde diğer finansalların (örneğin Vergi Usul Kanunu'na göre düzenlenmiş beyannameler) paylaşılması, derecelendirme kuruluşunun firmaların finansal performansına ilişkin gelişmeleri izlemelerine imkân tanıyacaktır.

Ayrıca, derecelendirme kuruluşu, sözleşme uyarınca, portföyündeki firmaların bankacılık sistemindeki risk/limit, gecikme, yapılandırma, çek ödeme performansı gibi verilerini de takip edecek ve ihtiyaç halinde firma ile iletişime geçerek ilave bilgi talep edebilecektir.

İzleme sürecinde, firmanın kredi derecelendirme notunu önemli düzeyde etkileyecek bir gelişme olması halinde, örneğin;

- A firmasının büyümeye devam etmek için yurtdışında bir satın alma gerçekleştirmesi,
- B firmasının borçlarını uzun vadeli, ana para ödemesiz bir dönem barındıran şekilde yapılandırması,

- B firmasının sermaye artırımına giderek kısa vadeli borçlarını kapatması,
- B firmasının borçluluk durumunun devam etmesi nedeniyle kreditörlerin ilave limit tahsisini durdurması ve firmanın likidite krizi yaşaması

gibi olumlu ya da olumsuz gelişmeler, bir yıllık revizyon süreci beklenmeden bir rating aksiyonu alınmasını sağlayabilir.

Borçların vade yapısının temerrüt risk ile ilişkisi literatürde sıklıkla yer bulmakla birlikte, Carling ve diğerleri (2007) 1994 1. Çeyrek - 2000 1. Çeyrek tarihleri arasında en az bir veya birkaç ödenmemiş kredisi bulunan 54.603 adet İsveçli şirketin 579.941 gözlemden oluşan veri seti ile yaptıkları çalışmalarında; temerrüt riskinin kısa vadeli krediler için uzun vadeli kredilere göre belirgin şekilde daha yüksek olduğuna; kısa vadeli ve uzun vadeli kredi karışımına sahip borçluların, kısa vadeli olanlardan önemli ölçüde daha güvenli, ancak uzun vadeli olanlardan daha riskli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonuç, bankaların geleceği daha belirsiz olan firmalara kısa vadeli krediler vermeye daha meyilliyken, daha güvenli işletmelerin daha uzun, sabit vadeli kredilere daha iyi erişme eğiliminde oldukları şeklindeki yaygın düşünceyle örtüşmektedir (Carling, 2007) .

Bu hallerde, derecelendirme uzmanı, gerekli bilgi ve belgeleri toplar, firma ile görüşme sağlar ve akabinde Derecelendirme Komitesi'ni güncel gelişmeler ve derecelendirme notu etkileri hakkında bilgilendirir. Komitenin kararına göre, ilk derecelendirme tarihi üzerinden henüz bir yıl geçmese de derecelendirme aksiyonu alınabilir. Bu aksiyon notun yükseltilmesi ya da düşürülmesi olabileceği gibi, notun korunup görünümün (Pozitif/Stabil/Negatif) değiştirilmesi şeklinde de olabilir.

5. BÖLÜM

DAHA YÜKSEK BİR DERECELENDİRME NOTU İÇİN ÖNERİLER

Bu bölümde, kredi derecelendirme notlarına etki eden faktörlerden yola çıkarak, firmaların kredi derecelendirme notlarının yükseltilmesine imkan tanıyacak unsurlara yer verilecektir. Kredi derecelendirme çalışması bir firmanın finansal, operasyonel ve kurumsal yapısının tümünü değerlendirmeye alan bütünleşik bir değerlendirme olduğu için, adı geçen tüm alanlarda yapılan iyileştirmeler, kredi derecelendirme notuna pozitif şekilde yansıyabilmektedir. Genel olarak, firmanın finansal performansını geliştirecek, sürdürülebilir ve kârlılık eşliğinde büyümesine katkı sağlayacak aksiyonların tümü, kredi derecelendirme notunun gelişmesine katkı sağlayacaktır. Bu bölümde, kısa, orta ve uzun vadede sonuç verecek ve özellikle Türkiye'de faaliyet gösteren firmalar dikkate alındığında öne çıkan unsurlara dönük önerilere yer verilmiştir.

Firma özelinde ise, kredi derecelendirme raporlarında, nota olumlu ve olumsuz etki eden faktörler, güçlü ve kısıtlayıcı yönler başlıkları altında sıralanmaktadır. Bu maddelere odaklanarak, revizyon dönemleri için bir geliştirme planı yapılması mümkün ve faydalı olacaktır.

Finansal	**Operasyonel**	**Kurumsal**
Kaldıraç yönetimi	Rekabet gücünün geliştirilmesi	Risk yönetimi uygulamaları
Karşılama oranlarının geliştirilmesi	Ürün-hizmet çeşitlendirilmesi	İç denetim mekanizması
Nakit akışı ve likidite yönetimi	Verimlilik artışı	Sermaye yapısının güçlendirilmesi
Döviz pozisyonu yönetimi		

Finansal performans, derecelendirmenin en temel ayaklarından birini oluşturduğu için, özkaynak oranı, borç servis kapasitesi–likidite, nakit akış performansı ve özellikle ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde önem arz eden döviz pozisyon yönetimi alt başlıkları altında değerlendirilmiştir.

Derecelendirme çalışmalarına baz teşkil eden finansal tabloların yanı sıra, faaliyetlere ilişkin, rekabet gücü, ürün-hizmet çeşitliliği ve verimlilik gibi göstergeler operasyonel değerlendirme unsurlarının altında öne çıkan hususlardır. Bu başlıklar altındaki iyileştirilmelerin yanı sıra, bu gelişmeleri belgeleyen bilgilerin derecelendirme uzmanları ile paylaşılması da, bilgi asimetrisini ve belirsizliği azaltacağı için son derece faydalı olacaktır.

Kurumsal yönetim başlığının altında ise, bilhassa risk yönetim uygulamaları ve denetim yapısının teşkil edilmesinden bahsedilebilir. Kurum içinde yakından takip edilen ve iyi düşünülmüş risk yönetim çerçevesi, kurumun hem finansal hem de operasyonel performansına direkt etki etme kabiliyetine sahiptir.

Bununla birlikte, firmanın faaliyet gösterdiği sektörün döngüsel yapısı ve makroekonomik döngüler/gelişmeler gibi firma etki alanının dışındaki unsurların da derecelendirme notları üzerindeki etkisi göz ardı edilmemelidir. Bir başka deyişle, her ne kadar firmanın mikro düzeydeki risk faktörleri çok iyi yönetilse de, makro gelişmelerin etkisiyle derecelendirme notlarının, benzer finansal performans gösteren bir firmanın gerisinde kalması mümkündür.

FİNANSAL

Her ne kadar bu bölümde değinilen tüm unsurlar birbiri ile ilişkili olsa da, örneğin bir firmanın rekabet gücünün geliştirilmesine dönük adımlar, nakit akışına da katkı sağlayarak borç servisi kapasitesini yükseltecektir, odağına finansal performansı alan adımlar orta ve uzun vadede firmanın kredi derecelendirme notunun geliştirmesi için en önemli aksiyonlar olacaktır.

Aksiyon	Uygulama Ufku	Etki Faktörü
Kaldıraç yönetimi	Orta-Uzun	Orta-Yüksek
Karşılama oranlarının geliştirilmesi	Kısa-Orta	Yüksek
Nakit akışı ve likidite	Kısa	Yüksek
Döviz pozisyon yönetimi	Kısa	Orta-Yüksek

KALDIRAÇ YÖNETİMİ

Kaldıraç, ya da finansal kaldıraç, derecelendirme kuruluşları tarafından Aktif/Özkaynak, Net Borç/FAVÖK, Serbest Nakit Akımı (SNA)/Net Borç gibi metrikler ile ölçülmektedir. Bu bağlamda, kaldıraç düzeyinin azaltılması somut olarak;

- Borçlanma oranının düşürülmesi
- FAVÖK miktarının artırılması
- Özkaynak miktarının artırılması

yollarıyla mümkün olabilmektedir.

Elbette, hızlı büyüme gerçekleştiren bir firma, büyümenin finansmanı için dış kaynağa ihtiyaç duyabilecektir. Nitekim, hızlı büyüyen firmalarda yüksek kaldıraç çarpanlarına rastlanmaktadır. Öte yandan, borçlanmanın miktarının yanında niteliği de önemlidir. Uzun vadeli, yatırıma dönük borçlanma, reel FAVÖK artışına da imkan tanıyacağı için, kısa vadeli işletme sermayesi finansmanına dönük borçlanmaya göre daha tercih edilir ve düşük riskli olarak değerlendirilecektir.

Bir başka deyişle, kaldıraç oranlarının düşürülmesi ve makul bir bantta tutulması, örneğin Net Borç/FAVÖK oranının 3'ün altında kalması aynı zamanda büyümeden vazgeçme anlamı taşımamaktadır. Borçlanma, organik, reel büyüme de sağladığı ölçüde, mali bünyeyi bozmadan sürdürülebilir. Bu nedenle, işletme sermayesi için finansman ihtiyacının mümkün olduğunda içsel kaynaklar ile sağlandığı, borçlanmanın üretim kapasitesine eşlik ettiği bir finansman yapısı, derecelendirme notlarının gelişimine katkı sağlayacaktır. Bu noktada, finansal kesimin uzun vadeli yerel para kredi verme kapasite ve iştahı da elbette önemlidir. Bankacılık kesiminin sabit faizli, uzun vadeli TL finansman kapasitesi geliştikçe, reel kesim de bu gelişmelerden azami düzeyde faydalanabilecektir.

Firmanın mülkiyetinde satılabilir yatırım amaçlı varlıklar bulunduğu takdirde, bu kıymetlerin nakde dönülerek borçların kapatılması yoluyla kaldıraç azaltılması da uygun bir aksiyon olabilir. Maddi duran varlık ve yatırım amaçlı gayrimenkuller, kredi teminatı olarak da yaygın olarak kullanıldığı için firmaların birikmiş kârlarını değerlendirmek için rağbet gösterdikleri yatı-

rımlar olarak görülmektedir. Diğer taraftan, geçmiş dönemlerde bu şekilde yatırım amaçlı edinilen kıymetlerin, kaldıraç seviyesinin çok yükseldiği ve mali bünye üzerinde baskı oluşturmaya başladığı dönemlerde, firmanın kendi inisiyatifindeki kararlar ile nakde dönüştürülmesi tercih edilebilir.

Bu bakımdan;

- Kârların bünyede tutulması ve sermaye oranının korunması,
- Agresif büyüme için kısa vadeli fonlamanın tercih edilmemesi,
- Üretim/satış kapasitesine eşlik edecek, nakit akışı iyi projelendirilmiş finansman tercih edilmesi,
- Varsa yatırım amaçlı tutulan kıymetlerin satışı yoluyla likidite yaratılması

etkin kaldıraç yönetiminin yapı taşları arasında yer almaktadır.

BORÇ SERVİS ORANLARI VE LİKİDİTE YÖNETİMİ

Borç servis oranları altında, işletme faaliyetlerinden elde edilen nakdin faiz ödemelerini karşılama gücü incelenmektedir. Ayrıca, yatırım harcamaları (capex) ve temettü ödemelerinin karşılama oranları da bu başlık altında incelenmektedir. Borç servis oranlarının; gelir artışı, borç vade faiz yapısının güncellenmesinin yanında, borçlanma miktarının ayarlanması da önemlidir.

Likidite yönetimi ise, hem faaliyetlerle ilişkili olarak işletme sermayesinin yeterliliğine dönük, hem de olası beklenmedik likidite ihtiyaçlarının karşılanabilmesi için hazır bulundurulan nakit ve nakit benzeri değerler ile ihtiyaç halinde kullanılabilecek finansman kaynaklara işaret etmektedir.

Öne çıkan karşılama rasyoları, faiz ve yatırım harcamalarını odağa aldığı için, iyi bir finansal planlama ile karşılama metriklerinde iyileştirme sağlanabilir. Kredi ödeme planları ve yatırım bütçelerinin, gelir projeksiyonları ile eşgüdümlü bir şekilde hazırlanması, planlı nakit çıkışları olan kredi ödemeleri ile planlara uygun olarak ilerleyen yatırım harcamaları için faaliyetlerden yeterli miktarda nakit elde edilmesini kolaylaştıracaktır.

Bu nedenle, kullanılan kredilerin sabit ya da değişken faizli olması durumuna göre, ilave korunma (hedge) tedbirleri gerekebilecektir. Değişken faiz oranlı kredilerin kullanılması durumunda, periyodik borç servis miktarı değişeceği için, çeşitli türev ürünlerin kullanılması yoluyla faiz oranlarının sabitlenmesi düşünülebilir. Vade yapısının böyle bir hedge işlemini maliyetli kılması halinde ise, gelirlerin değişken faizi takip edecek şekilde endekslenmesinin yollarının aranması faydalı olacaktır. Diğer taraftan, söz konusu miktarın görece küçük kalması faiz riskinin kabul edilerek belirli limitler içinde yönetilmesi de mümkündür.

Benzer şekilde, borç servis miktarı, kullanılan kredinin para birimine göre de değişiklik gösterecektir, öyle ki, döviz borçları için gerekli ödemenin TL karşılığı, kur hareketlerine göre güncellenmek durumundadır. Bu noktada, döviz geliri bulunmayan firmaların yabancı para kredi kullanımına dönük getirilen kısıtlamalar, reel kesim firmalarının söz konusu risklere maruz kalmasını çok büyük ölçüde engellemiştir[1]. Diğer taraftan, belirli büyüklüğü aşan firmaların halen döviz

---

1. Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karara İlişkin Tebliğ (Tebliğ No: 2008-32/34)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Tebliğ No: 2018-32/46)

kredi kullanabilmesi ve kimi zaman maliyetli bulunduğu için söz konusu kredilerden doğan risklerin hedge edilmemesi, kur artışı olan dönemlerde karşılama oranlarının düşmesine neden olmaktadır.

Benzer şekilde, yatırım harcamaları da, ithal girdi barındırmaları ya da döviz endeksli olmaları hallerinde, kur hareketleri nispetinde daha pahalı hale gelebilmekte ve bu durum karşılama oranlarının zayıflaması sonucunu doğurmaktadır.

Bu bağlamda, bir ihtiyatlılık ilkesi olarak, faaliyet gösterilen sektörün dinamiklerine (vade yapısı, fiyatlama mekanizması, tedarik süreçleri vb.) belirli miktarda örn. %5 gibi bir likidite tamponunun korunması, hem esneklik sağlayacak, hem de olası risk unsurlarını azalttığı için derecelendirme notunun yükselmesine katkı sunacaktır. Birçok kurum için, "atıl" tutulan nakit değerler verimsizliğe işaret etse de, olası riskleri karşılamak için, nemalandırılan bir finansal varlık tamponu, bir nevi yedek akçe, son derece faydalıdır.

Bu bakımdan,

- Karşılama oranlarının yönetimi için belirli eşik aralıkların belirlenmesi,
- Borçlanma ve yatırım kararlarının, söz konusu eşik değerlerden aşım olmamasına gayret gösterilerek alınması,
- Mümkün olduğu ölçüde, borç servis ve yatırım harcamaları gibi öngörülebilir nakit çıkışlarının faaliyet nakit döngüsü ile denkleştirilmesi
- Temkinli bir finansal yönetim uygulaması olarak, toplam aktiflerin %3-5 gibi bir oranına denk gelecek büyüklükte bir nakit/likit varlık yedeği bulundurmak

firmalar açısından faydalı olacaktır.

NAKİT AKIŞ KALİTESİ VE İSTİKRARI

Derecelendirme kuruluşlarının metodolojileri arasında yer alan rasyoların önemli bir bölümü nakit akımına bağlı olduğu için, nakit akımı göstergelerinin niteliği de önem arz etmektedir. Genel olarak, istikrarlı, öngörülebilir, sektöre ilişkin döngülerin dışında ciddi anlamda oynaklık göstermeyen nakit akımları; dengesiz, sert artış ve azalış gösteren, oynaklığı yüksek nakit akımı göstergelerine göre daha "güvenli" olarak değerlendirilmektedir.

Bir şirketin nakit akışının kalitesinin ana etkenleri, operasyonlarından tutarlı ve öngörülebilir nakit akışı yaratma yeteneğinin yanı sıra nakit akışını etkin bir şekilde yönetme yeteneğidir. Faaliyetlerinden istikrarlı bir nakit akışı oluşturabilen ve işletme sermayesini etkin bir şekilde yöneterek ve olası nakit akışı kesintilerini en aza indirerek nakit akışı üzerinde iyi bir kontrol edebilen bir şirketin nakit akış kalitesi de yükselecektir.

Bu bakımdan;

- Gelirlerin çeşitlendirilmiş bir müşteri tabanına yaygınlaştırılması,
- Tahsilat ve kredili satış politikalarının periyodik olarak gözden geçirilmesi,
- Döngüselliği dengeleyecek yatırımların yapılması ya da mümkün olmadığı durumlarda gelirlerin yükseldiği dönemde daralma dönemi için hazırlık yapacak şekilde, muhafazakar bir yaklaşımın benimsenmesi,

nakit akış kalitesini yükseltecek ve kredi derecelendirme notlarına direkt katkı sağlayacaktır.

DÖVİZ POZİSYONU YÖNETİMİ

Yabancı para krediler başta olmak üzere birçok bilanço kalemi, firmaların döviz pozisyonu taşımasına neden olmaktadır. Başka bir bilanço içi kalem ya da bilanço dışı işlem (forward, swap vb. gibi türev ürünler) ile dengelenmediği takdirde, söz konusu pozisyonlar şirketlerin kur hareketlerine maruz kalmasına neden olduğu için, hem söz konusu riskin kendisi hem de riskin gerçekleşmesi halinde yarattığı tahribat derecelendirme notunu olumsuz etkilemektedir.

Bu nedenle, pozisyon taşınmaması ya da mümkün olduğunca azaltılması son derece faydalı olacaktır. Pozisyonu kapatmak için alınabilecek aksiyonlar ise, pozisyonun doğmasına neden olan unsura bağlı olarak belirlenebilmektedir.

Bilanço içi yükümlülüklerden doğan döviz pozisyon açığı, satışların ve sözleşmelerin döviz bazında belirlenebilmesi düzenlemeleri çerçevesinde[2] dövize endekslenebilir/döviz üzerinden belirlenebilir. Bunun mümkün olmaması halinde ise türev işlemlerden faydalanılabilir.

Kullanılan döviz cinsi kredinin vadesinin uzun olması durumunda oluşan kur farkının, cari yılın dışında kalan bölümü "gerçekleşmemiş kur farkı zararı" olarak raporlandığı için, nakit akımı üzerindeki etkinin sınırlı kaldığı düşünülebilmektedir. Öte yandan, pozisyon açığı korunduğu ve kur seviyesi geri gelmediği sürece, toplam kur zararı kademeli olarak gerçekleşeceği için, sonuçta nakit akımları zaman içinde hasar görecektir.

---

2. Türk Parası Kıymetini Korumu Hakkında 32 Sayılı Kararda Değişiklik Yapılmasına Dair Karar, Sayı 85, 12 Eylül 2018.

OPERASYONEL

Derecelendirme metodolojilerinin önemli parçalarından biri olan "Firma Konumlandırması" altında, (1) ölçek & konumlandırma, (2) rekabet gücü, (3) çeşitlendirme ve (4) verimlilik yer almaktadır. Bu bağlamda, derecelendirme notunun geliştirilmesi için alınabilecek bütünleşik (finansal-operasyonel-kurumsal) aksiyonların ikinci bölümünde bu alanların üzerinde yoğunlaşılması uygun olacaktır.

Şirketin nakit akımlarının istikrarını yükselten, öngörülebilirliğini artıran ve borçluluk seviyesini azaltmasına imkan tanıyan bu geliştirmeler, yapıları itibarıyla uzun vadede uygulamaya alınabilecektir. Bu nedenle, geliştirmelere başlamadan önce iyi bir planlama ve süreç tamamlanana dek üst yönetimin kararlılığını korunması son derece önemlidir.

Aksiyon	**Uygulama Ufku**	**Etki Faktörü**
Rekabet gücünün artırılması	Uzun	Yüksek
Ürün ve hizmet çeşitlendirmesi	Orta-Uzun	Orta
Verimlilik artışı	Uzun	Yüksek

REKABET GÜCÜ

Derecelendirme kuruluşlarınca yapılan değerlendirmelerde rekabet gücünü belirleyen unsurlar dikkate alınarak, aşağıdaki geliştirmeler yapılabilir.

Fiyat rekabetini güçlendirmek için;

- Yatay entegrasyon düzeyini artırarak ve mümkün olduğu ölçüde firma kendi içinde üretim aşamalarını birleştirerek, ürünlerin üretim sürecinde maliyetlerini azaltabilir ve rekabet gücünü yükseltebilir. Firmanın ürünlerin üretim sürecinde kullandığı hammadde ve yarı mamulleri tedarik etmek için tedarikçilerle iş birliği yapması da rekabet gücünü artırabilir.

Pazarlama gücünü geliştirmek için;

- Pazarlama faaliyetleri kapsamında, marka itibarı ve müşteri sadakatini geliştiren kampanya ve iyileştirmeler de derecelendirme notuna olumlu yansıyacaktır. Çoğu firmanın derecelendirme sürecinde, müşteri portföyü ile kurulan ilişkinin süresi ve portföyün ne kadarının uzun süreli anlaşma/sözleşmeler ile bağlandığı değerlendirilir.
- Hızlı hareket eden sektörlerde, örneğin teknoloji, modanın tüketici tercihlerini belirlediği hazır giyim gibi, teknolojiye uyum düzeyi de önemli bir derecelendirme unsuru olarak dikkate alınır.
- Firma, ürünlerinin ve/veya hizmetlerinin çapraz satış yetkinliklerini artırmak için, ürünlerinin ve/veya hizmetlerinin farklı pazarlara uyarlanmasını sağlayabilir. Ayrıca, firma, ürünlerinin ve/veya hizmetlerinin çapraz satışını destekleyecek pazarlama stratejileri geliş-

tirebilir ve çapraz satışını arttırmak için özel fırsatlar yaratabilir.

- Mevcut faaliyet alanlarında ürün/fiyat/tutundurma farklılaştırmasına yönelik yetkinliklerini artırmak için, ürünlerinin ve/veya hizmetlerinin farklı segmentler için özel paketler oluşturabilir ve fiyatlandırma stratejilerini bu doğrultuda revize edebilir. Ayrıca, firma, ürünlerinin ve/veya hizmetlerinin tutundurulmasını artırmak için çeşitli pazarlama kanallarını kullanabilir ve müşteri memnuniyetini ön planda tutarak, müşteri sadakatini arttırabilir.

Tedarikçiler ile ilişkileri güçlendirme için;

- Tedarikçiler ile uzun vadeli anlaşmalar yaparak, tedarikçilerinin maliyetlerini azaltabilir ve bu sayede daha rekabetçi fiyatlar alınabilir. Firma, ürünlerine ve/veya hizmetlerine özgün özellikler ekleyerek, ikame ürünlerin kendisiyle rekabet etmesini zorlaştırabilir. Ayrıca, firma, ürünlerinin ve/veya hizmetlerinin tutundurulmasını arttırarak, ikame ürünlerin rakiplerine göre daha az tercih edilmesini sağlayabilir.

Tüm bu adımların sonucunda, firmanın rekabet gücünün geliştirilmesi mümkün kılınabilir. Kredi derecelendirmesi açısından rekabet gücü, nakit akımlarının sürekliliği ve yeterliliğini direkt etkileyen bir unsur olduğu için, orta/uzun vadede bu yönde atılan adımlar derecelendirme notunun yükselmesine imkan tanıyacaktır.

ÇEŞİTLENDİRME

Derecelendirme notunun belirlenmesinde öne çıkan unsurlardan biri de gelirlerin ne kadar çeşitlendirilmiş olduğudur. Burada hem müşteri çeşitliliği, yani yoğunlaşmanın olup olmaması, hem de ürün/hizmet çeşitliliği dikkate alınır. Bu nedenle, gelirleri yaratan satışların tek bir ürüne bağlı olması negatif değerlendirilirken, aksi şekilde çok sayıda ürün/hizmet kanalının gelir yarattığı bir firma daha az riskli olarak değerlendirilir.

Ürün hizmet bazında yoğunlaşmanın yüksek oluğu firmalarda, ürün geliştirme faaliyetleri ile çeşitliliğin artırılması, tekil bazdaki ürün talep risklerine karşı koruma sağlayacaktır. Örneğin, çelik profil üretimi yapan bir şirketin, profil ebatlarının yanı sıra üretilen çeliğin dayanıklılığını geliştirerek kullanım alanını farklılaştırması halinde, alıcılarının farklı sektörlerden olmasını sağlaması mümkün olacaktır.

Ürün gamını çeşitlendirmeyi sağlamak elbette her firma için sektörün ya da firmanın içsel dinamiklerinden ötürü mümkün olmayabilir. Bu durumda, müşteri çeşitliliğinin sağlanması ve/veya nakit akımlarının istikrarını sağlayacak şekilde sözleşmeler düzenlenerek, öngörülebilirliğin artırılması faydalı olacaktır.

VERİMLİLİK

Finansal metrikler içinde de yer bulan verimlilik, aynı zamanda derecelendirme sürecinin operasyonel değerlendirme bölümünde de detaylı olarak ele alınmaktadır.

Bu değerlendirme altında;

- Entegrasyon düzeyi,
- Kapasite kullanım/doluluk oranı,

- Maliyet yapısı
- Alacak kalitesi

gibi unsurlar dikkate alınmaktadır.

Derecelendirme notunun değerlendirilmesinin bu aşamasında, görece düşük puanlanan bir firmanın, revizyon dönemine dek adı geçen başlıklar altında sağlayacağı iyileştirmeler firmanın kredi derecelendirme notunu yükseltebilecektir.

Somut olarak, üretim ile iştigal eden bir firmanın tedarik sürecini iyileştirmesi ve etkin kapasite planlaması ile hareket etmesi faydalı olacaktır. Agresif büyüme ile kapasitenin kısa zamanda artırılmasındansa, piyasa dinamiklerinin izlenerek kademeli olarak sağlanan bir artış hem borçlanma seviyesinin kontrolünü sağlayacak hem de sabit maliyetlerin yönetilmesine olanak tanıyacaktır. Bununla birlikte, yoğun sermaye birikimi ve yatırımı gerektiren kimi sektörlerde, kapasitenin dinamik yönetilmesi güç olduğu için, kapasite kullanımının artırılması, müşteri tabanının geliştirilmesine ve döngüselliğe bağlı olacağı için doğal bir tavana ulaşabilir. Bu durumlarda, ilave eforun sorunlu alacakların azaltılması ve entegrasyon düzeyinin yükseltilmesi/verimlileştirilmesi gibi alanlara yoğunlaştırılması faydalı olabilir.

Ayrıca, birim maliyet başına üretim ve gelir miktarının mümkün olan en yüksek seviyeye çıkması hedefleneceği için, etkin maliyet yönetimi de yönetimin öncelikleri arasında olmalıdır. Bu bağlamda, sonradan ortaya çıkan maliyetlerin arasında ise sorunlu alacak maliyetleri yer almaktadır. Öyle ki, özellikle uzun vadeli satış yapılan sektör ve firmalarda, alacakların yeterli seviyede güçlü teminatlar ile güvenceye alınmaması halinde, alıcıların kredibilitesi zedelendiğinde, alacakların tahsilatı riske girmektedir. Bu şekilde tahsil edilemeyen alacaklar ise hem nakit akışı ve kârlılığı etkilemekte, hem de özkaynaklara zarar vermek-

tedir. Hızlı büyüme dönemine giren bir firma, pazar payı kapmak için agresif fiyatlamalar ya da vade imkanları önerebilmekte ya da daha az teminat isteyebilmektedir. Ancak bu durumda alacakların tahsil edilememesi riski de artmaktadır. Bu nedenle, etkin bir kredi risk/limit politikası tesis edilmesi ve yeterli düzeyde teminatların alınması son derece önemlidir.

Özetle, üretim/hizmet altyapısının mümkün olduğunca entegre, basitleştirilmiş bir zincire dönüştürülmesi, öngörülemeyen maliyetleri ve riskleri azaltmak için gerekli kontrollerin sağlanması, verimliliğin güçlendirilmesine katkı sağlayacaktır.

KURUMSAL

Derecelendirme notu için sağlanabilecek geliştirmelerin son bölümünde, diğer bölümlerle bağı son derece güçlü olan, kurumsal yapıya ilişkin konulara yer verilmiştir.

Bu alandaki geliştirmeler, mevcut durumu zayıf olan firmalar için kısa sürede önemli sonuçlar doğurabilecekken, belirli bir kurumsal yönetim yapısı tesis etmiş olan firmalar için sağlanacak ilave katkı görece daha düşük olacaktır. Bir başka deyişle, kurumsal yapısı henüz tam olarak yerleşmemiş olan firmaların bu alanda sağlayacağı iyileştirmeler, kısa sürede çok olumlu sonuçlar doğurabilecektir.

Aksiyon	Uygulama Ufku	Etki Faktörü
Risk yönetimi	Kısa	Yüksek
İç denetim	Kısa	Yüksek
Sermaye yapısının iyileştirilmesi	Kısa-Orta	Yüksek

RİSK YÖNETİMİ

Bağımsız olarak çalışan ve kurumun tüm iş süreçlerini ve finansal yapısına ilişkin unsurları kapsayan bir risk yönetimi altyapısı, derecelendirme kuruluşlarınca önem verilen faktörlerdendir.

Risk yönetim yapısının zayıf olduğu hallerde, henüz bir risk somut olarak gerçekleşmemiş olsa dahi, bu durum kısıtlayıcı yön olarak değerlendirilecek ve derecelendirme notu görece zayıf kalabilecektir. Bu nedenle, etkin bir risk yönetimi yapısının tesis edilmesi, bir şirketin kısa vadede sonuçlandırabileceği önemli bir geliştirme olacaktır.

Risk yönetimi planı hazırlığının temel aşamalarını izleyerek;

- Risklerin tespit edilmesi,
- Risklerin ve etkilerinin analiz edilmesi,
- Risklere karşı alınabilecek aksiyonlar (kaçınma, azaltma, riskin kabulü)
- Aksiyonların planlanması
- Periyodik olarak gözden geçirme

şeklinde bir risk yönetimi sistemi hazırlanabilir.

Bu plan hazırlanırken, firmanın maruz kaldığı hem finansal (kredi, piyasa, likidite gibi) hem de operasyonel risklere yer verilmesi gerekmektedir.

Risk yönetim çerçevesi, somut olarak kredi, faiz, kur ve likidite risklerine dönük olarak limitlerin belirlenmesi şeklinde olabilir. Örneğin;

- Net yabancı para pozisyonunun, özkaynakların %20 ve toplam varlıkların %5'ini aşmaması,
- Toplam varlıkların %5'inden az olmamak üzere nakit ve nakit benzeri tutulması
- Açık hesap çalışılan müşteri riskinin toplam ticari alacaklar içindeki payının %20'yi aşmaması
- Tek firmadan kaynaklanan alacakların toplam alacaklar içindeki payının %10'u geçmemesi

gibi sınırlar belirlenerek, risklerin sayısal olarak yönetilmesi mümkün olacaktır.

Ayrıca, operasyonel risklerin yönetilmesi için de benzer şekilde limit, risk eşik değerleri ve tolerans seviyeleri belirlenebilir. Bu sayede, brüt risk düzeyinin alınan önlemler ile düşürülerek net riske maruz kalma düzeyinin düşürülmesi sağlanabilir. Finansal ve operasyonel risklerin düşürülmesi hem riskin gerçekleşmesi halinde finansallara yansıyacak olan zararı düşürecek, hem de etkin bir sistem kurulduğu için bu alandaki değerlendirmelerden daha yüksek puan alınmasını sağlayacaktır.

İÇ DENETİM

Bir önceki konu ile bağlı olarak, firmanın tüm süreçlerinin KDK-ya bağlı olmayan, direkt olarak yönetim kuruluna raporlayan bir denetim birimi tarafından incelenmesi, hem olası risklerin ortaya çıkarılmasına imkan tanıyacak, hem de mevcut kontrol ve risk yönetimi sisteminin etkinliğinin değerlendirilmesini sağlayacaktır.

İç denetim sistemi, kurumun faaliyetlerinin ölçeği ve kapsamına göre ihtiyaca uygun büyüklükte ve derinlikte tesis edilebilir. Birim tarafından yapılan incelemelerin sonucunda ortaya çıkan bulguların periyodik olarak raporlanması ve akabinde bulguların giderilmesine ve tekrarlanmamasına dönük aksiyonlar alınması, kurumun hem finansal performansını artıracak hem de olası şok ve risklere karşı daha dirençli ve hazırlıklı olmasını sağlayacaktır.

Etkin bir iç denetim sistemi kurmak için, alanında tecrübeli denetim uzmanlarının KDK süreçlerinden bağımsız olarak hareket etmesinin sağlanması, kısa sürede etkili bir sistem kurulmasına imkan tanıyacaktır. Böylece, izleyen dönemlerde derecelendirme notlarının gözden geçirilmesi aşamasında, daha önce denetim mekanizması kısıtlayıcı yönler içerisinde yer alan bir firmanın daha olumlu değerlendirilmesi mümkün olacaktır.

SERMAYE YAPISI VE İŞBİRLİKLERİ

Kurumsal yapıya ilişkin önemli değerlendirme unsurlarından biri de sermaye yapısıdır. Şirket özkaynaklarının nakit (geçmiş yıl kârları, ödenmiş sermaye) ve nakit olmayan (değerleme farkları) gibi kalemler arasındaki dağılımı önemli bir unsurdur. Ayrıca, özkaynakların ihtiyaç halinde desteklenmesi de derecelendirme için önem arz eden bir konudur. Son olarak, ortaklık içinde yer almasa da kurum için stratejik destek sağlayabilen kurum/kuruluşlar ile sağlanan işbirlikleri de derecelendirme notuna olumlu yansıyacaktır.

Somut olarak, sermaye yapısının kuvvetlendirilmesi için;

- Özkaynakların ödenmiş sermaye, geçmiş yıl kârları gibi organik, nakit akışına dayanan unsurlardan oluşmasına dikkat edilmesi ve değerleme farkı gibi unsurların payının düşük tutulması (İlk bölümün yeterli seviyede olduğu hallerde elbette değerleme farklarının yüksek olması sorun teşkil etmeyecektir.)
- Kâr payı ödemelerinin sermaye yapısını bozmamasına özen gösterilmesi, kaldıracın makul seviyelerde tutulması
- Şirket hissedarlarının firmayı destekleme güç ve niyetlerinin somutlaştırılması, grup içi işlemlerin standart ticaret ile sınırlı tutulması
- Şirketin operasyonları için kritik tedarikçiler, müşteriler, hizmet sağlayıcıları, kurumsal çözüm sağlayıcıları ile uzun soluklu anlaşmalar düzenlenmesi

gibi aksiyonlar alınabilir.

DEĞERLENDİRME

Her bir firmanın kredi derecelendirme notu; finansal, operasyonel ve kurumsal unsurlar detaylıca incelenerek belirlenmektedir. Derecelendirme notunun geliştirilmesine dönük adımlarda, raporda yer verilen kısıtlayıcı faktörler gözetilerek belirlenebilecektir. Firmanın finansal, operasyonel ve kurumsal yapısı, zayıftan güçlüye doğruya ilerledikçe, her kademe not artışı için gerekli olan geliştirme ihtiyacı daha da yüksek olacaktır. Bir başka deyişle, finansal bünyeyi güçlendirmeye yönelik çalışmalar, mali performansı zayıf bir firma için, mevcut mali gücü yüksek bir firmaya göre daha yüksek bir katsayıyla yansıyacaktır.

Buradan hareketle;

- Firmanın derecelendirme raporunda yer verilen kısıtlayıcı yönlerin tespiti,
- Bu alanlara dönük mümkün olan aksiyonların belirlenmesi,
- Geliştirme için bir planlama yapılması,
- Kademeli olarak planların hayata geçirilmesi,
- Son olarak ilerleme durumu ile gerçekleşmelerin derecelendirme uzmanları ile şeffaflıkla paylaşılması,

sürecin sağlıklı bir şekilde yürütülmesini sağlayacaktır.

6. BÖLÜM

FİNANSAL KURUMLARIN DERECELENDİRİLMESİ

FİNANS KURULUŞLARIN DERECELENDİRİLMESİ

Günümüzde bir ülkenin ekonomik kalkınma yeteneği sahip olduğu ekonomik varlıklarının sürdürülebilir biçimde büyümesi ve gelişmesi ile doğrudan ilgilidir. Finansal sistemin temel amacı, bir ekonomide bulunan âtıl fonların toplumsal faydayı maksimize etmek amacıyla ekonomik faaliyetlerde kullanılması için fon talep edenlere sunulmasıdır. Finansal sistem bu amacı gerçekleştirirken işlem maliyetlerinin azaltılmasına da katkı sunmakta ve bankalar ve diğer finansal aracılar sayesinde küçük tasarruf sahiplerinin sermayelerini fon ihtiyacı bulunan taraflara ulaştırmaktadır. Finansal sistemin yüksek güven ortamında fon fazlası olan ve fon ihtiyacı olan kesimler arasında oluşturduğu bu döngü tabana yaygınlığın da katkısıyla ekonominin güçlenmesine ve derinleşmesine yardımcı olarak olası ekonomik krizlerin yıkıcı etkilerini de önemli ölçüde azaltabilmektedir.

Küresel ekonomi içerisinde finansal sistem döngüsünün vazgeçilmez bir paydaşı olan finansal kuruluşların üstlendiği kritik rol sebebiyle bu kuruluşların tüm faaliyetleri ulusal ve uluslararası regülasyonlar doğrultusunda düzenleyici ve denetleyici kuruluşlarca belirlenen kurallar çerçevesinde titiz ve sürekli bir gözetim ve izleme sürecine tabiidir. Banka ve banka dışı finansal kuruluşların derecelendirilmesi hususunda derecelendirme kuruluşları uyguladıkları metodoloji ile temel olarak makro ekonomik dengelerin getirdiği kısıtlar altında ilgili finansal kuruluşların kalitatif ve kantitatif açıdan ne kadar güçlü olduğunu tespit etmeyi amaçlamaktadır.

BORÇLANMA ARAÇLARININ FİNANSAL PİYASADAKİ YERİ

Kamu kesimi tarafından ihraç edilen devlet tahvilleri ve hazine bonoları ile özel sektör tarafından ihraç edilen tahvil, finansman ve banka bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, varlık teminatlı menkul kıymetler ve kira sertifikaları Türkiye'de sabit getirili menkul kıymetler (SGMK) kategorisinde değerlendirilmektedir. Bono, tahvil ve diğer borçlanma araçları sermaye piyasaları vasıtasıyla şirketlere ve bankalara alternatif finansman kaynağı yaratmaktadır.

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

2021 yılında yurtiçindeki özel sektör tahvil ihraçları %30 artarak 258 milyar TL'ye çıkmıştır. Bu tutarın %80'in bankalarca yapılan ihraçlardan oluşmaktadır. Kamu tarafında iç borçlanma aracı ihracı ise 2021 yılında, önceki yıla kıyasla %9 azalarak 395 milyar TL'lik ihraç gerçekleşmiştir.

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMET BİRİNCİL PİYASA İŞLEMLERİ

Hazine ve Maliye Bakanlığı 2021 yılı içerisinde sabit getirili menkul kıymet ihraçlarıyla yurtiçinde 395 milyar TL borçlanmış olup, iç borçlanma 2020 yılına göre %9 azalmıştır. Diğer taraftan, dış borçlanma ise %15 artarak 10 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Borçlanma vadelerinin ise 2021 yılında önceki yıla göre artış trendinde olduğu izlenmektedir.

Hazine ve Maliye Bakanlığınca 2020 yılında ilk defa ihraç edilmeye başlayan TLREF'e dayalı ürün ihracı 2021 yılında 50 milyar TL'ye yaklaşmış, bu ürünlerin toplam tahvil ihraçlarındaki payı 3 puan artarak %12'ye çıkmıştır.

Altın tahvili ve altına dayalı kira sertifikası ihracı ilk defa 2017 yılında başlamış olup, 2021 yılında ton bazında artış göstererek, 141,6 ton altın finansal sisteme kazandırılmıştır. Bununla birlikte, Borsa İstanbul altın fiyatları baz alınarak yapılan hesaplamalara göre altına dayalı SGMK ihraç tutarı, altın fiyatlarındaki dalgalanmayla 2021 yılında %55 artarak 64,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu rakamın 35,3 milyar TL'si altına dayalı kira sertifikası ihraçlarından oluşmaktadır.

Tablo 21: Kamu Borçlanma Araçları İhracı

KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI İHRACI						
	2017	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2021/2020 Değişim**
İç Borçlanma (milyon TL)	**129,050**	**123,089**	**212,443**	**432,486**	**395,144**	**-8.6%**
TL Cinsi Sabit Faizli Kuponlu Senetler	93,612	67,962	48,560	67,558	112,917	67.1%
Döviz Cinsi Sabit Faizli Kuponlu Senetler	-	1,280	21,339	100,016	36,591	-63.4%
TL Cinsi Değişken Faizli Kuponlu Tahviller	9,701	11,977	19,419	35,082	25,218	-28.1%

TLREF'e Endeksli Tahviller	-	-	-	37,421	48,448	29.5%
TÜFE'ye Endeksli Tahviller	13,152	16,448	29,910	44,212	67,349	52.3%
TL Cinsi Kuponsuz Senetler	7,948	13,890	54,148	49,835	17,940	-64.0%
TL Cinsi Kira Sertifikaları	4,260	7,254	7,601	37,155	11,478	-69.1%
Döviz Cinsi Kira Sertifikaları (TL)	-	3,419	10,251	19,515	10,765	-44.8%
Altın Tah. Ve Altına Day. Kira Sert. (TL)	377	859	21,216	41,693	64,438	54.6%
Altın Tah. Ve Altına Day. Kira Sert. (Ton)	*2.5*	*4.2*	*82.3*	*113.7*	*141.6*	*24.5%*
Dış Borçlanma (milyon $)	***9,660***	***7,712***	***11,170***	***8,750***	***10,036***	***14.7%***

Kaynak: (Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, 2021)

2017'den 2021 yılları arasında özel sektör borçlanma aracı ihraçlarındaki artış 2020 yılında azalmış görünse de 2021 yılında ihraç tutarı 2020 yılına göre %30 oranında artış göstermiştir. Özel sektör, tahvil ve bono ihraçlarıyla birlikte borçlanma vadesi kamuya göre hayli kısayken 2021 yılında 258 milyar TL kaynak sağlanmıştır.

Tablo 22: İhraççı Bazında Özel Sektör Borçlanma Araçlari İhracı

İHRAÇÇI BAZINDA ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI İHRACI*						
	2017	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2021/2020 Değişim**
İhraç Sayısı	**1,217**	**1,385**	**1,330**	**1,255**	**1,294**	**3.2%**
Banka**	667	836	762	792	733	-7.4%
Banka Dışı-Finans	484	489	467	354	436	23.2%
Finans Dışı	66	60	101	108	125	15.7%
İhraç Miktarı (mn. TL)	**130,330**	**179,121**	**210,322**	**199,301**	**258,444**	**29.6%**
Banka**	88,238	138,249	164,659	175,261	207,313	18.3%
Banka Dışı-Finans	36,439	37,178	37,796	16,498	31,798	92.7%
Finans Dışı	5,654	3,693	7,867	7,735	19,333	149.9%

**Tahsisli satışlar hariçtir.*
***Kaynak kuruluşu banka olan ihraçlar 'banka' altında sınıflandırılmıştır.*

Kaynak: (Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, 2021)

2021 yılında ihraççı bazında işlemlere bakıldığında, ihraçların büyük çoğunluğunu oluşturan bankaların payının 2020 yılında %88 seviyelerinde iken 2021 yılında %80 seviyelerine düştüğü, aracı kurum, faktoring şirketleri vb. banka dışı finans kurumların ise bu işlemlerdeki payının artış gösterdiği izlenmektedir. Reel sektörün ihraçları 2021 yılında 2,5 katına çıksa dahi bu ihraççıların toplamdaki payı %7 ile oldukça sınırlı kaldığı görülmüştür. Bununla birlikte bu tabloda sunulan veriler, tahsisli satışları içermemektedir. Bu nedenle tüm ihraçları kapsamadığı dikkate alınmalıdır. 2021 yılında bankaların tahvil ihracı sayısında 59 adet azalma görülse de ihraç miktarı %18 artarak 207 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Banka dışı finansal kurumların gerçekleştirdiği borçlanma aracı ihracı büyüklüğü ise önceki yıla göre %93 artarak 32 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Bu şartlarda reel sektörün borçlanma aracı ihraçları ise bir önceki yıla göre %150 artarak 19 milyar TL'yi geçmiştir. 2021'de banka dışı finans sektöründe borçlanma aracı ihracında bulunan kurum sayısı 9 adet artarken, finans dışı kesimde ihraç yapan kurum sayısı 2 adet artmıştır. Özel sektör borçlanma araçları ihraçlarının dörtte biri kira sertifikası ihraçlarından oluşmaktadır. 2021 yılında özel sektörde 9 şirket 1 milyar TL üzeri tutarda ihraç gerçekleştirmiş olup, toplam özel sektör ihraçlarının %60'ını konu şirketler oluşturmuştur.

İhraçların türüne göre dağılımına bakıldığında, ağırlıkla borsa dışında gerçekleştiği izlenmektedir. Halka arzın, kira sertifikası ihraçlarında diğer ürünlere kıyasla nispeten daha fazla tercih edildiği gözlenmektedir. Yıllar itibariyle artış trendinde olan kira sertifikası ihraçları 2021 yılında toplam özel sektör borçlanma aracı ihraç tutarının yaklaşık dörtte birini oluşturmuştur.

Tablo 23: Özel Sektör Borçlanma Aracı İhraçları (2021)

ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARACI İHRAÇLARI (2021)				
	Halka Arz	**Nitelikli İhraç Pazarı**	**Borsa Dışında İhraç**	**Toplam**
Ürün Sayısı	**69**	**21**	**1,204**	**1,294**
Tahvil/Bono	46	6	1,010	1,062
Kira Sertifikası	23	15	181	219
Varlığa Dayalı Menkul Kıymet	-	-	13	13
İhraç Tutarı (milyon TL)	**29,719**	**1,448**	**227,277**	**258,444**
Tahvil/Bono	19,774	425	173,587	193,786
Kira Sertifikası	9,945	1,023	53,015	63,983
Varlığa Dayalı Menkul Kıymet	-	-	675	675

Kaynak: (Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, 2021)

2021 yılı özel sektör borçlanma senedi ihraçlarında geçen yıllarda da olduğu üzere, halka arzların payının kısıtlı kaldığı izlenmekte olup, toplam ihracın %11'ini oluşturmuştur. Nitelikli yatırımcıların çoğunluğu borsa dışında olmak üzere toplam 228 milyar TL'lik borçlanma aracı ihracına katılmışlardır. 2021 yılında nitelikli ihraç pazarında 1,5 milyar TL olarak gerçekleştirilen ihracın 1 milyar TL'si kira sertifikası ihracı kaynaklıdır.

RATİNG KURULUŞLARININ BANKA DERECELENDİRME METODOLOJİSİ

Bankalar tarih sahnesinde yer aldıkları ilk günden itibaren ekonominin önemli aktörlerinden biri olmuş ve günümüzde modern bankacılık ile tüm finansal sistemin merkezine yerleşmiştir. Türk bankacılık sektörü de globaldeki gelişmelere paralel olarak kayda değer bir performans sergilemiş ve bazı alanlarda global bankacılık sektörüne öncülük edecek olgunluk düzeyine erişmiştir. Hiç şüphesiz finansal sistemin işleyişinde böylesine kritik bir role sahip olan bankaların finansal ve operasyonel gücü ve dayanıklılığı globalleşen dünyada ekonomilerin sürdürülebilir gelişme gösterebilmesi için de büyük önem arz etmektedir. Bu kitapta kullanılan Banka kavramı Bankacılık Kanunu mevzuatı kapsamında banka, yatırım bankalarını, özel/kamu bankalarını ve katılım finansını içermektedir.

Diğer taraftan, İslami bankaların uygun bir şekilde derecelendirmesi için, derecelendirme yaklaşımının söz konusu bankaların özellikli yapılarını dikkate alarak rafine edilmesi gerekmektedir. İslami bankalar, kredi riski ve kurumsal yönetişimin ötesinde değerlendirilmeli ve istikrarlarını yargılamak için, kredi ve emanet risklerinin karşılıklı olarak bağımlı doğasını kabul eden daha kapsamlı bir kriter oluşturmalıdır. Bu bağlamda, İslami banka derecelendirme sisteminin operasyonel sağlamlığı daha objektif bir şekilde yansıtabileceği için denetim sürecine fayda sağlaması beklenmektedir. Derecelendirme sistemi daha sonra denetim faaliyetlerini formüle etmek için temel olarak

kullanılacaktır. Bu nedenle tasarlanan derecelendirme sistemi, İslami bankalarda meydana gelen sorunları daha net bir şekilde tespit edebilmelidir. (Radzi, 2016)

Aşağıda sunulan bilgiler rating kuruluşlarının bankalara yönelik metodolojisini özetlemektedir.

TEMEL DERECELENDİRME KRİTERLERİ

Bağımsız Risk Profili: İhraççı Temerrüt Derecelendirme Rating Notları (Issuer Default Ratings) hem bağımsız risk değerlendirmesini hem de potansiyel desteği dikkate alarak belirlenir. Bağımsız risk bakış açısıyla bankaların finansal kapasitesi değerlendirilirken, Kamu Desteği veya Ortak Desteği gibi hususlar ihtiyaç halinde olası dış desteklerden yararlanabilirliği de değerlendirme kapsamındadır.

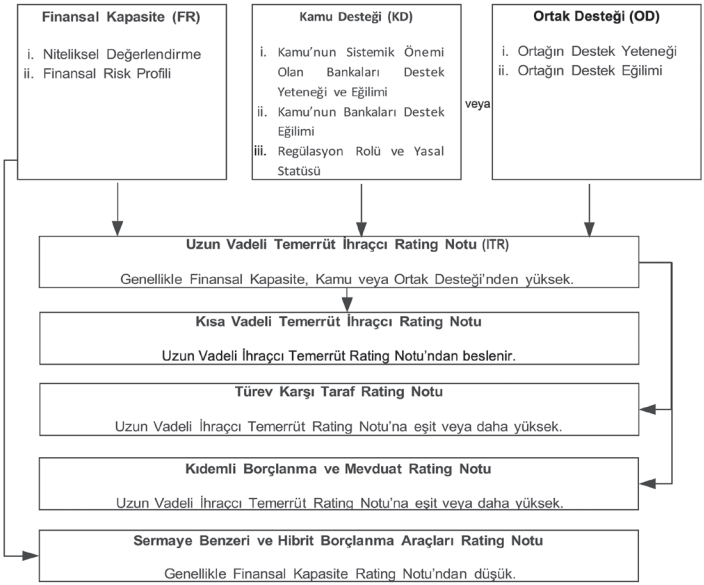
Derecelendirme metodolojisi kapsamında bağımsız risk profili ve potansiyel destek profili skorlarından görece daha yüksek olan not banka için geçerli rating notunu oluşturur. Ancak bu duruma istisna oluşturan örnekler mevcuttur.

Niteliksel ve Mali Kriterler: Finansal kapasitesini belirlemek için 2 adet niteliksel kriter olarak İş Riski Profili ve Diğer Risk Profili ile birlikte 4 adet finansal kriter olarak Aktif Kalitesi; Gelir ve Kârlılık; Sermaye Yapısı ve Kaldıraç; Finansman ve Likidite unsurları derecelendirme sürecine yön vermektedir.

Desteklenme Seviyesi ve Eğilimi: Bir banka için Kamu Desteği veya Ortak Desteğinden hangisinin daha güvenilir bir destek olduğu değerlendirilerek Rating Skoru belirlenir.

Temerrüt Riski ve Zarar Oluşumu: Bankaların uzun vadeli ihraçlarına ilişkin derecelendirmelerde, yükümlülüğün temerrüde düşme olasılığıyla birlikte temerrüt durumunda ala-

caklılar için geri ödemelerdeki potansiyel iyileşmenin değerlendirmesini içerir.



Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

İhraççı Temerrüt Derecelendirme Rating Notu Belirlenmesi

Bir bankanın Uzun Vadeli İhraççı Temerrüt Derecelendirme Rating (ITR) Notu yalnızca FKR (Finansal Kapasite Rating)'si KD (Kamu Desteği) veya OD (Ortak Desteği)'sinden yüksek olduğu durumlarda FKR'ye eşit olabilir. KD veya OD'sinin FKR'den yüksek oldukları durumlarda KD veya OD Rating Notu'na eşit olabilmektedir. Son olarak FK ve KD/OD'si eşit olduğu durumlarda ise ITR'si de aynı düzeyde olur.

FİNANSAL KAPASİTE DERECELENDİRMESİ

Tablo 25: Temel Derecelendirme Kriterleri – Finansal Kapasite

Temel Derecelendirme Kriterleri – Finansal Kapasite		
		Ağırlık (%)
	İş Riski Profili	20
Operasyonel Ortam	Diğer Risk Profili	10
	= Niteliksel Değerlendirme	**30**
	Aktif Kalitesi	20
	Gelir & Kârlılık	15
	Sermaye Yapısı & Kaldıraç	25
	Fonlama & Likidite	10
	= Finansal Risk Profili	**70**
Operasyonel Ortam, diğer puanlar üzerinde güçlü bir etkiye sahip olabilir. Ancak bağımsız bir ağırlık verilmez.		

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

Faaliyet Ortamı/Ülke Derecelendirme Kısıtlaması: Finansal Kapasite Rating Notu oldukça yüksek düzeyde olsa da Ülke Rating Notu veya Operasyonel Risk'in sınırlayıcı olduğu durumlar mümkündür.

İş Riski Profili ve/veya Diğer Risk Profili: İş Riski Profili ve/veya Diğer Risk profilinin Finansal Kapasite üzerinde uzun vadede olumlu veya olumsuz etki edebileceği durumlarda güçlü bir etkisi olabilir.

Zayıf Halka: Finansal Kapasite kriterleri içinde en düşük not alan zayıf halkayı oluşturur ve Finansal Kapasite Rating Notu bu kriterle sınırlandırılabilmektedir.

Bankaların Finansal Kapasite Rating Notu üç aşamalı bir süreç sonucunda belirlenmektedir. Öncelikle bankanın Faaliyet Ortamı öncü skoru belirlenir. İkinci olarak, Faaliyet Ortamı skorunu girdi olarak kullanarak diğer altı kriterin (İş Riski Profili; Diğer Risk Profili; Aktif Kalitesi; Gelir ve Kârlılık; Sermaye Yapısı ve Kaldıraç; Fonlama ve Likidite) skorları belirlenir. Sonuç olarak tüm skorlar değerlendirilerek Finansal Kapasite Rating Notu oluşur. Ayrıca, skorlarda derecelendirme sürecinde yeterince ağırlıklandırmaya alınmayan faktörlerin dikkate alınmasına dayalı olarak düzenlenebilme durumu değerlendirilir.

FAALİYET ORTAMI

Tablo 26: Faaliyet Ortamı Skoru

Faaliyet Ortamı Skoru					
Operasyonel Risk Endeksi (%)	**>80**	**60-80**	**40-60**	**20-40**	**<20**
Kişi başına düşen GSYİH (USD 000)					
>45	aa	aa	A	a	bbb
35-45	aa	a	A	bbb	bb
15-35	a	bbb	Bbb	bb	b
6-15	bbb	bb	Bb	b	b
<6	bb	b	B	b	b

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

Faaliyet Ortamı Kriter Skorunu Etkileyebilecek Faktörler

- Ülke Notu
- Ekonominin büyüklüğü ve yapısı
- Finansal piyasaların gelişimi
- Yasal çerçeve
- Birden fazla faaliyet ortamı mevcutsa dış piyasalar

İŞ RİSKİ PROFİLİ

Kriter değerlendirmesinde en büyük açıklayıcı güce sahip olan iki temel metriği, yani kişi başına düşen GSYİH'yı ve rating kuruluşlarının bünyesinde oluşturdukları Operasyonel Risk Endeks'ini kullandığı bir yapıyı içermektedir. Bu ölçütler, bankaların belirli bir yetki alanında kabul edilebilir risk seviyelerine sahip iş hacimleri oluşturma yetenekleriyle yakından ilişkilidir. Bir yetki alanına Operasyonel Risk Endeksi puanı atanmamışsa, Faaliyet Ortamı skorunu raporlanan kişi başına düşen GSYİH'ye ve o pazarda bir iş yürütmenin risklerine ilişkin görüşüne dayalı olarak belirleyecektir.

İş Riski ve Diğer Risk Profili skorları Finansal Kapasite skoru için girdi oluşturur. Ayrıca Finansal Risk Profili değerlendirmesi yapılır.

Tablo 27: İş Riski Profili

Kriterler	Metrik-1	Metrik-2
İş Riski Profili	Operasyonel Ortam Skoru	Toplam Gelirler (USD milyon)
Diğer Risk Profili	Ayrı bir skor atanmaz	Ayrı bir skor atanmaz.
Aktif Kalitesi	Operasyonel Ortam Skoru	Değer Düşüklüğüne Uğramış Krediler / Toplam Krediler (%)
Gelir & Kârlılık	Operasyonel Ortam Skoru	Faaliyet Kârı/Risk Ağırlıklı Aktifler (%)
Sermaye Yapısı & Kaldıraç	Operasyonel Ortam Skoru	Ana Sermaye Yeterlilik Rasyosu (%)
Fonlama & Likidite	Operasyonel Ortam Skoru	Kredi / Mevduat Oranı (%)

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

Banka Derecelendirme Metodolojileri kapsamında Rating Kuruluşları kriter puanlarını belirlerken genellikle bir bankanın metriklerini ve niteliklerini emsallerininkilerle karşılaştırır.

Tablo 28: İş Riski Profili Skoru

İş Riski Profili Skoru					
Kategori Skoru	**aa**	**a**	**bbb**	**bb**	**b**
Faaliyet Ortamı	**Toplam Gelirler (USDm, 4 yılın ortalaması)**				
aa	≥50,000	≥2,500	≥100	≥10	<10
a	≥80,000	≥5,000	≥200	≥25	<25
bbb		≥20,000	≥1,000	≥100	<100
bb			≥3,000	≥300	<300
b & daha düşük				≥1,500	<1,500

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

İş Riski Profili Kriter Skorunu Etkileyebilecek Faktörler

- Pazar payı ve pazardaki konumu
- Üst Yönetim
- Stratejik hedefler
- Organizasyonel yapı
- Bağlı olduğu grubun nitelikleri

DİĞER RİSKLER

Rating Kuruluşları bir bankanın maruz kaldığı risklerin, faaliyet ortam(lar)ı ve iş modeli/stratejisi tarafından belirtilenlerden önemli ölçüde farklı olmadığı sürece, Diğer Risk Profili, Faaliyet Ortamı ve İş Profili değerlendirmeleri tarafından kısıtlanır. Bir bankanın Diğer Risk Profili puanı, İş Profili puanıyla yakından ilişkilidir. Bununla birlikte, benzer imtiyazlara ve iş modellerine sahip bankaların bile risk iştahları, kredi, piyasa ve operasyonel riskler üzerindeki kontrol çerçevelerinin kalitesi değişebilir ve bu da farklı İş Riski Profili ve Diğer Risk Profili skorlarına neden olabilir.

Risk profillerine kredi risklerinin hakim olduğu bankalar için, Diğer Risk Profili skorları ile Aktif Kalite skoru arasında yakın bir bağlantı vardır. Bir bankanın mevcut aktif kalitesi ölçütlerinin gerçekleşen ve beklenen kredi taahhütlerindeki riski geniş ölçüde yansıttığından şüphe duyulmuyorsa, Risk Profili ve Aktif Kalitesi skorları büyük olasılıkla yakından uyumlu olacaktır. Bununla birlikte, mevcut taahhütlerin, aktif kalitesi ölçümlerinin önerebileceğinden çok daha güçlü olduğunu düşündüğümüz durumlarda Risk Profili skorunun Aktif Kalitesi skorunun üzerinde olması daha olasıdır.

FİNANSAL RİSK PROFİLİ

Aktif Kalitesi: Aktif kalitesi analizi öncelikle bankanın kredi portföyüne odaklanır. Bankanın en önemli risk kaynağı kredilerden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, bilanço içi ve bilanço dışı diğer maruziyetleri, bunların bir bankanın aktif kalitesinin değerlendirilmesiyle ilgili olduğu ölçüde analiz edilir. Temel metrik, değer düşüklüğüne uğramış krediler / toplam krediler, aktif kalitesi skoru için en belirleyici faktördür.

Tablo 29: Aktif Kalitesi Skoru

Aktif Kalitesi Skoru					
Kategori Skoru	**aa**	**A**	**bbb**	**bb**	**b & daha düşük**
Operasyonel Ortam	**Değer Düşüklüğüne Uğramış Krediler/Toplam Krediler (%, 4 yılın ortalaması)**				
aa	≤1	≤3	≤6	≤14	>14
a	≤0.25	≤2	≤5	≤12	>12
bbb		≤0.5	≤4	≤10	>10
bb			≤0.75	≤5	>5
b & daha düşük				≤1	>1

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

Aktif Kalitesi Kriter Skorunu Etkileyebilecek Faktörler

- Yoğunlaşma
- Bilanço dışı riskler
- Kredi politikaları

Gelir ve Kârlılık: Bir bankanın Finansal Kapasite Değerlendirmesi için bir kriterdir. Çünkü bir bankanın kazancı, potansiyel kayıpları karşılayan ilk tampondur ve iş modelinin sağlamlığı hakkında fikir vermektedir. Temel metrik olan faaliyet kârı / risk ağırlıklı aktifler, gelir ve kârlılık puanı için en önemli göstergedir.

Tablo 30: Gelir & Kârlılık Skoru

Gelir & Kârlılık Skoru					
Kategori Skoru	**aa**	**A**	**bbb**	**bb**	**b & daha düşük**
Operasyonel Ortam	**Faaliyet Kârı/Risk Ağırlıklı Aktifler (%, 4 yılın ortalaması)**				
aa	≥3.75	≥1.5	≥0.5	≥-0.25	<-0.25
a	≥4	≥2	≥0.75	≥0	<0
bbb		≥4.25	≥1.5	≥0.25	<0.25
bb			≥4.75	≥1.25	<1.25
b & daha düşük				≥5	<5

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

Gelir & Kârlılık Kriter Skorunu Etkileyebilecek Faktörler

- Kazanç istikrarı ve çeşitlendirme
- Faaliyet dışı gelirler
- Projeksiyonlar

Sermaye Yapısı ve Kaldıraç: Bir bankanın Finansal Kalite Skorunu belirlemede en yüksek ağırlıklı kriterdir. Bu kriterdeki en önemli metrik ise çekirdek sermaye yeterlilik oranıdır.

Sermaye Yapısı & Kaldıraç Skoru					
Kategori Skoru	**aa**	**a**	**bbb**	**bb**	**b & daha düşük**
Operasyonel Ortam	**Çekirdek Sermaye Yeterlilik Oranı (%, güncel)**				
aa	≥16	≥10	≥8	≥6	<6
a	≥18	≥14	≥9	≥7	<7
bbb		≥19	≥13	≥8	<8
bb			≥20	≥12	<12
b & daha düşük				≥22	<22

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

Sermaye Yapısı & Kaldıraç Skorunu Etkileyebilecek Faktörler

- Karşılıkların yeterliliği
- İçsel özkaynak üretimi
- Sermaye esnekliği ve destek seviyesi

Fonlama ve Likidite: Bu kriter bir bankanın kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme yeteneğini, aynı zamanda faaliyetlerini finanse etme ve sürdürme becerisini belirler. Bir bankanın likidite pozisyonu ve fonlama istikrarını sürdürme kabiliyeti değerlendirilir. Finansman ve likidite normalde bir bankanın Finansal Kapasite Skoru için mali profilinin diğer yönlerinden daha az öneme sahiptir. Ancak banka önemli likidite stresi veya finansman profili üzerinde diğer baskılarla karşılaştığında daha yüksek önem kazanabilir. Bu gibi durumlarda, Fonlama ve Likidite skoru bankanın Finansal Kapasite Değerlendirmesi için "zayıf halka" olarak kabul edilebilir ve derecelendirme üzerinde daha önemli etkiye sahip olabilir. Temel metrik Kredi/Mevduat oranıdır.

Tablo 32: Fonlama ve Likidite Skoru

Fonlama ve Likidite Skoru					
Kategori Skoru	**aa**	**a**	**bbb**	**bb**	**b & daha düşük**
Operasyonel Ortam	**Kredi/Mevduat (%, 4 yılın ortalaması)**				
aa	≤75	≤125	≤190	≤250	>250
a	≤60	≤90	≤150	≤200	>200
bbb		≤55	≤125	≤170	>170
bb			≤50	≤140	>140
b & daha düşük				≤45	>45

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

Fonlama ve Likidite Skorunu Etkileyebilecek Faktörler

- Mevduat dışı fonlama
- Likiditeye erişim
- Döviz likiditesi
- Mevduat yapısı

Tablo 33: Finansal Risk Profili Değerlendirmesinde Temel ve Tamamlayıcı Metrikler

Temel / Tamamlayıcı	Metrik (%, TR-ING)	Tanım ve yorumlar
Aktif Kalitesi		
Temel	TGA (Tahsili Gecikmiş Alacaklar) Oranı – *NPL (Non-Performing Loans) Ratio*	Değer düşüklüğüne uğramış krediler, UFRS-9 kapsamında üçüncü aşama olarak sınıflandırılan kredilerdir. Üçüncü aşamada kredilerin açıklanmadığı durumlarda, bu konuda en yaygın referans noktasını kullanılır; vadesi 90 gün geçmiş kredileri ve henüz 90 gün geçmemiş ancak bankanın tam geri ödeme alacağından şüphe duyması için bir dereceye kadar değer düşüklüğüne uğradığı tespit edilen kredileri içerecektir.
Tamamlayıcı	Brüt Kredilerde Büyüme Oranı- *Growth of Gross Loans Ratio*	Banka aktifinin en önemli kalemlerinden olan tüm kredileri içermektedir. Kredilerin dönemsel bazda büyüme oranları dikkate alınır.
Tamamlayıcı	Kredi Zararı Karşılıkları/ Değer Düşüklüğüne Uğramış Krediler- *Loan loss Allowances/ Impaired Loans*	Kredi zararı karşılıkları, özellikle değer düşüklüğüne uğramış kredilerle ilgili olmayan karşılıklar da dahil olmak üzere, bilançodaki kredilere karşı ayrılan tüm karşılıkları içerir.
Tamamlayıcı	Kredi Değer Düşüklüğü Giderleri/Ortalama Brüt Krediler- *Loan Impairment Charges/ Average Gross Loans*	Bu oran bazen risk maliyeti olarak da adlandırılır. Pay, kredi değer düşüklüğü için gelir tablosuna yansıtılan tutardır.
Gelir ve Kârlılık		
Temel	Faaliyet Kârı/Risk Ağırlıklı Aktifler- *Operating Profit/ Risk Weighted Assets (RWAs)*	Faaliyet Kârı, faaliyet dışı olarak değerlendirilen kalemler düşüldükten sonra kalan vergi öncesi kârdır. Faaliyet dışı kalemler bir bankanın kendi borcunun gerçeğe uygun değerindeki değişimi ve şerefiye değer düşüklüğünü içerir. Özkaynak olarak raporlanan ilişkili şirketlerin kâr/zararı da iş modelinin ayrılmaz bir parçası olarak görülmediği sürece, genellikle faaliyet kârından çıkarılır. Bir defaya mahsus gelir kaynakları veya masraflar olarak değerlendirilen (genellikle bankanın kendi yorumundan farklı olan) diğer kalemler de hariç tutulur.
		Payda, dönem sonu Risk Ağırlıklı Aktifler tutarıdır.

Tamamlayıcı	Net Faiz Marjı / *Net Interest Income / Average Earning Assets (NIM)*	Bu oran genellikle net faiz marjı olarak adlandırılır. Bankanın faiz gelirleri ile faiz giderleri arasındaki farkın gelir getiren ortalama aktiflere oranıdır. İmtiyazlı hisselere ödenen faiz veya kuponları içermez, ancak önemli olduğu durumlarda bu ek ölçümlerde faiz gideri olarak düşülür.
Tamamlayıcı	Faiz Dışı Gider/Brüt Gelir- *Non-Interest Expense/Gross Revenue*	Bu ölçüt genellikle maliyet/gelir oranı olarak adlandırılır. Pay, faaliyet dışı olarak değerlendirilen giderler hariç olmak üzere, personel maliyetleri ve genel yönetim giderlerdir.
Tamamlayıcı	Krediler ve menkul kıymetler değer düşüklüğü giderleri/Değer Düşüklüğü Öncesi Kâr- *Loans and Securities Impairment Charges/Preimpairment Profit*	Bu metrik, bir bankanın kazançlarının ne kadarının değer düşüklüğü masrafları tarafından kaybolduğunu ölçer. Pay, krediler ve menkul kıymetlerden kaynaklanan toplam değer düşüklüğü gideridir.
Tamamlayıcı	Faaliyet Kârı/Ortalama Toplam Aktifler- Operating Profit/Average Total Assets	Bu metrik temel kazanç ve kârlılık metriklerine benzer. Pay aynıdır, ancak payda ortalama toplam aktiflerdir.
Tamamlayıcı	Dönem Kârı/Ortalama Özkaynak- *Net Income/ Average Equity*	Bu ölçüt genellikle ortalama özkaynak kârlılığı olarak adlandırılır. Hissedarların yatırım getirilerini ölçmek için yaygın olarak kullandıkları orana benzer, ancak hem pay hem de paydaya azınlık (veya kontrol gücü olmayan) payları dahil edilir. Aksi takdirde, net gelir ve özkaynaklar düzeltme yapılmaksızın finansal tablolarda raporlandığı gibidir.
Sermaye Yapısı ve Kaldıraç		
Temel	CET1 (Çekirdek) Sermaye Oranı- *CET1 Regulatory Capital Ratio*	Bu yasal oran banka tarafından raporlanmaktadır. Pay, çekirdek sermaye (CET1) ve payda Risk Ağırlıklı Aktiflerden oluşur.

Tamamlayıcı	Basel Kaldıraç Oranı- *Capital Adequacy Ratio*	Bu oran Basel yönergelerinin yerel düzenleyici tarafından yorumuna istinaden banka tarafından hesaplanarak raporlanır. Pay, Çekirdek ve İlave Ana Sermayeden oluşmaktadır. Basel kaldıraç oranının paydasını elde etmek için, oranı farklı muhasebe politikaları arasında daha karşılaştırılabilir hale getirmek üzere tasarlanmış çeşitli düzeltmeler yapılır.
		Basel II kapsamında bankaların standart sermaye yeterlilik rasyosu %8'dir.
		Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından yürürlüğe konan sermaye yeterlilik rasyosu hedefi ise %12'dir.
Tamamlayıcı	Maddi Özkaynaklar/ Maddi Aktifler- *Tangible Common Equity/Tangible Assets*	Bu, yasal orandan daha genel bir kaldıraç ölçüsüdür ve daha çok Basel kaldıraç oranının mevcut olmadığı durumlarda geçerlidir. Çok fazla türev veya bilanço dışı işlemi olmayan daha az fonksiyonlu bankacılık modellerine sahip kurumlar için Basel kaldıraç oranına çok benzer olacaktır. Payın başlangıç noktası özkaynak (azınlık payları dahil), paydanın başlangıç noktası ise mali tablolarda raporlanan aktiflerdir.
		Şerefiye, diğer maddi olmayan duran varlıklar ve ertelenmiş vergi varlıkları kalemleri her ikisinden de düşülür. Sadece muhasebe zararlarıyla ilgili ertelenmiş vergi varlıkları düşülürken, zamanlama farklarına ilişkin henüz vergi gideri olarak onaylanmamış tutarlar düşülmez.
Tamamlayıcı	Değer Düşüklüğüne Uğramış Krediler-Kredi Zarar Karşılıkları/Çekirdek Sermaye- *Impaired Loans-Loan Loss Allowances/Core Capital*	Bu oran, sermayenin, beklenen kredi zararı karşılıkları tarafından karşılanmayan sorunlu kredilere karşı kırılganlığını gösterir. Önemli olduğu durumlarda, paya haciz yoluyla elde edilen varlıkların eklenmesinin bu oran üzerindeki etkisini de değerlendirilebilir. Çekirdek sermaye, kullanılan çekirdek metrikle tutarlı olacak şekilde hesaplanır.
Fonlama ve Likidite		
Temel	Brüt Krediler/ Mevduat- *Gross Loans/Customer Deposits*	Pay ve paydada diğer bankalardaki kredi ve mevduatlar ile repolar hariç tutulmuştur, ancak diğer tüm kredi ve mevduatlar dahildir.

Tamamlayıcı	Likidite Karşılama Oranı-*Liquidity Coverage Ratio (LCR)*	Bu yasal oran banka tarafından raporlanarak hesaplanır. Pay, düzenleyici tarafından tanımlanan yüksek likiditeye sahip varlıklar ve payda ise düzenleyici tarafından tanımlanan stres durumundaki varsayımlara dayalı olarak 30 takvim gününden oluşan bir dönemdeki tahmini çıkışlardır. BDDK'nın dikkate aldığı standart varsayımda olduğu gibi 30 günlük süredir. Likidite karşılama oranı %100'den az olamazken, yabancı para likidite karşılama oranı ise %80'den az olamaz.
Tamamlayıcı	Mevduat/Toplam Özkaynak Dışı Fonlama-Customer Deposits/*Total Non-Equity Funding*	Pay, fonlama ve likidite için temel metrikteki ile aynıdır. Payda, tüm özkaynak dışı fonlamadır. Müşteri fonlamasını, bankalar arası fonlamayı, repoları ve diğer kısa vadeli ve para piyasası fonlamasını, sermaye benzeri borç ve hibrit menkul kıymetler dahil olmak üzere tüm borç fonlamasını içerir. Alım satım yükümlülükleri (short trades) paydaya dahil edilir ancak türevler hariç tutulur. Paydaya özkaynaklar, çalışanlara ayrılan karşılıklar, vergi yükümlülükleri ve sigorta yükümlülükleri gibi fonlama dışı yükümlülükler dahil değildir.

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

KAMU DESTEĞİ

Tablo 34: Destek Eğiliminin Yüksek Olduğu Tipik Kamu Desteği

Destek Eğiliminin Yüksek Olduğu Tipik Kamu Desteği (Sistemik Önemi Olan Banka)	
Ülke Uluslararası Yabancı Para İhraççı Temerrüt Rating Notu	**Tipik Kamu Desteği Notu**
AAA, AA+	a+ to a-
AA, AA-	a or a-

'A' kategorisi	Ülke Notunun 1-2 not altında
'BBB' kategorisi	Ülke Notunun 0-2 not altında
'BB' kategorisi	Ülke Notunun 0-1 not altında
'B' kategorisi ve daha düşük	Ülke Notuna eşit

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

Kamu Desteği bir bankanın gelişmiş ve güvenilir bir regülasyon çerçevesine sahip bir piyasada faaliyet gösterip göstermediğiyle ilgilidir. Gelişmiş piyasalarda Kamu Desteği genelde aşağıdaki tablonun solunda gösterildiği şekilde etkisizdir. Gelişmekte olan piyasalarda ise sistemik olarak önemli bir bankanın ağırlıklandırması orta sütunda gösterildiği gibi orta veya yüksektir.

Bankacılık sisteminin varlık büyüklüğünün desteklemeyi zorlaştırdığı, devletin desteklemek için sınırlı finansal esnekliğe sahip olduğu veya kurumların destek eğiliminin zayıf olduğu durumlarda, bu tablodaki kriterler yüksek önem kazanabilir ve Kamu Desteği Notu üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olabilir. Aksine, kamunun güçlü bir destek duruşu veya devlet mülkiyeti olduğu durumlarda, bu tablodaki kriterler yüksek öneme sahip olabilir ve Kamu Desteği Notu üzerinde olumlu bir etkiye sahip olabilir.

Tablo 35: Destek Etkisi

Destek Etkisi			
	Ticari Bankalar		Kamu Bankaları
	Gelişmiş regülasyona sahip	Gelişmiş regülasyona sahip değil	
Sistemik Önemi Olan Bankalara Kamunun Destek Kabiliyeti			
Ülke Rating Notu	Düşük	Yüksek	Yüksek
Bankacılık Sistemi Büyüklüğü	Düşük	Orta	Etki yok
Bankacılık Sistemi Yapısı	Düşük	Orta	Etki yok
Ülkenin Finansal Esnekliği (Ülke Rating Notu için)	Düşük	Orta	Düşük
Sistemik Önemi Olan Bankalara Kamunun Destek Eğilimi			
Mevzuat	Yüksek	Düşük	Düşük
Destek Bakış Açısı	Düşük	Orta	Düşük
Kamunun Destek Eğilimi			
Sistemik Önem	Düşük	Yüksek	Düşük
Likidite Yapısı	Düşük	Orta	Düşük
Ortaklık Yapısı	Düşük	Orta	Yüksek
Regüle edici Rolü ve Statüsü			
Regüle edici Rolü	Etki yok	Etki yok	Yüksek
Yasal Statü	Etki yok	Etki yok	Orta

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

Kamu Desteği değerlendirmesinde başlangıç noktası Ülke Rating Notu'dur. Ülke notu, Rating Kuruluşlarının yalnızca Kamunun kendi borcunu ödemeyebilmesi hakkındaki görüşünü yansıtsa da, genellikle daha geniş finansal esneklik ve dolayısıyla bankacılık sektörüne destek sağlama yeteneği ile yakından ilişkilidir.

Banka kredilerde ve/veya mevduatlarda genelde %10'un üzerinde ulusal pazar payına sahip olduğu durumlarda sistemik önemi olan banka sınıflamasında yer alır. Ayrıca, bir bankanın düzenleyicisi tarafından bir sistemik açıdan önemli olarak tayin edildiği, güçlü bir bölgesel ayrıcalıklara sahip olduğu veya temerrüdünün bankacılık sisteminin geri kalanı için önemli risklere yol açabileceği durumlarda da sistemik önemi olan banka olarak değerlendirilmesine neden olacaktır.

Ticari Bankalar ve Kamu Bankaları için detaylar aşağıdaki tablolarda açıklanmıştır.

TİCARİ BANKALAR

Tablo 36: Ticari Bankaların Kamu Desteği Notu için Temel Derecelendirme Etkenleri

Ticari Bankaların Kamu Desteği Notu için Temel Derecelendirme Etkenleri		
	Olumlu	**Olumsuz**
Kamunun Sistemik Önemi Olan Banka'yı Destekleme Yeteneği		
Bankacılık Sisteminin Büyüklüğü	Düşük Krediler / GSYİH oranı ve bankaların gerilemedeki büyük kayıplara karşı düşük veya orta düzeyde kırılganlığı.	Yüksek krediler / GSYİH oranı ve bankaların gerilemedeki büyük kayıplara karşı orta veya yüksek kırılganlığı.

Bankacılık Sisteminin Yapısı	Sistemik önemli bankalar sistemin limitli bir bölümünü oluşturur veya esas olarak güçlü hissedarlara aittir.	Sistemik önemi olan bankalar, sektörün tüm varlıklarının önemli kısmını oluşturur ve limitli sayıdaki hissedarın yüksek ortaklığa sahip olması.
Ülkenin Finansal Esnekliği (derecelendirme düzeyi için)	Düşük devlet borcu ve/veya iyi piyasa erişimi, büyük döviz rezervleri. Ağırlıklı olarak uzun vadeli / istikrarlı yerel para birimi yükümlülükleriyle finanse edilen bankacılık sistemi.	Yüksek devlet borcu ve / veya belirsiz piyasa erişimi, düşük döviz rezervleri; Bankacılık sisteminin önemli ölçüde kısa vadeli döviz finansmanı vardır.
Kamunun Sistemik Önemi Olan Banka'yı Destekleme Eğilimi		
Mevzuat	Etki yok	Mevzuat, banka kararlarında birincil alacaklıların zarara düşmesini öngörmektedir.
Destek Bakış Açısı	Sistemik açıdan önemli bankalara sağlanacak çok güçlü ve öngörülebilir destek. Bankacılık sistemine sürekli olarak güçlü desteği ifade eder.	Tutarsız kayıtlar, önemli temerrütler veya destek zamanlamasına ilişkin endişelerin varlığı.
Kamunun Bankaları Destekleme Eğilimi		
Sistemik Önemi	Normalde sistemik önemi olan bankalarla ile ilişkilendirilenin üzerinde, yüksek önem ve yerleşik pazar payları. Temerrüt hali sistemin genelini etkileyebilir.	Normalde sistemik önemi olan banka ile ilişkili olanın altında orta veya düşük sistemik önem; daha sınırlı etki.
Yükümlülük Yapısı	Teminatla karşılanabilecek sınırlı veya kamusal olarak kabul edilebilir derecede olasılığın varlığı.	Finansal istikrarı zor duruma düşürmeden teminatla alınabilecek ve kamusal olarak kabul edilebilir yüksek seviyede dış finansman.
Ortaklık	Stratejik yönetim sahipliği veya güçlü devlet bağı olan yurtiçi özel mülk sahiplerinin varlığı.	Kamu ilişkileri zayıf olan yabancı hissedar veya yerli sahipler.

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

Tablo 37: Kamu Bankalarının Kamu Desteği Notu için Temel Derecelendirme Etkenleri

Kamu Bankalarının Kamu Desteğ Notu çn Temel Derecelendrme Krterler			
	Ülke ile Eşitleme	**Ülkeden Aşağı Notlama**	**Devlet Etkisinden Arınmış**
Sahiplik	Devlet mülkiyeti uzun vadeli ve stratejiktir. Kamu genellikle tek sahibidir.	Stratejik olmayan devlet mülkiyeti. Elden çıkarma riski göz ardı edilemez. Azınlık hissedarları da mevcut olabilir.	Devlet mülkiyeti veya kontrol dışı hisse yok.
Politika Rolü	Devredilmesi zor olacak önemli ve uzun süreli politika rolü bulunmaktadır.	Diğer varlığa daha kolay aktarılabilen daha az önemli politika rolü ile önemli ticari faaliyetler.	Politika rolü yok veya çok sınırlı.
Garantiler ve Yasal Durum	Devlet finansmanına özel erişim sağlamak için çoğu fon, sermaye desteği veya düzenlemelere ilişkin tam devlet garantisi mevcuttur. Yasal statüsü alacaklılar için koruma sağlar.	Ayrı bir mevzuatın konusudur. Ancak alacaklılar için önemli bir koruma sağlamaz.	Hiçbir garanti veya özel yasal statü yok. Garantili ve garantisiz fonlama karışımı, önemli bir temerrüt riski oluşturur.

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

ORTAK DESTEĞİ DERECELENDİRMESİ

Banka kredi derecelendirmesi kapsamında, Ortak Desteği Derecelendirmesi, ortağın destek kapasitesi ve eğilimi olmak üzere 2 kategoride incelenmekte olup, aşağıdaki tabloda detayları yer almaktadır.

Tablo 38: Destek Etkisi

	Destek Etkisi
Ortağın Destek Kapasitesi	
Ortağın Rating Notu	Yüksek
Ortağın Kural Koyucu Etkisi	Orta
Finansal Yeterlilik	Orta
Ülke Riski*	Yüksek
Ortağın Destek Eğilimi	
Gruptaki Rolü	Yüksek
Repütasyon Riski	Orta
Entegrasyon	Orta
Destek Bakış Açısı	Orta
İlişkili Taraf Performansı ve Beklentiler	Orta
Yasal Taahhütler	Düşük

**Ülke risklerinin banka kredi derecelendirmesini önemli ölçüde sınırlandırdığı durumlarda banka ortağının ve/veya ortaklarının desteği kredi derecelendirmesine yüksek bir etki yaratabilmektedir. Öte yandan, ülke risklerinin banka kredi derecelendirmesini sınırlandırmadığı durumlarda ise, ülke riski kredi derecelendirme için düşük bir etki yaratabilmektedir.*

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

A) ORTAĞIN DESTEK KAPASİTESİ:

Ortağın Rating Notu: Bankanın Ortak Desteği Derecelendirilmesi, banka ortağının Uzun Vadeli İhraççı Temerrüt Rating Notu'nu temel almaktadır. Örneğin, banka ortağının İhraççı Temerrüt Rating Notu, bankanın Finansal Kapasite değerlendirmesinin üzerinde olduğunda, bankanın Ortak Desteği Notu da bankanın Finansal Kapasite değerlendirmesinden yüksek olabilmektedir.

Ortağın Kural Koyucu Etkisi: Banka ortağının mevcut regulasyonlarının bankanın Ortak Desteği Derecelendirilmesi'ne etkisi orta seviyede olarak değerlendirilmektedir.

Finansal Yeterlilik: Banka ortağının finansal piyasalardaki kredibilitesi ve mevcut finansal durumu, bankanın Ortak Desteği Derecelendirilmesi'ne etkisi orta seviyede olarak değerlendirilmektedir.

Ülke Riski: Ülke risklerinin banka kredi derecelendirmesini önemli ölçüde sınırlandırdığı durumlarda banka ortağının ve/veya ortaklarının desteği kredi derecelendirmesine yüksek bir etki yaratabilmektedir. Öte yandan, ülke risklerinin banka kredi derecelendirmesini sınırlandırmadığı durumlarda ise, ülke riski kredi derecelendirme için düşük bir etki yaratabilmektedir.

B) ORTAĞIN DESTEK EĞİLİMİ:

Gruptaki Rolü: Bankanın bağlı olduğu Gruptaki rolünün/payının yüksek olması banka ortağının destek eğilimi üzerinde yüksek bir etki yaratabilmektedir.

Repütasyon Riski: Bu faktör kapsamında, banka ortağının repütasyon riski önem arz etmekte olup, bankanın Türkiye bankacılık sistemindeki sistemik önemi (örneğin, mevduat ve kredilerdeki piyasa payları vb.) dikkate alınmakladır.

Entegrasyon: Banka ortağı ile bankanın entegrasyonu, düzenleyici ve kısıtlayıcı kurallar desteği ile birlikte değerlendi-

rildiğinde banka ortağının destek eğilimi üzerinde orta seviyede bir etki yaratabilmektedir.

Destek Bakış Açısı: Bankaya ortak tarafından ihtiyaç duyulduğunda yeterli destek sağlanabilmesi, banka ortağının destek eğilimi üzerinde orta seviyede bir etki yaratabilmektedir.

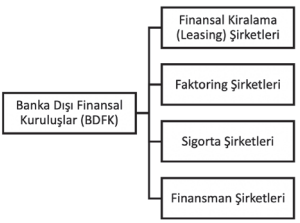
İlişkili Taraf Performansı ve Beklentiler: Banka ilişkili taraflarının mevcut finansal durumu ve operasyonel faaliyetleri banka ortağının destek eğilimi üzerinde orta seviyede etki yaratabilmektedir.

Yasal Taahhütler: Banka ortağının yasal taahhütleri, banka ortağının destek eğilimi üzerinde düşük seviyede etki yaratabilmektedir.

BANKA DIŞI FİNANSAL KURULUŞLARIN DERECELENDİRİLMESİ

Globalleşen dünyada sermaye çok hızlı hareket eder olmuş ve bunun sonucunda pek çok finansal kuruluş ve finansal araç ortaya çıkmıştır. Diğer yandan kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi, menkul kıymet ihraçlarının ve ihraç edilen tahvil ve bono sayısının artması ve bu araçların değerlerinin kamuoyu tarafından tartışılması nedeniyle artmıştır. Bir ekonomide finansal altyapının sürdürülebilir şekilde geliştirilmesinde derecelendirme faaliyetinin önemi büyüktür. Kredi derecelendirme faaliyetleri aynı zamanda finansal kuruluşların kaynak maliyetlerinin azaltılmasına katkı sunmaktadır.

Finansal sistemin işleyişi açısından bankalar lokomotif rolünü üstlenmiş olsa da küreselleşme ile birlikte banka dışı diğer finansal kuruluşlarının (BDFK) ülke ekonomisinden aldığı pay da önemli ölçüde artmıştır. Bir ekonomideki banka dışı finansal kuruluşlar genel olarak aşağıdaki gibi oluşur:



Şekil 6: Banka Dışı Diğer Finansal Kuruluşlar (BDFK)

Banka dışı finansal kuruluşlar bankacılık faaliyetleri kapsamında yer almayan ya da bu tür faaliyetlerin yetersiz kaldığı durumlarda finansmana ihtiyaç duyan tarafların gereksinim duydukları reel ya da finansal varlıkların temin edilmesinde önemli bir rol oynamaktadırlar. 21. Yüzyıla geldiğimizde artan bir ivmeyle devamlılık gösteren teknolojik ve bilimsel gelişmeler, yenilikler ve buna bağlı olarak artan pazar imkanları ve hızla artan şirket sayısı, rekabeti çok daha zor hale getirmiştir. Böyle bir ortamda işletmelerin sürekliliklerini sağlamaları, büyüyebilmeleri için ihtiyaç duydukları an ve miktarda fon ya da varlıklara sahip olabilmeleri ile ilgilidir. Gelinen noktada finansal sistemin sağlıklı şekilde işlemesi ve bu yapıyı oluşturan unsurların etkinliği ve çeşitliliği önem arz etmektedir. Banka dışı finansal kuruluşlar, finansal sistemin işleyişindeki finansal aracılık boşluğunu büyük ölçüde azaltmakta ve bu sayede geniş bir ürün ve hizmet yelpazesi ile mevduat bankalarının fonksiyonlarını tamamlayıcı bir rol üstlenmektedirler. Yine bu kapsamda BDFK, finansal istikrar ve ekonomik kalkınmaya verdikleri destek açısından önemli bir yere sahiptir (Sufian, 2006). İşletmelerin muhtelif finansal ihtiyaçlarını karşılama kabiliyetleri sebebiyle gelişen ve önemi gün geçtikçe artan Banka dışı finansal kuruluşlar, finansal sistemin önemli bir alt bileşeni olarak dikkat çekmektedir.

Derecelendirme faaliyetleri sonucunda finansal kuruluşlar şu olanakları elde eder:

- Sermaye piyasalarına erişim ve işlem yapma kabiliyeti,
- Kaynak maliyetlerinin azaltılması,
- Ulusal ve uluslararası finansman kaynaklarına erişimde kolaylık,
- Yerel ve global diğer finansal kuruluşlarla rekabet avantajı,

- Uluslararası piyasalarda faaliyet gerçekleştirebilme olanağı

Derecelendirme kuruluşları, bankalar ve diğer finansal kuruluşlar için yapısal özellikleri gereği farklı metodolojiler geliştirmiştir. Derecelendirme kuruluşlarının banka dışı finansal kuruluşlara ilişkin derecelendirme metodolojisi niteliksel ve niceliksel faktörlerden oluşmaktadır.

TEMEL DERECELENDİRME KRİTERLERİ

Bağımsız Risk Profili: Banka dışı bir finansal kuruluşunun bağımsız profilini değerlendirirken derecelendirme kuruluşları genel olarak şu faktörleri göz önünde bulundurur:

- Faaliyet ortamı
- İş profili
- Yönetim ve strateji
- Risk profili
- Finansal profil

İlk üç faktör finansal kurumlar arasında nispeten yaygın olsa da bir firmanın risk profili ve finansal profilinin değerlendirilmesi, şirketin faaliyet gösterdiği alt sektöre göre daha spesifiktir. Derecelendirme kuruluşları, finansal kuruluşların yönetim ve strateji konularına önem vermesinin nedeni, kurumsal yönetim ilkelerine tamamen uymalarına rağmen eksiklikleri olan ve zaman içinde bu eksiklikleri gidererek piyasanın ve kendi stratejilerinin gerektirdiği ürün/hizmet çeşitliliğine ulaşmaya çalışan finansal kuruluşlar için bir rehberlik sağlamaktır.

Bilanço Yapılarına Özgü Değerlendirme: Banka dışı finansal kuruluşların (finansal kiralama, faktoring, sigorta, vd. finansman şirketleri) tabii olduğu uluslararası finansal raporlama standartları ve mevzuat ilkeleri farklılaştığı gibi bilanço yapıları da kendilerine özgü dinamiklere sahip olduğundan derecelendirme faaliyetleri kapsamında gerçekleştirilen analizler ve kullanılan metodoloji de bilanço yapılarına özgü şekilde uygulanmaktadır.

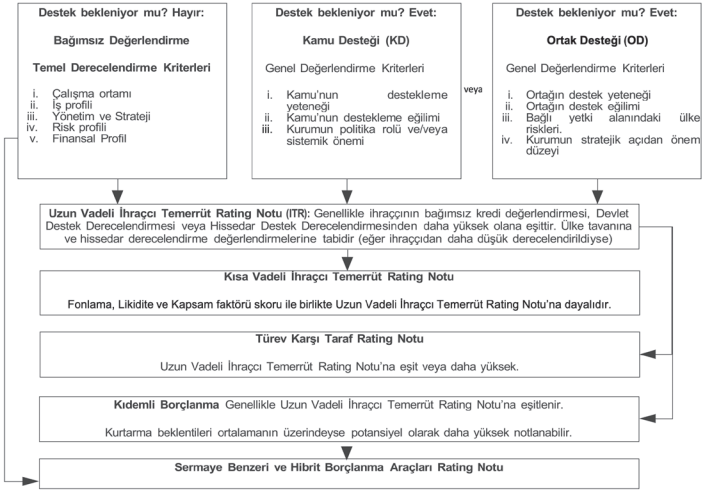
Destek Faktörleri: Derecelendirme kuruluşları, kurumsal bir ana şirketten veya bağımsız bir kuruluştan gelecek olası desteği değerlendirirken, destekçinin zamanında yardım sağlama yeteneğini ve eğilimini dikkate alır. Algılanan desteğin düzeyine bağlı olarak destek faktörlerinin not oluşumundaki katkısı da farklılaşabilmektedir. Örneğin, bağlı finans yan kuruluşlarının derecelendirme notları genellikle yüksek bir destek olasılığından yararlanır, çünkü bunlar sıklıkla firmanın imtiyazını, stratejik hedeflerini ve gelir beklentilerini geliştirir.

Kamu desteği genellikle banka dışı politika kurumları için bir derecelendirme faktörü olsa da daha sınırlı sistemik önemleri göz önüne alındığında, diğer banka dışı finansal kuruluşların büyük bölümü için yaygın değildir.

Temerrüt Riskleri: Diğer kurumsal finans sektörlerinde olduğu gibi banka dışı finansal kuruluşların ihraç derecelendirmeleri, derecelendirme kuruluşlarının belirli finansal taahhütlere, genellikle menkul kıymetlere bağlı genel kredi riski düzeyine ilişkin görüşünü yansıtır. Bu görüş, hem belirli yükümlülük üzerindeki temerrüt olasılığının (veya "ifa etmeme" riskinin) hem de temerrüt/ifa etmeme durumunda alacaklılar için potansiyel tazminlerin değerlendirmesini içerir.

İhraççı Temerrüt Derecelendirmesi ile Uyumlu Öncelikli Borç: Bir banka dışı finans kuruluşun birincil teminatsız

yükümlülüklerinin derecelendirmeleri, genellikle Uzun Vadeli İhraççı Temerrüt Derecelendirmesi (IDR) ile eşitlenir, ancak derin etkili bir tabiiyet veya yüksek bilanço yükümlülüğü varsa, bunlar aşağı yönlü bir not oluşumu ile de sonuçlanabilmektedir.



Şekil 7: Banka Dışı Mali Kuruluşlar Derecelendirme Çerçevesi

Kaynak: (Fitch Ratings, 2022)

YAPILANDIRILMIŞ FİNANSMAN DERECELENDİRMESİ

Menkul kıymetleştirme, alacak niteliğindeki varlıkların bir araya getirildiği havuzlara dayanarak daha yüksek kredibilite ve tedavül kabiliyeti olan menkul kıymetlere dönüştürülmesi ve daha geniş bir yatırımcı kitlesine satılarak fon sağlanmasıdır. Bu yöntem, gelecekte belirli bir nakit akışı sağlayacak varlıkların finansal işlemlere konu edilmesine olanak tanır. Menkulleştirme (Securitization) yolu ile oluşturulan yeni borçlanma araçları Yapılandırılmış Finansman (Structured Finance) olarak da adlandırılmaktadır.

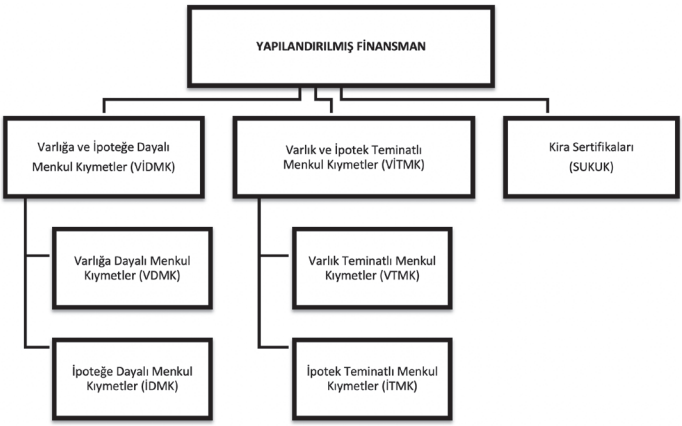
Menkulleştirme sürecinde taraflarını aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz;

- Borçlular (Obligors)
- Kaynak Firma (Originator)
- Hizmet veren firma (Servicer)
- Özel Amaçlı Kurum (Special Purpose Vehicle)
- Güvence Mekanizmaları (Credit Enhancements)
- Yatırım Bankaları (Investment Banks)
- Derecelenme Şirketleri (Rating Agencies)
- Yedd-i Emin (Trustee)
- Yatırımcılar (Investors)

Yapılandırılmış finansman, 1990'ların başından beri yaygın olarak kullanılan bir finansman tekniğidir. Bu teknik genel olarak, firmaların hareketsiz varlıklarına dayanarak seküritizasyon ger-

çekleştirerek, ihracat ve yabancı para alacaklarına dayalı finansman yapıları kurarak ve bunları düşük maliyetlerle fonlayarak mevcut ve gelecekte oluşacak nakit akımlarına dayalı gelirler elde etmeyi amaçlar. Yasal düzenlemelerin ağır maliyetler içeren sınırlamalarının bankalar ve finansman kuruluşları üzerinde oluşturduğu yükü azaltarak, bu teknik yeni ve daha az maliyetli finansman kaynaklarına erişim ve etkin portföy yönetimi için hizmet eder. Yatırımların çeşitlendirilmesi ve cazip getiri imkanları sağlaması nedeniyle yapılandırılmış finansman tekniği tüm dünyada yaygınlaşmaktadır.

Yapılandırılmış Finansman Derecelendirme metodolojisi kapsamında yapılandırılmış finansman ürünleri üç temel başlık altında incelenmektedir.



Şekil 8: Yapılandırılmış Finansman Derecelendirme

VARLIĞA VE İPOTEĞE DAYALI MENKUL KIYMETLER (VİDMK)

Varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) ihracı, Türkiye'de 31 Temmuz 1992 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanan, Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği" ile uygulamaya girmiştir.

Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği, 9 Ocak 2014 tarihinde Resmî Gazete'de yayımlanarak uygulamaya girmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK" veya "Kurul") tarafından 16 Ekim 2021 tarihinde Resmî Gazete'de yayımlanan Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ ile varlık yönetim şirketleri de Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği kapsamına eklenmiş ve ilgili maddeler bu kapsama göre güncellenmiştir.

Tebliğin amacı, varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK) ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin (İDMK) nitelikleri ve ihracı ile varlık finansmanı fonları (VFF) ve konut finansmanı fonlarının (KFF) kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin esasları düzenlemektir. Varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK), varlık finansmanı fonlarının (VFF) veya ipotek finansmanı kuruluşlarının (İFK) devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri ifade etmektedir. İpoteğe dayalı menkul kıymetler (İDMK) ise konut finansmanı fonunun veya ipotek finansmanı kuruluşunun devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetleri kapsamaktadır. VDMK ve İDMK birlikte VİDMK olarak da anılmaktadır.

VİDMK TEBLİĞİNDEKİ ÖNEMLİ HUSUSLAR

- Yatırımcıların korunmasını teminen Fonun kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak şeffaf biçimde yönetilmesi amacıyla Tebliğ ile getirilmiş yapısal unsurlar:
  - Fonun en az biri bağımsız üye olmak üzere 3 kişilik bir Fon Kurulu tarafından yönetilmesi,
  - İç kontrol sisteminin oluşturulması,
  - Faaliyetlerin bir Fon denetçisi tarafından denetlenmesi,
  - VİDMK ihracına ilişkin fonksiyonların hizmet sağlayıcı, Fon operasyon sorumlusu, saklayıcı ve bağımsız denetim kuruluşu gibi uzmanlaşmış kurumlara delege edilmesi olarak belirlenmiştir.
- Konu yapısal unsurlara ilişkin olarak, uluslararası sermaye piyasalarında meydana gelen gelişmeler ve düzenlemeler SPK tarafından takip edilmektedir.
- Fonun finansal tabloları ile hizmet sağlayıcının faaliyetlerinin yılda bir kez SPK'nın sermaye piyasasında bağımsız denetime yetkili kuruluşlar listesinde bulunan bir bağımsız denetim kuruluşu tarafından denetlenmesi zorunludur.
- Altı aylık dönemlerde fon varlıklarının mevcudiyetinin korunduğuna ilişkin bir rapor hazırlanması zorunludur.
- VİDMK sahiplerine belirli dönemler itibarıyla varlıklara ilişkin bilgi verilmesi zorunludur. Bu kapsamda, yatırımcılar açısından önem arz eden hizmet sağlayıcının performansı ve fon portföyünün mali durumu, fonun iç kontrol sisteminin yanı sıra bağımsız bir kuruluş tarafından da incelenerek, yatırımcılara raporlanacaktır.

- VİDMK'lar nitelikli yatırımcılara tahsisli olarak satılabildiği gibi, yatırımcılara halka arz da edilebilmektedir. Halka arz edilmesi durumunda SPK tarafından onaylanmış izahname ve sirkülerin yayımlanması zorunludur. İzahname ve sirkülerin içeriği Kurulca belirlenecek olup, bu sayede izahname ve sirküler standartlarının yatırımcıların ihtiyaçları doğrultusunda güncellenmesi mümkün olacaktır. Ayrıca ilgili borsa tarafından uygun görmesi durumunda halka arz edilen VİDMK'lar borsada işlem görebilecektir. Halka arz edilecek VİDMK'ların en az bir yetkili derecelendirme kuruluşu tarafından derecelendirilmesi ve derecelendirme notuna izahname ve sirküler ile diğer bilgilendirme dokümanlarında yer verilmesi Tebliğ gereği zorunludur.
- %5 Risk Tutma Yükümlülüğü: İhraç edilecek VİDMK'ların nominal değerinin asgari %5 oranındaki kısmı Tebliğ hükümleri çerçevesinde, Kaynak Kuruluş tarafından satın alınacak ve vade sonuna kadar, itfa yükümlülüğü karşılığında teminat olarak bloke şekilde tutulacaktır. Kurul, varlıkların türüne göre yukarıda belirtilen oranı farklılaştırabileceği gibi, %10'u geçmemek üzere kaynak kuruluş veya kurucu bazında artırmaya yetkilidir. Birden fazla kaynak kuruluş olması durumunda bu yükümlülük her bir kaynak kuruluş için devrettiği varlıklarla ilişkilendirilen tertiplerle sınırlı olarak uygulanabilir. Bunun yanında, risk tutma yükümlülüğü kaynak kuruluş ve kurucu arasında paylaşılabilir (TC Resmi Gazete, 28877, 9 Ocak 2014).

Varlık Finansmanı Fonu: İhraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, VDMK sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre fon içtüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği olmayan malvarlığıdır.

Kaynak Kuruluş: Sahip olduğu varlıkları fon portföyüne devreden tüzel kişi, kurum ve kuruluşları ifade etmektedir.

Kurucu: Bankalar, finansal kiralama ve finansman şirketleri, varlık yönetim şirketleri (VYŞ'ler), ipotek finansmanı kuruluşları (İFK'lar) ve geniş yetkili aracı kurumlar VFF kurma yetkisine sahiptir.

Hizmet Sağlayıcı: Fon portföyünde yer alan varlıkların günlük idaresinden sorumlu olan, Kurucu veya Kaynak kuruluş niteliğini haiz diğer bir kuruluştur. Alacakların günlük idaresi, tahsil, takip ve fon hesaplarına aktarılması gibi işleri üstlenmektedir.

Operasyon Sorumlusu: Fon Kurulu'nun sorumluluğu dahilindeki işler ile birlikte Fon'un muhasebe sistemi, belge kayıt düzeni, ihraca ilişkin belgelerin hazırlanması, yatırımcıların bilgilendirilmesi gibi işlerden sorumludur.

Fon Kurulu: Kurucu, her fon için 3 kişiden oluşan bir fon kurulunu yönetim kurulu kararıyla atar. Fon kurulu üyelerinden en az birinin Kurul'un kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelerinde belirtilen nitelikleri taşıyan bağımsız üye olması ve en az bir üyenin de Kurul'ca belirlenen lisanslama belgesine sahip olması zorunludur.

Fon İçtüzüğü: VİDMK sahipleri, kurucu ve fon kurulu arasında, fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre saklanmasını ve vekalet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan iltihakı bir sözleşmedir.

VİDMK KREDİ DERECELENDİRME SÜRECİ

VİDMK kredi derecelendirme sürecinde, şirketlerin ve finans kuruluşlarının varlığa/ipoteğe dayalı, ödeme aktarımlı (pass-through), nakit akımlı (pay-through) vb. yöntemler ile ihraç ettikleri borçlanma senetlerinin, anapara ve faiz ödemeleri ile nakit akımlarının uyumuna, faiz oranına, likiditesine, temerrüt olasılıklarına yönelik incelemeler yapılmaktadır.

Klasik borçlanma senetleri değerlendirmelerine kıyasla, VİDMK incelemelerinde temel farklılıklar bulunmaktadır. Zira, klasik borçlanma senetlerinde ihraççının kredibilitesi incelenirken, varlığa/ipoteğe dayalı menkulleştirmelerde, bu kıymetleştirmenin dayanağını oluşturan varlık havuzu ve bu havuzun kredi kalitesi, sağlanan güvenceler ve bu güvence mekanizmalarının işlevselliği, kredi veren kurumun geçmiş deneyimleriyle ilgili veriler ön plana çıkmaktadır.

Derecelendirme sürecinin inceleme ve değerlendirme aşamaları için aşağıdaki tarafların ve mekanizmaların tüm ayrıntılarıyla gözden geçirilmesini gerektirmektedir.

a. Kurucu (Founder)
b. Kaynak Kuruluş (Originator)
c. Hizmet Sağlayıcı (Servicer)
d. İhraççı-Özel Amaçlı Kurum (SPV-Special Purpose Vehicle)
e. Yatırım Bankaları (Investment Banks)
f. Güvence Mekanizmaları (Credit Enhancements)

- İçsel Güvence Mekanizmaları (Internal Credit Enhancements)
- Ödeme Öncelikli Sistem Senior (Subordinated Structure)
- Ek Teminatlandırma (Overcollateralization)

- Rezerv Hesap yaratılması (Reserve / Spread Account)
- Dışsal Güvence Mekanizmaları (External Credit Enhancements)
- Destekleme Kredisi (Standby Letter of Credit)
- Satıcı Garantör (Recourse to Seller)
- Kefalet Senedi (Surety Bond)
- Fon Havuzu Sigortası (Pool Insurance)

g. Yedd-i Emin (Trustee)

VİDMK kredi derecelendirmesine konu incelemelerde, güvence ve karşılıkların temel yapıları, ihraç edenlerin yükümlülüklerini yerine getirmede varlık havuzlarının iç dinamiklerinden kaynaklı yaşanması olası zorluklar ve iflas durumundaki yükümlülükler ve yasal konular ön plana çıkmaktadır. Yasal konuların analizi; varlık sahipleri, satıcı ve hizmet veren kuruluşların haciz olasılıkları ve bu olasılığın realizasyonu halinde varlık sahipleri ile tarafların performans/itibar ve değişik alanlardaki mükemmelliği test edilip değerlendirilmektedir. Ayrıca, yatırımcıların ve diğer tüm tarafların operasyonel süreçlerle alakalı olarak vergi, muhasebe sorunlarıyla karşılaşmaması, kontratların yasal şartları ve buna benzer süreçler ele alınır. İçsel ve dışsal güvence mekanizmaları yönünden kredi garantileri ve kredi garantisini verenlerin tüm detayları inceleme kapsamındadır.

Kaynak kuruluşların menkul kıymetleşen varlık havuzlarının kalitesi, kaynak kuruluşların ya da bunların yerine hizmet sağlayıcıların hizmeti (nakit akışının izlenmesi, yönetimi, devamlılığın sağlanması, raporlama süreci vb.) verebilecek organizasyon ve operasyon alt yapısına sahip olup olmadıkları, Yedd-i Emin'e verilerin havuza alınması ve hizmet anlaşmasına uygunluğun kontrol edilmesinde yeterli bilgi ve deneyime sahip olup

olmadıkları, kaynak kuruluşların dışında sınırlı amaçlı ihraççı bir firmanın olup olmadığı ve ihraççıların yapısının iflas dışı olup olmadığı, ihracın halka arz şeklinde ya da bir yatırım bankasına satılma planları, rezerv hesapta oluşturulan fonların yeterliliği, kredi veren kuruluşların iflas etmeleri ya da ödeme güçlüğü içerisine girmeleri halinde yatırımcılara zamanında ve düzenli olarak yapılacak ödemelerin aksayıp aksamayacağı gibi hususlar dikkate alınacak önemli kriterlerdir.

Alacak havuzlarının kredi kalitesini belirleyen etmenleri arasında ihraç edilen menkullerle doğrudan bağlantı, beklenen nakit akışının plana uygunluğu, net bir ödeme planının mevcudiyeti, varlıklardan beklenen gelirlerin öngörülebilirliği, önceki dönem performansları, havuzdaki varlıkların vade, faiz oranları ve homojenliği, menkulleştirilen kıymetlerin ödeme dönemleri ve havuz gelirlerinin zamansal farklılıkları yer almaktadır.

Ayrıca menkul kıymet derecelendirmesine yönelik incelemeler, menkulün vadesi boyunca devam etmektedir. Bu izleme döneminde kredi garantisini verenlerin kredi derecelerinin değişmesi ile varlık havuzunun kredi kalitesindeki değişiklikler başlangıçta ihraca verilen derecelendirme notlarını her an değiştirebilecektir. Yine izleme döneminde, alacak havuzunda yer alan varlıklardan sağlanan nakit akımlarının zamanında ve düzenli olarak yatırımcılara aktarılıp aktarılmadığı gözlem altında tutulacaktır (JCR-ER, 2023).

FON PORTFÖYÜNÜN KALİTESİNİN ARTIRILMASINA YÖNELİK İŞLEMLER

Varlıklardan elde edilen nakit akımlarının, yatırımcılara yapılacak olan ödemeler ile fon varlıklarından yapılabilecek diğer har-

camaları karşılayamama riskine karşı, yatırımcıların haklarının korunabilmesi amacıyla;

- Fon kurulu ile kurucu ve/veya üçüncü bir taraf arasında sigorta, garanti, teminat mektubu veya diğer bir garanti yöntemi kullanılmasını teminen sözleşme yapılabilir,
- Farklı haklara sahip değişik tertiplerde VİDMK ihraç edilebilir.
- Varlıkların fonun toplam yükümlülüklerini aşan kısmı, hizmet sözleşmesi ile belirlenecek oran veya miktarda bu amaçla oluşturulacak yedek hesaplara aktarılabilir,
- Sermaye Piyasası Kurulu'nca uygun görülecek diğer yöntemlere başvurulabilir.
- İzahnamede ve ihraç belgesinde açıklanmak ve Tebliğ'de yer alan risk tutma kuralına ilişkin hükümler saklı kalmak kaydıyla, kurucu veya kaynak kuruluş fon portföyünün kalitesinin artırılması amacıyla VİDMK tertiplerinden satın alabilir.

Örnek VDMK Yapısı ve Derecelendirme Analizi

Fon Künyesi
Fonun Adı / İhraççı (SPV): MeCo I-Bank Varlık Finansmanı Fonu
Fon Kurucusu: MeCo
Operasyon Sorumlusu: MeCo
Hizmet Sağlayıcı: I-Bank
Kaynak Kuruluş: I-Bank
İhraç Edilecek Sermaye Piyasası Aracı: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK)
İhraç Türü: Yurt içi halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satış
SPK Onaylı İhraç Tavanı: 150,000,000 TL

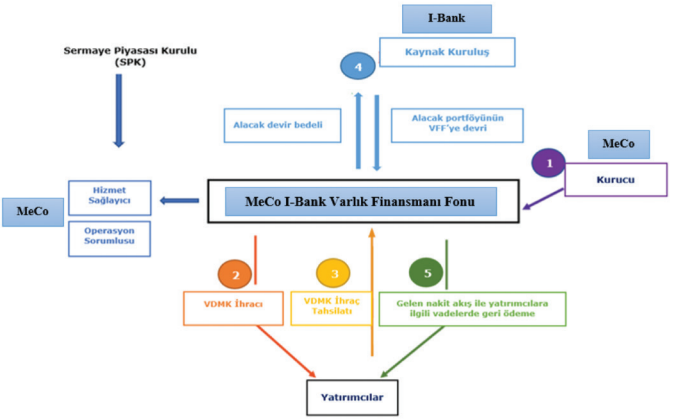
Nominal Değer: 108,000,000 TL
İhraç Tutarı: 97,802,110 TL
Ortalama Faiz Oranı: %28.85 Yıllık Basit Getiri
Ağırlıklı Ortalama Vade: 131.25 gün
Varlık Kaynağı: I-Bank'ın kullandırmış olduğu genel tüketici kredileri
Teminatlar: Nominal değerin %5'i tutarında risk tutma yükümlülüğü, nominal değerin %10'u ilave ek teminat

#	Vadeye Kalan Gün (VKG)	İhraç Tutarı (TL)	Faiz Oranı (%)	Faiz Getirisi (TL)	Nominal Değer (TL)
Dilim 1	35	13,656,255	26.25	343,745	14,000,000
Dilim 2	60	13,405,037	27.00	594,963	14,000,000
Dilim 3	90	14,039,361	27.75	960,639	15,000,000
Dilim 4	125	13,655,495	28.75	1,344,505	15,000,000
Dilim 5	155	14,218,760	29.50	1,781,240	16,000,000
Dilim 6	180	10,431,055	30.50	1,568,945	12,000,000
Dilim 7	215	10,134,490	31.25	1,865,510	12,000,000
Dilim 8	240	8,261,657	32.00	1,738,343	10,000,000
Toplam		**97,802,110**	**28.85**	**10,197,890**	**108,000,000**

Şekil 9: Örnek VDMK Yapısı ve Derecelendirme Analizi

İhraca Konu Havuz Künyesi
Varlık Kaynağı: I-Bank'ın kullandırmış olduğu genel tüketici kredileri
Havuz Fon Büyüklüğü: 120,016,684 TL
Toplam Kredi Sayısı: 12,425
Kredi Kullanan Kişi Sayısı: 11,539
Kredi Tutarı: 9,659 TL
Tahsili Geçmiş Alacak (TGA) Oranı / Non Performing Loan (NPL) Ratio: %1
Findeks Skor Aralığı: 1,260-1,900 *(Ağırlıklı Ortalama: 1,497)*
Coğrafi Dağılım: %29 İstanbul, %7 Ankara, %6 İzmir

Findeks Skorları	Tutar (TL)	Oran (%)
1260-1349	16,651,593	13.87
1350-1399	18,453,785	15.38
1399-1449	12,761,971	10.63
1450-1499	11,883,262	9.90
1500-1699	43,552,427	36.29
1700-1799	11,685,745	9.74
1800-1900	5,027,902	4.19
Toplam	**120,016,684**	**100.00**



Şekil 10: VDMK İşleyişi

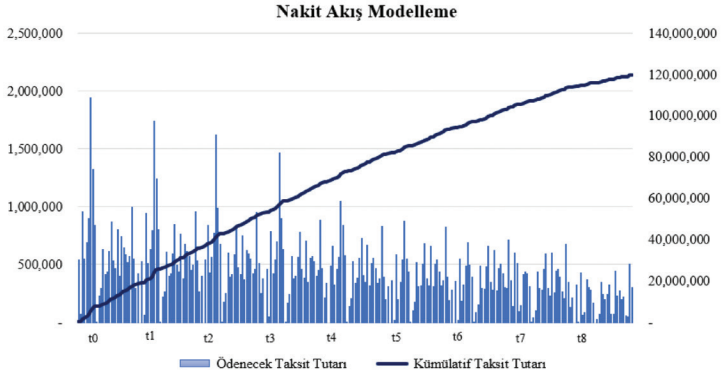
Örnek VDMK Derecelendirme Analizi için Gerekli Belgeler ve Yükümlülükler:

- Talep edilen bilgi ve belgeler:
  - Tertip İhraç Belgesi ve Eki,
  - Fon İçtüzüğü,

- Varlık devir sözleşmesi
- VDMK'a konu varlık havuzu bilgileri,
- Fon Kurulu Üyelerinin Lisans bilgileri,
- VDMK'a konu varlık havuzu kalitesinin artırılması amacıyla varsa ilave sigorta, garanti, teminat mektubu veya diğer bir garanti yöntemi bilgileri

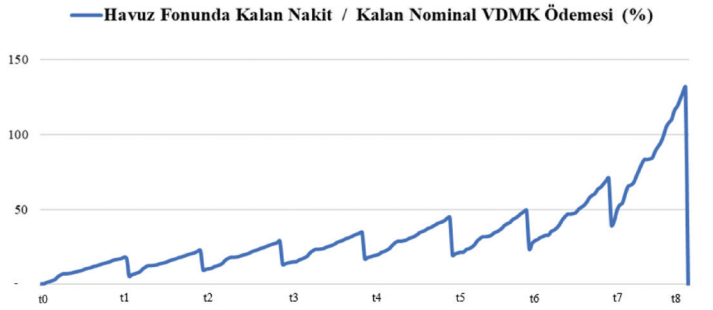
- **%5 Risk Tutma Yükümlülüğü:** İhraç edilecek VDMK'ların nominal değerinin asgari %5 oranındaki kısmı Tebliğ hükümleri çerçevesinde, I-Bank (Kaynak Kuruluş) tarafından satın alınacak ve vade sonuna kadar, itfa yükümlülüğü karşılığında teminat olarak bloke şekilde tutulacaktır. İtfa günü itfa tutarını karşılayacak tutarın MeCo I-Bank Varlık Finansmanı Fonu'nda bulunmaması halinde ilgili %5'lik kısmın hak ettiği tutarlar geriye kalan %95'lik kısma dağıtılacak tutara eklenir (TC Resmi Gazete, 28877, 9 Ocak 2014).
- **%10 Ek Teminat:** İhraca konu senet büyüklüğünün %10'u oranında büyüklükte bir senet portföyü de teminat olarak devralınacak, böylelikle tahsilatlarda yaşanabilecek gecikmelerin fona etkisi azaltılacaktır. Teminat amacıyla fazla alınan bu senetler vade sonunda Kaynak Kuruluş (I-Bank)'a iade edilecek veya tahsil edilmiş olmaları halinde tahsil edilen kısım varsa nemalarıyla birlikte nakit olarak iade edilecektir.
- Devir tarihinden önce ödenen taksiti veya taksitleri gecikmesiz olarak ödenmiş olacaktır. (Konu fona özgü)
- Devir tarihi itibariyle, vadesi gelip ödenmemiş kredi taksiti bulunan kredi yer almayacaktır. (Konu fona özgü)
- Devir tarihi itibariyle, Findeks skoru 1,260 ve üzerinde olan müşterilerin kredileri yer alacaktır. (Konu fona özgü)

Örnek VDMK Derecelendirme Analizi:
108 milyon TL nominal değeri bulunan 8 dilimde yatırımcılara geri ödemesi planlanan VDMK ihracının yapıldığı tarih "to"olarak belirlenmiştir. %10 ilave teminat yapısı ve %1 NPL oranı göz önünde bulundurularak havuz fonu büyüklüğü 120,016,684 TL olarak belirlenmiştir. Böylelikle tahsilatlarda yaşanabilecek gecikmelerin fona etkisi azaltılmıştır. Teminat amacıyla fazla alınan bu krediler vade sonunda Kaynak Kuruluş (I-Bank)'a iade edilecek veya tahsil edilmiş olmaları halinde tahsil edilen kısım varsa nemalarıyla birlikte nakit olarak iade edilecektir.



Şekil 11: VDMK Derecelendirme Analizi – Nakit Akış Modelleme
*tn =to +VKG

Havuz fonu nakit akış modelleme grafiğinde *(Şekil 11)*, VDMK süresi boyunca ödenecek havuz fonuna konu kredi taksit tutarlarının vadelerinin, 8 VDMK diliminin vadeleri ile uyumlu olarak belirlenmiş olduğu izlenmektedir.



Şekil 12: VDMK Derecelendirme Analizi – Havuz Fonunda Kalan Nakit / Kalan Nominal VDMK Ödemesi (%)

**tn =to +VK*

"Havuz Fonunda Kalan Nakit / Kalan Nominal VDMK Ödemesi (%)" grafiğinde *(Şekil 12)*, her bir dilim ödemesinin vadesinde rahatlıkla karşılandığı ve sonrasında Havuz Fonunda Kalan Nakit / Kalan Nominal VDMK Ödemesi (%) oranının artış trendinde olduğu görülmektedir. %10 ek teminat ve %1 NPL varsayımı ile yapılan hesaplamalar sonucunda, 120 milyon TL havuz fonu büyüklüğünün 108 milyon TL nominal tutarlı VDMK ihracı için yeterli seviyede olduğu tespit edilmiştir.

Görüş:

MeCo I-Bank Varlık Finansmanı Fonu tarafından 108 milyon TL nominal değeri bulunan 8 dilimde yatırımcılara geri ödemesi planlanan VDMK ihracının %10 ek teminat ve %1 NPL varsayımı ile yapılan hesaplamalar sonucunda, I-Bank'ın kullandırmış olduğu genel tüketici kredileri ile oluşturulan havuz fonu büyüklüğünün (120,016,684 TL) ihraç için yeterli seviyede olduğu tespit edilmiştir. SPK Tebliği gereği %5 Risk Tutma Yükümlülüğü 'nün yanı sıra %10 ek teminat yapısı tahsilatlarda yaşanabilecek gecikmelerin fona

etkisi azaltılması açısından önemli değerlendirilmektedir. Havuz fonuna konu kredi müşterilerinin Fİndeks skor aralığı 1,260-1,900 olup, Ağırlıklı Ortalaması 1,497 makul seviyelerdedir. Havuz fonuna konu kredi müşterilerinin coğrafi dağılımına bakıldığında en büyük 3 ilinde görece yoğunlaşma olduğu izlenmekte olup, söz konusu illerin Türkiye'nin GDP payından en yüksek payı alan iller arasında olduğu göz önünde bulundurulduğunda risk parametrelerini açısından makul değerlendirilmektedir.

Fon Kalitesini Artırabilecek Unsurlar:

- Tahsili Geçmiş Alacak (TGA) Oranı (Non Performing Loan)'nın %1'in altında gerçekleşmesi,
- Havuz fonuna konu kredi müşterilerinin, Fİndeks skorları mevcuttan yüksek olan müşterilerden seçilmesi,
- Havuz fonuna konu kredi müşterilerinin sayısının artırılması, tabana yaygın bir portföy oluşturulması,
- Havuz fonuna konu kredi müşterilerinin coğrafi dağılımına ilişkin konsantrasyonun azaltılması ve GDP'den yüksek pay alan il bazlı fon portföyünün oluşturulması,
- Minimum %5 Risk Tutma Yükümlülüğü 'nün fona özgü olarak, yükümlülük kapsamında olmaksızın oransal olarak artırılması,
- %10 ek teminat oranının artırılması,
- Havuza ilişkin sigorta mekanizmasının tesis edilmesi,
- Varlıkların fonun toplam yükümlülüklerini aşan kısmı, hizmet sözleşmesi ile belirlenecek oran veya miktarda bu amaçla oluşturulacak yedek hesaplara aktarılması,
- Sermaye Piyasası Kurulu'nca uygun görülecek diğer yöntemlere başvurulabilir.

VARLIK VE İPOTEK TEMİNATLI MENKUL KIYMETLER (VİTMK)

Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği (TMK Tebliği olarak anılacaktır.) 21 Ocak 2014 tarihinde Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Anılan Tebliğ, daha 2014, 2015 ve 2018 tarihlerinde Resmî Gazete'de yayımlanan Tebliğler ile değişikliğe uğramıştır.

Tebliğ'in amacı teminatlı menkul kıymetlerin nitelikleri ve ihracı ile teminat sorumlusuna, teminat varlıklar ve teminat uyumuna ilişkin usul ve esasların düzenlenmesidir. Teminatlı menkul kıymet (TMK), ihraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminat varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma aracı niteliğinde bir sermaye piyasası aracıdır. TMK, ipotek teminatlı menkul kıymet (İTMK) ve varlık teminatlı menkul kıymetlerden (VTMK) oluşmaktadır.

TMK Tebliği'nin 5 inci maddesine göre VTMK'lar aşağıdaki kurumlar tarafından ihraç edilebilmektedir:

- Bankalar,
- İFK'lar,
- Finansal kiralama şirketleri,
- Faktoring şirketleri,
- Finansman şirketleri,
- Gayrimenkul yatırım ortakları (GYO)
- Kendi kanunlarınca menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları ve
- Nitelikleri Kurulca belirlenecek diğer kuruluşlar.

İTMK ise yalnızca konut finansmanı kuruluşları (KFK) ve İFK'lar tarafından ihraç edilebilmektedir. Ancak, konut finansmanı kapsamında doğrudan tüketiciye kredi kullandıran veya finansal kiralama yapan bankalar ile BDDK tarafından konut finansmanı faaliyetinde bulunması uygun görülen finansal kiralama ve finansman şirketlerinin de KFK kapsamında değerlendirilmesi nedeniyle konut finansmanı faaliyetinde bulunan bankalar, finansal kiralama şirketleri, finansman şirketleri ve İFK'lar tarafından da İTMK ihraç edilebilmektedir.

KİRA SERTİFİKALARI (SUKUK)

Sermaye Piyasası Kurulu'nun faizsiz finans araçlarına ilişkin düzenlemeleri mülga 20 Mart 2003 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanan "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" ile 01 Nisan 2010 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği" ile yapılmıştır. Ancak, 2499 sayılı SPKn'nun yürürlükten kaldırılması sonrasında alt düzenlemelerin yenilenmesi aşamasında 07 Haziran 2013 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanan "Kira Sertifikaları Tebliği" ile anılan Tebliğler yürürlükten kaldırılmıştır. Daha sonra, 30 Haziran 2016 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanan değişiklik tebliği ile Kira Sertifikaları Tebliği'nin bazı maddelerinde değişiklik yapılmıştır.

Tebliğ'de, "kira sertifikası", her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymet olarak tanımlanmıştır. Kira sertifikasının tanımında yer alan "varlık kiralama şirketi" ise, Kanunun 61 inci maddesi çerçevesinde münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere anonim şirket şeklinde kurulmuş olan sermaye piyasası kurumu olarak ifade edilmiştir. Yine tanımda geçen "varlık" ifadesi, kira sertifikaları ihracına dayanak haklar dışındaki her türlü varlığı kapsamaktadır.

Sukuk, faizsiz finans prensiplerine uygun bir finansman şeklidir. Sukuk tipik olarak faizsiz finans prensiplerine göre formüle edilmiş sözleşmeye dayalı düzenlemeler etrafında yapılandırılır ve geleneksel borçlanma araçlarına alternatif olarak geliştirilmiştir. Faizsiz finans prensipleri, hukuka aykırı kazanç almaktan/ödemekten kaçınmalıdır. Bunun yerine, taraflar bir ticari işlemin risklerini ve kazançlarını paylaşmalıdır. İşlem, gerçek bir ekonomik amaca sahip olmalı ve taraflardan herhangi birini sömürmemeli veya faizsiz finans prensiplerine aykırı sayılan herhangi bir faaliyet içermemelidir. Uygulamada, faizsiz finans kapsamında sermaye piyasası işlemleri varlığa dayalıdır, çünkü dayanak varlıklar zorunlu olarak teminat teşkil etmez ve bu nedenle işlemler fiilen teminatsız olabilir. Varlıkların teminat teşkil ettiği durumlarda bile yasal ortam, önemli ve zamanında tahsilatları engelleyebilir.

Sukuk, belirli projelerin veya yatırım faaliyetlerinin varlıkları dahil olmak üzere maddi varlıkların mülkiyetindeki bölünmemiş payları ve bunların intifa hakkını (varlıkları kullanma hakkı) temsil eder. Sukuk, yapısı itibariyle bir borç değil, bir intifa hakkı teşkil eder. Her hak sahibi üzerinde anlaşmaya varılmış bir iade alma hakkına sahiptir ve sahip olunan sertifikalarla orantılı olarak herhangi bir zararı karşılayacaktır. Ancak uygulamada, kaynak sağlayıcı destekli bir sukukta bu satış genellikle gerçek bir satış değildir ve gerekli varlık kayıt formalitelerini tamamlamadan hakların devredilmesiyle gerçekleştirilebilir. Sukuk yapılarına yerleştirilen varlıklar, esas olarak faizsiz finansmanın gerekliliklerini karşılamak ve periyodik kupon ödemeleri üretmek içindir. Tipik olarak sukuk, işletme kredi riski araçları olarak yapılandırılır ve bir temerrüt ve itfa senaryosunda sukuk sahipleri varlıkların kendilerine başvurmaz. Geri kazanım, yatırımcıların haklarını orijinatöre karşı kullanmasına bağlıdır. Do-

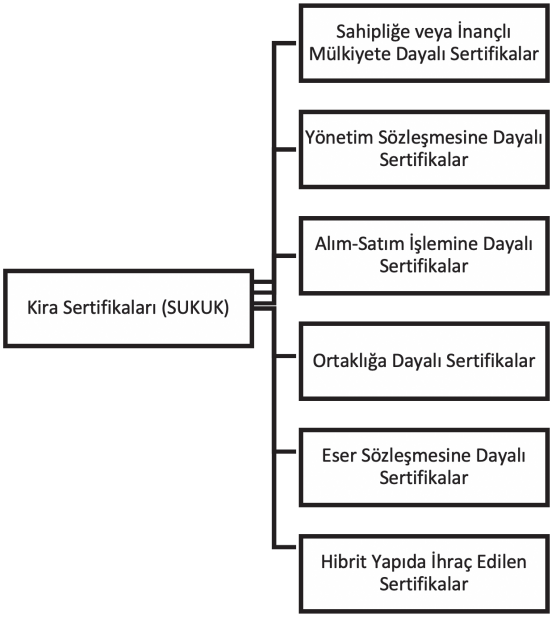
layısıyla bugüne kadar sukukun büyük bir kısmı tahvil benzeri ekonomik etki yaratması beklenen bir şekilde ihraç edilmiştir.

Sukuk standart bir yapıya sahip değildir ve her yapı farklı temel sözleşme düzenlemeleri içerebilir. Bu nedenle, standart bir belge seti mevcut değildir, ancak aşağıdakiler, geçerli olduğu durumlarda sukuk derecelendirmesinde kullanılabilecek temel belgeler hakkında genel bir kılavuz görevi görebilir:

- İçerik,
- Yasal sukuk yapı belgesi,
- Şartlar ve koşullar,
- Servis ajansı sözleşmesi,
- Ana vakıf senedi,
- Temsilcilik sözleşmesi,
- Ana satın alma sözleşmesi,
- Ana kiralama sözleşmesi (ilgili sukuk ile bağlantılı olarak bir ek kiralama sözleşmesi imzalanırsa),
- Yönetim sözleşmesi,
- Satın alma taahhüdü,
- Satış taahhüdü,
- Yüksek murabaha sözleşmesi,
- Fetva ve
- Yasal görüş.

KİRA SERTİFİKASI TÜRLERİ

Yapılandırılmış Finansman Derecelendirme metodolojisi kapsamında Sukuk türleri altı temel başlık altında incelenmektedir.



Şekil 13: Sukuk Türleri

SAHİPLİĞE VEYA İNANÇLI MÜLKİYETE DAYALI SERTİFİKALAR

Mülkiyetin kiralanması veya inançlı mülkiyete dayalı sertifikalar, geleneksel varlığa dayalı menkul kıymetlerle benzer özelliklere sahiptir. Fon kullanıcısı ile Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ) arasında, önceden belirlenmiş fiyattan varlığın satılacağı sözleşme imzalanır. VKŞ, bu fiyata eşit kira sertifikası ihraç ederek finansman sağlar ve varlığın kiralanmasından sonra fon kullanıcısına ihraç tutarını aktarır. Sonrasında, fon kullanıcısı VKŞ'den varlığı kiracı olarak kiralar ve önceden belirlenmiş kira bedeli ve kirala-

ma dönemi sözleşmede belirtilir. VKŞ, varlıkların bakım ve onarım masraflarından sorumludur. Ancak ülkemizde bu işlemler sözleşmeyle kiracıya bırakılmaktadır. VKŞ, periyodik olarak kirayı alır ve kira sertifikası sahiplerine ödeme yapar. Vade sonunda VKŞ, varlığı fon kullanıcısına satarak kira sertifikası sahiplerine ödeme yapar. İcara yöntemi, Sahipliğe veya İnançlı Mülkiyete Dayalı Sertifikalar'da kullanılır. (Faizsiz Finans Yöntemleri konusu detaylandırılmıştır.)

YÖNETİM SÖZLEŞMESİNE DAYALI KİRA SERTİFİKALARI

Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, kaynak kuruluşun varlıklarının veya haklarının kiralanması dahil, VKŞ lehine yönetilmesi sonucu elde edilen gelirlerin VKŞ'ye aktarılması amacıyla ihraç edilir. Bu ihraçlarda, kaynak kuruluşun varlıklarının veya haklarının mülkiyeti devredilmeksizin VKŞ tarafından yönetilmesi için bir sözleşme düzenlenir. İlgili sözleşmede VKŞ'nin elde edeceği gelir veya hesaplama esasları belirtilmelidir.

ALIM-SATIMA DAYALI KİRA SERTİFİKALARI

Alım-satıma dayalı kira sertifikaları, belirli bir varlık veya hakkın VKŞ tarafından satın alınarak, VKŞ kurabilecek şirketlere vadeli olarak satılması amacıyla ihraç edilen finansal araçlardır. VKŞ, ihraçtan elde edilen fonların hesabına aktarıldığı günü takip eden iş günü içinde, söz konusu varlık veya hakları spot piyasadan maliyetinin üzerinde bir bedelle vadeli olarak satın almak zorundadır. Bu işlem belirtilen süre içinde gerçekleştirilmezse, kira sertifikası ihracı karşılığında toplanan fonlar, yatırımcılara VKŞ hesabına aktarılmalarını izleyen ikinci iş günü içinde iade edilir. İhraçlara konu olan varlık veya haklar, BİAŞ (Borsa İstanbul A.Ş.) veya diğer likit piyasalarda alınıp satılmalıdır. Likit piyasa, bağımsız ve çok sayıda gerçek alım-satım

tekliflerinin bulunduğu, gün içinde gerçekleştirilen işlemlerin fiyatlarının makul ölçüde belirlenebildiği ve ticari teamüllere uygun bir süre içinde tamamlandığı piyasayı ifade eder. Alım-satıma dayalı kira sertifikalarında Murabaha yöntemi kullanılmaktadır ve bu yöntem, faizsiz finans yöntemleri başlığı altında detaylandırılmaktadır.

ORTAKLIĞA DAYALI KİRA SERTİFİKALARI

Ortaklığa dayalı kira sertifikaları, VKŞ tarafından ihraç edilen ve VKŞ'nin sermaye koyduğu ortak girişimlerin finanse edildiği kira sertifikalarıdır. Ortak girişim, girişimci veya girişimcinin atadığı üçüncü bir kişi tarafından yönetilir ve ortak girişimden elde edilen kârın girişimci ve VKŞ arasındaki paylaşım oranı veya vekâlet sözleşmesi kapsamında girişimcinin alacağı sabit ücret ortaklık sözleşmesinde belirtilir. Ortak girişimin zararla sonuçlanması halinde, VKŞ bu zarara koyduğu sermaye ile sınırlı olarak katlanır. Girişimcinin veya girişimci tarafından atanan üçüncü kişilerin kötü niyeti veya hukuka aykırı eylemleri dolayısıyla oluşabilecek olası zararların tazmini amacıyla girişimciden teminat istenip istenmeyeceği, istenecekse teminatın nitelik ve niceliğine ilişkin hükümler ortaklık sözleşmesi, şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede düzenlenir. Ortaklığa Dayalı Kira Dayalı Sertifikaları'nda Mudaraba veya Muşaraka yöntemleri kullanılmaktadır (Faizsiz Finans Yöntemleri konu başlığı altında detaylandırılmıştır.)

ESER SÖZLEŞMESİNE DAYALI KİRA SERTİFİKALARI

Eser sözleşmesine bağlı kira sertifikaları, VKŞ'nin bir eser sözleşmesi kapsamında eserin yapılmasını sağlamak için ihraç ettiği kira sertifikalarıdır. VKŞ, kendi adına ve kira sertifikası sahipleri hesabına eser sözleşmesine iş sahibi olarak katılır. Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihracı sırasında, hizmet, kat veya arsa

karşılığı inşaat veya ortaklık gibi diğer uygun sözleşmeler de düzenlenebilir.

HİBRİT YAPIDA İHRAÇ EDİLEN SERTİFİKALAR

Birden fazla varlık havuzuna (alım/satım, ortaklık, mülkiyet, inançlı mülkiyet) dayandırılarak ihraç edilen sertifika türüdür. Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği kapsamında gerçekleşecek ihraçlarda, söz konusu varlık havuzunda hangi varlık türü ağırlıkta ise ihraç ona göre isimlendirilecektir. Örneğin, %51'i inançlı mülkiyet %49'u alım-satım işlemine dayalı bir ihraç "İnançlı mülkiyete dayalı" olarak isimlendirilecektir.

FAİZSİZ FİNANS SİSTEMİNE İLİŞKİN ANA YASAKLAR VE TEMEL UNSURLAR

Faizsiz finansman sistemi, temelinde 4 yasak ve 2 prensip bulunan bir yapıya sahiptir. Bu yasaklar ve prensipler, birbirini tamamlayan unsurlar olarak faizsiz finansmanın temelini oluşturmaktadır. Aşağıdaki açıklamalar, bu yasak ve prensiplere ilişkin kısa bir bilgi vermeyi amaçlamaktadır.

FAİZ YASAĞI (RİBA)

Geri ödeme vadesi geldiğinde, anaparaya ek olarak, kesinlikle ve herhangi bir istisnaya tabi olmaksızın, önceden belirlenmiş bir orana göre hesaplaması yapılan bir tutarın ödenmesinin söz konusu olamayacağını ifade etmektedir. Bu kapsamda, anapara yanındaki ödemenin yapılması konusunda borç veren tarafın hiçbir risk almaması yasaklanmaktadır. Anapara yanında yapılacak ödemenin çok veya az olması faiz yasağının ihlaline etki etmemektedir. Fon sağlayıcılara risksiz getiriyi yasaklayan bu sisteme

göre fon sağlayıcılar bu yönüyle yalnızca borç veren değil aynı zamanda yatırımcı konumunda da olmaktadırlar.

SÖZLEŞMENİN ESASLI UNSURUNDA ÖNEMLİ DERECEDE BELİRSİZLİK OLMASI YASAĞI (GHARAR FAHİŞ)

Bu yasağın uygulanması, bir sözleşmenin temel ve olmazsa olmaz (sine qua non) unsurlarında, önemli derecede objektif veya sübjektif belirsizliğin varlığına bağlıdır. Yasak, sözleşmenin kurucu unsurlarından biri açısından belirsizliğin varlığı ve bu belirsizliğin önemli bir boyutta olması durumunda söz konusu olur. Örneğin, kira sözleşmesinde, kiralanan mülkün, kira bedelinin, kira süresinin veya ödeme tarihinin belirlenmemiş olması gibi durumlarda yasak uygulanabilir.

SÖZLEŞME KONUSUNUN YASAL OLMAMASI ŞARTI

Faizsiz finans sisteminde sözleşmelerin konusunu meşru olarak belirlenen mal ve hizmetler oluşturmalıdır. Yani sözleşme içerisinde kazanç sağlayan ana unsurun yasaklanmamış olması gerekmektedir.

SPEKÜLASYON YASAĞI (MAİSİR)

Sözleşmenin konusu ve/veya yapılan yatırım spekülatif nitelikte olmamalıdır. Farklı spekülasyon anlamlarına bağlı olarak, spekülasyon az veya çok birçok meşru nitelikteki ticari ilişkilerde mevcut olabilmektedir. Bu bağlamda, spekülasyon yasağının az ya da çok bir kader birliği içermeyen sözleşmeler, işlemler hakkında söz konusu olduğu ifade edilebilir.

Faizsiz finans sisteminde yukarıda belirtilen dört yasağın yanı sıra, iki temel unsur bulunmaktadır.

Bu temel unsurlar fon ihtiyacı olanlara sağlanacak finansmanın dayandığı temel prensiplerdir.

Varlığa Dayalı Finansman
Fon sağlayıcıların, ticari işlere ortak olmadan sadece fon sağlamayı hedefledikleri finansman sözleşmeleri, az veya çok içsel bir değeri olan şeyler (mal veya hak) üzerinden kurulmalıdır. Ayrıca, fon sağlayıcıların sahip oldukları mal ya da haklar üzerinden fon sağlamaları gerekmektedir. Bu unsur, reel ekonominin finansmanını öncelikli tuttuğunu ve spekülatif yatırımların reddedildiğini göstermektedir. Ayrıca, bu unsur, kapital faizine veya reel faize ilişkin yasağı (riba) yansıtmaktadır. Faizsiz finans sisteminde genellikle para, ticaretin konusu değildir.

Kâr Zarar Ortaklığı
Fon fazlası olanlar, ticari bir işe ortaklık sözleşmesi yaparak da fon sağlayabilirler. Bu durumda, faizsiz finansman sistemi kapsamında yapılan sözleşmenin konusu, sermaye ve emeğin bir araya getirilerek ortak bir girişimde bulunulmasıdır. Sözleşme tarafları, girişime verdikleri katkı oranında kâr ve zarara katılmaktadır. Bu, faizsiz finansman sisteminin temel ilkeleri arasında yer almaktadır.

FAİZSİZ FİNANS YÖNTEMLERİ

Faizsiz finansman ihtiyaçlarının karşılanması noktasında başlıca iki farklı yöntem kullanılmıştır.

KARŞILIKSIZ FİNANSMAN YÖNTEMLERİ
Maddi sıkıntı içinde olan ve/veya herhangi bir mala gereksinim duyan ihtiyaç sahibine yapılacak olan desteğe mukabil hiçbir maddi karşılık beklenmemektedir. Bu kapsamda, başta zekât,

sadaka, adak, kefaretler, vakıf, karz-ı hasen (ödünç) gibi yöntemlerle yapılan işlemler karşılıksız finansman kapsamında değerlendirilmektedir.

KARŞILIK ALINAN FAİZSİZ FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

ticari hayatta faizsiz finansa uygun olarak geliştirilen ve günümüzde de en sık kullanılan finansman yöntemlerinden bazıları aşağıda açıklanacaktır. Bu finansman yöntemlerinin karşılığı, ticari yatırımlar ve kurulan ortaklıklar yoluyla yapılan işlemler sonucu elde edilen kâr ya da zarardır.

Günümüz ekonomilerinde yoğun olarak kullanılan başlıca karşılık alınan faizsiz finansman kapsamında ihraç edilen kira sertifika (sukuk) yöntemleri aşağıda belirtilmektedir:

Mudaraba (Emek-Sermaye Ortaklığı)

Güvene dayalı bir ortaklık modeli olan mudaraba, bir tarafın sermayesi (rabb-al-mal) ile diğer tarafın emeği (mudarib), bilgi ve tecrübesini bir araya getirerek ortak bir girişimde bulunmasını ifade eder. Kâr payı önceden belirlenen oranlar doğrultusunda paylaşılır, sabit bir kazanç garantisi bulunmaz. Projenin zarar etmesi halinde zararın tamamı sermayedar tarafından karşılanır.

Muşaraka (Kâr-Zarar Ortaklığı)

Mudarabadan farklı olarak iki veya daha fazla tarafın ortak sermaye sağlayarak yaptıkları yatırımın kâr ve zararını birlikte paylaştığı finansman yöntemidir. Kazanç ve zarar önceden belirlenen oranlarda bölüşülür ve sabit bir kazanç tayin edilmez. Projenin zarar durumunda, zarar sermayedarlar tarafından konulan sermaye oranlarına göre karşılanır.

Murabaha (Maliyet Artı Kâr Marjlı Satış)
Mudaraba ve muşaraka literatürde birer ortaklık türü iken murabaha bir tür satış sözleşmesidir. Fon sağlamak için malın peşin alınarak vadeli olarak satılması yöntemi kullanılır. Dayanak varlığın yüksek likiditeye sahip olması önemlidir.

İcara (Kiralama, Leasing)
Bedeli ve süresi belirlenmiş anlaşmalar çerçevesinde, kiracı ve mal sahibi arasında gerçekleştirilen orta ve uzun vadeli bir finansman yöntemi olan murabaha, geleneksel finansal sistemdeki finansal kiralamaya benzer.

İstisna (Siparişle Mal Yaptırma)
Fiilen olmazsa bile hükmen var olan, ileride ortaya çıkacak veya inşa edilecek, yapılacak bir şeyin satışını ifade etmektedir.

Selem (İleriye Dönük Satın Alma)
Selem, bedeli peşin ödenen ancak ürün teslimatının ileri bir tarihte gerçekleştirildiği tarım sektöründe sıkça kullanılan bir finansman yöntemidir. Sözleşmede ürünün niteliği, miktarı, teslim yeri ve tarihi gibi unsurlar önceden belirlenir. Selem işlemine konu olacak ürünler genellikle misli olanlar arasından seçilirken, döviz, altın, gümüş, çek veya poliçe gibi para benzeri araçlar seleme konu edilemez.

7. BÖLÜM

ÇEVRE SOSYAL VE YÖNETİŞİM FAKTÖRLERİNİN DERECELENDİRMEDEKİ YERİ (ESG)

Finans dünyasında ilk başlarda spesifik bir konu olarak, ancak kısa sürede özellikle yatırım alanında bir felsefe olarak kullanılmaya başlanan Çevre, Sosyal ve Yönetişim (ÇSY) (Enviromental, Social, and Governance, ESG) yaklaşımı son dönemlerde ana akımda ele alınan konuların başında gelmeye başlamıştır. Hatta öyle ki gelecekte ÇSY bilgilerinin finansal bilgilerle eşit ağırlıklı olarak değerlendirileceği konusu yüksek sesle konuşulmaya başlanmıştır. Hal böyle olunca iş çevreleri, ÇSY yaklaşımının benimsenmesi ve iş planlarının ÇSY'ye uyumlu olarak dönüştürülmesi konusunda yoğun çalışmalara girişmiştir.

Halen, ÇSY kriterleri ve prensipleri, tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de hem yerel ve uluslararası finansal kaynaklara erişim açısından, hem de iyi yönetim uygulamalarının yaygınlaştırılması bakımından son derece önem arz etmektedir. Ülkemizde ÇSY kriterlerinin yaygınlaştırılması adına hem özel sektör hem de kamu nezdinde önemli çalışmalar yürütülmektedir.

Ülkemizde ÇSY kriterlerine uygun olarak başlatılan ilk uygulama 2014 yılında Borsa İstanbul nezdinde başlayan Sürdürülebilir Endeksi'dir. Uygulama ile birlikte endekste yer alan firmaların karbon emisyonu, doğal kaynakların kullanımı, iş sağlığı ve güvenliği, müşteri ilişkileri memnuniyeti ve mahremiyeti, çalışanlara gösterilen önem, kurumsal yönetim gibi konularda gösterdikleri performansların ölçümüne olanak sağlanmaktadır. 2022 yılı Kasım ayı itibariyle 63 firmanın listelendiği endeks, gerek firmaların küresel olarak bilinirliğini arttırması, gerekse de portföy yöneticilerinin ÇSY kapsamında oluşturacakları portföyler için yapacakları seçimleri kolaylaştırıcı bir yol gösterici niteliğindedir (Borsa İstanbul, 2022).

Ülkemizde sürdürülebilirlik alanında atılan ilk adım olan sürdürülebilirlik endeksi sonrasında özel sektör firmalarının sürdürülebilirlik alanında oldukça aktif oldukları bilinmekte-

dir. Özellikle bankaların bu alanda üstlenmiş oldukları öncü rol, sürdürülebilir dönüşüm için oldukça önemli önemli olmuştur. 2016 yılında başlayan ve sonraki yıllarda devam eden bankaların öncülüğündeki sürdürülebilir finans uygulamaları pandemi sonrası dönemde reel sektör firmalarının da katılımı ile devam etmiştir. Her ne kadar sürdürülebilir finans uygulamalarının toplam finansal aktiviteler içerisindeki payı yurt dışı uygulamalara kıyasla düşük olsa da pandemi sonrası dönemde gerçekleştirilen regülasyonlar ve halen devam eden düzenleme çalışmaları ÇSY kriterlerinin finansal aktiviteler içerisindeki payının artacağına işaret etmektedir (TSKB, 2022).

Sermaye Piyasaları Kurulu (SPK) tarafından 2022 yılında yayınlanan yeşil ve sürdürülebilir borçlanma araçları ile kira sertifikalarının ihracına ilişkin yol gösterici nitelikte olan "Yeşil Borçlanma Aracı, Sürdürülebilir Borçlanma Aracı, Yeşil Kira Sertifikası, Sürdürülebilir Kira Sertifikası Rehberi" ile birlikte sürdürülebilirlik alanında amaçlanan dönüşümün gereksinimlerini karşılamak için önemli bir adım atılmıştır (SPK, 2022). Buna ek SPK, halka açık şirketlerin sürdürülebilirlik konusunda yapacağı raporlamalara ilişkin bir düzenlemeye daha giderek bir sürdürülebilirlik raporu şablonunu yine 2022 yılı içerisinde yayınlamıştır (SPK, 2022). Hali hazırda çalışmaları devam eden Kamu Gözetimi Kurumu (KGK) nezdinde devam eden Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları çalışmalarının da önümüzdeki dönemde uygulamaya konulması beklenmektedir (KGK, 2022).

Bu bölümde, hem ÇSY prensiplerinin zaman içindeki gelişimi ve öne çıkan unsurlarına yer verilmiş, hem de kredi derecelendirme süreçlerinde ÇSY'nin aldığı yer değerlendirmeye alınmıştır. *Önemli Çevresel Faktörlerin Kredi Derecelendirmede Değerlendirilmesi* bölümünde güncel konuların derecelendirme yaklaşımıyla nasıl ele alındığı görülebilir. Sosyal faktörlerle ilgili

derecelendirme yaklaşımları *Sosyal Faktörlerin Kredi Derecelendirmedeki Rolü* başlığı altında ele alınmışken, Yönetişim *Finansal Performansa Nasıl Etki Eder?* başlığı altında bir yönetici açısından söz konusu uygulamaların finansal sonuçlara yansıması izlenebilir.

ÇSY yaklaşımının modern temelleri 1994 yılında Elkington tarafından ortaya atılan Üçlü Kâr Hanesi (Tripple-Bottom Line, TBL) teorisine dayanmakla birlikte bazı kaynaklarda bu yaklaşımın temellerinin antik çağlara kadar uzandığı yönünde bilgilere rastlanmaktadır. Elkington'un teorisi, şirketlerin finansal kârın yanına insanlara ve gezegene olan katkısının da önemsenmesi gerektiğini belirtmektedir (Elkington, 2018). ÇSY de bu paralelde sürdürülebilir kâr elde etmek için çevrenin, toplumun ve paydaşların önemini vurgulamaktadır.

Tablo 39: ÇSY Yaklaşımında Genel Kabul Görmüş Konu Başlıkları

Çevresel	**Sosyal**	**Yönetişim**
İklim Değişikliği	İnsan hakları	Rüşvet ve yolsuzluk
Kaynakların aşırı kullanımı	Modern kölelik	Yöneticilere sağlanan faydalar
Atık yönetimi	Çocuk işçi kullanımı	Yönetim kurulu çeşitliliği ve yapısı
Karbon emisyonu	Çalışma koşulları	Ticaret birlikleri, lobicilik ve bağışlar
Ormansızlaşma	Çalışan hakları	Vergi stratejileri

Kaynak: (Hayat & Orsagh, 2015)

ÇSY yaklaşımının kabul görmüş tek bir tanımı olmasa da iş yapış biçimlerinin çevreyle uyumlu hale getirilmesi, toplumsal açıdan duyarlılığının arttırılması ve yönetim biçimlerinin bütün paydaşları kapsayacak biçimde hesap verilebilir ve şeffaf bir şekilde şekillendirilmesi bu yaklaşımın temel felsefesidir. ÇYS'nin genel olarak ele almış olduğu konular Tablo 39'daki şekilde özetlenebilir (Hayat & Orsagh, 2015).

ÇYS konularının hızlı bir şekilde iş planlarına eklenmeye başlamasının temelinde bu konulardan kaynaklanan risklerin sayısı ve etkilerinin hızlı bir artış göstermesi yer almaktadır. Dünya Ekonomik Forumu (DEK) (World Economic Forum, WEF) tarafından her yıl düzenli olarak yayınlanan Dünya Risk Raporlarında listelenen riskler yıllar içerisinde ekonomik konulardan ÇYS kapsamında ele alınan konulara yönelmiştir. Son yayınlanan 2022 raporu verileri de konunun önemini ve aciliyetini bir kez daha vurgulamaktadır. Anket yoluyla belirlenen, gelecek 10 yılda oluşabilecek en ciddi 10 riskten 9'u ÇSY kapsamındaki konuları doğrudan kapsarken 1 tanesi de dolaylı olarak ÇYS kapsamına girmektedir (WEF, 2022).

Risklerin ÇSY kapsamında yükselmesi firmaların özellikle operasyonlarını etkileyecek olsa da riskler karşısında paydaşların (Müşteriler, potansiyel müşteriler, tedarikçiler) yaklaşımları da şirketlerin üzerinde bir diğer risk olarak ortaya çıkmaktadır. Özellikle müşterilerinin iklim değişikliği, küresel ısınma ve insan hakları gibi temel konularda artan bilinciyle birlikte şirketler, bu konularda hassasiyet göstermeleri gerektiğinin farkına varmışlardır. Öte yandan paydaşların etik değerler konusunda göstermiş oldukları hassasiyet de şirketlerin ÇSY yaklaşımını benimsemeleri için bir diğer önemli konu olmuştur.

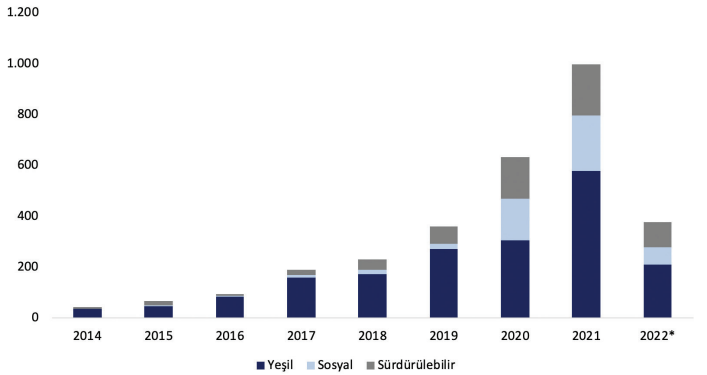
Kanuni düzenlemeler ise ÇYS yaklaşımının gönüllük esaslı bir faaliyet olmaktan çıkartıp çerçevesi yasalarla çizilecek bir iş

yapış biçimine dönüştürme yolunda hızla ilerlemektedir. Özellikle Paris İklim Anlaşmasına uyum kapsamında yapılan kanuni düzenlemeler firmaların çevresel performanslarını iyileştirmeleri için önemli bir adım oldu. Ancak en önemli konu ise sürdürülebilirlik raporlama standartlarının gelişimi ile olacaktır. 2022 itibarıyla henüz taslak aşamasında olan Avrupa Sürdürülebilir Raporlama Standartları'nın (ASRS) yanı sıra Uluslararası Finansal Raporlama Standartları kurulu tarafından kurulan Sürdürülebilirlik Muhasebesi Standartları Kurulunun yayınladığı standartta belirtilen çifte önemlilik (double materiality) kavramı, firmaların ÇSY'ye bakışını önemli ölçüde etkileyecektir. Çifte önemlilik kavramı, sürdürülebilirlik hedefleri kapsamındaki önemli konuların doğurabileceği önemli finansal etkilerin belirtilerek raporlanması anlamına gelmektedir. Bu sebeple hem ASRS kapsamında hazırlanacak olan sürdürülebilirlik raporlarında hem de IFRS uyumlu finansal raporlarda finansal etkiye sahip sürdürülebilirlik konularının belirtilmesi önem arz etmektedir.

Yukarıda bahsi geçen sebeplerden ötürü reel sektör firmalarının iş planlarını önemli ölçüde etkilenecek olması, ÇSY yaklaşımını finansal sektörün de önemli konularından bir tanesi haline getirmiştir. Birleşmiş Milletler Kalkınma programı kapsamında yayınlanan Sorumlu Yatırım İlkeleri (PRI) ve Sorumlu Bankacılık İlkeleri (PRB) finansal sektörde ÇSY yaklaşımının benimsenmesi için milletlerarası düzeyde atılan ilk adımlardır (UNPRI, 2022) (UNEPFI, 2022). Bu bildirgeler kapsamında reel sektör firmalarının temel fon sağlayıcıları olan imzacı yatırım şirketleri ve bankalar faaliyetlerini sorumlu bir biçimde yürüteceklerini taahhüt etmektedir. Sorumlu yatırım ilkeleri kapsamında varlık yönetim şirketlerinin yanı sıra imzacı kredi derecelendirme kuruluşları da bu ilkelerle uyumlu bir şekilde faaliyet göstereceklerini beyan etmişlerdir.

Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım İlkeleri kapsamında yayınlanan "Kredi Riski ve Derecelendirmede ÇSY Beyannamesi" ile kredi derecelendirme kuruluşları ve sabit getirili varlık yatırımcıları kredi derecelendirme ve analizlerinde ÇSY'yi sistematik ve şeffaf bir biçimde dahil edeceklerini taahhüt etmişlerdir. 27 derecelendirme kuruluşu ve 180 yatırım kuruluşu tarafından imzalanan bildirge ile borçluların nakit akışlarının ÇSY faktörleri tarafından etkilenebileceğini kabul etmişlerdir (UNPRI, 2022).

Zira kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyet alanları, ÇSY kapsamında ele alınan konuların finansal performans üzerinde yaratabileceği etkilerin değerlendirmesi kredi derecelendirme konusunu önemli hale getirmektedir. Bununla beraber ÇSY yaklaşımın öneminin artması derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirmede bu konuların dikkate alınmasının yanında yeşil tahvillerin derecelendirilmesi, ÇSY skorlaması gibi yeni faaliyet alanları oluşturmuştur.



Şekil 14: ÇSY Temalı Tahvil İhraçları (Milyar USD)
*2022 yılı ilk 6 ay itibariyle
Kaynak: Climate Bond Initiative, 2022

Derecelendirme kuruluşlarının ÇSY yaklaşımı içerisindeki konumunu ve bu konuların derecelendirme süreçlerine yansımalarını incelemeden önce, çevre, sosyal ve yönetişim konularının tam olarak anlaşılması açısından bu başlıkların ayrı ayrı değerlendirilmesi faydalı olacaktır.

ÇSY'NİN Ç'Sİ: ÇEVRE ODAKLI OLMAK NEDEN ÖNEMLİ?

Tarih boyunca insanlığın kazanımları önemli çevresel maliyetler getirerek elde edilmiştir. Kaynaklar sınıflandırılırken doğal kaynakların rolü, sermaye, iş gücü vb. kaynakların gerisinde bırakılmıştır. Ancak bilim temelli çalışmalar, istikrarlı ve yaşanabilir bir gezegenin, ekonomik faaliyetlerin sürdürülebilmesi için kritik derecede öneme sahip olduğunu göstermektedir. Özellikle küresel ısınma ve iklim değişikliği gerçeklikleriyle birlikte insan faaliyetlerinin doğaya olan etkileri tartışmaların odağına oturmuştur. Dolayısıyla gezegensel sınırlara (planet boundary) saygı duymak ve gezegenle uyumlu yatırım ve ekonomik faaliyetlerin ve süreçlerin istikrarlı bir şekilde yapılması gerektiği öne sürülmüştür.

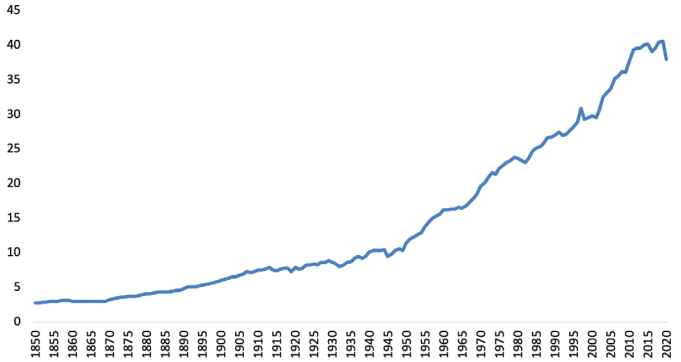
Bu sebeple gezegensel sınırlara saygı, sadece çevresel riskleri ele almakla kalmaz, aynı zamanda doğal kaynakların daha mantıklı ve eşit bir kullanımı yoluyla gerçekleştirilmelidir. Zira gezegensel sınırlar sadece küresel ısınma ve iklim değişikliği konularından ibaret değildir. Stockholm Esneklik Merkezi tarafından belirlenen dokuz gezegensel sınır bulunmaktadır (Stockholm Resilience Center, 2022). Bu sınırlardan dört tanesi hali hazırda aşılmış olmakla birlikte diğer sınırlar da tehlike altındadır. Bu sebeple çevre ile ilgili değerlendirmeleri yaparken çok boyutlu bir şekilde ele almak ve gezegensel sınırlar doğrultusunda değerlendirmeye tabi tutmak gerekmektedir.

Çevresel sürdürülebilirlikle ilgili çalışmalar hem çevresel hem de finansal kârla birlikte var olabilir. Tersine, toplumsal tercihler, düzenleme ve teknoloji değişimi olarak, çevreye zarar veren faaliyetlere devam eden yatırımlar, gelirlerde kayıplara ve düşen varlık değerlerine yol açabilecek riskler taşıyabilir. Bu nedenle finansal sonuçlar doğurabilecek çevresel riskler veya fırsatlar titizlikle incelenmelidir. Bu bağlamda ele alınan riskler genel olarak iklim değişikliği, doğal kaynak kullanımı ve atık ve emisyon olarak üç başlıkta toplanmaktadır (CFA Institute, 2019) .

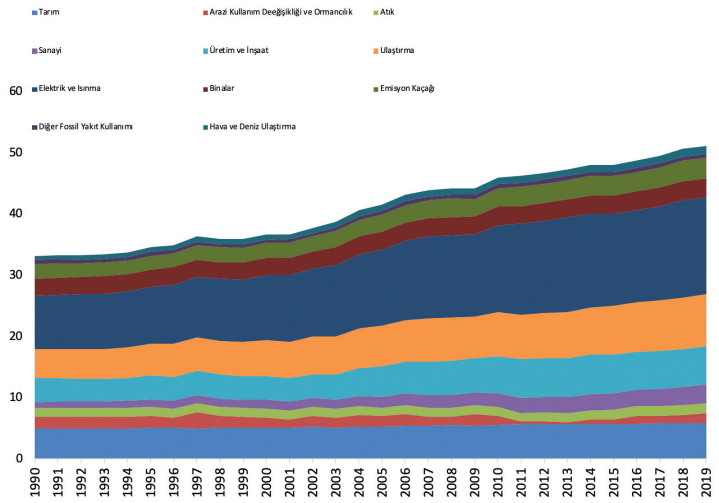
İKLİM DEĞİŞİKLİĞİ

İklim değişikliği, küresel atmosferin bileşimini değiştiren ve doğal iklim değişkenliğine ek olarak, karşılaştırılabilir zaman periyotlarında gözlemlenen, doğrudan veya dolaylı olarak insan aktivitesine atfedilen, yerel olaylar ile küresel boyutta etkisini artıran iklim olaylarını ifade eder.

Gezegenin ikliminde meydana gelen değişimi açıklamada ön plana çıkan ana etkenin insan faaliyetlerinden kaynaklanan sera gazı emisyonudur. Fosil yakıtların kullanılması sonucunda atmosfere yayılan sera gazı, güneşten dünyaya ulaşan ısının belirli bir kısmının tekrardan uzaya yayılmasını engelleyen bir tabaka oluşturmakta ve ısının atmosfer içerisinde hapsolmasına neden olmaktadır. Özellikle sanayi devriminden sonra hızlanan atmosferdeki sera gazı miktarı yirminci yüzyılın ikinci yarısında üssel bir artış trendiyle büyümüştür. Our World in Data tarafından yayınlanan verilere göre insan faaliyetlerinin (fosil yakıt kullanımı ve arazi kullanımı) sonucunda atmosfere salınan karbon dioksit miktarı 2020 yılında 38.02 milyar ton olmuştur (Ritchie, Roser, & Rosado, 2022).



Şekil 15: Yıllar İtibariyle Atmosferdeki Karbondioksit Miktarı (Milyar Ton)
Kaynak: Ritchie, Roser, & Rosado, 2022



Şekil 16: Sera Gazı Salınımının Sektörel Dağılımı
Kaynak: Ritchie, Roser, & Rosado, 2022

Özellikle sanayi devriminden sonra yükselişe geçen atmosferdeki sera gazı miktarının en önemli tetikleyicilerinden bir tanesi enerjidir. Şekil 16'da yer alan sera gazı salınımında sektörlerin payları incelendiğinde enerji talebi sebebiyle fosil yakıtların atmosferdeki sera gazı stokunda önemli payı olduğu görülmektedir.

İklim değişikliği sorunuyla mücadele ve etkilerinin azaltılması birçok farklı boyutta ele alınması gereken çoklu eylem planı ile çözüme kavuşturulabilecektir. Ele alınacak boyutları temel bağlamda ele almak gerekirse bunlar; bilim, ekonomi, toplum, politika ve etik şeklinde sıralanabilir. İklim değişikliğinin çözümü ise iki ana kategoride gerçekleşebilir.

1. Atmosferdeki ısıyı tutan sera gazlarının seviyelerinin azaltılması ve dengelenmesi (iklim değişikliğinin azaltılması) veya
2. Halihazırda meydana gelen iklim değişikliğine uyum sağlamak (iklim değişikliğine uyum) ve iklim değişikliğine karşı direnci artırmak.

Burada dikkat edilmesi gereken durum çözüm için verilen iki kategorinin birbirinin alternatifi olmamasıdır. Yani iki seçenekten birisinin tek başına uygulanarak diğerinin terk edilmesi çözüm için yeterli değildir. Her iki planın da aynı anda aynı ciddiyetle uygulanması, iklim değişikliği ile mücadelede en etkili silah olacaktır (CFA Institute, 2019).

İKLİM DEĞİŞİKLİĞİNİN AZALTILMASI

İklim değişikliğinin yavaşlatılması için başta fosil kaynakların kullanımı sonucunda ortaya çıkan sera gazının azaltılması ve at-

mosfere zarar veren gazların etkilerini nötrleyen alanların çoğaltılması için gerekli her türlü insan müdahalesi iklim değişikliğinin azaltılmasına yönelik eylemlerdir. Bu faaliyetler birden fazla amaç kapsamında gerçekleşmektedir. Bunlardan başlıca olanları:

1. İklim sistemine önemli ölçüde insan müdahalesini önlemek,
2. Ekosistemlerin iklim değişikliğine doğal olarak uyum sağlamasına izin vermek için yeterli bir zaman çerçevesinde sera gazı seviyelerini stabilize etmek,
3. Gıda güvenliğinden emin olmak,
4. Ekonomik kalkınmanın sürdürülebilir bir şekilde ilerlemesini sağlamaktır.

İKLİM DEĞİŞİKLİĞİNE UYUM VE DAYANIKLILIK

DOĞAL KAYNAK KULLANIMI

Azalan biyoçeşitlilik kaybı ve doğal kaynakların tükenme hızının artışı firmalar ile doğal kaynaklar arasındaki ilişkiyi giderek daha önemli hale getirmektedir. Firmalar açısından bahsi geçen doğal kaynakların başında temiz su, biyoçeşitlilik, toprak kullanımı, orman ve deniz kaynakları gelmektedir.

Doğal kaynak tüketiminin başlıca nedenleri olarak büyüyen nüfusa bağlı olarak artan tüketim olmak üzere, ortalama yaşam süresinin artması, ekonomik büyümeye bağlı olarak tüketim gibi unsurlar sıralanmaktadır. Bu unsurlar aynı zamanda kaynak kıtlığı riskinin de sebepleri olarak sıralanabilir.

Bu risklerin olduğu bir ortamda firmalar rekabetçiliklerini koruyacak biçimde kaynakların daha etkin bir şekilde kullanılması ve kaynak kullanımının optimize edilmesi üzerine odaklanmalıdır. Bu durum firmalara finansal kaynaklarını daha

iyi yönetirken aynı zamanda teknolojik yenilik yapmaları konusunda da fayda sağlayacaktır.

Zira doğal kaynakların tükenme hızı mevcut senaryolar altında hızlanacaktır. BM'nin tahminine göre şu anda 7.6 milyar olan dünya nüfusu 2050 yılında 9.8 milyar, 2100 yılında ise 11.2 milyar olacaktır. Bu demek oluyor ki artan nüfus, tüketim talebini artıracak bu da doğal kaynaklar üzerindeki baskıyı daha da çoğaltacaktır.

Örneğin %70'i suyla kaplı olan dünyada toplam suların sadece %2.5'u tatlı su kaynaklarıdır. Nüfus artışıyla birlikte bu kaynaklara olan talep artacaktır. Ayrıca tatlı su kaynakları sadece içme suyu olarak kullanılmamaktadır. Sanayi endüstrisinde birçok sektör üretimlerine devam edebilmek için suya ihtiyaç duymaktadır. BM Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri (SKH) de suyun önemini vurgulamaktadır. SKH hedeflerinin altıncı maddesini, suyun ulaşılabilirliğinin ve sürdürülebilirliğinin sağlanması oluşturmaktadır.

Öte yandan ekonomik büyümeyi destekleyen ve sağlıklı yaşama olanak kılan kısacası toplumsal refah sağlayan biyoçeşitlilik iklim değişikliği ve doğanın tahrip edilmesiyle birlikte tehlikeye düşmüştür. Biyoçeşitlilik ve Ekosistem Hizmetlerine İlişkin Hükümetler Arası Bilim-Politika Platformu'nun, 2019 yılı verilerine göre bir milyona yakın bitki ve hayvan türünün gelecek on yıllar içerisinde hızlı bir şekilde yok olma tehdidiyle karşı karşıya olduğunu göstermektedir. Bu durum insanlık tarihinde daha önceden karşılaşılmayan bir tehlike ile karşı karşıya olduğumuzu göstermektedir. Zira biyoçeşitlilik, doğal sermaye olarak tanımladığımız ekosistemi dolayısı ile de yaşamı destekleyen en önemli etkenlerden bir tanesidir.

ATIK VE EMİSYON

Çevre ile ilgili en önemli problemlerden bir tanesi ve belki de en önemlisi, kirliliğin ve dolayısıyla diğer birçok sorunun başında gelen atık ve emisyon problemidir. Fiziksel atıklar ile havaya salınan ve atık gazların neden oldukları çevre problemlerinin başında küresel ısınma, biyoçeşitlilik kaybı, tatlı suların kirlenmesi ve denizlerin kirlenmesi gelmektedir. Bu görünür krizlerin yanı sıra dolaylı yollardan canlı hayatı tehlikeye sokmaktadır.

Hava kirliğindeki artış doğayı kötü şekilde etkilerken insan sağlığı üzerinde ciddi problemlere yol açmakta, ekosisteme zarar vermekte, biyoçeşitliliği yoksullaştırmakta ve toprakların asitlenmesine yol açarak alınan hasatları azaltmaktadır. Canlı yaşamı için hayati tehlikelerin başında gelen hava kirliliğinin demografik etmenlerde bir değişme olamaması durumunda kötüleşmeye devam edeceği ve gelecekte daha fazla insan ve canlıyı olumsuz şekilde etkileyeceği ön görülmektedir.

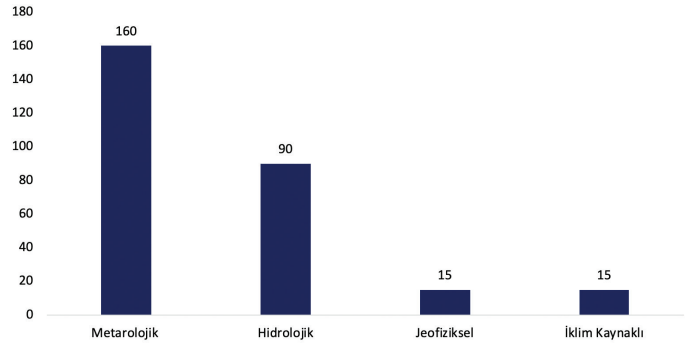
Canlı yaşamı için olmazsa olmaz bir diğer element ise sudur. Zararlı kimyasallar ve diğer atıklar karasuları ve sızarak yer altı sularına ulaşır ve doğal su kaynaklarının kirlenmesine neden olur. Kirlenen kaynakların bir kısmı ciddi bir arıtma sürecinden geçtikten sonra kullanılabilir hale gelirken çoğu kaynak ise kullanılamaz duruma gelir. Bu durum canlı yaşamı ciddi biçimde tehlikeye atmaktadır.

ÇEVRESEL FAKTÖRLERİN İŞLETMELERE ETKİLERİ

İşletmeler açısında temel çevresel faktörlerin ele alınış biçimleri çoğunlukla iklim değişikliği ve sürdürülemez doğal kaynak tüketimi ve üretimi gibi belirli konulara odaklanmaktadır. Bununla birlikte, işletmelerin ve finansal faaliyetlerin doğal kaynaklara ve düzgün işleyen ekosistem hizmetlerine nasıl bağlı olduğu konusu çok fazla anlaşılamamıştır. Doğal kaynakları değerlendirme-

nin ve ölçmenin zorluğu nedeniyle, bu zararlı etkiler tam olarak iş yapma maliyetlerine dahil edilmemiştir (fiyatlandırma 'olumsuz dışsallıklar' olarak da bilinir). Bu tür maliyetler, işletmeler tarafından tamamen içselleştirilecek olsaydı, piyasa da önemli aksaklıkları olabilirdi (CFA Institute, 2019).

Bu konuda yıllar itibariyle maliyetlerin sınıflandırılması ve içselleştirilebilmesi amacıyla çevresel faktörlerin etkileri iki boyuta indirgenerek incelenmektedir. Özellikle son yıllarda görülme sıklığı ve finansal etkileri hızla artan sel, fırtına, kuraklık ve diğer hava olayların neticesinde meydana gelen doğrudan kayıplar, fiziksel (physical) riskler kapsamında ele alınmaktadır.



Şekil 17: 2021 Yılında İklim Kaynaklı Gerçekleşen Zararlar

Kaynak: Munich RE, 2022

2021 yılında meydana gelen olaylar sonrasında toplamda 280 milyar USD'lik hasar meydana gelmiştir. Bu hasarların yalnızca 120 milyar USD'lik kısmının sigorta kapmasında olması sebebiyle 160 milyar USD'lik riskler işletmeler ve kişilerin omuzlarına yüklenmiştir (Munich RE, 2022).

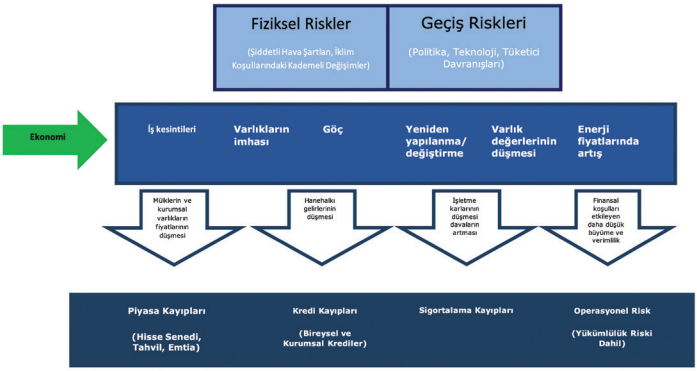
Bunun yanında düşük karbonlu ekonomiye geçişle birlikte ortaya çıkabilecek iklim ve ödünleşme (trade-off) riskleri de geçiş (transitional) riskler kapsamında ele alınmaktadır. İngiltere Merkez Bankası tarafından yapılan tanımlama geçiş risklerinin daha iyi anlaşılabilmesini sağlamaktadır. Banka geçiş riskleri, Paris İklim Anlaşması gibi anlaşmalara uyumu kapsamında varlık değerlerinde yaşanabilecek düşüşler veya iş yapma maliyetlerinde yaşanabilecek maliyetler olarak tanımlamıştır (FSB, 2017) (Bank of England, 2022).

Geçiş riskleri şirketten şirkete değişebileceği gibi sektörlere özgü riskler de bulunmaktadır. Öte yandan faaliyet gösterilen ülke bazında da şirketler çeşitli geçiş risklerine maruz kalmaktadırlar. Bunlardan bağımsız olarak aşağıdaki şekilde yapılan sınıflandırma genel kabul gören bir yöntemdir.

Politika riskleri: Kanun koyucular tarafından getirilebilecek çevresel standartlara uyumdan kaynaklanabilecek riskler. Örneğin son dönemlerde gerçekleştirilen emisyon düzenlemeleri politika risklerini kapsamaktadır.

Yasal riskler: İklim değişikliğinde katkısı olduğu belirlenen firmalara karşı açılabilecek davalar sonucunda maruz kalınan riskleri kapsamaktadır.

Teknolojik riskler: Düşük karbonlu ekonomiye geçişte ortaya çıkan yeni teknolojilerin mevcut yapıları bozması ve buradan doğacak zararlara ilişkin riskleri kapsamaktadır.



Şekil 18: İklim Kaynaklı Doğabilecek Riskler

Kaynak: IMF, 2019.

Çevresel faktörlerin ekonomileri ve dolayısıyla işletmeleri etkileme şekillerine dair IMF tarafından yapılan gösterimde açıkça görülmektedir. Şirket bazında oluşacak kayıpların sistematik riske dönüşümü finansal piyasalarda, bankacılık ekosisteminde ve sigorta sektörlerinde önemli kayıplar yaratabilir ve ekonomileri bir krize sürükleyebilir (IMF, 2019).

YÜKSELEN MEGA SOSYAL TRENDLER

Son dönemlerde sıklıkla bahsi geçen ve toplumun bütün bileşenlerini etkileyen konuların başında gelen toplumsal ve sosyal olayların etkileri, çevre konuları gibi analitik bir çerçevede analiz edilemese de özellikle uzun dönemde ekonomiler üzerinde önemli etkilere sahiptirler. Sosyal trendler zaman içinde değişkenlik gösterse de geçmişten günümüze etkileri devam eden olgular uzun dönemlidir. Öte yandan teknolojik gelişmelerle birlikte ortaya çıkan yapay zekâ, dijital yıkım gibi kavramlar da uzun dönemli etkilere sahip olabilecek sosyal trendler olarak dikkat çekmektedir. Bunların yanı sıra, iklim değişikliği, su kıtlığı, hava kirliliği gibi çevresel konular da sosyal etkiler meydana getirebilmektedir.

Temelde toplumun tamamı tarafından kabul edilen sosyal mega trendleri listelemek gerekirse;

a) Küreselleşme
b) Otomasyon ve yapay zekâ
c) Eşitsizlik ve servet yaratımı
d) Dijital yıkım, sosyal medya ve elektronik cihazlara erişim
e) Çalışma, boş zaman kullanımı eğitimde meydana gelen değişimler
f) Bireysel haklar ve sorumluluklar ile aile yapılarındaki değişim
g) Demografik değişimler

h) Şehirleşme
ı) Din

Sosyal etkilere sahip çevresel mega trendler ise:

- İklim değişikliği ve geçiş riski,
- Su kıtlığı,
- Toplu göç

Özellikle ekonomik gelişmeleri etkilemekte olan sosyal trendlerin anlaşılması için biraz daha detaylandırılması gerekmektedir. Bu bağlamda yukarıda listelen trendleri sırasıyla ele almak faydalı olacaktır.

Küreselleşmenin başlangıcıyla birlikte sınırların ortadan kalkmaya başlaması, mal, hizmet, teknoloji, insan ve sermaye hareketleri hız kazanmıştır. Küreselleşme fenomeni pozitif etkilere sahip olduğu gibi negatif etkileri de beraberinde getirmektedir. Örneğin piyasa etkinliğinin artması sebebiyle ürünler daha geniş kesimlere daha uygun fiyatlarla sunulurken yapısal sosyal eşitsizlik yaratarak sosyal refahı olumsuz etkilemektedir. Örneği daha somut hale getirmek adına hazır giyim sektörünü ele alalım. Yüksek iş gücü gerektiren hazır giyim ve tekstil sektöründeki üretim iş gücü maliyetlerinin daha düşük olduğu uzak doğu ülkelerine kayarken Avrupa ülkelerinde üretim neredeyse yok olmuştur. Ancak bu durum Avrupa ülkelerinin hazır giyim ve tekstil ürünlerinde Uzak Doğu Asya ülkelerine bağımlı hale gelmesine sebep olmuştur.

Küreselleşme trendiyle bağlantılı olarak ortaya çıkan bir diğer trend olan otomasyon, minimum insan yardımı ile bir süreç veya prosedürün gerçekleştirildiği teknolojik süreç olarak tanımlanmaktadır. Otomasyonun üretime olan en büyük iki katkısı iş gücü maliyetlerinin düşürülmesi ve fiziksel iş süreçlerinin makinelere devredilmesidir. Özellikle otomotiv, finansal hizmetler,

sağlık hizmetleri gibi alanlarda otomasyonla birlikte yapay zekâ kullanımları devreye alınmıştır. Yapay zekanın bahsi geçen sektörlerde etkisini giderek artırması beklenmektedir. Otomasyon ve yapay zekanın sağladığı avantajların yanı sıra, özellikle nitelik gerektirmeyen işlerde çalışanların işlerini ellerinden alması ve işsizliği artırması gibi dezavantajları bulunmaktadır.

Küreselleşme ve teknolojik gelişmelerin beraberinde getirdiği olumsuz bir durum ise artan eşitsizliklerdir. Artan eşitsizlikler ekonomileri ve toplumları derinden etkilemektedir.

Artan eşitsizliğin ekonomileri ve toplumları etkilediğine dair artan kanıtlar bulunmaktadır. Eğitim fırsatları ve sosyal hareketlilik, alt ve orta sınıflar arasında daha düşük satın alma gücüne sahip daha az vasıflı ve daha az sağlıklı bir toplumla sonuçlanacak şekilde azaltılabilir. Bu durum, toplam ekonomik büyümeyi sınırlar.

Teknoloji çağının getirmiş olduğu sosyal eğilimlerden ilki yukarıda değindiğimiz otomasyon ve yapay zekâ uygulamaları ve bunların yaratacağı etkilerdir. Teknolojiyle birlikte hayatımıza giren bir diğer sosyal mega trend de yeni teknolojilerle birlikte iş modelleri ve mevcut mal ve hizmetlerin değer yaratım şekillerinin değişmesi olarak adlandırılan dijital yıkımdır. Özellikle son yıllarda hızlı bir şekilde artan bu eğilim, artan otomasyon ve yapay zekanın yükselişi ile yakından ilişkilidir. Dijital yıkımın en net örneği dijital pazar yerlerinin yükselişidir. Dijital pazar yerlerinin yükselişi çevrimiçi platformların mimarisini ve güvenliğini sağlayabilecek teknolojilerin gelişmesiyle gittikçe hız kazanmıştır. Her ne kadar geleneksel yüz yüze ticaret varlığını devam ettirse de çevrimiçi ticaretin toplam içerisindeki payı gün geçtikçe artmaktadır.

Dijital teknolojilerin gelişmesi veri biliminin gelişimini de bir dönüşüme sokmuştur. Teknolojik gelişmeler sayesinde çokça miktarda veri toplanıp, depolanıp, işlenmeye başlanmış-

tır. Büyük veri sayesinde hizmetler ve ürünler kişiselleştirilebilmektedir. Ancak bu durum veri korsancılığının doğuşunu da tetiklemiştir. Kişisel verilerin güvenliği ihlal edilerek kullanıcı bilgilerinin üçüncü taraflara satışı, veri bilimi aracılığıyla sosyal manipülasyonlar ve yönlendirmeler yapabilmeyi de olanaklı kılmıştır. Bu tür skandallar nedeniyle artan düzenlemeler yasal riske maruz kalma olasılığını da artırmaktadır.

Sosyal eğilimlerin iş planlarına yansımalarını ve yaratabilecekleri etkilerin ölçümlenip içselleştirilebilmesi çevresel faktörlere nazaran daha zordur. Zira şirkete özel faktörler, faaliyette bulunulan sektörün dinamikleri ve ülke koşulları ÇSY yaklaşımı içerisindeki sosyal tarafın önemliliğini etkileyen faktörlerdir. Sosyal dinamikler için kıstas olarak alınabilecek rehberlerden bir tanesi IFRS bünyesindeki Sürdürülebilir Muhasebe Standartları Kurulu'nun oluşturmuş olduğu sektörel bazlı rehberdir.

Sosyal faktörler, iç paydaşları etkileyebilecek faktörler, müşteriler ve yerel yönetimler gibi dış paydaşları etkileyebilecek dış faktörler olarak iki grupta ele alınabilir.

Tablo 40: İç ve Dış Sosyal Faktörler

İç Paydaşları Etkileyebilecek Sosyal Faktörler	**Dış Paydaşları Etkileyebilecek Sosyal Faktörler**
İnsan Kaynakları Gelişimi	Paydaş Muhalefeti ve Tartışmalı Kaynak Kullanımı
Çalışma Koşulları, Sağlık ve Güvenlik	Ürün Sorumluluğu ve Müşterilerin Korunması
İnsan Hakları	Sosyal Fırsatlar
İstihdam Standartları ve İşçi Hakları	Hayvan Refahı ve Antimikrobiyal Direnç

Kaynak: CFA Institute, 2019.

Tablo 40'da yer alan sosyal faktörleri biraz daha detaylandırmak, işletmelerin yapılarına olan etkilerini incelemek adına daha faydalı olacaktır. Bir işletmenin iç paydaşları deyince akla gelen en önemli kesim olan çalışanların gelişimlerinin yakından takibi uzun dönemli performansın belirleyici unsurlarındandır. Donanımlı insan kaynağı şirketlerin, çalışanların motive bir şekilde sorumluluklarını en güncel standartlarda yerine getirmesini sağlar. Şirketin uzun dönemli başarısının sağlanması finansal pozisyonunun da sürdürülebilir bir yapıda devam etmesine olanak sağlamaktadır.

İş yeri koşulları da çalışanların verimliliğini etkileyen sosyal faktörlerden bir diğeridir. İş sağlığı ve güvenliği uygulamalarının güçlendirilmesi, çalışan motivasyonu ve verimliliğinin temini için önem arz etmektedir. Aynı zamanda meydana gelebilecek iş hastalıkları ve kazalarının önüne geçilmesiyle doğabilecek yasal riskleri (iş davaları tazminatları vb.) önleyerek doğabilecek maliyetlerin önüne geçmektedir.

Giderek önemi artan insan haklarına saygılı işletme olma mottosu da aslında olması gereken bir durumun işletmelere ne gibi katkıda bulunduğunu gösteren etkili bir göstergedir. Cinsiyet, dil, din, ırk, mezhep ve diğer durumları gözetmeksizin insanların yaşam ve özgürlüklerine saygılı olmak, kölelik ve işkenceye maruz kalmamak, düşünce ve ifade özgürlüğü ile çalışma ve özgürlük hakkı temel insan hakları kapsamına girmektedir. İnsan Hakları Evrensel Beyannamesinde de geçen bu durumlar temel haklar kapsamındadır ve herkese erişilebilir olmalıdır. Artık çoğu işletme insan haklarına daha duyarlı bir biçim de hareket etse de tedarik zinciri içerisinde yer alan diğer paydaşlarda yaşanacak ihlallerin de göz önünde bulundurulması ve gerektiğinde eyleme geçmekten imtina edilmemesi gerekmektedir. İnsan Hakları Evrensel Beyannamesinin yanı sıra, Birleşmiş Millet-

ler İş Dünyası ve İnsan Haklarına İlişkin Yol Gösterici İlkeler ve Çok Uluslu Şirketler için OECD Yönergeleri işletmelerin insan haklarının korunması ve geliştirilmesi için takip edebilecekleri yönergelerdir.

İnsan haklarına saygının yanı sıra çalışan haklarına yönelik değerlendirmeler de şirketler için kritik gösterge niteliğindedir. En önemli işçi hakları, Uluslararası Çalışma Standartlarında özetlenmiştir. Bunlar, kadın ve erkeklerin özgürlük, eşitlik, güvenlik ve haysiyet açısından insana yakışır ve üretken işler elde etme fırsatlarını teşvik etmeyi amaçlar ve Uluslararası Çalışma Örgütü'nün (ILO) temel sözleşmelerinde yer alır.

Konunun girişinde bahsi geçen mega trendlerin dışında yeni doğabilecek sosyal trendlerin de şirketlerin iç ve dış paydaşlarıyla olan ilişkilerini olumlu veya olumsuz etkileme potansiyeli göz ardı edilmemelidir. Bu sebeple sosyal faktörlerin de dikkatle ele alınması ve uzun dönemli performansa etkisi yakından incelenmelidir (CFA Institute, 2019).

YÖNETİŞİMDEN NE ANLAMALIYIZ?

2000'li yılların başlarında ortaya çıkan kurumsal skandallarla birlikte giderek önem kazanan kurumsal yönetişim kavramı şirketlerin yönetildiği ve denetlendiği süreci ifade etmektedir. ÇSY teması içerisinde belki de en sağlam temellere dayanan faktör olan yönetişim uygulamalarının dünya genelinde farklı pratikleri olmakla birlikte temelde insanları ve süreçleri kapsamaktadır. İş süreçlerinin iyileştirilmesi ve performansın maksimize edilmesini destekler nitelikteki iyi kurumsal yönetim uygulamaların işletmelerin uzun dönemli performanslarına katkı sağlamakta ve başarılarını desteklemektedir. Kötü yönetişim uygulamaları ise şirketlerin performansları üzerinde olumsuz etkilerde bulunacağı, kurumsal skandallarla sonuçlanabileceği görülmüştür.

Kurumsal yönetim özünde insanlarla ilgiliyken, özellikle yönetim kurulu üyeleri ve icra sorumlulukları olan çalışanların sorumluluklarını etkin bir şekilde yerine getirebilmeleri için oluşturulan süreçler ve komiteler etkinliği artırıcı niteliktedirler. Nerdeyse bütün şirketler tipik olarak yürürlükte olan politikalara ve davranış kurallarına sahiptirler. Görece küçük şirketlerde tepedeki bireylerin bir iş hakkında doğrudan bilgiye sahip olmaları için daha fazla alan varken büyük şirketlerde bu imkansızdır. Bu nedenle yönetişim süreçleri ve şirket içi komiteler, büyük ve karmaşık yapıya sahip şirketlerde önemli ölçüde

yük taşımaktadır. Ancak bu politikaların gerçekten uygulamada uygulandığından emin olmak için süreçlerin yönetimi önem arz etmektedirler.

Oluşturulan sağlam yönetişim sistemleri aracılığı ile işletmeler, karşılaşabileceği çevresel ve sosyal riskler de dahil olmak üzere temel riskleri daha iyi ele alabilir. Tersine, uzun vadeli önemli bir riski (yine çevresel ve sosyal konular dahil) yönetemeyen bir şirket, sorunu çözme kabiliyetini engelleyen temel bir yönetişim başarısızlığına sahip olabilir.

Kurumsal yönetimin başarısının ölçümlenmesinde birçok faktör gösterge niteliğine sahip olabilir. Ancak değerlendirme temelde iki kritik kavramla bütünü kapsayacak şekle indirgenebilir. Bu iki kavaram hesap verilebilirlik ve uyumdur.

İnsanlara genellikle karar vermek için yetki ve sorumluluklar yüklenir. Yetki ve sorumluluk sahipleri verdikleri kararlar neticesinde ortaya çıkan sonuçlardan ve işin etkinliğinden sorumlu tutulurlar. Bu sorumluluk çalışanların etkili bir biçimde iş yapmalarının önünü açmaktadır. Nasıl ki icra görevi olan kişilere karşı alınan olan sorumluluklar bu verimliliği sağlıyorsa, icracı kişilerinde de örneğin hissedarlara karşı olan sorumlulukları etkinliği artırmalıdır. Bu nedenle, kurumsal yönetim, yönetim kurulu yapısına ve yöneticilerin bağımsızlığına güçlü bir şekilde odaklanmaktadır.

Yöneticilerin bireysel becerilerinin yanı sıra karma becerileri de önemlidir. Karma beceriler sayesinde tartışmalar bir dizi perspektiften uygun biçimde ele alınır ve "grup düşüncesi" riskinden kaçınılır. Cinsiyet çeşitliliği ve aynı zamanda mesleki geçmiş ve deneyimler açısından çeşitlilik yoluyla yönetim kurulu odasında artan çeşitlilik ve bakış açısı çeşitliliğinin, uzun vadeli değeri artırma olasılığı daha yüksek olan daha zorlu bir kültür sunduğu kanıtlanmış bir konudur.

Yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulu odasında dengeli bir tartışmayı kolaylaştırmada hayati öneme sahiptir. Sonuç olarak, yönetim kurulu başkanının bağımsız, icracı olmayan bir direktör olmasını tercih edilir bir durum haline gelmektedir. Başkan bağımsız değilse ve özellikle bu kişi başkanın rolünü CEO rolüyle birleştirirse, bu aşırı bir yetki konsantrasyonuna yol açabilir ve kurulun aşağıdakileri yapma becerisini engelleyebilir:

- Gözetim sorumluluklarını yerine getirmek;
- Performans ve stratejik planları sorgulamak ve tartışmak;
- Hem yönetim kurulu toplantıları hem de bir bütün olarak şirket için gündemi belirlemek;
- Halefiyet planlamasını etkilemek
- Yönetici ücretlerini tartışmak.

Yukarıda bahsi geçen konular hesap verilebilirliğin arttırılması için gerekli adımlar olarak sayılabilirler. Ancak hesap verebilirlik için ihtiyaç duyulan en önemli unsur doğru hesapların varlığıdır. Şirketin yıllık finansal bilgileri, yöneticilerin şirketin finansal, daha geniş açıdan ticari performansı için hissedarlara karşı uygun şekilde hesap vermelerini sağlayan resmi süreci temsil eder. Bu, birçok yıllık genel kurul toplantısında ilk maddenin neden genellikle resmi bir oylama yoluyla rapor ve hesapların kabul edilmesi olduğunu açıklar. Bu nedenle, şirketler tarafından şeffaf ve dürüst muhasebenin ve bu hesapların denetçi tarafından denetiminin bağımsızlığının merkezi önemi vardır. Yine, denetçinin her yıl hissedarlara resmi olarak rapor vermesi ve çoğu ülkede Genel Kurul'da her yıl yeniden atanması tesadüf değildir (CFA Institute, 2019).

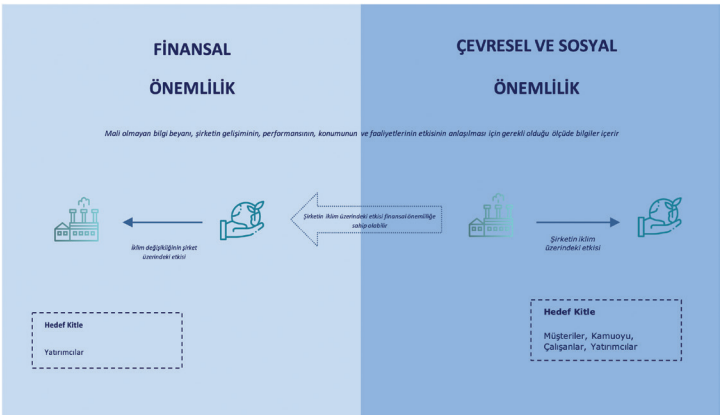
Ülkemizde yürürlükte olan Kurumsal Yönetim Tebliği de hesap verilebilirliğin ön plana çıkartılması için yönetim yapısı-

nı ve sahip olunması gereken kurulların yapılarını ve niteliklerinin tanımını net bir şekilde ortaya koymaktadır. Uluslararası kurumsal yönetim ilkeleriyle karşılaştırıldığında oldukça iyi bir yapıya sahip olan uygulama, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu yapısı ve kurula bağlı organlar hakkında uyulması gereken ilkeleri belirtmektedir (SPK, 2011).

ÇSY TEMALARININ DERECELENDİRME İÇERİSİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

Bilindiği gibi kredi derecelendirme içerisinde işletmelerin gelecek nakit akışlarını etkileyecek faktörlerin geri ödeyebilme gücüne olan etkileri mercek altına alınmaktadır. Buraya kadar bahsi geçen ÇSY altında ayrı ayrı ele alınan konuların, kurumların finansal bilgileriyle birlikte kredi derecelendirme sürecinde kurumların geri ödeyebilme güçlerinin ölçümlenmesinde nasıl ele alındığına dair genel çerçeveler verilecektir.

Girişte bahsi geçen çifte önemlilik konusu, kredi derecelendirme faaliyetlerinde en önemli husus olarak değerlendirilmektedir. Finansal etki yaratma gücüne sahip önemli temaların belirlenme aşamasında değerlendirme süreci üç bacaklı bir yapıya sahiptir. Bunlardan ilki kurumun kendisine özgü önemli risk ve fırsatların belirlenmesidir. İkinci aşama olarak değerlendirme süreci, kurumun içerisinde bulunduğu sektöre ilişkin değerlendirmeler olacaktır. Kredi derecelendirme sürecinde de göz önünde bulundurulan sektörel riskler, ÇSY temelli olarak değerlendirmenin bir parçasını oluşturmaktadır. Örneğin çimento sektörün üretim dinamikleri itibariyle çevresel risklere daha çok maruz tekstil sektörü sosyal trendlerden daha çok etkilenmektedir. Çevresel risklerin finansal etkilerinin değerlendirilmesinin son aşaması ise makro ekonomik dinamikler içerisindeki sürdürülebilirlik faaliyetlerinin etkilerinin değerlendirilmesidir.



Şekil 19: Çifte Önemlilik Vurgusu

Kaynak: FSB, 2017.

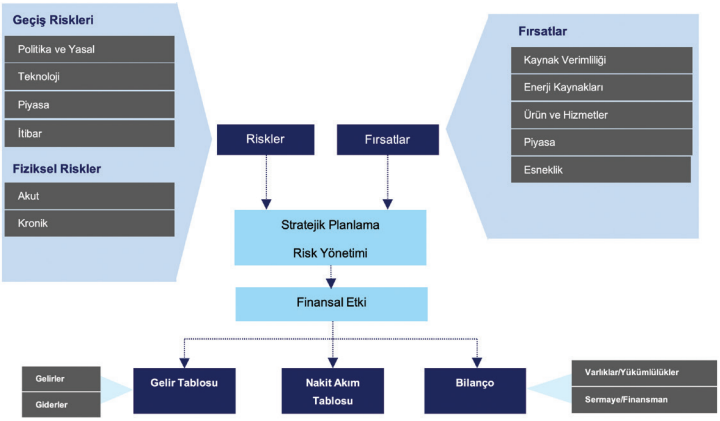
Bu bağlamda ÇSY'nin her bir alt grubunda değerlendirmeye alınacak risklerin ve fırsatların nasıl ele alınması gerektiği değişiklik göstermektedir (Fitch Ratings, 2021). Bu bağlamda değerlendirmelerin gerçekleştirilebilmesi için çifte önemliliğe sahip kilit konuların tespiti önem arz etmekte olup bu bölümün devamında çevresel, sosyal ve yönetişim konularından önemli hususların tespitine ilişkin bilgiler sunulmaktdır.

ÖNEMLİ ÇEVRESEL FAKTÖRLERİN KREDİ DERECELENDİRMEDE DEĞERLENDİRİLMESİ

Önemli (material) çevre sorunları, bir şirketin başta iş modeli olmak üzere, yatırım harcamaları, işletme sermayesi, gelirler, marjlar ve neticesinde risk yapısı üzerinde etki yaratabilecek olan konular olarak ele alınmaktadır (CFA Institute, 2019). Çevresel etkilerin şirketin finansal yapısı üzerindeki etkisi pozitif olabi-

leceği gibi negatif etkilerde gözlemlenebilmektedir. Belirlenen çevresel sorunların önemliliği ve yarattığı etkinin büyüklüğü ve yönü sabit değildir. Yani işletme faaliyetlerindeki politika değişiklikleri ve piyasadaki değişimler ile paydaşların konuya karşı olan tutumlarındaki değişimler belirlenen faktörün önemlilik derecesini etkileyebilmektedir. Aynı zamanda önemlilik sabit kalmakla birlikte negatif etkiye sahip bir konunun pozitif etki yaratabilecek bir duruma dönüşmesi de olasıdır.

Bu nedenle, çevresel risklerin neden olduğu önemli finansal etkileri değerlendirme çabaları, analitik kapsam ve karmaşıklık açısından artmaya başlamıştır. Örneğin, politika değişiklikleri ve teknolojik gelişmeler (geçiş riskleri) sonrası çevresel faktörlerin daha geniş yelpazede dikkate alınması gerekebilir.



Şekil 20: İklimle İlişkili Riskler, Fırsatlar ve Finansal Etkileri

Kaynak: FSB, 2017.

Bu noktalardan hareketle çevresel etkilerin yaratabileceği fırsatlar ve tehditler ile ilgili çalışmalar titizlikle yürütülmeli ve önemli konuları belirlenmelidir. Analiz süreci, yukarıda da

bahsettiğimiz gibi bireysel olarak şirketi, içerisinde bulunduğu sektörü ve faaliyette bulunduğu ülkeyi kapsamaktadır. Yapılacak olan analize girdi teşkil edebilecek her türlü veri bu süreç içerisinde kullanılmaktadır. Yani, nitel ve nicel veriler şirketin çevresel performansının finansalları üzerindeki etkisini, mevcut çarpanlarını ne yönde değiştireceğini, borçlanma oranlarında, sermaye maliyetinde ve dolayısıyla iskonto oranlarında ne gibi değişiklikler meydana getireceği yönünde tahminler yapılmasına olanak sağlayacaktır (S&P Global, 2022).

Çevresel faktörlerin firmaların finansal tabloları üzerinde meydana getirebileceği değişikliklerden bazıları Tablo 41'deki şekilde özetlenebilir (FSB, 2017).

Tablo 41: Çevresel Faktörlerin Finansal Tablolar Üzerinde Meydana Getirebileceği Risklere Örnekler

Gelir Tablosu	Bilanço
Gelirler: Geçiş ve fiziksel riskler, ürün ve hizmetlere olan talebi etkileyebilir. Kuruluşlar, gelirler üzerindeki potansiyel etkiyi göz önünde bulundurmalı ve yeni gelirleri artırmak veya geliştirmek için potansiyel fırsatları belirlemelidir. Özellikle, emisyonları düzenlemek için bir mekanizma olarak karbon fiyatlandırmasının ortaya çıkması ve muhtemel büyümesi göz önüne alındığında, etkilenen endüstrilerin bu tür fiyatlandırmanın işletme gelirleri üzerindeki potansiyel etkilerini dikkate alması önemlidir.	**Varlık ve Yükümlülükler:** İklim değişikliğiyle ilgili politikalar, teknoloji ve pazar dinamiklerindeki değişikliklerden kaynaklanan arz ve talep değişiklikleri, kuruluşların varlık ve yükümlülüklerinin değerlemesini etkileyebilir. Uzun ömürlü varlıkların ve ilgili olduğunda rezervlerin kullanımı özellikle iklimle ilgili sorunlardan etkilenebilir. Kuruluşların, özellikle uzun ömürlü varlıklar olmak üzere varlıkları ve yükümlülükleri üzerindeki iklimle ilgili olası etkinin bir göstergesini sağlamaları önemlidir. Bu, yeni yatırım, yeniden yapılandırma, kayıttan düşme veya bozulma gerektiren mevcut ve taahhüt edilen gelecekteki faaliyetlere ve kararlara odaklanmalıdır.

Giderler: Bir kuruluşun iklimle ilgili risklere ve fırsatlara tepkisi, kısmen kuruluşun maliyet yapısına bağlı olabilir. Düşük maliyetli tedarikçiler, iklimle ilgili sorunlardan kaynaklanan maliyet değişikliklerine karşı daha dayanıklı ve bu tür sorunları ele alma yeteneklerinde daha esnek olabilir. Kuruluşlar, maliyet yapılarının ve uyum sağlama esnekliğinin bir göstergesini sağlayarak, yatırımcıları yatırım potansiyelleri hakkında daha iyi bilgilendirebilir. Yatırımcıların sermaye harcama planlarını ve bu planları finanse etmek için gereken borç veya öz sermaye düzeyini anlamaları da yararlıdır. Bu tür planların esnekliği, kuruluşların sermayeyi değiştirme esnekliği ve sermaye piyasalarının önemli düzeyde iklimle ilgili risklere maruz kalan kuruluşlara fon sağlama konusundaki istekliliği göz önünde bulundurularak düşünülmelidir. Bu planların şeffaflığı, sermaye piyasalarına daha fazla erişim veya daha iyi finansman koşulları sağlayabilir.	**Sermaye ve Finansman:** İklimle ilgili riskler ve fırsatlar, ya azalan işletme nakit akışlarını telafi etmek için borç seviyelerini artırarak ya da yeni sermaye harcamaları ya da Ar-Ge için bir kuruluşun borç ve öz sermaye yapısının profilini değiştirebilir. Ayrıca, yeni borç artırma veya mevcut borcu yeniden finanse etme yeteneğini etkileyebilir veya kuruluşun kullanabileceği borçlanma vadesini azaltabilir. Ayrıca işletme zararlarından, varlık değer düşüklüklerinden veya yatırımı karşılamak için yeni öz sermaye artırma ihtiyacından kaynaklanan sermaye ve rezervlerde değişiklikler olabilir.

Kaynak: FSB, 2017.

Çevresel konuların finansal tablolar üzerinde yaratabileceği etkilerin daha da somutlaştırılması adına CFA Enstitüsü tarafından derlenen aşağıdaki tabloyu incelemek faydalı olacaktır. Tablo 42'de bir altyapı taahhüt faaliyetinde bulunan şirketlerin çevresel risk faktörlerinden nasıl ve ne derecede etkilenebileceğine dair bilgiler yer almaktadır. İlk sütunda yer alan faktör çevreyle ilgili hangi faktörün şirketi etkileyebileceğini belirtirken ikinci sütun, bu çevresel faktörün nasıl bir riske dönüşebileceğini göstermektedir. Tablonun son iki sütunu ise riskin hangi finansal kalemler üzerinde etki yaratabileceğini gösterirken son sütun riskin son noktada yaratacağı etkinin gerçekleşmesini göstermektedir.

Tablo 42: Bir Altyapı Yatırımında Çevresel Risklerin Finansallar Üzerinde Yaratabileceği Etkiler

Çevresel Faktör	Risk	Finansal Kalem ve Faktörün Etkisi	Riskin Etkisi
Hava Kirliliği ve Su Kirliliği	Sıkılaştırıcı Regülasyonlar	Varlık Silme / Sermaye Harcaması	Mevzuatın sıkılaştırılmasından dolayı zarar yazma, varlık değer düşüklüğü veya mevcut varlıkların erken emekliliği söz konusu olabilir.
		Karşılık Ayırma	Yeni düzenlemelere uyulmaması durumunda olası para cezalarını karşılamak için hükümlere ihtiyaç duyulabilir. Ayrıca olası davalar veya diğer yasal işlemler için yapılması gerekebilir.
	Gerekli bilgilerin toplanma maliyetlerindeki artış	Operasyonel Giderler (OpEX)	Ek bir deşarj maliyeti nedeniyle toplam üretim maliyeti artacaktır.
	Yeni çevresel vergiler	Vergi	Vergilerde artış meydana gelecektir
	Yeni getirilecek yayınlama gereksinimler	OpEx	İzleme, raporlama ve denetim maliyetleri artacaktır.
	İtibar	Karşılıklar	İtibar hasarı gelir kaybına neden olabilir.
		Finansman maliyeti	Daha yüksek faiz oranı veya daha düşük kredi notu nedeniyle ödenen ek faiz ödemeleri ortaya çıkabilir.

Sera Gazı Salınımı	Düşük karbonlu ürün ve hizmetler için müşteri talebi (örneğin, bir kamu hizmeti şirketi olması durumunda daha temiz elektrik).	Gelirler	Yüksek karbonlu faaliyetlerden elde edilen gelirlerde azalma.
	Sera gazı emisyonlarının fiyatının getirilmesi veya artırılması, bir karbon vergisinin uygulanması, yüksek sera gazı yoğunluklu enerji kaynakları için sübvansiyonların kaybı.	OpEx/Vergi/ CapEx	Üretim maliyeti artar (OpEx, Vergi). Çıktı birimi başına GHG emisyonlarını azaltmak veya süreçlerin enerji yoğunluğunu azaltmak için teknoloji önlemlerine önleyici yatırım (CapEx).
Enerji	Fiziksel: yükselen sıcaklıklar	OpEx	Daha yüksek sıcaklıklar ekipmanın çalışmasını etkileyebilir ve yakıt tüketiminde artışa veya daha düşük performans seviyelerine (OpEx) yol açabilir.

Su	Fiziksel: artan su kıtlığı	Gelirler/OpEx	Hidroelektrik santraller veya bölgesel ısıtma şebekeleri gibi suya bağımlı varlıklar için yetersiz tedarik, enerji üretiminin (hidroelektrik santral) kaybı nedeniyle gelir kaybına veya su fiyatlarındaki artış nedeniyle işletme maliyetlerinin artmasına neden olur.
	İtibar: su çekilmesi konusunda çevredeki toplulukla çatışmalar	Gelirler/ Karşılık/OpEx	Toplulukla çatışmalar, proje gecikmelerine yol açabilir ve bu da gelir kaybına veya geç tamamlama için para cezasına neden olabilir. Ek topluluk katılımı ve pazarlama önlemleri nedeniyle işletme giderlerinde artış.
	Düzenleyici: su çekilmesiyle ilgili daha katı düzenlemelerin uygulanması	CapEx/OpEx	Su tasarrufu önlemlerine yönelik yatırımlar gerekli olabilir, ancak gelecekte su kullanımını azaltabilir. Suyu daha pahalı kaynaklarla değiştiren yeni üretim süreçlerinin uygulanması, daha yüksek OpEx'e yol açar.
Katı Atık	Düzenleyici: Atık bertarafı ve arazi restorasyonu ile ilgili sıkı düzenlemeler	Karşılıklar	Hizmetten çıkarma aşamasında atık bertarafı, geri dönüşüm veya arazi restorasyonu için potansiyel olarak daha katı düzenlemeler.
(Ham) malzeme tedarik zinciri	İtibar: Tedarik zincirinde çevresel, sosyal veya yönetişim sorunları bulunabilir	Karşılıklar	İtibar sorunlarıyla uğraşmak zaman alıcı ve maliyetlidir ve bu tür durumları kapsayacak şekilde düzenlemeler yapılması gerekebilir.

Biyoçeşitlilik ve habitat	Düzenleyici/ yasal: kritik türlerin veya habitatların korunmasına ilişkin düzenlemelerin veya diğer işletme gereksinimlerinin sıkılaştırılması	Gelirler/CapEx/ OpEx	Yılın belirli günlerinde veya günün belirli saatlerinde potansiyel işletme kısıtlamaları, satışlarda (gelirlerde) azalmaya neden olur. Açık deniz rüzgar türbinleri için ses perdelerinin uygulanması gibi mevcut yapılarda değişiklik yapılmasına yönelik yatırımlar gerekli olabilir. Şartlara bağlılık, artan izleme ve raporlama maliyetine yol açabilir.
İklim değişikliğinin etkileri (E)	Fiziksel: aşırı hava koşulları (fırtınalar ve sel) aksamalara neden olabilir	Gelirler	Kapanma nedeniyle periyodik enerji üretimi (rüzgar santralleri) kaybı.
	Fiziksel: aşırı hava, varlığı kısmen veya tamamen yok edebilir.	Varlıkların defteri değeri/ gelirleri/CapEx/ OpEx	Varlıkların değer düşüklüğüne uğraması veya silinmesi ve gelir kaybı bunun hemen sonucu olabilir. Hasarlı varlığı onarmak ve hatta yeniden inşa etmek için yatırımlara ihtiyaç duyulacaktır. Aşırı hava olasılığı artarsa, hasar veya yıkım olasılığı artar, dolayısıyla sigorta poliçelerinin artması muhtemeldir.

Kaynak: CFA Institute, 2019.

SOSYAL FAKTÖRLERİN KREDİ DERECELENDİRMEDEKİ ROLÜ

Çevresel faktörlerin değerlendirmesi konusunda olduğu gibi sosyal faktörlerin kredi derecelendirme sürecine dahil edilmesi süreci de önemli sosyal faktörlerin belirlenmesi ile başlamaktadır. Şirketin geleneksel risk değerlendirmesi bağlamında olan sosyal

risklerin belirlenmesi her ne kadar doğrudan finansal olmasa da doğurabileceği sonuçlar itibariyle kredi derecelendirme sürecinin bir parçasıdır ve önemle incelenmektedir.

Sosyal faktörlerin etkilerinin ölçümlenebilmesinde nicel verilerden ziyade nitel veriler daha ön plana çıkmaktadır. Bu açıdan analistlerin yapacağı analizler daha da önem kazanmaktadır. Şirketlerin insan hakları, çalışan hakları, müşterilerin güvenliği ve mahremiyeti ile paydaşların gözetilmesi konuları başta olmak üzere birçok sosyal faktör şirketlerin finansalları üzerinde etki doğurabilecek potansiyele sahiptir. Bu faktörlerin yaratabileceği riskler ve fırsatlar ve bunların yönetilme biçimleri kredi derecelendirme sürecinde ele alınmaktadır.

Bu bağlamda sosyal faktörlerin ortaya çıkarabileceği potansiyel olaylardan bazıları ve finansal performans üzerindeki etkileri şöyle sıralanabilir (S&P Global, 2022) (CFA Institute, 2019):

- İş sağlığı ve güvenliği durumlarından ortaya çıkabilecek büyük tutarlı para cezaları ve finansal yükümlülükler
- Çalışan devir hızının yüksek olduğu durumlarda yeni çalışanların eğitilmesi ve işe hazır hale gelmesi için katlanılacak yüksek eğitim maliyetleri ve operasyonel verim kaybı
- Müşterilerin bazı ürünlere uygulayacağı boykotlar sonucunda ortaya çıkacak gelir kaybı
- Fabrikalarda veya üretim merkezlerinde ortaya çıkabilecek protestolar neticesinde oluşabilecek iş kesintileri
- Kötü çalışma koşullarının ürün kalitesini düşürmesi sonucunda ortaya çıkabilecek gelir kayıpları.

Bu örneklerin yanı sıra ortaya çıkabilecek sosyal faktörlerden kaynaklanan risklerin iyi yönetilmesi sonucunda oluşabilecek

etkilerin daha da kötüleşebileceği konusu da sosyal faktörlerin değerlendirilmesinde önem arz etmektedir.

YÖNETİŞİM FİNANSAL PERFORMANSA NASIL ETKİ EDER?

Yönetişime ilişkin faktörlerin finansal performans üzerinde olan etkileri hem uygulamacılar hem de akademisyenler tarafından uzun süredir araştırılan konulardan bir tanesi olagelmiştir. Literatürde iyi yönetişim uygulamalarına sahip firmaların finansal performansı üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu yönünde bulgulara sahip çok sayıda akademik çalışma bulunmaktadır. 2000'li yılların başından bu yana yönetişim uygulamalarının iyileştirilmesi için gösterilen çabalar, finans sektörü profesyonelleri tarafından da yakından izlenmiş ve finansal performansa olan etkileri takip edilmiştir. Bu sebeple yönetişim faktörleri, ÇSY faktörleri içerisinde en yakından takip edilen ve kredi derecelendirme süreçlerinde uzun süredir izlenilen faktörler olmuşlardır.

İyi yönetişim, hem uzun vadeli hissedar değeri yaratma hem de toplum ve tüm paydaşlar için daha geniş bir refah yaratma açısından bir şirketin performansı için esastır. Bir şirket iyi yönetişim sağlarsa, çevresel ve sosyal konulara da uzun vadeli doğru zihniyetle yaklaşması ve böylece önemli risklerden kaçınması veya etkin bir şekilde yönetmesi ve ilgili fırsatları yakalaması daha olasıdır. Başarısızlıklar, hissedarlar ve diğer sermaye sağlayıcılar için yıkıcı olabilir.

Kredi derecelendirme sürecinde etkili olabilecek yönetişim uygulamalarına örnekler aşağıdaki şekilde sıralanabilir (S&P Global, 2022):

- Yönetim kurulu yapısı, bağımsızlığı, üye devir hızı, beceri setleri ve kilit kişiye bağımlılık riski,
- Risk yönetimi, kültürü ve gözetim faktörleri,
- Bilgi yayınlama kalitesinin de içinde bulunduğu şeffaflık ve raporlama faktörleri.

8. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM

18. yüzyılda ortaya çıkan sanayileşme süreci 20. yüzyılın başlarında ivme kazanarak dünya genelinde tüm sektörleri etkilemiş ve geleneksel işletmeler yerini büyük ölçekli üretim yapan şirketlere bırakmıştır. 1980'li yıllardan itibaren değişen siyasi ve ekonomik yaklaşımlar, sermaye birikiminin artması, gelişen teknoloji ve artan entegrasyon ile hız kazanan globalleşme sermaye akımlarını serbestleştirmiş ve özel sektörün rolünü artırmıştır.

Günümüzde büyük ölçekli şirketlerin önemli kısmı, çok ortaklı ve çok uluslu yapıdadır. Bu şirketlerin devamlılığı yalnızca hakim ortak için değil diğer küçük sermayedarlar ve şirket ile ilişkisi bulunan tüm paydaşlar için önemlidir. Şirket yöneticilerinin aldığı kararlar pay sahiplerinin yanı sıra çalışanları, kreditörleri, müşterileri, tedarikçileri ve kanun koyucular gibi birçok paydaşı etkilemektedir. Bu nedenle, şirket yöneticilerinin alacağı kararlarda adil, şeffaf, hesap verebilir ve sorumlu davranarak tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarını gözetmesi gereken sistemlerin kurulması önemlidir.

Geçmişte kâr maksimizasyonu sağlama güdüsüyle hareket eden şirket yöneticileri riskli yöntemlere başvurarak büyük çaplı skandalların ortaya çıkmasına sebep olmuşlardır. İngiltere'de Polly Peck ve Maxwell ile ABD'de Enron, WorldCom, Tyco ve Xerox gibi şirket iflasları, yürütme otoritesi üzerindeki denetim yetersizliğinden kaynaklanmaktadır (Calder, 2008). Halka açık birçok şirketin kısa sürede batması, şirket yöneticilerinin hissedarlar ve paydaşların menfaatleri yerine bireysel çıkarlarını gözeterek hareket etmelerinden kaynaklanmaktadır. Bu skandallar, yatırımcılar ve halk nezdinde şüphe ve güvensizlik oluşturmuştur.

Şirketlerin yönetim kurulunun etkinliğinin artırılarak gözetim fonksiyonunun iyileştirilmesi ve iç kontrolün güçlendirilmesi amacıyla, günümüz kurumsal yönetim ilkelerinin temelini

oluşturan Cadbury Raporu 1992 yılında İngiltere'de yayımlanmıştır. Cadbury Raporu'nun yanında tamamlayıcı olarak, 1995'te Greenbury Raporu ve 1998 senesinde Hampel Raporu hazırlanmıştır. O zamandan beri Cadbury Raporu, kendi kurumsal yönetişim düzenlemelerini geliştirmek isteyen diğer ülkeler için bir model ve başlangıç noktası işlevi görmektedir (Goergen, 2012). Bununla birlikte; ortaya çıkan skandalların önüne geçmek, ekonomik etkinliği artırmak, sürdürülebilir büyümeyi ve finansal istikrarı sağlamak, politika yapıcıların kurumsal yönetime dair hukuki ve kurumsal çerçeveyi değerlendirmelerine ve geliştirmelerine yardımcı olmak amacıyla; OECD tarafından 1999 yılında kurumsal yönetim ilkeleri hazırlanarak dünya genelindeki şirketlere, paydaşlarına ve düzenleyici otoritelere uluslararası bir referans kaynağı oluşturulmuştur (OECD, 2015). Bu düzlemde çoğu ülke var olan kanunlarını kurumsal yönetim ilkeleri ışığında yeniden düzenlemiştir.

Özellikle ABD'li şirketlerin yanıltıcı mali tablolar ile muhasebe ve denetim faaliyetlerinde uyguladıkları şaibeli yöntemler neticesinde, yaşanan skandalların önüne geçmek ve kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmek amacıyla 2002 yılında Sarbanes-Oxley Kanunu ile radikal değişiklikler ortaya çıkmıştır. Buna benzer olarak Japonya şirketler hukukunu gözden geçirme kararı almış ve iyileştirmiş, Rusya kurumsal yönetim düzenlemelerini açıklamış, Almanya ise kurumsal yönetim ilkeleri rehberinde bulunan önerilerini yasalaştırmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu'nca dünyadaki gelişmelere benzer şekilde ülkemizde de kurumsal yönetim ilkeleri oluşturulmuştur (SPK, 2003).

Diğer yandan birçok ülkede faaliyet gösteren en yaygın şirket türünü; tam mülkiyetine veya etkin kontrolüne ailenin veya şahsın sahip olduğu borsa dışı şirketler oluşturmaktadır (IFC, 2019). Bu bağlamda iyi kurumsal yönetimi; (borsaya kote

şirketlerde olduğu gibi) yönetim kurulu ve pay sahipleri arasındaki ilişki veya kanun ve düzenlemelere uyuma odaklanmaktan ziyade; işe değer katan, itibarın oluşmasını ve korunmasını sağlayan, uzun vadeli sürekliliğini ve başarısını destekleyen süreçler ve uygulamalar çerçevesidir. (Baltic Institute of Corporate Governance, 2011). Kurumsal yönetim ilk aşamada, her ne kadar çok ortaklı halka açık şirketlere yönelik uygulamaları içerse de kaynaklarını etkin kullanarak şirket değerini sürdürülebilir şekilde artırmak ve varlığını uzun dönemler boyunca devam ettirmek isteyen tüm şirketler için kritik rol üstlenmektedir.

KURUMSAL YÖNETİM NEDİR?

1999 yılında yayınlanan OECD ilkelerinde kurumsal yönetimin; şirketlerin işletildiği ve kontrol edildiği dahili araçlarla ilgili olduğunu ve şirket üst yönetimi, yönetim kurulu, hissedarlar ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri içerdiğini belirtmiştir. Ayrıca kurumsal yönetim; şirket hedeflerinin, hedeflere erişim araçlarının ve performansın nasıl izleneceğinin belirlendiği bir yapı sağlamaktadır (OECD, 1999).

Kurumsal yönetim, şirketin uzun vadeli sürdürülebilirliği için, iyi yönetim uygulamaları kullanarak şirket, ortaklar, yöneticiler ve menfaat sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarını uzlaşma yoluyla çözmeyi amaçlayan bir uygulamalar bütünüdür (JCR-ER, 2023). Ira Millstein'in tanımına göre, kurumsal yönetim; şirketin kamuoyu ile menfaat sahiplerinin haklarına zarar vermeyecek şekilde finansal ve beşerî kaynakları kendine çekerek verimli çalışmasını ve hissedarları için uzun vadeli ekonomik kazanç elde etmesini sağlayan yasa, yönetmelik ve gönüllü uygulamaların bileşimidir (TKYD&Deloitte, 2006).

KURUMSAL YÖNETİM TEMEL İLKELERİ

Kurumsal yönetim uygulamaları ülkeden ülkeye, hatta aynı ülkedeki firmalar arasında farklılık gösterebilir. Gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerin yasal, politik, finansal ve kültürel yapılarına bağlı olarak yönetim şekilleri ve bu şirketlerde uygulanacak yönetim ilkeleri farklılık gösterebilmektedir. Diğer taraftan yaygın olarak kabul edilmiş adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk prensipleri iyi kurumsal yönetim uygulamaları için temel oluşturmaktadır. OECD ve SPK tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri bu dört temel prensibi esas almaktadır. Genel olarak, kurumsal yönetimde hesap verebilirlik, şeffaflık, adalet ve sorumluluk, tüm paydaşlar için uzun vadeli değer yaratma hedefiyle şirketin etik ve sorumlu bir şekilde yönetilmesini ifade etmektedir.

EŞİTLİK

Kurumsal yönetimin temel prensiplerinden biri olan eşitlik ilkesi, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranılmasını ve çıkar çatışmalarının engellenmesini amaçlamaktadır (SPK, 2011). Bu ilke, şirket içi politikalar ve prosedürler aracılığıyla hakim ortağın sahip olduğu tüm hakların, azınlık pay sahiplerine de tanınarak yerli veya yabancı fark etmeksizin adil davranılmasının ifadesidir. Şirket yöneticilerinin, mülkiyeti elinde bulunduran çoğun-

luk hissedarlara daha yakın davranmaması ve onların çıkarlarını azınlık pay sahiplerinin önünde tutmaması ilkenin temel hedeflerindendir. Karar alma süreçlerinde tüm hissedarlar gerçekten sahip oldukları pay sayısı oranında söz sahibi olmalıdırlar.

Ek olarak, kurumsal yönetimde adalet; şirket faaliyetlerinin çevresel ve sosyal etkilerinden sorumlu olması ve şirketin etik ve sürdürülebilir bir şekilde çalışmasını ifade etmektedir. Adil ve eşit yönetim şirket çalışanları için de önem arz etmektedir. Din, dil, ırk, cinsiyet ayrımcılığının engellenmesi, terfi süreçlerinin belirlenmesi, çalışanların iş güvenliğinin sağlanması, ücret ve primlerin zamanında ödenmesi, personelin eğitimler ile mesleki bilgi birikime katkı sağlanması eşitlik ilkesinin diğer unsurlarındandır.

ŞEFFAFLIK

Şeffaflık ilkesi; doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir ve düşük maliyetle kolay erişilebilir bilgilerin pay ve menfaat sahiplerine zamanında sunulmasını ifade etmektedir (SPK, 2011). Şeffaflık, hissedarlara ve diğer menfaat sahiplerine şirketin faaliyetleri, finansal performansı ve finansal durumu ile yönetim uygulamaları hakkında açık ve doğru bilgiler sağlamanın yanı sıra şirketi tehdit edebilecek potansiyel risklerin veya zorlukların açıklanmasını ifade etmektedir. Finansal bilgilerin yanında finansal olmayan unsurları da içeren entegre raporlama ülkemizde ve dünyada giderek yaygınlaşmaktadır.

Ülkemizde Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemesine ve denetimine tabi şirketlerin yanı sıra sermaye piyasası araçları borsada işlem görmeyen fakat aktif büyüklüğü, yıllık hasılat ve çalışan sayısı belirli kriterlerin üzerinde olan şirketler bağımsız denetime tabi tutulmaktadır. Şeffaflığın olmadığı firma ve piya-

salarda yatırımcıların risk iştahı azalacaktır ve karar mekanizmaları olumsuz etkilenecektir.

Mali tablolar ve dipnot açıklamaları, bir işletmenin faaliyetlerine ilişkin öncül bilgi kaynağı olduğundan kredi derecelendirme süreçlerinde kritik rol oynamaktadır. Hatalı, eksik, yanıltıcı raporlar, zayıf muhasebe uygulamaları, kilit faktörlerin gerçek amacını veya ekonomik unsurlarını ortaya koyamadığından kredi derecelendirme süreçlerini zorlaştırarak finansal piyasalarda ekinliği ve şeffaflığı düşürmektedir.

HESAP VEREBİLİRLİK

Hesap verebilirlik ilkesi; yönetim kurulu üyelerinin başlıca anonim şirket tüzel kişiliğine ve ortaklara karşı hesap verme yükümlülüğünü belirtmektedir (SPK, 2011). Diğer bir deyişle, şirket yöneticileri hedeflerine ulaşmak için oluşturdukları stratejiler ve stratejileri gerçekleştirmek için aldığı kararların sonuçlarından yükümlüdür.

Hesap verebilirlik, şirket yöneticilerinin ve yönetim kurulunun hissedarlara ve paydaşlara eylem ve kararları için sorumlu tutulmasını sağlayan temel bir ilkedir. Bu ilke yönetim kurulunun, hissedarlara karşı hesap verebilirliğin temin edilmesini ve üst düzey yöneticilerin performansının bağımsız bir şekilde değerlendirmesini gerektirmektedir. Sağlıklı bir işleyiş için, yönetim kurulu ve üst yönetim arasındaki sorumlulukların net şekilde belirlenmesi ve karar alma yetkisinin hangi mercide olduğunun bilinmesi gereklidir. Aksi takdirde, hesap verebilirlik sorumluluğu belirsiz kalacak ve net olmayan kararlar alınacaktır (TKYD&Deloitte, 2006).

SORUMLULUK

Sorumluluk ilkesi anonim şirket adına firma yöneticileri tarafından yürütülen bütün faaliyetlerin kanunlara, ana sözleşmeye ve şirket içi diğer düzenlemelere uygunluğunu ve denetimini ifade etmektedir (SPK, 2011). Yönetim kurulu, şirket faaliyetlerinin birinci derecede sorumlusu konumundadır. Yönetim kurulu aldığı kararlar ile şirketin performansını ve pay sahibi menfaatlerini artırması hususunda gerekli özeni gösterirken yasalara ve düzenlemelere uyum sağlaması ve herhangi bir hata veya suiistimalden de sorumlu tutulmasını kapsamaktadır. Üst yönetim, yönetim kuruluna karşı sorumluluğunu; yönetim kurulu ise pay sahiplerine karşı sorumluluğunu yerine getirmesi için şirket içi mekanizmalar oluşturulmalıdır.

KURUMSAL YÖNETİMİN KREDİ DERECELENDİRME SÜREÇLERİNDEKİ ÖNEMİ VE FAYDALARI

Kurumsal yönetim uygulamaları, şirketlerin kredi ve risk değerlendirmelerinde klasik finansal göstergelerin tamamlayıcı unsuru olarak ön plana çıkmaktadır. İyi kurumsal yönetim uygulamalarının varlığı, kredi notunu yükselten destekleyici bir unsurdur. Buna ilişkin stratejik planlama, yönetimsel yetkinlik, iç kontrol ve risk yönetimi gibi kurumsal yönetimin alt unsurları, şirketin finansal ve rekabet gücünü artırarak kredi profilini şekillendirir.

Şirketlerin finansal durumları, kredi notlarının seviyesi üzerinde kilit bir rol üstlenmektedir ancak kurumsal yönetim gibi finansal olmayan kriterler de kredi notlarının belirlenmesinde dikkate alınan önemli unsurlardan biridir. Şirketlerin operasyonel ve finansal faaliyetleri sırasında uymaları gereken kuralların düzenlendiği, yöneticilerin sorumlu, işlemlerin kontrollü ve şeffaf bir şekilde yürütülmelerine yönelik kurulmuş sistemler birçok riskin önüne geçerek şirketlerin yaşam döngülerini uzatmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirme süreçlerinde dikkate alınan faktörler arasında, bunlarla sınırlı olmamak kaydıyla, yönetim kurulunun işleyişi, yönetim ekibinin deneyimi, iç denetim ve risk yönetim mekanizmaları ve finansal raporların şeffaflığı gibi kalitatif bilgiler yer alır. Firmaların iyi kurumsal yönetim uygulamaları, olası riskleri azaltarak daha yüksek bir kredi notu alma olasılığını desteklemektedir.

KREDİ DERECELENDİRME SÜREÇLERİNDEKİ ÖNEMLİ FAKTÖRLER

YÖNETİM KURULU YAPISI VE ETKİNLİĞİ

Türk Ticaret Kanunu'nda "Anonim şirket, yönetim kurulu tarafından yönetilir ve temsil olunur" maddesi yer almaktadır (TTK, md.365, 2011). Yönetim kurulunun, şirketin hedeflerini belirleyerek uygun stratejiler oluşturma, organizasyon yapısını kurma, stratejilerin uygulanması için görevlendirdiği yöneticileri gözetleme ve gerektiğinde yönlendirme, şirket performansını arıtarak pay sahiplerinin beklentilerini karşılama, risklere karşı gerekli tedbirleri alma, şirket faaliyetlerin kanunlara, esas sözleşmeye, iç yönergelere uygun yürütülmesini gözetme görevleri bulunmaktadır. Yönetim kurulunun şirket faaliyetleri üzerinde etkinliği, nihai karar merci olması, şirket büyüklüğüne göre yeterli sayıda üyeden oluşması ve şirketin faaliyet gösterdiği tüm iş kollarında uzmanlığa ve deneyime sahip olması kuruluşun başarısının önemli belirleyicilerindendir.

Yönetim kurulu ile yönetim kurulu tarafından faaliyetleri yerine getirmek için yetkilendirilen üst yönetim arasındaki ilişkiler de derecelendirme sürecinde ele alınmaktadır. Yönetim kurulu ile üst yönetim ayrışmasının net ve kesin şekilde ayırdının yapılmadığı durumlarda kurulun TTK hükümlerinde devredilemez yetkilerinden olan gözetim ve denetim yetkisi zedelendiğinden şirket çeşitli risklere açık hale gelmektedir.

Bunlara ek olarak, yönetim kurulu içerisinde icracı faaliyette bulunan üyeler var ise bu üyelerin sayısı icracı faaliyette bulunmayan üyelerin sayısından az olması gerektiği SPK Kurumsal Yönetim ilkelerinde belirtilmektedir (SPK, 2014). Bu ifade halka açık anonim ortaklıklar için geçerli olsa da kredi derecelendirme süreçlerinde halka kapalı şirketler için de önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir.

Bu konuda atılması gereken en önemli adımlardan biri de yönetim kurulunu icra yetkisi bulunmayan bağımsız yönetim kurulu üyeleriyle zenginleştirmektir. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri tüm menfaat sahipleri adına risk gözetimi yapma yeteneğine sahip profesyonel kişilerden seçilmelidir. Kurumsal Yönetim Tebliği gereğince halka açık ortaklıklarda yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısı, toplam üye sayısının en az üçte biri olmalıdır (SPK, 2014). Derecelendirme süreçlerinde halka açık olsun olmasın tüm şirketler için menfaat sahiplerinin çıkarlarını hiçbir etki altında kalmaksızın gözetecek yönetim kurulu üyeleriyle dengelenmesi olumlu olarak değerlendirilmektedir.

STRATEJİK PLAN

Stratejik planlama süreci muhtemel risklerin saptanması ve gerekli tedbirlerin alınmasını mümkün hale getirmektedir. Yöneticilerin belirlenen hedeflere varmak amacıyla eldeki kaynakları, operasyonel gücü, piyasa koşullarını ve makroekonomik ortamı analiz ederek, muhtemel riskleri de içerecek şekilde stratejik plan oluşturmaları gerekmektedir. Stratejik planlama kredi derecelendirme süreçlerinin önemli bir parçasıdır. Nitekim, finansal ve operasyonel unsurları içeren stratejik planın varlığı, öngörülebilir risklere karşı tedbirler oluşturarak rakiplere karşı avantaj

sağlayacaktır. Diğer taraftan alınacak yatırım kararları, ürün ve pazar seçimleri, hangi faaliyetlerde bulunulacağı, rakiplerle nasıl baş edileceği gibi konular stratejik planlama yapılmadan açık ve net bir şekilde belirlenemeyeceğinden beraberinde çeşitli riskler getirmektedir.

Bunlara ek olarak, şirketin stratejik plana sadık kalmak için oluşturduğu kontrol ve gözetim mekanizmaları, geçmiş dönemlerde hazırlanan stratejik planın uygulanma seviyesi ve yeni planlamaların daha önceki dönemler ile uyumu derecelendirme sürecinde dikkate alınmaktadır.

RİSK YÖNETİMİ

Şirketlerde risk yönetimi, gelecekte ortaya çıkabilecek potansiyel risklerin belirlemesi ile kayıpları en aza indirerek işletmenin sürdürülebilirliği için gerekli planlama, yönetim ve kontrol mekanizmalarını oluşturmaktır. İşletmelerin nakit akışları ve operasyonel faaliyetlerinin devam edebilmesi, itibarının korunması, aktif pasif yönetimi ile alakalı risklerin iyi tanımlanarak yönetilmesi ile mümkün olmaktadır. Etkin risk yönetimi ile potansiyel risklerin belirlemesi, değerlendirmesi, öncelik sırasına konulması önem arz etmektedir. Şirketlerin karşılaşabileceği operasyonel, finansal ve itibari risklerin açık bir şekilde tanımlanması, tanımlanan risklerin gerçekleşme olasılığının ve potansiyel etkilerinin belirlenmesi ve önceliklendirilmesi ve etkilerin azaltılması için stratejiler geliştirmesinin yanında sürekli olarak izlenerek raporlanmasını sağlayan kapsamlı politikaların varlığı şirketlerin kredi derecelendirme süreçlerinde olumlu olarak değerlendirilmektedir.

YÖNETİM KURULU BÜNYESİNDE OLUŞTURULAN KOMİTELER

Yönetim Kurulu bünyesinde oluşturulan komiteler, kurulun görev ve sorumluluklarını sağlıklı ve başarılı bir şekilde yürütmesine yardımcı olmak amacıyla kurulmaktadır. Kurumsal yönetim tebliği gereği, halka açık şirketlerde denetimden sorumlu komite, riskin erken saptanması komitesi, kurumsal yönetim komitesi, aday belirleme komitesi ve ücret komitesi gibi komiteler oluşturulmalıdır. Ancak aday belirleme ve ücret komiteleri kurulamazsa, kurumsal yönetim komitesi bu görevleri yerine getirir (SPK, 2014).

Komiteler, şirketin operasyonlarının belirli alanlarında uzmanlaşmış üyelerin deneyimi ile daha etkili karar almayı sağlar, kurulun sorumluluklarını daha küçük ve odaklanmış gruplara bölerek verimliliği artırır, risklerin zamanında tanımlanmasını ve ele alınmasına zemin hazırlar, yönetim kurulu ile yönetim arasında etkili iletişim oluşturur, önemli konuların zamanında ele alınmasını ve şirketin yasal yükümlülüklerini karşılamasını sağlamaya yardımcı olarak kredi derecelendirme süreçlerinde firma notunu destekleyebilir. Komitelerin oluşturulması, üyelerinin belirlenmesi, görevden alınmaları ve faaliyetlerin gözetimi yönetim kurulunun sorumluluğu altındadır.

POLİTİKA VE PROSEDÜRLER

Politikalar ve prosedürler ile şirket tarafından belirlenen amaçlar ve bu amaçlar doğrultusunda atılacak adımlar yazılı hale getirilerek iç ve dış paydaşlar tarafından farkındalık kazanılması amaçlanmaktadır. Kapsamlı, kapsayıcı ve açık şekilde hazırlan-

mış politikalar aracılığıyla şirketin belirli alanlardaki hedefleri ve faaliyetlerinde uyulması gereken kurallar ile sorumlulukları açıklanmaktadır ve bu şekilde hesap verebilirliğin ve denetimin etkinliği artırılarak verimlilik sağlanması hedeflenmektedir.

OECD KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

OECD tarafından ilk olarak 1999 yılında hazırlanan kurumsal yönetim ilkeleri, değişen ekonomik koşullar ve finansal gelişmeler doğrultusunda önce 2004 ve ardından 2015 yılında güncellenmiştir. Özellikle 2008 global finansal krizinde türev ürünlerin aşırı kullanımı ile gerçek riskin saptanamaması, gözetim fonksiyonunu tam anlamıyla yerine getiremeyen yönetim kurulları ve yöneticilere uygulanan prim bazlı ücretlendirmeler kurumsal yönetim eksikliklerini ortaya çıkararak krize zemin hazırlamıştır.

Hazırlanan ilkeler yalnızca halka açık olan ortaklıklar için değil, tüm şirketler için önemli bir referans kaynağı konumundadır. OECD kurumsal yönetim ilkeleri 6 ana bölümden oluşmaktadır.

I. Etkin kurumsal yönetim çerçevesi için temellerin sağlanması
II. Pay sahiplerinin hakları, adil muamele görmeleri ve temel ortaklık işlevleri
III. Kurumsal yatırımcılar, pay senedi piyasaları ve diğer aracılar
IV. Kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin rolü
V. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık
VI. Yönetim kurulunun sorumlulukları

SPK II-17.1 KURUMSAL YÖNETİM TEBLİĞİ

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile daha yüksek getiri arayışında olan yatırımcılar ve fon yöneticileri sahip oldukları

sermayeyi güven içerisinde değerlendirebilecekleri, haklarının korunacağı, şeffaf, adil ve denetlenebilir bir yatırım ortamı ihtiyacı duymaktadırlar. Diğer yandan, gelişmekte olan ülke ve piyasaların kaynak bulma ihtiyacı, artan rekabet ortamında daha da önem kazanmıştır. Uzun vadeli uluslararası sermayeyi kendisine çekmek isteyen ülke ve şirketler için kurumsal yönetim ilkelerine uyum gereksinimi artmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu kurumsal yönetim alanında çalışmaları 2003 yılında başlatılmış ve aynı yıl içerisinde "uygula, uygulamıyorsan açıkla" prensibiyle ilkeleri yayınlamıştır. 2005 ve 2011 yıllarında güncellenen ilkeler son halini 2014 yılında almıştır. OECD'nin yayınladığı ilkelerini temel alarak hazırlanan SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört ayrı üst başlıktan oluşmaktadır.

PAY SAHİPLERİ	KAMUYU AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIK	MENFAAT SAHİPLERİ	YÖNETİM KURULU
Pay Sahipliği Haklarının Kullanımının Kolaylaştırılması	Kurumsal İnternet Sitesi	Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası	Yönetim Kurulunun İşlevi
Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı	Faaliyet Raporu	Menfaat Sahiplerinin Şirket Yönetimine Katılımının Desteklenmesi	Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları
Genel Kurul		Şirketin İnsan Kaynakları Politikası	Yönetim Kurulunun Yapısı

Oy Hakkı		Müşteriler ve Tedarikçilerle İlişkiler	Yönetim Kurulu Toplantılarının Şekli
Azlık Hakları		Etik Kurallar ve Sosyal Sorumluluk	Yönetim Kurulu Bünyesinde Oluşturulan Komiteler
Kâr Payı Hakkı			Yönetim Kurulu Üyelerine ve İdari Sorumluluğu Bulunan Yöneticilere Sağlanan Mali Haklar
Payların Devri			

Şekil 21: SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kaynak: (SPK, 2014)

KAYNAKÇA

Akyüz, M. (2013). İştiraklere Yatırımların Muhasebeleştirilmesi, Yüksek Lisans Tezi. İstanbul.

Baltic Institute of Corporate Governance. (2011). *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the Baltics.*

Bank of England. (2022, 11 7). *Climate Change*. Bank of England: https://www.bankofengland.co.uk/climate-change adresinden alındı

BCBS. (2006). *Basel II: International convergence of capital measurement and capital standards: A revised framework.* Switzerland: Bank for International Settlements.

Borsa İstanbul. (2022, 10). *Sürdürülebilirlik Endeksleri*. Borsa İstanbul: https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/165/bist-surdurulebilirlik-endeksleri adresinden alındı

Calder, A. (2008). *Corporate Governance A Practical Guide to the Legal Frameworks and International Codes of Practice.*

Caribbean Information & Credit Rating Services. (tarih yok). *Evoluation of Credit Rating.* http://www.caricris.com/images/pdfs/article/evolutionpart1.pdf adresinden alındı

Carling, K. J. (2007). Corporate credit risk modeling and the macroeconomy. *Journal of Banking and Finance*, 845-868.

CFA Institute. (2019). *Certificate in ESG Investing Curriculum.* CFA Institute.

Coffee, J. C. (2008, Nisan 22). *ABD Senatosu, Bankacılık Komitesi.* Turmoil in the U.S. Credit Markets: The Role of the Credit Rating Agencies. Testimony before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs: http://banking.senate.gov/public/_files/OpgStmt CoffeeSenateT adresinden alındı

Conte, E. P. (2008). The Regulation of Credit Rating Agency across USA and EU: Different systems, same concerns. *University of Sienna Law and Economic Working Paper Series*.

Elkhoury, M. (2009). Credit rating agencies and their potential impact on develoing countries. *UNCTAD Compendium on Debt Sustainability*, 165-180.

Elkington, J. (2018, 6 25). 25 Years Ago I Coined the Phrase "Triple Bottom Line."

Here's Why It's Time to Rethink It. *Harvard Business Review*. https://hbr.org/2018/06/25-years-ago-i-coined-the-phrase-triple-bottom-line-heres-why-im-giving-up-on-it adresinden alındı

Fitch Ratings. (2021). ESG in Credit White Paper.

Fitch Ratings. (2022). *Bank Rating Criteria.* Fitch Ratings.

Fitch Ratings. (2022). *Sector Navigators.* Fitch Ratings.

FSB. (2017). *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures.* TFCD.

Gaillard, N. (2012). *A Century of Sovereign Ratings.* Springer Verlag.

Goergen, M. (2012). *International Corporate Governance.*

Gonzalez, F. H. (2004). Market dynamics associated with credit ratings: a literature review. *ECB Occasional Paper (16)*.

Haan, d. J. (2012). Taming the beast? New European regulation for credit rating agencies. *Journal for Comparative Government and European Policy*, 433-458.

Hau, H. L.-I. (2013). Bank ratings, what determines their quality? *Economic Policy*, 289-333.

Hayat, U., & Orsagh, M. (2015). *Environmental, Social, and Governance Issues in Investing: A Guide for Investment Professionals.* CFA Institute.

IFC. (2019). *Corporate Governance Assessment Progression Matrix for Family or Founder-Owned Unlisted Companies.*

IMF. (2019). *Global Financial Stability Report: Lower for Longer.* Washington: IMF.

JCR-ER. (2023). JCR Eurasia Rating: https://www.jcrer.com.tr/tr/metodoloji/firma-kredi-derecelendirme-metodolojisi adresinden alındı

JCR-ER. (2023). *JCR Eurasia Rating*. https://www.jcrer.com.tr/tr/metodoloji/notasyonlar/kredi-derecelendirme adresinden alındı

JCR-ER. (2023). *JCR Eurasia Rating.* https://www.jcrer.com.tr/documents/notasyon_karsilastirmasi.pdf adresinden alındı

JCR-ER. (2023). *JCR Eurasia Rating*. https://www.jcrer.com.tr/tr/metodoloji/temerrut-hali-ve-temerrut-olasiligi-tanimlari adresinden alındı

JCR-ER. (2023). *JCR Eurasia Rating*. https://www.jcrer.com.tr/tr/metodoloji/firma-kredi-derecelendirme-metodolojisi adresinden alındı

JCR-ER. (2023). *JCR Eurasia Rating*. https://www.jcrer.com.tr/tr/metodoloji/firma-kredi-derecelendirme-metodolojisi adresinden alındı

JCR-ER. (2023). *JCR Eurasia Rating*. https://www.jcrer.com.tr/tr/metodoloji/yapilandirilmis-finansman adresinden alındı

Katzenstein, P. J. (2013). Reading the right signals and reading the signals right: IPE and the Financial crisis of 2008. *Review of International Political Economy 20(05)*, 1101-1131.

KGK. (2022). *Uluslararası Standartlarla Uyumlu Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartlarının Belirlenmesi ve Yayımlanması.* İstanbul: KGK. https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS/T%C3%BCrkiye%20S%C3%BCrd%C3%BCr%C3%BClebilirlik%20Raporlama%20Standartlar%C4%B1n%C4%B1n%20Belirlenmesi%20ve%20Yay%C4%B1mlanmas%C4%B1%20-16_06_2022%20-%20v2%20(1).pdf adresinden alındı

Mennillo, G. &. (2014). Ratings and regulation: a case of an irreversible marriage. *Weatherhead Center for International Affairs Working Paper (14-0004)*.

Möllers, T. (2009). Regulating Credit Rating Agencies: the new US and EU law—important steps or much ado about nothing?. *Capital Markets Law 4(4)*, 477-500.

Moody's. (2006, Kasım). *Moody's.* https://www.moodys.com/sites/products/defaultresearch/2006200000425249.pdf adresinden alındı

Morgan, D. (2002). Rating banks: risk and uncertainty in an opaque industry. *The American Economic Review, 92*, 874-878.

Munich RE. (2022, 10 21). *Risk*. Munich RE: https://www.munichre.com/en/risks/natural-disasters-losses-are-trending-upwards.html adresinden alındı

OECD. (1999). *OECD Corporate Governance Principles.*

OECD. (2015). *OECD Corporate Governance Principles.*

Pagano, M. V. (2010). Credit ratings failures and policy options. *Economic Policy, 25(62)*, 401-431.

Radzi, R. M. (2016). Islamic banks' risks: It's rating methodology and shariah assessment solutions. *Journal of Islamic Banking and Finance*, 48-60.

Ritchie, H., Roser, M., & Rosado, P. (2022, 10 18). *CO_2 and Greenhouse Gas Emissions*. Our World in Data: https://ourworldindata.org/co2-and-greenhouse-gas-emissions adresinden alındı

Rom, M. C. (2009). The credit rating agencies and the subprime mess: Greedy, ignorant, and stressed. *Public Administration Review 69(4)*, 640-650.

S&P Global. (2016). *Recovery Rating Criteria for Speculative-Grade Corporate Issues.*

S&P Global. (2020). *Don't Veer Into Default Mode. Proactively Evaluate Loss Given Default.*

S&P Global. (2021). *2020 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study.*

S&P Global. (2021). *Credit Trends: U.S. Recovery Study: Post- Default Recoveries Improve in 2021 As Challenges Remain.*

S&P Global. (2022, 10 17). S&P Global Recovery: https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/12085396 adresinden alındı

S&P Global. (2022). *Guide to Credit Essentials.*

Santos, K. (2007). *Corporate Credit Ratings:A Quick Guide, Treasurer's Companion, s.45 – 49,.*

Seval, P. D. (2020). *SPL Kredi Derecelendirmesi.*

Smith, D. F. (2012). The new frontier in risk assessment: estimation of corporate credit rating quality in emerging markets. *African Review of Economics and Finance 4(1)*, 89-109.

SPK. (2003). *Kurumsal Yönetim İlkeleri.*

SPK. (2011). *Kurumsal Yönetim İlkeleri.*

SPK. (2011). *Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ.* Resmi Gazete.

SPK. (2014). *Kurumsal Yönetim Tebliği.*

SPK. (2022, 06 23). Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni. *2022/32*, s. 6-9. https://spk.gov.tr/data/6349a3aa1b41c606d087932f/2022-32.pdf adresinden alındı

SPK. (2022, 11 3). *Yeşil Borçlanma Aracı, Sürdürülebilir Borçlanma Aracı, Yeşil Kira Sertifikası, Sürdürülebilir Kira Sertifikası Rehberi.* İstanbul: SPK. SPK:https://spk.

gov.tr/data/62187ba01b41c611303362b2/b2d06c64099c9e7e8877743afc7d2484.pdf adresinden alındı

Stockholm Resilience Center. (2022, 11 8). *Research Center*. Stockholm Resilience Center: https://www.stockholmresilience.org/research/planetary-boundaries/the-nine-planetary-boundaries.html adresinden alındı

Sufian, F. (2006). The Efficiency of Non-Bank Financial Institutions: Empirical Evidence from Malaysia. *International Journal of Finance and Economics*.

TC Resmi Gazete, 28877. (9 Ocak 2014). Varlığa ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1).

TKYD&Deloitte. (2006). *Nedir Bu Kurumsal Yönetim?*

TSKB. (2022, 10 8). *Türkiyenin İlk Yeşil Tahvili TSKBden*. TSKB: https://www.tskb.com.tr/hakkimizda/bizi-taniyin/haberler/turkiyenin-ilk-yesil-tahvili-tskbden#:~:text=TSKB%2C%20yedi%20bankan%C4%B1n%20koordinat%C3%B6rl%C3%BC%C4%9F%C3%BCnde%20300,milyar%20dolar%20tutar%C4%B1nda%20talep%20g%C3%B6rd%C3%BC adresinden alındı

TTK, md.365. (2011). Türk Ticaret Kanunu.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. (2021). *Türkiye Sermaye Piyasası.* TSPB.

UNEPFI. (2022, 10 8). *Principles for Responsible Banking*. https://www.unepfi.org/banking/more-about-the-principles/ adresinden alındı

UNPRI. (2022, 10 9). *About Us*. Principles for Responsible Investment: https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment adresinden alındı

UNPRI. (2022, 10 8). *Credit Risk and Ratings*. Principles for Responsible Investment: https://www.unpri.org/credit-risk-and-ratings/statement-on-esg-in-credit-risk-and-ratings-available-in-different-languages/77.article adresinden alındı

WEF. (2022). *The Global Risks Report 2022 17th Edition.* Genova: World Economic Forum. https://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2022.pdf adresinden alındı


vb.