

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI ÜZERİNE DÜŞÜNCELER

Doç. Dr. Murat DEMİR
Harran Üniversitesi
İktisadi İdari Bilimler Fakültesi
muratdemir26@hotmail.com

Yrd. Doç. Dr. Fehiman EMİNER
Lefke Avrupa Üniversite
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
feminer@eul.edu.tr

Özet: Ülkeler farklı finansman yollarına başvurarak kaynak sağlayabilmelerine rağmen giderek artan bir şekilde hazine tahvili ile uluslararası borçlanmayı tercih etmektedirler. Bu durumda kredi kuruluşlarının vereceği kredi notu ülkelerin borçlanma maliyetinin de belirleyicisi olduğundan, bu kuruluşların önemi özellikle neo-liberal politikaların hakim olduğu 1970’li yılların sonundan itibaren artmaktadır. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının neo-liberal politikaların uygulanmasına hizmet etmesi veya bu anlamda var olmaları 1970 sonrasında başlamış ancak bu yapı 1990’lı yıllardan itibaren bu kuruluşların güvenilirliklerinin sorgulanması ile yeni bir dönüşüm daha geçirmiştir. Bu çalışmada neo-liberal süreçte kredi derecelendirme kuruluşlarının etkiler, güvenilirlikleri, tutarlılıkları tartışılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kredi Derecelendirme Kuruluşları, borçlanma, kredi notu, neo-liberal politikalar

REMARKS ON CREDIT RATING AGENCIES

Abstract: Demand of borrowing from external sources has increased dramatically for many countries. Borrowing from external sources is associated with sovereign ratings of a country. Strong credit rating will play an important role in determining the cost of borrowing. This reality has become more important by the end of 1970s with neo-liberal era. Credit Rating Agencies have become active promoter of neo-liberal policies. As sovereign ratings regarded as main indicator for external borrowing Credit Rating Agencies has become questionable after 1990s. This study discusses the impacts, reliability and consistency of the Credit Rating Agencies.

Keywords: Credit Rating Agencies, borrowing, credit rating, neo-liberal policies

1. GİRİŞ

Yüzyılı aşan bir geçmişe sahip olan kredi derecelendirme kuruluşları özellikle 1980’li yıllardan itibaren neo-liberal politikaların etkinliğinin artması ve finansal liberalizasyon süreçlerinin ulusal piyasaları birbirlerine bağımlı hale getirmesi ile uluslararası bir öneme sahip olmuştur. Küreselleşme sürecinin de etkisi ile artan liberalleşme ve finansal bütünleşme eğilimleri sermaye mobilitesindeki artışı hızlandırarak doğru enstrümanlarla doğru alanlara yatırım yapılabilmesini

güçleştirmiştir. Bu bağlamda ulusal ve küresel nitelikte güvenilir ekonomik ve finansal bilgilere ulaşılabilmesi önem kazanmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları kamuoyunun söz konusu beklentilerini karşılayacak bilgilerin belirli bir disiplin ve metodoloji ile toplanması, izlenmesi, değerlendirilmesi ve ilgililere servis edilmesi konusunda önemli bir görev üstlenmiş bulunmaktadır.

Geçen yüzyılda daha çok şirketlerin mali durumlarını yakın takibe alarak borçlu şirketlerin borç geri ödeyebilme kabiliyetleri üzerine yoğunlaşan derecelendirme kuruluşları, uluslararası finansal piyasaların önemli ölçüde hacim ve derinlik kazandığı yeni dönemde uluslararası piyasalardan borçlanmaya çalışan kuruluşlara ve doğrudan/dolaylı yabancı sermaye yatırımı çekmeye çalışan ülkelere kredi notu vermeye başlamıştır. Derecelendirme faaliyetlerinin küresel bir boyut kazandığı, kontrol edilen portföyün nitelik ve nicelik itibarıyla çok geliştiği bu dönemde kredi derecelendirme kuruluşlarının hazırladıkları raporlar ve verdikleri kredi notları, ekonomik etkilerinin yanı sıra siyasal etkileri ile de tartışılmaktadır.

Şirketlerin kredibilitesinin ne olduğu ve bunun değerlendirilmesinin gerekliliğine yönelik ilk tartışmalar 1840'lı yıllarda ABD'de şirket iflaslarıyla başlamıştır. 1841 yılında Lewis Tappan şirketlerin mali durumlarını izlemek ve borçların geri ödenebilirliği konusunda bir değerlendirme yapmak üzere bir şirket kurmuştur. 1900'de ise John Moody yatırımcıların şirketler hakkında bilgi edinebilecekleri şirket bilgilerinin yer aldığı bir kitap (Moody's Manual of Industrial & Corporation Securities) yayınlamıştır (www.moodyanalytics.com). Moody's borçların kredibilitesine göre bir derecelendirme yaparak borçları yüksek, orta ve düşük kalitede borçlar biçiminde derecelendirmiş ve 1909 yılında ilk kez bu sınıflamaya göre bir şirket borcu için derecelendirme yapmıştır (Sylla, 2002: 20).

Fitch 1913 yılında kurulurken, Fitch'in AAA biçiminde semboller üzerinden derecelendirme notu vermesi 1924 yılında gerçekleşmiştir. S&P ise 1860 yılında Henry Varnum Poor tarafından kurulmuş, 1946 yılında daha kapsamlı ve sistematik analizler yapabilmek için elektronik hesaplama sistemine geçmiştir (Cantor and Packer, 1994: 2). John Moody'sin 1900 yılında küçük bir kredilendirme kitabıyla başladığı serüven bugün milyarlarca dolarlık bir büyüklüğü etkileyerek yön veren bir potansiyele ulaşmıştır (Andre' Guttler and Wahrenburg, 2007: 752).

Bugün çok sayıda kredi derecelendirme kuruluşu olsa da sadece beş tanesi uluslararası tanınırlığa sahiptir. Bunların en tanınmış olanları ve dünya derecelendirme piyasasının hakimi yukarıda adı geçen Moodys, Fitch ve Standart & Poors olarak kabul edilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları birçok açıdan büyük farklılık gösterebilmektedir; yayınladıkları coğrafi alan, uyguladıkları değerlendirme yöntemi ve risk tanımları bu farklılıkların başında gelmektedir (Elkhoury, 2008).

1900'lerin başından itibaren önem kazanmaya başlayan kredi derecelendirmesi, finansal liberalizasyonu dayatan neo-liberal politikaların etkinleştiği 1980 sonrası dönemde yaygın hale gelmiştir. Bu dönemde ilk kez şirketler dışında ülkelerin derecelendirilmesi gündeme gelmiş ve ülkelerin borç kaynaklarına ulaşabilmeleri kredi derecelendirmeleri ile doğrudan

ilişkilendirilmiştir. 1970’li yılların ikinci yarısı gelişmekte olan ülkelerin birçoğu için artan borç yükü ve borç ödeme güçlükleri ile özdeşleşmektedir. Bu nedenle 1980 sonrası uygulanan neo-liberal politikaların ön şartı etkin olmadığı düşünülen kamunun küçültülerek bu ülkelerin sürdürülemez borç yapılarını sürdürülebilir hale getirmek olmuştur. Bu dönemde neo-liberal politikaların diğer bir önemli dayatması ise liberalizasyon olmuştur. Bu nedenle neo-liberal politikaların uygulanabilirliğini sağlayabilmek açısından kredi derecelendirme kuruluşları önemli aktörler olarak sistem içerisinde yerlerini almışlardır (Ioannou, 2013).

Bu çalışmada neo-liberal politikalar ekseninde kredi derecelendirme kuruluşlarının rolü ve bu kuruluşların ülke ekonomileri üzerindeki etkileri tartışılacaktır. Ioannou’nun (2013) belirttiği gibi kredi derecelendirmesi denince akla gelen üç büyük kuruluş değerlendirme kriterleri açısından farklılık gösterse de aynı role sahip olduklarından homojen tek bir kuruluş gibi ele alınarak etkileri incelenebilir.

2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ YAPISI

Kredi derecelendirmesi, borç alacak olan şirket veya ülke açısından birçok bilginin bir araya getirilmesini gerektirmektedir. Bir araya getirilen bu bilgiler borç alan ve borç verenin eşit bilgiye sahip olmasını sağlamakta ve borç veren tarafı kredi riskine karşı korumaktadır (Elkhoury, 2008). Kredi derecelendirme kuruluşlarına gereksinim duyulmasının sebebi sadece ilgili ülke ya da şirketlere ilişkin mevcut bilgilere ulaşılması değildir. Bu bilgilerin belirli bir metodoloji ile izlenmesi kuşkusuz önemlidir ancak derecelendirme faaliyetinden esas olarak beklenen, geçmiş dönemle birlikte mevcut bilgilerin ve göstergelerin geleceğe dönük ne tür sinyaller içerdiğinin doğru okunabilmesidir.

Kredi derecelendirme kuruluşları borçlunun gelecek dönemde borçlarını ödeme kapasitesinin ne olabileceği konusunda belirli değişkenler üzerinden değerlendirmelerde bulunarak özellikle fon sahiplerinin talep ve beklentilerini karşılamaya yönelik faaliyetlerde bulunmaktadırlar. Kuşkusuz tüm değerlendirmeler birtakım tahminlerden oluşan bir öngörü setidir. Söz konusu öngörülerin isabet derecesi ve güvenilirliği bir bölümünü kredi derecelendirme kuruluşunun da kontrol edemediği bir çok değişkene bağlı olarak şekillenmektedir (Blaurock, 2007: 2).

Standart and Poor’s kendini tanımlarken küresel finansal piyasalara nitelikli, tarafsız katma değerler içeren analitik bilgiler sunduklarından bahsetmekte, temel ilkelerinin ise tarafsızlık, bağımsızlık, güvenilirlik, saydamlık ve bilgilendirme ekseninde şekillendiğini belirtmektedir (Standard & Poor’s, 2008: 7). Kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi değerliliği ölçümü, reyting ya da derecelendirme kavramları ile de ifade edilirken ülkeler için yapılan reyting de ülke reytingi (sovereign rating) biçiminde ifade edilmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri hizmetler ve öncelikle hizmet verdikleri kesimler kısaca şu şekilde belirtilebilir (Yardımcıoğlu ve Bora, 2013: 116):

- Ülke yönetiminin (siyasal iktidar, ekonomi bürokrasisi) ve merkez bankasının kredibilitatesini değerlendirir.

- Borçluların kredibilitesini, borçların sürdürülebilirliğini değerlendirir.
- Banka ve finansal kurumların mali yapılarını, borç ödeme kapasitelerini değerlendirir.
- Dış ticaret yapılarını ve cari açığı inceler, sürdürülebilirliğini değerlendirir.
- Reel sektörde ve finans sektöründe yatırım yapılabilirlik değerlendirmeleri yapar.
- Makroekonomik büyüklüklerdeki gelişmeleri inceleyerek türlü risk analizleri yapar.
- Değerlendirmeleri kısa orta ve uzun vadelerle periyodik olarak yapar.
- Verilen notlar ulusal, uluslararası kamuoyuna duyurulur.

Derecelendirme sürecinin ilk aşaması derecelendirme yapılacak kuruluşun kredi derecelendirme kuruluşuna talebine ilişkin başvurusuyla başlamaktadır. Sonrasında derecelendirme kuruluşu ilgili şirkete, analize yön verecek sorulardan oluşan bir anket vererek şirketin ekonomik ve mali durumunu belirlemeye çalışır. Derecelendirme kuruluşunca görevlendirilen uzmanlar daha çok şirketin riskleri üzerinde yoğunlaşarak analizlerini yaparlar. İşletmelerin risk derecelerinin dönemler itibariyle gelişim trendi izlenir ve analiz edilir. Analiz bittikten sonra hazırlanan ön rapor herhangi bir kredi notu verilmeden ilgili şirkete gönderilir. Raporun kredi notu verilmeden gönderilmesi şirket yönetiminin analizde kullanılan verilerin doğruluğunu onaylaması ve duyulması istenilmeyen olası gizli bilgilerin rapordan çıkarılmasıdır. Raporun şirket yönetimi tarafından da incelenmesinden sonra raporun son hali hazırlanarak derecelendirmeyi yapacak komisyona sunulur. Aynı rapor hem merkezlerdeki analistlerce hem de diğer ülke bürolarında faaliyet gösteren analistlerce incelenir ve son aşamada derecelendirme belirlenir sonuçlar öncelikle şirkete sonrasında da kamuoyuna duyurulur (Takan, 2002: 18).

Kredi derecelendirmesi temelde üç kategoriye ayrılmaktadır (Ayaz, 2012):

- Yatırım derecesi bandında olan bir puanlama, şirketin, borç aracının (bono, tahvil, vs) veya ülkenin kredi riskinin oldukça az, temerrüt ihtimalinin düşük olduğunu ifade eder.
- Spekülatif aralığında olması yatırım ihtimalinin bulunduğunu ama şirket veya ülkenin sağlam bir altyapıya sahip olmaması nedeniyle manipülasyona açık olduğunu vurgulamaktadır.
- Düşük Derece/Çöp seviyesi ise yatırım yapılamayacak kadar riskli anlamına gelmektedir.

Spekülatif ve çöp seviyeleri ülkelerin ve şirketlerin borçlanma maliyetlerini artırmaktadır. Bunun yanında bu seviyeler ülkelere yapılan yatırımların oldukça düşük olmasına neden olmaktadır (Ayaz, 2012).

Kredi derecelendirme kuruluşlarından öncelikle hizmet alan kesimler, yatırımcılar, kamu kurumları, şirketler, finans kesimi, reel sektör ve sermaye piyasasıdır. Tüm bu kesimler ulusal ve küresel yatırım kararlarında, sermaye hareketliliğinde, borçlanma politikalarında, para politikalarında derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerini ve projeksiyonlarını dikkate alarak politika setleri oluşturmaktadırlar.

2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Finansal Sistem İçerisindeki Yeri

Kredi derecelendirme kuruluşları çoğunlukla borç para veren finans kurumlarına, hükümetlere ve bireysel yatırımcılara hizmet vermektedir. Derecelendirme kuruluşlarının öncelikle izlediği değişkenler borçlunun borcu geri ödeme konusundaki gücü, ödeme gücü üzerinde etkili olabilecek faktörler ve bunların analizi, ilgili ekonomik yapıda karşılaşılabilecek finansal riskler ve bunların analizi gibi değişkenlerdir. Diğer bir ifadeyle kredi derecelendirme kuruluşları niteliksel ve niceliksel bir analiz yapmaktadırlar. Kimi zaman borçlunun gelecekle ilgili işletme planları, stratejileri, ve beklentileri de dikkate alınmaktadır. İşletmenin kredibilitesinin ne durumda olduğunu daha net görebilmek için işletmenin muhasebe kayıtlarının ve finansal raporların da incelenmesi söz konusu olabilir (Wyss, 2008).

Derecelendirme, borçlunun geri ödeme kapasitesinin ölçülerek sermaye piyasalarındaki rolünün değerlendirilmesinde profesyonel bir görüş olarak da tanımlanabilir. Derecelendirme, sermaye piyasalarında faaliyet gösteren tüm kesim ve kurumlara değerlendirmelerinde yardımcı olmayı sağlayan semboller sunarak, kapsamlı göstergeler üzerinden değerlendirmeler yapabilme imkanını sağlamaktadır. Yükümlülükler sadece yerel para cinsinden değil, aynı zamanda döviz cinsinden ifade edilebildiği gibi, kısa vadeli ya da uzun vadeli olarak da izlenebilmektedir (Nye ve Eke, 2004). İzlenen şirketlerin yıllık faaliyet raporları ile bilanço büyüklükleri ve kompozisyonları öncelikle değerlendirilen belgelerdir (Heflin vd., 2011: 20).

Derecelendirme bir yandan bilginin paylaşılmasını kolaylaştırırken öte yandan finans piyasalarında hüküm süren asimetrik enformasyon problemine bir çözüm sağlayarak taraflar arasındaki çelişkileri azaltmaktadır. Finans piyasalarındaki büyümeye paralel olarak artan bilgi ihtiyacını gidermek için derecelendirmeye olan talep son yıllarda önemli artışlar göstermiştir. Ayrıca derecelendirmeyi talep eden yatırımcılar giderek çeşitlenirken derecelendirilen borç enstrümanı sayısı da hızla artmıştır. Bu doğrultuda derecelendirme sonuçları bankalar, bono yatırımcıları, yatırım şirketleri, portföy değerlendirme şirketleri, sigorta şirketleri ve gözetim denetim otoriteleri gibi özellikle finansal yapının işleyişine yön veren aktörler tarafından giderek daha yoğun olarak kullanılmaktadır (Berker, 2008: 5).

Son yıllarda kredi derecelendirme kuruluşlarına olan “gereksinim” giderek artmıştır. Finansal piyasaların giderek küresel bir boyut kazanması, finansal ürünlerin giderek kompleks bir hal alması, mali regülasyon ve sözleşmelerde ilgili ülke yada şirkete ait derecelendirme notlarının yoğun olarak kullanılması, kredi derecelendirme kuruluşlarının anlık bilginin dışında ilgili ekonomiye, finansal yapıya veya şirkete ait orta ve uzun vadeli projeksiyonlarda bulunarak doğru kararlar alınmasına katkı sağlaması kredi derecelendirme kuruluşlarına olan gereksinimi artıran temel etkenlerdir (Bannier and Hirsch, 2010: 3037). Kredi derecelendirme kuruluşlarının önemini artıran bir diğer husus, söz konusu kuruluşların derecelendirme sürecinde makroekonomik değişkenleri de analiz ederek işletmelerin ne tür ticari ve finansal risklerle karşı karşıya olduklarını izlemeleridir. Böylesi değerlendirmeler işletmelere kaynak aktaran fon sahipleri dışında ilgili işletmeler bakımından da önemle takip edilmektedir (Amato and

Furfine, 2004: 2641). Bu noktada kredi derecelendirme kuruluşları bir yandan işletmelere risk yönetimi konusunda yardımcı olurken diğer yandan fon sahiplerine alternatif yatırım araçları arasında rasyonalitesi yüksek tercih sıralamaları ile yatırım kararları alabilmelerini kolaylaştırmaktadır (Akdemir ve Karşlı, 2012: 1629).

Özellikle Basel II ve Basel III gibi bankacılık düzenlemelerine tabi olan bankaların, banka sermaye yeterliliğinde kredi notlarını bir gösterge olarak kullanmaları kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal yapı içerisindeki önemini daha da artırmıştır. Ancak kredi derecelendirme kuruluşlarının kazançlarının önemli bir kısmının finans kuruluşlarından gelmesi çıkar çatışması sorununu gündeme getirmiştir. Raporlamada ve kredi notunun belirlenmesinde hileye başvurma olasılığı bu kuruluşların kullandıkları yöntemin şeffaflığı ve hesapverilebilirlikleri açısından güven sorununu ortaya çıkarmaktadır. Derecelendirmeyi yapan kuruluşun bağımsız olamaması nedeni ile çıkar çatışmasının kaçınılmaz olarak kredi notuna yansması gerçeği bu kuruluşların finansal sistem içerisindeki yerini sorgulanır hale getiren nedenlerden bir tanesidir.

2.2. Ülkeler Açısından Kredi Derecelendirme

Ülkelerin kredi derecelendirme notu özellikle uluslararası borçlanma açısından önem taşımaktadır. Bir anlamda şirketlerde olduğu gibi ülke riskini belirleyen kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin borçlanma maliyetlerini de belirlemektedir. 1970’li yılların ikinci yarısında ülkelerin artan borç yükü ve 1980’li yıllarda borçlarını geri ödeyememe sorunu, kredi risk değerlendirmesini ve dolayısı ile kredi derecelendirme kuruluşlarının önemini artırmıştır. Ülke riski genel bir ifadeyle, bir devletin borçlarını ve yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi olarak tanımlanmaktadır. Ülke kredi notu sadece ülkenin borçlanma maliyetini belirlemekle kalmayıp o ülkedeki borç almak isteyen tüm yatırımcıları da etkilemektedir (Cantor and Packer, 1996: 38). Bu nedenle ülke kredi notu ülke ekonomileri açısından önem taşımaktadır.

Ülkeler, borçlanma maliyetlerini düşürmek ve yabancı yatırımcıyı çekmek için kredi notuna ihtiyaç duymaktadırlar. Özellikle gelişmekte olan ülkeler doğrudan yabancı yatırımcıyı çekmek için uluslararası borçlanmaya gitmeyecek olsalar bile kredi derecelendirmesine başvurumaktadırlar. Bir anlamda küresel ekonomik sistemin parçası olabilmek, kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleriyle ilişkilendirilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelerin kredi derecelendirmelerini yaparken kullandıkları değişkenler, diğer bir anlatımla derecelendirmede risk türleri, genel başlıklar altında gruplandırılmaktadır. Standart and Poor’s’un derecelendirme yaparken kullandığı ölçütler Tablo 1’de yer almaktadır (Elkhoury, 2008: 5)

Tablo 1: Ülke Kredi Derecelendirmesinde Esas alınan Ölçütler

Politik yapıya ilişkin ölçütler	Siyasal kurumların meşruiyeti ve istikrarı, siyasal sürece katılım oranı, siyasal liderlerin genel başkanlıkta kalma süreleri, ekonomik ve politik karar ve amaçlarda saydamlık, devletin güvenliği ve jeopolitik risk
Gelir ve ekonomik yapıya ilişkin ölçütler	Gelir ve servet dağılımındaki adaletsizlikler, kredi arz talebinin koordinasyonunda mali sektörün etkinliği, finans sektörünün dışındaki sektörlerde karlılık oranları ve rekabetçi yapı, kamu kesiminin etkinliği, işgücü esnekliği, korumacı politikalar ve diğer piyasa dışı etkiler
Ekonomik büyümeye ilişkin ölçütler	Tasarruf ve yatırım hacminin büyüklüğü ve kompozisyonu, ekonomik büyüme modeli ve oranı
Mali esnekliğe ilişkin ölçütler	Kamu gelirleri, kamu harcamaları ve kamu bütçe dengesi, gelir artış esnekliği ve etkinliği, harcama etkinliği ve kamu harcamaları üzerindeki baskılar, sosyal güvenlik sisteminin görünümü
Kamusal sorumluluklar ilişkin ölçütler	GSYH'nın bir yüzdesi olarak kamunun brüt ve net borç yükü, faiz ödemelerine ayrılan kamu gelir düzeyi, ulusal paranın döviz karşısındaki değeri, borç vadelerindeki gelişmeler, ulusal sermaye piyasasının hacmi ve derinliği
Offshore ve şartlı sorumluluklara iliş. ölçütler	Reel sektörün büyüklüğü ve derinliği, mali sektörün dayanıklılığı
Parasal esnekliğe ilişkin ölçütler	Konjonktürel dalgalanmalarda fiyat hareketliliği, para ve kredi genişliği, döviz kuru rejimi ile parasal hedeflerin uyumu, merkez bankasının bağımsızlığı başta olmak üzere ekonomik yapı ve işleyişin kurumsallığı, parasal hedeflerin niteliği ve etkinliği
Yabancı sermayeye ilişkin ölçütler	Parasal politikalar ile mali politikaların dış ülkelerdeki hesaplar üzerine etkileri, cari hesapların yapısı, sermaye girişlerinin kompozisyonu, rezerv miktarı
Dış borç yüküne ilişkin ölçütler	Brüt ve net dış borç stoku ve yapısı, toplam döviz yükümlülüklerinin niteliği ve dövizin faize duyarlılığı, borç servis yükü

Kaynak: Standart and Poor's (October 2006), "Sovereign Credit Ratings: A Primer Japan Credit Rating Agency, Ltd JCR, Types of Credit Rating and Definitions of Rating Symbols <http://www.jcr.co.jp>

Farklı kaynaklarda yer alan ülke değerlendirme kriterlerine göre bir ülkenin kredi değerliliği kısa dönem, uzun dönem ve yerli para ile borçlanma ve yabancı para ile borçlanma kriterlerine göre ölçülmektedir (Eğilmez, 2010: 263; Babuşçu, 1997: 4). Uzun dönemli değerlendirmede kuruluşun faaliyet gösterdiği sektörün yapısal özellikleri ile ilgili ülkenin ekonomik, mali, siyasi ve sosyal durumuna ilişkin temel yapısal özellikleri ulusal ve küresel olası gelişmeler doğrultusunda ele alınmaktadır ve bir yıldan uzun bir dönemi kapsayan bir dönem için bir değerlendirme yapılması söz konusudur. Bir yıldan kısa bir dönemin ele alındığı kısa vadeli değerlendirmelerde ise kısa vadeli borçların geri ödenebilirliğinde borçlunun özellikle mali bilançosunun güçlülüğü belirlenmeye çalışılmaktadır. Bu değerlendirmelerden yüksek not alan şirket ya da ülkeler uluslararası piyasalardan daha düşük faiz ve daha uzun vadelerle çok daha kolaylıkla borçlanmaktadırlar (Elkhoury, 2008).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının özellikle gelişmekte olan ülkelere ilişkin değerlendirmeleri hem ilgili ülkeler hem de küresel finansal yapı için çok daha önemlidir. Zira ilgili ülkelerde henüz tam olarak kurumsallaşmamış olan ekonomik ve mali yapı asimetrik bilgi kanallarına çok daha açıktır. Gelişmekte olan piyasalarda, kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerinin çok daha yakından ve büyük bir önemle takip edilmesi beraberinde bir takım riskler de

getirmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ilgili piyasalara yönelik yanlış öngörülerde bulunması maliyetleri çok daha yüksek olan ulusal ve küresel krizlerin oluşmasına yol açabilecek niteliktedir. Konuya ilişkin bazı değerlendirmelerde, dünyada bugün ABD ve Moody's gibi iki süper gücün bulunduğu ileri sürülerek, ABD'nin askeri gücüyle birçok şeyi yok edecek güce sahip olduğu, Moody's'in ise sahip olunan varlıkların değerini düşürerek ekonomik bakımdan birçok şeyi yok edecek güce sahip olduğu belirtilmektedir. Bunlardan hangisinin daha güçlü ve daha tehlikeli olduğu konusu ise tartışmalıdır. Zira ABD'nin siyasi ve askeri gücünün arkasında ekonomik gücünün yer aldığı bir şekilde bu gücünü yitirdiğinde siyasi ve askeri gücünün de zayıflayacağı ileri sürülmektedir (Kraussl, 2005: 378). Bütün bu düşünceler kredi derecelendirme kuruluşlarının oligopolistik gücünün sorgulanmasını beraberinde getirmektedir.

3. KREDİ DERECELENDİRMENİN TUTARLILIĞI VE GÜVENİLİRLİĞİ

Uluslararası sermaye hareketliliğinin giderek artması ve hacim kazanması ile birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının yönetmek zorunda oldukları portföylerin kapsamında ve kompozisyonunda önemli artışlar ve değişiklikler olmuştur. Bu gelişmeler kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları değerlendirmelerin eleştirilmesine neden olmuştur. Bu eleştiriler farklı açılardan ele alınmaktadır.

3.1. Değişen Finansal Piyasalar ve Küresel Ekonomik Yapı

Finansal piyasalar ile ulusal ve küresel ekonomik yapıdaki gelişmelerin çok değişkenli denklemlere bağlı olarak şekillenmesi ilgili piyasaların ve yapıların izlenmesini zorlaştırmış, kredi derecelendirme kuruluşlarının olası krizleri önlemesi öngörülen erken uyarı mekanizmaları kimi zaman krize yön veren etkilere sahip olmuştur. Bu durum bir bakıma paradoksal bir durumu ifade etmektedir (Partnoy, 2001: 1). Bir yandan hemen tüm ülkeler ve yatırımcılar kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerini büyük bir dikkatle izlerlerken kredi derecelendirme kuruluşlarının sahip oldukları bilgiler giderek azalmakta, eldeki bilgiler üzerinden doğru projeksiyonlarda bulunmak giderek zorlaşmaktadır.

Bu bağlamda kredi derecelendirme kuruluşlarının esas görevlerinden olan erken uyarı fonksiyonunu tam olarak yerine getirememleri ve ülkelerin kredi notlarını piyasadaki göstergelerdeki değişime paralel yapamamaları, bu kuruluşların eleştirilmesine neden olmuştur (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 9). Daha çok 1970'lerden sonra ortaya çıkan krizler ve birçok ülkenin bu krizlere hazırlıksız yakalanması kredi derecelendirme kuruluşlarının işlevselliğinin temelden sorgulanmasına yol açmıştır. Özellikle kredi derecelendirme kuruluşları arasında yoğun rekabetin yaşandığı dönemlerde de kredi derecelendirme notlarının niteliğinin daha tartışmalı hale geldiği ileri sürülmektedir. Moody's ve Standard & Poor's dan sonra Fitch'in sektöre girmesi ile kısmen söz konusu süreç yaşanmış derecelendirme notlarının önemli bir kısmı finansal yapıya yön verecek niteliğe ve içeriğe sahip olamamıştır (Becker and Milbourn, 2011: 2). Bu tür rekabetlerde yatırımcıların genellikle daha tutucu davranan derecelendirme kuruluşlarını tercih ettikleri söylenebilir. Sözgelimi S & P'un yüksek not verdiği

birçok şirkete Moody's daha düşük not verirken, burada yatırımcıların çoğunlukla Moody's tercih ettikleri görülmüştür. Moody's özellikle 1998 krizlerinden sonra daha sıkı ve ayrıntılı analizlerle daha temkinli değerlendirmelerde bulunmaya başlamıştır. Finansal piyasaların da bu yaklaşıma olumlu tepki verdiği söylenebilir (Livingston, 2010: 1288).

Finansal piyasaların sağlıklı bir biçimde işleyebilmesinde, fon arz ve talep edenler başta olmak üzere sürece işlerlik kazandıran diğer kesimlerin talep ve beklentilerini karşılayan, yükümlülüklerini belirleyen temel yapısal kuralların niteliği son derece önemlidir. Söz konusu yapının inşasında ve işletilebilmesinde yasal çerçevenin, siyasal idarenin, ekonomi bürokrasisinin, vergi idaresinin, mali müşavirlik hizmetlerinin, bankalar başta olmak üzere ulusal ve küresel tüm finans çevrelerinin önemli etkisi olduğu söylenebilir. Bu bağlamda kredi derecelendirme kuruluşları kimi zaman makro ekonomik değişkenlere de yön verebilen tüm bu kesimlerle etkileşim halinde olup, bu etkileşimin ortaya çıkardığı sinerjiyi diğer göstergelerle birlikte değerlendirerek bir derecelendirme yapmaktadırlar (Partnoy, 2006: 26).

3.2. Oligopolistik Yapı

Üç büyükler olarak bilinen Moodys, S & P ve Fitch Kredi derecelendirmede etkili ve piyasaya hakim üç kuruluş olarak kabul edilmektedir. Sektöre girişin yüksek maliyetli olması, kredi risk derecelendirmesinin uzmanlık gerektirmesi piyasaya hakim olan üç büyüklerle rekabet etmeyi imkansızlaştırmaktadır. Yatırımcılar ve ülkeler açısından alınan derece kadar, dereceyi veren kuruluşun itibarı da önem taşımaktadır. Bu durum yeni kuruluşların piyasada gelişebilmesine imkan vermemektedir (Ayaz, 2012).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının oligopolistik bir yapıda çalışıyor olmaları hazırlanan derecelendirme raporlarının da birbirlerine yakın bir içeriğe sahip olmasına yol açmaktadır. Derecelendirilen şirket veya ülkelerin farklı derecelendirme kuruluşları tarafından aldıkları dereceler hemen hemen aynıdır. Kredi derecelendirme kuruluşları aynı zamanlarda ülkelerin notunu değiştirmektedir (Cordes, 2012: 21). Kuşkusuz böylesi bir yapıda bir şirket ya da bir ülke ile ilgili yatırımcılara ve mali piyasalara yanlış yön verecek bir derecelendirme raporu bütünüyle küresel ekonomiyi olumsuz etkileyebilecek bir niteliğe sahip olacaktır. Yatırımcıların yanlış yönlendirilmesi veya krizlerin öngörülememesi elbette bir takım maliyetlerin ortaya çıkmasına yol açacaktır. Bu maliyetlerin yanısıra ilgili ülke veya şirketin ekonomik, mali durumuna ilişkin kredibilitesi hakkında yanlış öngörülerde bulunulması, abartılı derecelendirme ve değerlendirmelerle mali durumun çok kötü olduğu konusunda bir kanaat ortaya konulması da ilgili ülke veya şirket üzerinde ağır baskılar yaratarak başka maliyetlerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Bu baskılar durumun daha da ağırlaşmasına yol açmakta ve söz konusu şirketin veya ülkenin bir takım önlemlerle toparlanma imkanını ortadan kaldırmaktadır (Manso, 2013: 535). Kimi durumlarda kriz senaryoları kredi derecelendirme kuruluşları üzerinden meşrulaşarak derin etkileri olan büyük yıkımlara dönüşebilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının işte tam da bu noktada nasıl davranmaları gerektiği konusu ve izlemeleri gereken politikaların neler olması gerektiği konusu üzerinde yoğun tartışmaların yapıldığı konulardır.

3.3. Tutarsız Değerlendirmeler ve Etkileri

Kredi derecelendirme kuruluşlarının öngörülerinde yaşanan sapmalar ve bunların giderek artması, kredi notlarını açıklamada yapılan zamanlama hataları, derecelendirme notlarının volatilitésinin yüksekliği, gelişmekte olan ÷lke ve piyasalarda yaşanan iyileşmelerin kredi notlarına yansımalarının çok gecikmeli olması ve beklentilerin altında notlarla değerlendirmelerin yapılması kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerinin yeniden gözden geçirilerek disipline edilmesi gerekliliğini ortaya koymaktadır (Cheng and Neamtiu, 2009: 108).

1997 Asya Krizi ile öne çıkan değerlendirmelerdeki sapmalar yapılan bazı araştırmalarla da ortaya konmuştur. Bunlardan bir tanesi 1997-2002 yılları arasında Standart and Poor's ve Moody's tarafından yapılan hatalı değerlendirmeleri ve düzeltmelerini ortaya koymuştur. Özellikle krizin vurduğu ÷lkeler olarak ifade edilebilecek bu ÷lkelerde yapılan hatalı değerlendirmeler kuşkusuz ÷lke ekonomilerini uzun süreli etkilemiştir.

Tablo 2: ÷lke Değerlendirmelerinde Gerçekleşen Sapmalar

	Hatalı derecelendirme	Düzeltilmiş Derecelendirme
S&P		
1997: Tayland	A (3 Eyl÷l 1997)	BBB- (8 Ocak 1998)
1997: Endonezya	BBB (10 Ekim 1997)	B- (11 Mart 1998)
1997: Kore	AA- (24 Ekim 1997)	B+ (22 Aralık 1997)
1997: Malezya	A+ (23 Aralık 1997)	BBB- (15 Eyl÷l 1998)
1998: Kore	B+ (18 şubat 1998)	BBB- (25 Ocak 1999)
1998: Romanya	BB- (20 Mayıs 1998)	B- (19 Ekim 1998)
1998:Rusya Federasyonu	BB- (9 Haziran 1998)	B- (13 Ağustos 1998)
2000: Arjantin	BB (14 Kasım 2000)	B- (12 Temmuz 2001)
2002: Uruguay	BBB- (14 şubat 2002)	B (26 Temmuz 2002)
Moody's		
1997: Tayland	A2 (8 Nisan 1997)	Bal (21 Aralık 1997)
1997: Kore	A1 (27 Kasım 1997)	Bal (21 Aralık 1997)
1997: Endonezya	Baa3 (21 Aralık 1997)	B3 (20 Mart 1998)
1997: Malezya	A1 (21 Aralık 1997)	Baa2 (14 Eyl÷l 1998)
1998:Rusya Federasyonu	Ba2 (11 Mart 1998)	B3 (21 Ağustos 1998)
1998: Moldova	Ba2 (14 Temmuz 1998)	B2 (14 Temmuz 1998)
1998: Romanya	Ba3 (14 Eyl÷l 1998)	B3 (6 Kasım 1998)
2002: Uruguay	Baa3 (3 Mayıs 2002)	B3 (31 Temmuz 2002)

Hiç kuşkusuz söz konusu sorunların ortaya çıkışında belirleyici olan, kredi derecelendirme kuruluşlarının kontrol edemediği bir takım dışsal etkenler de bulunmaktadır (Alissa vd., 2013: 129; Staikouras, 2011: 71). T÷rev araç piyasalarının giderek çeşitlenmesi, transfer fiyatlandırması ve benzeri uygulamalar nedeniyle şirketlere ilişkin doğru bilgilere kolay ulaşılamaması, ekonomik ve finansal yapının işleyişinde gör÷len kurumsal eksiklikler, muhasebe sistemlerinin niteliği ve küresel mali sisteme ne ölç÷de uyumlu olduğu, kayıtdışı

ekonominin boyutları ve etkilerinin ne ölçüde olduğu, ülkenin küresel ekonomi ve finansal yapının işleyişi içindeki rolü, derecelendirmeye konu olan ülkede siyasetin ve ekonominin ne ölçüde kurumsallaştığı derecelendirmeye konu olan sektörün, şirketin büyüklüğü gibi etkenler söz konusu ülke, ekonomi ve finansal sistemlerde kredi derecelendirme kuruluşlarının etkinliğini şekillendiren faktörlerdir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarıyla çalışan hükümetler, finans çevreleri ve yatırımcılar ise bu kurumların teknik kapasiteleri ile kurumsal kimlikleri üzerinde özellikle durmaktadırlar. Söz konusu kesimler kredi derecelendirme kuruluşları konusunda tercihte bulunurken bunların ne denli saydam oldukları, kullandıkları metodolojilerin niteliği, işbirlikliliklerine ne ölçüde açık oldukları, ne kadar güvenilir oldukları, öngörülerinin tutarlılığı gibi parametreler üzerinden de değerlendirilmelerde bulunarak kredi derecelendirme kuruluşlarının geçmiş dönemlerdeki performanslarını incelemekte bir bakıma onlar da kredi derecelendirme kuruluşlarına not vermektedirler (Duff and Einig, 2009a: 142). Kredi derecelendirme kuruluşlarının kontrol ettikleri portföyün büyüklüğü ile küresel finansal ağın içindeki yerleri de kredibilitelerini etkileyen faktörlerdendir (Duff and Einig, 2009b: 107).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal kesime etkisi, yükselen piyasalara uluslararası sermaye akışlarını nasıl etkilediği konularında Standart and Poor's 51 yükselen piyasaya ilişkin 1995-2003 verilerini kullanarak bir panel data çalışması yapmıştır. Elde edilen bulgular, kısa vadeli kredi notlarının mali piyasalar ve sermaye hareketliliği yönünde fazla bir etkisinin olmadığı biçimindedir. Özellikle uzun dönemli pozitif döviz kredi notlarının sermaye piyasalarını olumlu etkileyerek yabancı sermaye girişine katkı sağladığı görülmüştür. Benzer biçimde ulusal para cinsinden uzun vadeli pozitif kredi notlarının da ulusal finans piyasasını küresel finans ağına eklemlenmesini kolaylaştırdığı görülmüştür (Kim and Wu, 2008: 17).

Mali saydamlığın yeterince söz konusu olmadığı ülkelerde de kredi derecelendirme kuruluşlarının ilgili ekonomiye ve finansal yapıya ilişkin öngörülerinin çok daha yetersiz olduğu söylenebilir (Arbatli and Escolano, 2012: 18) Asimetrik bilgi, kredi derecelendirme kuruluşlarının etkinliğini tartışmalı hale getiren bir başka olgudur. Finansal krizlerin ortaya çıkışında asimetrik bilginin önemli bir etkisi bulunmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının önemli görevlerinden biri de asimetrik bilginin finansal piyasalara yön vermesini engelleyecek bir yapıyı oluşturarak işlerliğini sağlamaktır. Ancak özellikle 2008 krizinin ortaya çıkışında asimetrik bilginin tam da kredi derecelendirme kuruluşları üzerinden ekonomik ve finansal piyasaları yönlendirerek krizi derinleştirdiği konusunda genel bir kabul bulunmaktadır (Benmelech and Dlugosz, 2010: 161).

4. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ ÜLKE EKONOMİLERİ ÜZERİNE DEĞERLENDİRMELER

Ülkelerin finansal sisteme entegre olmaları sonucunda kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi daha da artmıştır. Bu nedenle kredi derecelendirme kuruluşları ülke ekonomilerine yön vermekte ve zaman zaman da yanlış

değerlendirmeler sonucunda ülkelere zarar verebilmektedir. Bu nedenle özellikle 1990'lı yılların ikinci yarısında ve 2000'li yıllarda bu kuruluşlar eleştirilmiş ve oligopolistik yapılarının değişmesi ve hesap verilebilir olmaları yönünde birtakım düşünceler ortaya atılmıştır.

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının neo liberal politikaların uygulanmasına hizmet etmesi veya bu anlamda var olmaları 1970 sonrasında başlamış ancak bu yapı 1990'lı yıllardan itibaren bu kuruluşların güvenilirliklerinin sorgulanması ile yeni bir dönüşüm daha geçirmiştir. Bu nedenle neo-liberal süreci iki dönemde değerlendirmek yanlış olmayacaktır:

1. 1970 sonlarında ve 1980 sonrasında etkisini gösteren neo-liberal politikalarla önem kazanan ve popüler olan bu kuruluşların parlak dönemi,
2. Bu kuruluşların ekonomik krizlerle eleştirildikleri dönem; 1990'lı yıllarda yaşanan ülke krizleri ile başlayan dönem.

4.1. 1970'li yıllarda Kredi Derecelendirme Kuruluşlarında Yaşanan Dönüşüm

Geçen yüzyılda daha çok şirketlerin mali durumlarını yakın takibe alarak borçlu şirketlerin borç geri ödeyebilme kabiliyetleri üzerine yoğunlaşan derecelendirme kuruluşları, uluslararası finansal piyasaların önemli ölçüde hacim ve derinlik kazandığı yeni dönemde (özellikle 1970'li yıllar) uluslararası piyasalardan borçlanmaya çalışan kuruluşlara ve doğrudan/dolaylı yabancı sermaye yatırımı çekmeye çalışan ülkelere kredi notu vermeye başlamıştır.

1980 sonrası uygulanan neo-liberal politikaların öngördüğü ekonomik serbestleşme ile kredi notları arasında pozitif bir ilişki olduğu düşünülmektedir. Bir anlamda 1980 sonrasında, kredi derecelendirme kuruluşları neo-liberal politikaların uygulanmasına hizmet etmişlerdir. 1970 sonrası ülkelerin artan borç yükü ve özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından artan geri ödeme riski, ülke kredi derecelendirmesinin önemini artırmıştır. Bu nedenle uluslararası kredi veren kuruluşlara olan borcun geri ödenmesi veya ülke riski önemli hale gelmiştir. Bu gelişmeler, kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke değerlendirmelerinde UPF (Uluslararası Para Fonu) ve DB'na (Dünya Bankası) olan borçlarını geri ödeme kapasitelerini dikkate almalarına neden olmuştur. Borç geri ödeme başarısında söz konusu ülkenin liberalizasyonu gerçekleştirmiş olması önemli bir gösterge olduğundan, liberalizasyon kredi notunu belirleyen önemli bir kriter olarak derecelendirmede yer almıştır (Cordes, 2012). Bu yapıları ile kredi derecelendirme kuruluşları neo-liberal politikaların uygulanmasını sağlamayı teşvik etmekte ve bu politika doğrultusunda devletin ekonomideki rolünü sınırlı tutan kalkınma modellerini savunmaktadırlar (Sinclair, 2000: 139; Datz, 2004: 311).

Kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin veya şirketlerin aldıkları borçları düzenli geri ödeme kapasitesini standartlar doğrultusunda ölçen bağımsız kuruluşlardır. Kredi notu yükseldikçe geri ödeme kapasitesi de artmakta ve buna bağlı olarak da kredi faiz oranı düşmektedir (Ferri vd., 1999: 335). Bir ülkenin kredi notu o ülkenin borçlanma maliyetini de belirlediğinden bu kuruluşların değerlendirmeleri ülke ekonomilerini doğrudan etkileyebilmektedir. Neo-liberal politikaların gereklerini yerine getirmeyen ülkelerin notu düşmekte ve bu da ülke

ekonomilerini olumsuz etkilemektedir. Örneğin kredi notu düşük olan ülkeye yabancı yatırımcı yatırım yapmamakta ve yabancı yatırımcı çekmeyen ülke neo-liberal politikaların serbestleşme şartını yerine getirmemiş olduğundan kredi notu düşmektedir (Cordes, 2012: 21). Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlar özellikle yabancı yatırıma ihtiyacı olan yetersiz yerel sermayeye sahip gelişmekte olan ülkeler açısından önem taşımaktadır. Bu nedenle bu kuruluşlar verdikleri notlarla aslında sermaye hareketine de yön vermektedirler (Setty ve Dodd, 2003). Neo-liberal politikalar gereği ülkelerden beklenen kamu iktisadi teşebbüslerinin özelleştirilmesi de kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notları etkilemektedir. Özelleştirme, doğrudan yabancı yatırımcıyı artırmakta, bütçe açığını, toplam borç ile dış borcu ve cari açığı azaltmaktadır. Bunun yanında devletin ekonomideki rolünü azaltarak, etkin üretimi sağlamakta ve verimliliğin artmasına neden olmaktadır. Bu nedenlerle veya çoğu zaman UPF'nun koşulu olması nedeni ile özelleştirme kredi derecelendirme kuruluşlarının vereceği dereceyi etkileyen bir faktör olmaktadır. Örneğin özelleştirme sürecinde sadece yerli yatırımcılara açık olan Rusya, Moody's tarafından ve özelleştirme sürecinin şeffaf olmadığı düşünülen Romanya, Fitch derecelendirme kuruluşları tarafından düşük derece ile notlandırılmıştır (Cordes, 2012: 20, 21).

Kredi derecelendirme kuruluşları 1980'li yıllarda güvenilirliklerini korumak amacı ile oldukça tutarlı notlar vermişlerdir. Bu nedenle de uzun sürede özellikle 3 büyükler piyasada yatırımcının güven duyduğu kuruluşlar olmuş ve ülkeler de bu kuruluşlardan iyi dereceler alabilmek için neo-liberal dönüşümün gereklerini çekinmeden uygulamaya koymuşlardır. Buna rağmen 1990'lı yıllarda yaşanan krizleri öngöremeyen bu kuruluşlar 1990'lı yılların ikinci yarısında ve sonrasında önemlerini korusalar da güvenilirlikleri tartışılır hale gelmiştir.

4.2. Ülke Krizleri sonrasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Güvenilirliği

Moody's, "1995 yılında Kanada'nın mali yapısını incelemeye alarak kredi notunu düşürebileceğini ilan etmesi üzerine Kanada doları, Amerikan doları karşısında yaklaşık olarak yarım puan değer kaybetmişti. Yatırımcıların bu haber üzerine, Kanada tahvillerini ellerinden çıkarmaya başlaması, bu tahviller üzerindeki faizlerin yükselerek hükümete milyonlarca dolar ek maliyet yüklemesine neden olmuştu". Kanada incelemeye alınmış ve kredi notunun tekrar eski seviyeye çıkması ise 7 yıl gerektirmişti (Ferri vd., 1999).

Doğu Asya krizi ve daha sonraki krizlerde kredi kuruluşlarının verdikleri derecelerle zamanında uyarı yapmamaları bu kuruluşların güvenilirliğini zedelemektedir. Doğu Asya Krizini göremedikleri için KDK'ları uluslararası finans kuruluşları tarafından eleştirilmişti. KDK'lar bu krizin öncekilerden farklı olduğu gerekçesini öne sürerek krizi önceden tahmin edememelerini gerekçe göstermişlerdi. Ancak krizin vurduğu ülkelerin notunu gerektiğinden fazla düşürmeleri ile bu kurumlara yönelik eleştirilerin devam etmesine neden olmuşlardı (Ferri vd., 1999: 336).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının 2008 krizinde iflas eden birçok banka, sigorta şirketi, sosyal güvenlik fonları ve şirket için krizden kısa bir süre önce vermiş oldukları yüksek notlar kamuoyunu yanlış yönlendirirken krizin kontrol

edilmesini güçleştirmiş ve kısa sürede genişlemesine yol açmıştır. Pazar payları % 40'lar düzeyinde olan Moody's ve S&P ile pazar payı % 15 düzeyinde olan Fitch'in benzer değerlendirmelerde bulunarak krizi öncesinde algılayamamaları finansal piyasaların neredeyse tümünün krize hazırlıksız yakalanmalarına yol açmıştır (Scalet and Kelly, 2012: 478). Öte yandan ilgili dönemde yeni mali finansal ürünlere verilen şişirilmiş kredi notları da birçok yatırımcının dikkatlerini ve birikimlerini söz konusu ürünlere yöneltmiştir. Bu durum finansal piyasalardaki varlıkların, değerinin çok üzerinde işlem görmesine yol açarak krizi çok daha maliyetli hale getirmiştir (Hunt, 2009: 4). Yunanistan, Portekiz, İspanya ve İrlanda'da yaşanan krizler için de benzer şeyleri söylemek mümkündür. Avrupa Birliği Ekonomik ve Mali İşler Komisyonu üyesi O.Rehn de kredi derecelendirme kuruluşlarının söz konusu krizlerdeki yetersizliklerinden sonra derecelendirme konusunda kapsamlı bir reform yapılması gerekliliği üzerinde durmuştur (Tichy, 2011: 232). Güney Doğu Asya krizinin ortaya çıkışında ve derinleşmesinde de kredi derecelendirme kuruluşlarının yanlış kredi derecelendirmelerinin büyük etkisi olduğu ileri sürülmektedir. İlgili ekonomiler düzelmesine rağmen beklenen not artırımlarının çok gecikmeli gelmesi, derecelendirme sürecinde ekonomik ve finansal göstergelerin dışında politik mülahazalarla hareket edilmesi o dönemde yapılan başlıca eleştirilerdi (Mora, 2006: 2041).

“Bir çok ülkenin ekonomik göstergeleri çok kötü olmasına rağmen kredi notları yüksek seviyede tutulmaktadır. Örneğin, 2011 yılı kamu borcunun GSYH'ye oranı yüzde 107,8 olan ve yüzde 1,6 oranında küçülen Portekiz, Türkiye ile aynı kredi derecelendirme notuna sahiptir. Aynı şekilde 2011 yılı kamu borcunun GSYH'ye oranı yüzde 98,8 olan ve yüzde 3,1 oranında büyüyen İzlanda'nın kredi notu, kamu borcunun GSYH'ye oranı yüzde 39,4 ve büyüme oranı yüzde 8,5 olan Türkiye'den daha yüksektir” (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012).

Bu kuruluşların Asya krizini tahmin edememiş olmaları yanında kriz sonrasında da bu ülkeleri; Endonezya, Malezya, Kore ve Tayland'ı aşırı düşük derecelendirmeleri ve uzun süre bunu muhafaza etmeleri bu ülkelerin karşılaştığı zararı daha da artırmıştır. Özellikle Doğu Asya krizi kredi derecelendirme kuruluşlarının krizi öngörememeleri ile eleştirilmeye başladıkları dönem olmuştur.

Daha önce de açıklandığı gibi KDK'ların oligopolistik yapısı kredi notlarının çoğu zaman farklı kuruluşlar tarafından benzer şekilde verilmesiyle sonuçlanmaktadır. Cantor ve Packer (1996) tarafından yapılan araştırmaya göre, olumsuz bir kredi notu açıklaması bir başka kredi derecelendirme kuruluşu tarafından desteklenirse etkisi çok daha büyük olmaktadır.

Ülke krizleri ile güvenirlilikleri her geçen gün artarak tartışılmaya başlayan kredi derecelendirme kuruluşları özellikle 2008'de yaşanan küresel finansal krizi tahmin edememeleri nedeni ile daha da tartışılır hale gelmişlerdir. 2008 krizini tahmin edememeleri yanında krize neden oldukları yönündeki tartışmalara rağmen bugün bu kuruluşların önemlerini koruyarak aynı yapıda hizmet vermeye devam etmeleri ise düşündürücüdür.

5. SONUÇ

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımcıya bilgi vermek açısından önem taşıdıkları tartışılmaz olsa da güvenilirliklerinin ve tarafsızlıklarının tartışılması gerektiği çok açıktır. Yüzyılı aşkın geçmişleriyle günümüz neo-liberal düzeninin olmazsa olmaz aktörleri halini alan bu kuruluşlardan vazgeçilmesi, mevcut düzenin işleyişini altüst edecektir. Ancak bir şirketin veya bir ülkenin ekonomisi hakkında verdikleri bir notla uzun süreli etkilere sahip olan bu kuruluşların amaçları dışına çıkmadan nasıl daha iyi hizmet edecekleri tartışılmalıdır. Sözde işleyişin ucuz, hızlı ve kesin olması adına yatırımcılar adına yaptıkları araştırmaların aslında yatırımcıları yanıltmakla kalmayıp etkisi geniş alanlara kadar hissedilebilen kayıplarla sonuçlanabildiği ve bu durumda da bu işten belki de tek zarar görmeyenin bu kuruluşlar olması düşündürücüdür. Özellikle üç büyüklerin (Moody's, Standart & Poors ve Fitch) sınırsız gücünün nasıl sınırlandırılabileceği, ve liberal sistemin işleyişi için olmazsa olmaz olan tam rekabetin nasıl sağlanacağı gibi sorular cevap beklemektedir. Şaşırtıcı olan son 20 yılda birçok güçlü ülke ekonomisine zarar veren hatalı sonuçlarına rağmen bu kuruluşların güçlerini artırarak varlıklarını sürdürüyor olmalarıdır.

Bugün hala oldukça kritik bir role sahip olan bu kuruluşların ülkeler üzerinde yarattıkları olumsuz etkilerin giderileceği, şeffaf adil ve tarafsız yapıya bürünmeleri gerekmektedir. Özellikle 2008 krizi ile bu kuruluşların tarafsız olmadıkları ve çok yüksek maliyetle sonuçlanan bir krize neden oldukları dikkate alındığında, 2008 sonrası ihtiyaç duyulan dönüşümün gerçekleştirmesi bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır.

KAYNAKÇA

- Akdemir, A. ve Karşlı, D. (2012), "An Assessment of Strategic Importance of Credit Rating Agencies for Companies and Organizations", *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 58: 1628-1639.
- Amato, J. D. ve Furfine, C. H. (2004), "Are Credit Ratings Procyclical?", *Journal of Banking & Finance*, 28: 2641-2677.
- Andre' Guttler and Wahrenburg Mark, (2007), "The adjustment of credit ratings in advance of defaults", <https://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v31y2007i3p751-767.html>, Erişim Tarihi: 17.10.2013.
- Arbatli, E. and Escolano, J. (2012), "Fiscal Transparency, Fiscal Performance and Credit Ratings", *IMF Working Paper*, WP/12/156, 1-32.
- Ayaz, M. S. (2012), Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Eleştirel Bir Bakış, www.bilgesam.org, Erişim Tarihi: 12.10.2013.
- Babuşçu, Ş. (1997), *Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması*, Sermaye Piyasası Kurulu, Tisamat Basımevi, Ankara.
- Bannier, C. and Hirsch, C. W. (2010), "The Economic Function of Credit Rating Agencies What Does the Watchlist Tell Us?", *Journal of Banking & Finance*, 34: 3037-3049.

- Becker, B. and Milbourn, T. (2011), "How did Increased Competition Affect Credit Ratings?", *Journal of Financial Economics*, 101: 493-514.
- Benmelech, E. and Dlugosz, J. (2009), "The Credit Rating Crisis", Acemoglu, Daron, Rogoff, Kenneth ve Woodford, Michael (eds.), *Macroeconomics Annual, National Bureau of Economic Research*, 24: 161-207.
- Berker, B. (2008), Kredi Derecelendirmesi, *Fitch Ratings*, http://fitchratings.com.tr/ftp/derecelendirme/drc_20.pdf, Erişim Tarihi: 24.08.2013.
- Blaurock, U. (2007), "Control and Responsibility of Credit Rating Agencies", *Electronic Journal of Comparative Law*, 11(3): 1-37
- Cantor, R. and Packer, F. (1996), "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", *FRBNY Economic Policy Review/October 1996*: 37-53.
- Cantor, R. and Packer, F. (1994), "The Credit Rating Industry", *FRBNY Quarterly Review/ Summer-Fall 1994*, 1-26.
- Cheng, M. ve Neamtiu, M. (2009), "An Empirical Analysis of Changes in Credit Rating Properties: Timeliness, Accuracy and Volatility", *Journal of Accounting and Economics*, 47: 108-130.
- Cordes, T. (2012), "Sovereign Ratings and Economic Liberalisation", APSA 2012 Annual Meeting Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2106616, Erişim: 11.08.2013.
- Datz, G. (2004), "Reframing Development And Accountability: The Influence of Sovereign Credit Ratings On Policy Making in Developing Countries", *Third World Quarterly*, 25(2): 303-318.
- Duff, A. and Einig, S. (2009a), "Credit Ratings Quality: The Perceptions of Market Participants and Other Interested Parties", *The British Accounting Review*, 41: 141-153.
- Duff, A. and Einig, S. (2009b), "Understanding Credit Ratings Quality: Evidence from UK Debt Market Participants", *The British Accounting Review*, 41(2): 107-119.
- Eğilmez, M. (2010), *Makro Ekonomi, Türkiye'den Örneklerle*, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Elkhoury, M. (2008), "Credit Rating Agencies and Their Potential Impact On Developing Countries", United Nations Conference On Trade And Development, Unctad/Osg/Dp/2008/1, Discussion Papers, No. 186, 1-33.
- Ferri, G., Liu, L. and Stiglitz, J. E. (1999), "The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis", *Economic Notes*, 28(3): 335-355.
- Heflin, F., Shaw, K., and Wild, J. (2011), "Credit Ratings and Disclosure Channels", *Research in Accounting Regulation*, 23: 20-33.
- Hunt, J. (2009), "Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement", *Columbia Business Law Review*, 2009(1): 1-74.

- Ioannou, S. (2013), “The Political Economy of Credit Rating Agencies. The Case of Sovereign Ratings”, http://www.boeckler.de/pdf/v_2013_10_24_ioannou.pdf
- Japan Credit Rating Agency, Ltd JCR, Types of Credit Rating and Definitions of Rating Symbols <http://www.jcr.co.jp> <http://www.jcr.co.jp/reportqa/pdfen/2012072710en.pdf>, Erişim Tarihi: 14.09.2013.
- Karagöl E. T. ve Mihçioğur, Ü. İ. (2012), *Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar*, Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı No: 7 SETA
- Kim, S. J. and Wu, E. (2008), “Sovereign Credit Ratings, Capital Flows and Financial Sector Development in Emerging Markets”, *Emerging Markets Review*, 9: 17-39.
- Kraussl, R. (2005), “Do Credit Rating Agencies Add to the Dynamics of Emerging Market Crises?”, *Journal of Financial Stability*, 1: 355-385.
- Livingston, M., Wei, J. ve Zhou, L. (2010), “Moody’s and S&P Ratings: Are They Equivalent? Conservative Ratings and Split Rated Bond Yields”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(7): 1267-1293.
- Manso, G. (2013), “Feedback Effects of Credit Ratings”, *Journal of Financial Economics*, 109: 535-548.
- Mora, N. (2006), “Sovereign Credit Ratings: Guilty Beyond Reasonable Doubt?”, *Journal of Banking & Finance*, 1(30): 2041-2062.
- Nye, R.P. ve Eke, S. (2004), “Türkiye’de Kredi Derecelendirmesi”, *Activeline*, Sayı 50, 32-40.
- Partnoy, F. (2001), “The Paradox of Credit Ratings”, *Law and Economics Research*, Paper No. 20: 1-23.
- Partnoy, F. (2006), “How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers”, *San Diego Legal Studies*, Paper No. 07-46: 58-102.
- Scalet, S. ve Kelly, T. F. (2012), “The Ethics of Credit Rating Agencies: What Happened and the Way Forward”, *Journal of Business Ethics*, 111(4): 477-490.
- Setty, G., Dodd, R. (2003), “Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries”, *Financial Policy Forum; Derivatives Study Center*, Special Policy Report 6.
- Sinclair, T. J. (2000), “Reinventing authority: embedded knowledge networks and the new global finance”, *Environment and Planning C: Government and Policy*, 18(4): 487-502.
- Standard and Poor’s, (2008), *Corporate Ratings Criteria*, The McGraw-Hill Companies, New York, www.corporatecriteria.standardandpoors.com, Erişim Tarihi: 15.09.2013.
- Standard and Poor’s (October 2006), “Sovereign Credit Ratings: A Primer”, <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/ap/?assetID=1245227841398#ID225>, Erişim Tarihi: 19.09.2013.

Sylla, R. (2002), "An Historical Primer on the Business of Credit Rating" *The New York University Salomon Center Series on Financial Markets and Institutions*, Volume 9: 19-40.

Takan, M. (2002), *Bankacılık, Teori, Uygulama ve Yönetim*, Nobel Yayın, 2. Baskı, Ankara.

Tichy, G. (2011), "Credit Rating Agencies: Part of the Solution or Part of the Problem?", *Intereconomics Review of European Economic Policy*, September/October 2011, 232-262, <http://www.intereconomics.eu/downloads/getfile.php?id=789>, Erişim Tarihi: 14.09.2013.

Wyss, D. (2008), "Credit Ratings", *Qfinance*, <http://www.qfinance.com/financing-best-practice/credit-ratings?full#s1>, Erişim Tarihi: 14.09.2013.

Yardımcıoğlu, M. ve Bora, K. (2013), "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri, İşleyişleri, Küresel Dünyadaki Rol ve İşlevleri", *KSÜ İ.İ.B.F Dergisi*, 2013(1): 111-118.

http://www.moodyanalytics.com/~media/Brochures/About_Us/History-of-Moodys-Analytics.ashx, Erişim Tarihi: 09.09.2013.

Murat Demir, recieved his bachelor degree in public finance from Anadolu University in 1995. He received his masters degree in theory of public finance from Anadolu University in 1998 and he received his PhD from Marmara University in 2004 in the field of public finance. He is currently working as an Assos. Prof. at Harran University.

Murat Demir lisans derecesini 1995 yılında Anadolu Üniversitesi Maliye alanında tamamladı. Yüksek lisans derecesini maliye teorisi alanında yine aynı üniversiteden 1998 yılında aldı. Murat Demir 2004 yılında Marmara Üniversitesinden maliye alanında doktora dercesini aldı. Halen Harran Üniversitesinde Doç. Dr. olarak görev yapmaktadır.

Fehiman Eminer is lecturer at European University of Lefke, and Head of Economics Department. She received her PhD in Theory of Public Finace from University of Marmara. Fehiman Eminer's research interests; public spending, foreign aid, privitization and size of government.

Fehiman Eminer Lefke Avrupa Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Ekonomi Bölümü öğretim üyesidir. Doktora derecesini Maliye Teorisi alanında Marmara Üniversitesinde tamamlamıştır. Kamu harcamaları, dış yardımlar, özelleştirme ve devletin büyüklüğü ilgi alanlarıdır.