

Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler

Timur Han GÜR
timurgur@hacettepe.edu.tr

Hüseyin ÖZTÜRK
huseyin.ozturk@hazine.gov.tr

Country Risk, Rating Agencies, Problems and New Arrangements

Abstract

Credit Rating Agencies (CRAs) and particularly sovereign ratings issued by those agencies that are widely used in international capital markets have been exposed to increasing criticism during and after almost every financial crisis. Many international authorities proposed new frameworks for the regulation and supervision of the credit rating sector, whereby, many countries have taken various steps in this respect. A large body of academic studies has been rising series critics about the methodologies, statistical techniques used by CRAs and forecasting accuracies of the grades and ratings issued by those agencies. This study aims to cover the fundamental problems seen in sovereign rating methodologies in a broad perspective and the main criticism directed to the CRAs. The study displays and classifies the problem and shortcomings in sovereign rating which has been increasingly important issue with globalization of financial markets in recent years. It unfolds new international attempts to arrange, restructure and regulate the sovereign rating sector particularly after the 2007-2009 financial crisis which is erupted in the US and spilled all over the World.

Keywords : Credit Ratings, Credit Rating Agencies, Rating Methodologies and Restructuring.

JEL Classification Codes : G24.

Özet

Kredi Derecelendirme Kuruluşları (KDK) ve bu kuruluşların ülkelere verdiği, uluslararası sermaye piyasalarında da geniş bir kullanım alanı bulan kredi notları, yaşanan her finansal kriz sonrasında giderek artan bir şekilde eleştiriye maruz kalmaktadır. Birçok uluslararası otorite, kredi derecelendirme sektörünün düzenlenmesine ve denetlenmesine yönelik olarak önerilerde bulunmuş ve birçok ülke, kredi derecelendirme sektörünün düzenlenmesi ve denetimi yolunda önemli adımlar atmıştır. Özellikle akademik çalışmalar KDK'ların verdiği notların verilmiş yönteminin keyfilikliğini, içerdiği metodolojik ve yönetsel problemleri ve notların krizleri öngörme performanslarını ciddi biçimde eleştirmektedir. Bu çalışma, uluslararası bütünleşme ve küreselleşme çerçevesinde önemi artan ülke riskinin ölçümü süresinde büyük önem atfedilen KDK'lara yönetilen temel eleştirileri geniş bir perspektiften ele almak amacıyla gütmekte ve bu alandaki eksiklikleri göz önüne sermektedir. Çalışma ayrıca A.B.D.'de ortaya çıkıp tüm dünyaya yayılan 2007-2009 dünya finansal krizi çerçevesinde KDK'lara yönelik yeni düzenlemeleri, denetim öneri ve çalışmalarını konu ile ilgili kesimlere tanıtmaktadır.

Anahtar Sözcükler : Kredi Notu, Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Derecelendirme Yöntemleri ve Yeni Düzenlemeler.

1. Giriş

Borçlanıcı kuruluşların kredi değerliliğini tespit etme rolünü üstlenen **Kredi Derecelendirme Kuruluşları** (KDK) ve bu kuruluşların uluslararası yatırımcılar için oluşturduğu risk notları yanında ülke görünüm raporları küresel finans piyasalarına kılavuzluk etmişlerdir. En genel anlamıyla kredi derecelendirme (derecelendirme), bir kuruluşun veya bir finansal varlığın finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getirmeyeceğini tahmin etmek üzere kullanılan, söz konusu kuruluşun veya finansal varlığın geçmiş, cari nitel ve nicel verilerine dayanarak yapılan ve geleceğe yönelik projeksiyonlar üzerinden performans analizlerinin de yapıldığı bir sınıflandırma sistemidir (Gür 1998, Gültekin-Karakaş vd. 2011).

Günümüzde ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin önemli boyutlara ulaşması ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarını serbestleştirilmesi ile birlikte uluslararası sermaye hareketleri önemli boyutlara ulaşmıştır. Özellikle, finansal bütünleşme ve liberalleşme sürecinde sermaye akımlarının büyük artış gösterdiği 1990'lı yıllarda, sermaye akımlarının çok uluslu kuruluşların sağladığı resmi fonlar yerine, özel sermaye hareketlerine dönüşmesi, KDK'ların küresel ve yerel finans piyasalarındaki önemini artırmıştır. Finansman olanakları araştıran ülkeler, kamu kuruluşları, özel sektör kuruluşları ve finansal kuruluşlar ile ellerindeki fonları verimli bir şekilde değerlendirmek isteyen yatırımcıların bir araya geldikleri uluslararası piyasalarda, borçlanıcı kuruluşların kredi değerliliğinin doğru tespiti bu nedenle büyük önem arz etmektedir. Bu nedenle kredi notları, düzenleme ve risk yönetimi sürecinde daha çok kullanılan bir gösterge haline gelmiştir.

Bilindiği üzere finansal kuruluşların uymakla zorunlu oldukları bankacılık düzenlemeleri (Basel II, Basel III vs.) ve yürüttükleri risk yönetim sistemleri kredi notlarını bir gösterge olarak kullanmaktadır. Bu bağlamda bankacılık düzenlemeleri gereği yüksek riskli varlıklara daha yüksek karşılık ayrılması ve özellikle son dönemlerde geliştirilen likidite düzenlemelerinin kredi notlarına olan yüksek bağımlılıkları, finansal piyasaların kredi notlarının doğruluğuna daha büyük önem vermesine gerekeceği oluşturmıştır. Buna karşılık özellikle son yıllarda finansal nitelikli ve zaman zaman küresel krizlerin derinleşmesindeki etkileri nedeni ile KDK'lar, eleştirilerin ciddi odağı haline gelmişlerdir. Özellikle yapılandırılmış ürünlere (structured finance) verilen tartışmalı kredi notları ve bunun yol açtığı sorunlar KDK'lara yönelik eleştirileri artırmıştır. Bu doğrultuda hükümetler ve KDK'lar piyasaya olan güvenin geri kazandırılması amacıyla yeni düzenlemelere gitmektedir.

Bu çalışma uluslararası bütünleşme ve küreselleşme çerçevesinde giderek artan önem atfedilen KDK'lara ve onların verdiği ülke rating notlarına yönetilen temel eleştirileri geniş bir perspektiften ele almak amacını gütmekte ve bu alanda ortaya

çıkmiş önemli eksiklikleri göz önüne sermeyi amaçlamaktadır. Çalışma ayrıca A.B.D.'de ortaya çıkıp tüm dünyaya yayılan 2007 – 2009 dünya finansal krizi çerçevesinde yapılan yeni düzenlemeleri, denetim öneri ve çalışmalarını ciddi biçimde ele alan ilk çalışma olması bakımından önem taşımaktadır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Bu bölümü izleyen ikinci bölümde kredi notlarına ilişkin geçmişten günümüze oluşturulan literatüre göz atılacaktır. Üçüncü bölümde ise kredi derecelendirme piyasasında yaşanan sorunlar ele alınacak ve bu bölümde geçmişten günümüze kredi derecelendirme sektörüne ve KDK'lara yönelik yürütülen düzenleme ve denetim çalışmaları ayrıntılı biçimde incelenecektir. Son bölüm, sonuç ve önerilerden oluşacaktır.

2. Yazın Taraması

Ülke riski ve derecelendirme yazınında yer alan çalışmaları başlıca iki dönemde ele almak veya ayırmak gerekir. Eski çalışmalar genellikle 2000 yılına kadar olan çalışmaları kapsarken yeni çalışmalar 2000 yılları sonrasında günümüze kadar uzanan ve hukuktan ekonomiye, politik faktörlerden kurumsal faktörlere kadar birçok alanı kapsayan çalışmalardan oluşmaktadır.

Eski akademik çalışmalara göz attığımızda genellikle ülke kredi notlarını belirleyen etkenler üzerinde yoğunlaşıldığı görülmektedir. Bu çalışmalarda, ülke kredi notlarını dönemler itibarıyla hangi makro değişkenlerin, finansal göstergelerin ve siyasi faktörlerin etkilediği üzerinde durulmuştur¹. Örneğin, Cantor ve Packer (1996), ülke kredi notlarını geçmiş dönem içerisinde tahmin etmeye yönelik bir model geliştirmişlerdir. Kullandıkları analizde, sıralı probit model (ordered probit model) kullanılmış olup ülkelerin sahip oldukları kredi notlarının belli sıralı kategoriler içerisine düşme olasılıkları tahmin edilmiştir. Yüksek olasılığa sahip kredi notu kategorisi belli bir ülkenin belli bir döneme ait kredi notu olarak belirlenmiştir. Yine Gür (1998, 2001) ülke borç erteleme rasyolarını kullanarak tobit analizi ve panel data analizi sonuçlarını, ülke risk tablosu oluşturarak önceden tahmin yeteneği açısından kıyaslamakta ve 1998 Asya krizinin KDK'ların aksine, önceden öngörülebileceğini ortaya koymaktadır. Bu çalışmalarda KDK'ların yaptıkları analizlerindeki ciddi yetersizlik ilk defa ortaya konarken, bu kuruluşlara yönetsel eleştiriler getirilmiştir.

¹ Bkz. Gür 1998, 2001, Hu vd. 2002, Alexe vd. 2003, Bissoondoya-Bheenick 2005, Bennell vd. 2006.

İlerleyen yıllarda, birçok çalışma aynı sorunsal konu olarak literatürdeki yerini almıştır². Kullanılan modeller, birbirinden farklılık arz etse de esas itibarıyla Moody's, S&P ve Fitch gibi kredi derecelendirme sektörünü elinde tutan üç büyük KDK'nın kredi notları baz alınarak ortaya çıkan sonuçların KDK'ların verdikleri kredi notlarıyla tutarlı olup olmadığını araştırmaktadır. Çıkan sonuçların tutarlı olması halinde, üretilen modelden hareketle ülke kredi notlarını belirleyen ekonomik, finansal, mali ya da siyasi faktörlerin kredi notları üzerinde etkisi tartışılmıştır. Borç erteleme kararları ve konsolidasyon çalışmaları içerisinde uzun yıllar dikkat çekenler Frank & Cline (1971), Dhonte (1974), Grinols (1976), Feder & Just (1977), Sergen (1977), Mayo & Barret (1977), Smith (1977), Saini & Bates (1978), Fisk & Rimlinger (1979), Feder, Just & Ross (1981), Cline (1984), Kharas (1984), Edwards (1984), Beltratti (1990), Ngassam (1991), Ozler (1992), Hajivassiliou (1987 and 1994), Hernandez-Trillo (1995), Haque vd. (1996), Cantor ve Packer (1996), Gür (1998, 2001) Monfort ve Mulder (2000) ve Hu vd. (2002) çalışmalarıdır.

Konu ile ilgili yeni çalışmalardan Alexe ve diğerleri (2003), bir KDK'nın kullandığı/kullanabileceği ve bir ülke ekonomisinin özetini yansıtacak temsili değişkenleri kullanarak on yıllık zaman zarfında belli ülke grubunun kredi notlarını tahmin etmişlerdir. Ülkelerin geçmiş ödeme performansları dikkate alınarak, tanımlanan kukla değişkenler yardımıyla siyasi riskin de kullanılan modeller içerisinde kontrol edilmesi amaçlanmıştır. Alexe ve diğerleri (2003) çalışmalarında incelenen modelin ürettiği kredi notları ile (tahmin) gerçekleştirmeler arasında yüksek korelasyon bulunduğunu ifade etmektedirler. Öte yandan kredi notuna sahip olmayan ülkelerin verilerine modelin uygulanmasıyla makul kredi notu sonuçlarına ulaştıkları belirtilmektedir (Alexe vd. 2003, syf. 1). Bennell ve diğerleri (2006) ise, o döneme kadar çalışmalarda kullanılan sıralı probit/logit modellerin performansını yapay sinir ağı modeliyle karşılaştırmış ve yapay sinir ağıyla modellenen ülke kredi notlarının daha tutarlı ve doğru sonuçlar verdiği sonucuna ulaşmışlardır. Gültekin-Karakaş vd. (2011) ise son dönem çalışmalardan tematik olarak farklılaşmış ve ülkelerin kredi notlarını "gelişmiş" ve "gelişmekte olan" olarak ayırmış ve incelemişlerdir. Ülke kredi notlarını, ülkelerin "gelişmiş" ve "gelişmekte olan" niteliklerini dikkate alarak, KDK'ların kredi notu verme davranışlarında ülkelerin ekonomik koşullarına ek olarak gelişmişlik seviyelerinin de etkili olduğunu ifade etmişlerdir. Analizlerini "gelişmiş" ve "gelişmekte olan" ülke grubuna ayırarak ve toplu (pooled) olarak gerçekleştirmişlerdir. Analizlerinin sonuçlarının gerçek hayat örnekleriyle uyumlu olması nedeniyle, ülkelerin sahip oldukları "gelişmiş" ve "gelişmekte olan" gibi kategorik farklılığının KDK'ların kredi notu verme davranışlarında etkili olduğu sonucuna varmışlardır (Gültekin-Karakaş vd. 2011).

² 2002 yılında yapılan bir çalışma o döneme kadar ülke kredi notu tahminine odaklanan yaklaşık 50 farklı çalışmanın yapıldığını belirtmektedir (Hoti ve McAleer 2002).

Kredi notlarının KDK'ların kullandıkları değişkenler yardımıyla tahmin edildiği yukarıda bahsi geçen çalışmalarda, kredi notlarının credit default swap (CDS) gibi piyasa göstergeleriyle birlikte yer aldığı analizler ise yeni yeni literatürde yer almaya başlamıştır. Alexe vd. (2006), piyasa göstergelerinin çok değişken (volatile) olmaları nedeniyle kredi notlarının yerine kullanılmasının mümkün olmayacağını vurgulamışlardır. Öte yandan, gelişmekte olan ülkelerin CDS primleri ile kredi notları arasındaki ilişki farklı bağlamlarda bazı çalışmaların konusu olmuştur. Longstaff vd. (2007)'nin çalışmalarında 26 farklı gelişmekte olan ülkenin CDS spreadleri ABD hisse senedi piyasasına, yüksek getirili tahvil piyasasına, küresel risk iştahına ve sermaye akımlarına bağlı olarak incelenmiş olup kredi notları bu analizde bir değişken olarak kullanılmıştır. Öte yandan İsmailescu ve Kazemi (2010)'nun çalışmalarında, bir grup gelişmekte olan ülkenin kredi notu değişimlerinin o ülkelerin CDS spreadlerini ve dolaylı olarak diğer gelişmekte olan ülkelerin CDS'lerini nasıl ve ne yönde etkilediği incelenmiştir. Bu çalışmada, kredi notu artırımlarının ülkelerin CDS spreadlerinde kısa zamanda olumlu etki bıraktığı sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan, kredi notu indirimleri genel olarak ülkelerin CDS primlerine önceden yansdığından, not indiriminin ardından CDS spreadlerindeki sınırlı bir artış gerçekleştiği vurgulanmıştır (İsmailescu ve Kazemi 2010). CDS gibi piyasa göstergeleriyle kredi notlarının beraber incelendiği çalışmalarda, kredi notu veri iken (bağımsız değişken) CDS spreadleri gibi diğer piyasa göstergelerinin farklı senaryolarda nasıl etkilendiğine (bağımlı değişken) odaklanılmıştır.

Eski ve yeni nesil çalışmalardan anlaşılacağı üzere akademik ve istatistik-ekonometrik yaklaşımlarla ortaya konan tüm çalışmalar, KDK'larının ülke derecelendirme ve ülke notlarının verilme metodunun yetersizliğine vurgu yapmaktadır. Daha iyi öngörü performansı gösterebilecek modeller üzerine çalışmalar, özellikle finansal krizler sonrası artmakta ve KDK'larının temel eksiklikleri ve yetersizlikleri giderilmeye çalışılarak bu alanda düzenlemelere vurgu yapılmaktadır.

3. Kredi Notlarına Yönelik Eleştiriler ve Düzenlemeler

Çalışmanın bu bölümünde kredi notları ve KDK lara yöneltilen temel eleştiriler ve önerilen düzenlemeler üzerinde durulacaktır. Lehman Brothers'ın iflasının ardından türev ürünlerin yanlış derecelendirildiği iddiasıyla Kredi Derecelendirme Kuruluşları (KDK)'lara yöneltilen eleştiriler, Avro Bölgesi ülkelerine özgü sorunların artmasıyla birlikte ülke kredi notları üzerinde yoğunlaşmıştır (Gültekin-Karakaş vd. 2011). Eleştirilerin odak noktasında ülke kredi notlarının verilme sürecinin şeffaf olmaması yer almaktadır. Diğer bir eleştiri ise kredi notlarının piyasa göstergelerini oldukça geriden takip etmesi ve yapılan değişikliklerin piyasa algılamasını gereksiz ölçüde bozma potansiyelidir. Finansal veya ekonomik sorun yaşayan herhangi bir ülkenin not indirimi ardından ilgili ülke sorunlarının daha da artması, KDK'ların sistemik açıdan krizi tetikleyen kuruluşlar olarak algılanmalarına yol açmaktadır. Ülke kredi notlarının, risk

yönetiminde bir araç olarak yoğun olarak kullanılması da eleştirilmekte ve kredi notlarına alternatif olarak farklı göstergelerin kullanılması önerilmektedir (Partnoy 2001).

3.1. Kredi Notlarına Yönelik Eleştiriler

Akademik çevrelerce ve siyasi otoritelerce kredi notlarına yönelik olarak şu ana kadar birçok eleştiri dile getirilmiştir. Geçmiş dönemlerde kredi notlarına duyulan rahatsızlık daha sınırlı iken, yakın dönemde KDK'lara ve kredi notlarına getirilen eleştiriler daha sistematik hale gelmiştir. KDK'lara yönelik birçok ülke ve uluslararası kuruluş/organizasyon sistematik çalışmalar yürütmekte ve daha uzun soluklu projelere imza atmaktadırlar. Dikkate değer bir husus, yeni dönem ile birlikte yerel/küresel otoritelerin derecelendirme sektörünün yalnız cari sorunlarıyla ilgilenmeyip, geçmişten bugüne getirilen bütün eleştirilere çözüm arayışı içerisinde olmalarıdır. KDK'lara ve derecelendirme sektörüne yönelik eleştiriler çeşitlilik arz etmektedir. Bu eleştiriler başlıklar halinde aşağıda incelenmektedir.

3.1.1. Erken Uyarı Mekanizmaları İşlevinin Aksaması

KDK'ların, ülkelere kredi notları tahsis ederek esas olarak ülke varlıklarının riski hakkında piyasalara zamanında ve doğru bilgi vermesi beklenmektedir. Fakat ülkelerin kredi notu değişimlerinin – özellikle finansal stres dönemlerinde – piyasa göstergelerini geriden takip etmesi eleştirilerin odağı olmaktadır³. Her ne kadar KDK'lar ülkelere uzun dönem projeksiyonları baz alarak not verdikleri şeklinde kendilerini savunsalar da, ülke risklerini önceden belirleyip piyasaları bu bilgiler doğrultusunda yönlendirmesi beklenen KDK'ların kredi not değişiklikleri işlevsel olmamakta, erken uyarı mekanizması olma özelliklerini yitirmektedirler (Hoti ve McAleer 2002).

Özellikle Asya Krizinden sonra KDK'lar krizi öngörememeleri nedeniyle yoğun eleştiri almışlardır. Uluslararası piyasalarda, Latin Amerika ve Asya ülkelerinin içinde buldukları makroekonomik dengesizlikler ve dış finansman zorlukları nedeniyle oluşan kırılğan durumlarına rağmen söz konusu ülkelere sermaye akışları devam etmiştir. Bu ülkelerin içinde buldukları dengesizlikler, gelişen bir takım olaylarla (büyük şirketlerin iflası ve yabancı kreditoörlere olan borçlarını ödeyememeleri) kendilerini göstermeye başlayınca uluslararası piyasalardaki yatırımcılar durumdan duydukları huzursuzluğu daha önceden bu ülkelere sağladıkları fonların geri ödenmesini talep ederek göstermişlerdir. Söz

³ Piyasalardaki endişeler neticesinde yükselen CDS primleri ya da tahvil getirileri ülkelerin riskinin arttığını halihazırda teyit etmişken, KDK'lar ülkelerin kredi notlarını henüz indirmemiş olabilmektedir. Benzer şekilde, ülke ekonomisinin ve finansal koşulların iyileşmesine bağlı olarak piyasa göstergeleri bir ülke lehine değişmişken KDK'lar henüz bu ülkenin notunu artırmamış olabilmektedir.

konusu ülkelere piyasalarda duyulan güvensizlik, yatırımcıların bu ülkelerin varlıklarını portföylerinden çıkartmalarına sebep olmuştur. Bunun sonucunda bu ülkelerin varlıklarının değeri kredi notlarının düşürülmesinden önce düşmeye başlamıştır.

KDK'lar kriz sürecini yeterince iyi yönetememelerine ve krizleri önceden öngörememelerine rağmen, krizlerin ardından ülke kredi notlarını revize etmişlerdir. Özellikle Asya ve Latin Amerika krizlerinin ardından kısa vadeli borç stoku, kısa vadeli borç stokunun toplam borç stokunun içindeki payı, bankacılık sisteminin sağlamlığı, yabancı kreditorlerin riskli dönemlerde fonlarını geri çekme isteği gibi hususlarda daha temkinli davranan KDK'lar metodolojilerini yenilemişlerdir. Ancak, revizyon sürecinin krizlerin ardından gerçekleşmesi gelecekteki muhtemel krizlere karşı KDK'ların maruz olduğu öngörememe riskinin devam ettiğinin bir göstergesidir.

3.1.2. Not İndirimi Sonrasında Piyasaların Daha Da Bozulması

Not indirimlerinin ardından finansal göstergeleri ve genel ekonomisi zor durumda bulunan ülkelerin ekonomik, finansal ve mali koşulları daha da kötüleşebilmektedir. KDK'ların ülke ekonomisi için verdikleri ülke tavan notları (country ceiling)⁴ da bir ülkede faaliyet gösteren birçok özel kuruluşun borçlanma imkânlarını kısıtlamaktadırlar. Özellikle ülke varlıklarından çıkan yatırım fonları ve ülke varlıklarının likiditesinin azalmasına bağlı olarak daralan borçlanma imkânları, yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanan ülkeleri daha yüksek maliyetli borçlanmaya zorlamakta ve ülke risklerini daha da artırmaktadır (Partnoy 2006). Dolayısıyla KDK'lar, finans piyasalarının kırılma eğilimini daha da artırarak sistemik krizlere yol açmakla suçlanmaktadırlar.

Not indirimlerinin sonrasında piyasaların daha bozulmasına dair Asya Krizi süresince yaşananlar örnek verilebilir. Hatırlanacağı üzere, 1997 senesine kadar Asya ülkelerinin kredi notlarında herhangi bir değişiklik yapılmamış ancak bu tarihten sonra KDK'lar söz konusu ülkelerin notlarını art arda düşürmeye başlamışlardı. KDK'ların bu hareketleri, hem gerçekleşen krizin sonrasında yapılması hem de hali hazırda büyük miktarda sermaye çıkışlarının yaşandığı söz konusu ülkelerin finansman olanaklarını daha da kötüleştirilmesi sebebiyle uluslararası yatırımcıların içinde bulunduğu paniği daha da arttırdığı için uluslararası piyasalarda eleştirilmiştir (pro-cyclical effect)⁵.

⁴ Ülke tavan notları genel olarak ülke notlarının daha üzerinde yer almakla birlikte genel olarak ülke notlarının bir fonksiyonu olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla ülke tavan notları kredi notu artırımı veya indiriminden doğrudan etkilenmektedir (Kaminsky ve Schmukler 2002).

⁵ 1990'lı yılların başlarında özellikle Asya ve Latin Amerika ülkelerinin bütçe ve bütçe dışı mali yükümlülükler bağlamında endişe verici bir durum yok iken, 1997'li yılların sonuna doğru cari denge uluslararası rezerv pozisyonu gibi göstergelerdeki ve kurdaki bozulmalar söz konusu ülkelerin olası bir krize karşı kırılma eğilimini

3.1.3. Büyük Not İndirimleri

KDK'ların ülke kredi notlarını bir seferde birden çok kademe indirmesi de özellikle eleştirilen diğer bir husus olarak öne çıkmaktadır. Ülkelerin finansal, mali ve ekonomik göstergelerinde önemli bir değişiklik olmaksızın yapılan büyük not indirimleri, KDK'ların ülkeler hakkında sağlıklı analizler yapamadıkları ya da ülke kredi notlarının güvenilir olmadığı yönündeki endişeleri beslemektedir.

3.1.4. Metodolojilerin Açık Olmaması

2001 yılından bu yana yanlış kredi notu verilmesine bağlı olarak gelişen şirket iflasları KDK'ların metodolojilerini yeterince kamuoyuyla paylaşmadığı yönünde bir kanıyı beslemiştir. En son Lehman Brothers'ın batmasının ardından sıkça gündeme gelen KDK'lar, ABD'de 2001'de patlak veren Enron skandalı, 2002 yılında Worldcom ve 2003 yılında Parmalat gibi devlerin çöküşüyle birlikte söz konusu firmalara çok kısa süre önce yüksek not vermiş olmalarıyla dikkatleri üzerlerine çekmişlerdir. Tam yaşanan bu olumsuzluklar unutulmak üzere iken, Lehman Brothers'ın batmasının ardından küresel bir boyut kazanan finansal krizin derinleşmesine neden olan baş aktörlerinden birinin KDK'lar olduğu genel kabul görmüş bir önerme haline gelmiştir. Özellikle 2004 ve 2007 yılları arasında başta ABD olmak üzere çeşitli ülkelerdeki yatırım bankalarından bazılarının yüksek riskli konut kredileri olan Collateralized Debt Obligation'ları (Teminatlı Borç Senetleri, CDO) KDK'lardan yüksek kredi notu almak suretiyle ihraç etmişlerdir. Yüksek kredi notuna sahip, diğer bir deyişle düşük temerrüt riskine sahip ancak görece olarak yüksek getiri sağlayan bu enstrümanlar, bankalar, emeklilik fonları ve hedge fonlar tarafından yoğun şekilde tercih edilmiştir. Üç büyük KDK olan Moody's, S&P ve Fitch, özellikle CDO'lara verdikleri tartışmalı notlar ile yoğun şekilde eleştiriye uğramışlar, bu baskılar sonucunda 2008 yılı içinde yüksek kredi notuna sahip olan pek çok yatırım aracının notunu ani şekilde düşürmek zorunda kalmışlardır. Yatırım araçlarına verilen derecelendirme notlarındaki uygunsuzluğun ortaya çıkması sonucu karşılaştığı baskı neticesinde ABD ve Dünya'nın önde gelen KDK'larından olan ve verdiği yüksek derecelendirme notları nedeni ile suçlamaların odağı haline gelen Moody's, ABN Amro tarafından ihraç edilmiş olan ve kendilerince yüksek kredi notu verilen tahviller ile ilgili olarak "bilgisayar sistemlerindeki bir yazılım hatasının aslında daha düşük kredi notuna

artırmıştı. KDK'lar tarafından söz konusu durum herhangi bir risk unsuru olarak algılanmamış ve not indirimleri krizden önce gerçekleşmemiştir. Bu durumun sonraki dönemlerde de tekrar etmesi, KDK'ların krizleri öngöremedikleri yönündeki algıyı güçlendirmiştir. Öte yandan, KDK'ların analizlerini geleneksel yaklaşımın dışına çıkararak, koşulları sürekli değişen ve hızla gelişen uluslararası sermaye piyasalarının dinamiklerine göre revize etmeleri gerekirken, analiz metodolojilerinde sık güncelleme yapmamaları eleştirilerin artarak devam etmesine neden olmuştur. Burada bir yönüyle dile getirilen KDK'lara yöneltilen eleştiriler, başlıklar halinde ilerleyen bölümlerde ayrıntılı bir şekilde incelenecektir.

sahip olması gereken yatırım araçlarının yatırım yapılabilir seviyede notlandırılmasına neden olduğunu” iddia ederek kendini savunmuştur.

Türev ürünlerin ve yapılandırılmış ürünlerin derecelendirilmelerinde yürütülen metodolojilerin açık olmadığına ve kamuoyuyla yeterince paylaşılmadığına yönelik dile getirilen eleştiriler ülke kredi notlarını da kapsamaktadır. KDK'lara yöneltilen eleştirilerin belli bir bölümü de KDK'ların ülke kredi notu metodolojileri hakkında yeterli bilgiyi kamuoyuyla paylaşmamlarından kaynaklanmaktadır. Her ne kadar KDK'lar metodoloji raporları yayımlasalar ve bu raporları zaman zaman güncelleseler de, bu raporlar ülkelere not verilmesi sürecini aydınlatma konusunda yetersiz kalmaktadır. Söz konusu raporlarda, not verme sürecinde kullanılan göstergeler ve bu göstergelerdeki değişikliklerin kredi notu üzerindeki olası etkileri paylaşılmaktadır. Hâlbuki KDK'ların nihai karar süreçlerinin nasıl işlediği, kredi notunu etkileyen faktörlerin nasıl ağırlıklandırıldığı, benzer ülkelerle karşılaştırmaların nasıl yapıldığı, 'ülkenin siyasi durumu' gibi niteliksel unsurların karar aşamasında ne derece etkili olduğu gibi hususlar net değildir. Öte yandan, bir ülkenin kalkınma seviyesi, sosyal gelişmişlik derecesi gibi bir ülkenin borç ödeme kabiliyeti, özellikle de borç ödeme isteğiyle ilgisi noktasında soru işareti barındıran hususların kredi notu verme sürecinde etkili olması da eleştirilmektedir. KDK'lar, bu tür göstergelerin bir ülkenin borç ödeyebilme yeteneğini dolaylı olarak etkilediği görülmüştür.

3.1.5. Finansal Düzenlemelerde Kredi Notlarına Aşırı Bağımlılık

Küresel finansal sistemdeki bankacılık düzenlemeleri de dahil birçok düzenlemenin kredi notları baz alınarak yapılması KDK'ları finansal sistem açısından özellikle önemli kılmaktadır. Küresel finans sisteminde risk yönetimine ilişkin birçok hesaplama, ülke kredi notlarını başlıca değişken olarak kullanmaktadır (Partnoy 2001 ve Partnoy 2006). Nitekim en son Basel III ile zorunlu kılınan sermaye ve likidite düzenlemelerinde de kredi notları yüksek öneme sahiptir. Küresel düzenlemelerin yanında ulusal birçok düzenleme de kredi notları üzerinden yürütülmektedir. Öte yandan birçok kuruluş, çeşitli piyasalara varlık ihraç edebilmek için bir ya da birden çok KDK'dan kredi notu almak zorundadır. Dolayısıyla varlık ihraç süreçlerinde kredi notlarına, riskler hakkında bilgilenmekten daha çok düzenlemelerdeki zorunluluğu yerine getirmek için başvurulmaktadır⁶.

Kredi notlarının düzenlemelerde kullanılmasının yanında, düzenlemelerin tasarımı da eleştirilmektedir. Bu eleştirilerin en önemlisi, düzenlemelerde kredi eşik

⁶ Partnoy (2006), finansal düzenlemelerin yoğunluk kazandığı 1970'ler sonrasında önceden yatırımcılar tarafından talep edilen kredi notlarının, artık ihraç yapan kuruluşlar tarafından talep edildiğini belirtmektedir. Bu değişim sonrasında kredi notlarının, asıl fonksiyonları olan piyasaları bilgilendirmeden uzaklaşarak bir zorunluluğu yerine getirmek amacıyla kullanıldığını kaydetmektedir (regulatory license).

aralıklarının çok büyük olmasıdır (cliff effect). Örnek olarak, risk eşik derecesinin ‘yatırım yapılabilir seviye’ olarak baz alındığı bir düzenlemede, yatırım yapılabilir seviyenin en alt kademesinde bulunan bir varlık (BBB-) risksiz olarak değerlendirilirken, yatırım yapılabilir seviyenin bir alt kademesi (BB+) riskli olarak değerlendirilmektedir. Riskli varlığı elinde bulundurmak finansal sistem için maliyetli olacağından ihraç yapan kuruluş bu maliyetten doğrudan etkilenmektedir. Dolayısıyla risk aralıklarının daha sık kademelendirilmesi yoluyla maliyetlerin daha adil olarak paylaşılması mümkün olabilir.

3.1.6. Kredi Notlarının Kredi Riskini Göstermede Yetersiz Kalması

Kredi notlarının kredi riskini göstermede yetersiz kaldığı görüşü geçmiş dönemde sıklıkla savunulmuştur. KDK’ların bir kuruluşun ya da varlığın riskini doğru yansıtmadığı yönündeki argümanlara bağlı olarak piyasalardaki risk göstergelerinin (CDS primleri, tahvil getirileri, hisse fiyatları vd.) söz konusu varlıkların kredi riskini daha etkili ve doğru bir biçimde ortaya koyduğu sıklıkla öne sürülmektedir (Partnoy 2006). Ülke riskinin piyasalar tarafından anlık olarak fiyatlandığı söz konusu göstergelerin daha doğru bir değerlendirmeye işaret ettiği savunulmaktadır (efficient market hypothesis). Bu argümanın uzantısı olarak, söz konusu göstergeler finansal düzenlemelerde kredi notları yerine kullanılarak piyasalardaki maksimum ve minimum prim, getiri veya fiyat seviyelerine göre risk aralıkları belirlenebilecektir (örn. CDS primi 300 bp ve altında olan bir ülkenin yatırım yapılabilir olarak değerlendirilmesi gibi). Böylelikle herhangi bir KDK’nın subjektif yargısına gerek kalmadan risk yönetiminin ve gerekli düzenlemelerin sağlanabileceği ileri sürülmektedir.

Piyasa göstergelerine dayalı düzenlemelerin daha doğru olacağı değerlendirilmesine karşılık, ülke varlıklarının piyasa likiditesinin farklı olduğu (likiditesi yüksek varlığın primlerinin daha düşük olması) ve piyasadaki birçok farklı değişkenin bu göstergeler üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğu kaydedilmekte ve bu değişkenlerin sadece ülke riskini göstermeyebileceğine dikkat çekilmektedir. Öte yandan KDK’ların not verme sürecinde yalnız anlık riski değerlendirmeyip, geleceğe dönük projeksiyonları da dikkate aldığı hatırlandığında, piyasa göstergelerinin geleceğe yönelik muhtemel riskleri göstermeyebileceği ileri sürülmektedir. Ancak, hâlihazırda kullanılan ve uluslararası otoritelerin üzerinde uzlaşa sağladığı ekonometrik, matematiksel ve istatistiksel yöntemlerle piyasa verilerinin yansız (unbiased) ve tutarlı (consistent) göstergeler haline getirilmesi mümkündür. Diğer bir görüşe göre ise, piyasa aktörleri, ülkenin gelecek performansını da dikkate alarak fiyatlama davranışı göstermekte ve böylece kredi notlarına benzer şekilde piyasa göstergelerinin de ülkelerin gelecek performanslarını dikkate aldığı öne sürülmektedir. Böylelikle söz konusu göstergelerin kredi notlarının sahip olduğu tüm bilgiye sahip olduğu ve daha doğru bir risk göstergesi olarak kullanılabileceği savunulmaktadır.

3.1.7. Menkul Kıymet İhraç Edenlerin KDK'lara Ücret Ödemesi

Kredi derecelendirme sektöründe büyük ağırlığa sahip olan KDK'lar önceden hizmetlerini ücretsiz olarak gerçekleştirmekte ve gelirlerini notların ve yayınlarının satışından sağlamaktaydılar. Ancak daha sonraları sağladıkları hizmetler çeşitlendikçe, kredi değerliliğini tespit etme hizmetlerinin karşılığında ücret almaya başlamışlardır. KDK'ların kredi notu verdikleri borçlanıcılardan ücret almaları, finansal liberalleşme ve entegrasyon süreciyle birlikte gelişen sermaye piyasalarındaki enstrüman çeşitliliğinin ve bunun beraberinde getirdiği 'verilen daha fazla ücretin karşılığında daha yüksek not tayin edilmesi' olasılığına dair kuşklar doğurmuştur. Her ne kadar KDK'lar, daha fazla ücret karşılığında yüksek not verilmesi gibi bir eğilimin uzun vadede kendileri açısından büyük prestij kaybına sebep olacağını bilincinde olduklarını ve bu yönde bir motivasyonlarının bulunmadığını belirtse de, piyasalarda bu husus ile ilgili endişeleri giderememişlerdir.

3.2. KDK'lara Yönelik Düzenlemeler ve Finansal Kriz Sonrası Süreç

Kredi derecelendirme sektörünün güvenilirliği üzerine tartışmalar, özellikle Enron'un⁷ çöküşü ile başlamıştır. Avrupa Komisyonu'nun 6 Haziran 2001 yılında aldığı kararla Avrupa Menkul Kıymet Piyasa Düzenleyicileri Komitesi (Committee of European Securities Regulators, "CESR") kurulmuş, Kasım 2004'de özellikle Parmalat'ın⁸ çöküşü ile birlikte Komisyon bir değerlendirme çalışması yaparak KDK'ların Avrupa Birliği sınırları içindeki çalışmalarına yönelik düzenleme ve denetim esaslarını belirlemiştir. CESR yönetimi, Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Teşkilatı (**International Organisation of Securities Commissions, "IOSCO"**)⁹ ile uyumlu olarak 2008 yılına kadar düzenleme ve denetim esaslarında herhangi bir değişiklik öngörmemiştir.

⁷ Enron, 1985 yılında ABD'de kurulan ve enerji sektöründe hızla büyüyen bir şirkettir. Şirket, 2001 yılında iştiraklerinin kaydettiği zararlarla 1 milyar Dolara yakın zararlar daha fazla faaliyet gösterememiş ve aynı yıl iflas etmiştir. Şirketin iflasının kredi derecelendirme sektörüyle bağlantısı, şirkete ait iştiraklerin büyük zararlar kaydetmesine ve gerçekleştirilen muhasebe hileleriyle bunun gizlenmesine karşın, şirkete yüksek kredi notu verilmesidir. ABD'de söz konusu iflas olayı büyük bir yankı uyandırmış ve iflasın ardından çıkar çatışmasının önüne geçilmesi, şeffaflığın artırılması ve kamuoyuyla daha fazla diyalog talepleri daha da artmıştır.

⁸ Parmalat, 1961 yılında bir aile ve gıda şirketi olarak kurulmuştur. Şirket, Enron'a benzer şekilde hızla büyüyen sektöründe dev bir kuruluş haline gelmiştir. Şirket 2003 yılında türev enstrümanlara yaptığı yoğun yatırımlar ve bu yatırımların bilançolarında gösterilmemesi gibi muhasebe hileleri nedeniyle iflas etmiştir. İflasın hemen öncesinde gerek yatırım bankaları gerekse KDK'lar şirketin mali açıdan zor durumda olduğunu bilmelerine rağmen bunu görmezlikten gelmişlerdir. Bu durum şirketin 2003 yılında 500 milyon Avro tutarında ihraç planını geri çekmesine kadar sürmüştür. Enron olayına benzer şekilde, mali açıdan zorluklarla karşı karşıya olduğu bilinen şirketin kredi notu bu olaya kadar indirilmemiştir.

⁹ IOSCO, SEC benzeri düzenleyici otoritelerin uluslararası çatı örgütü olup kredi derecelendirme sektörüne yönelik düzenleme ve denetim faaliyetleri için yol gösterici bir kuruluş olma özelliği taşımaktadır. Yayımladığı İlerleme Raporları'yla ülkelerin kredi derecelendirme sektörüne yönelik gerçekleştirdiği

Ancak, Avrupa Komisyonu 12 Kasım 2008 tarihinde Brüksel’de yaptığı “Kredi Derecelendirme Kuruluşları” konulu basın toplantısında; “...piyasa güveninin tekrar teşkil edilmesi ve gelecekte yapılacak derecelendirme faaliyetlerinde yüksek standartların sağlanması amacıyla bazı düzenlemelerin yapıldığını” dile getirmiştir. Avrupa Parlamentosu’ndaki bahsi geçen düzenleme planları ile derecelendirmenin bağımsızlığının sağlanması ve çıkar çatışmalarının önlenmesi, derecelendirme faaliyetlerinin kalitesinin yeniden tesis edilmesi ve şeffaflığın tesis edilmesi ile efektif bir kayıt ve gözetim rejiminin kurulması hedeflenmiştir.

ABD’de ise 1975 yılında NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organisations)’nun oluşturulması ile KDK’ların tek bir çatı altında toplanması sağlanmış ve sonrasında 2006 yılında bu çatı yasal bir çerçeveye kavuşturularak “CRA Reform Act” Kongre’de onaylanarak yürürlüğe girmiştir. ABD’de 2008 yılı boyunca siyasetçiler tarafından Avrupa Birliği’ne benzer şekilde açıklamalar yapılmıştır. Bu kapsamda, 2002 ve 2007 yılları arasında yüksek riskli (sub-prime) ipoteğe bağlı menkul kıymetlerin derecelendirme sektörünün önde gelen üç kuruluşu olan Moody’s, Standard & Poor’s ve Fitch tarafından yüksek notlar ile derecelendirildikleri gerçeğinden hareketle KDK’ların daha şeffaf yöntemleri benimsemesi ve bu konuda yeni düzenlemelere gidilmesi gerektiği kararlaştırılmıştır. 2006’da yürürlüğe giren “CRA Reform Act”e ilave olarak 11 Temmuz 2008 tarihinde yapılan iki yeni değişiklik önerisi ile derecelendirme sektöründe çıkar çatışmalarını önlemek, sektör içinde rekabeti geliştirmek ve KDK’ların karşılaştırılabilirliklerini sağlamak üzere şeffaflığın sağlanması talep edilmiştir.

Finansal kriz öncesinde düşük hızda gerçekleşen KDK’ların denetlenmesine ve derecelendirme sektörünün düzenlenmesine yönelik çalışmalar kriz sonrası dönemde artarak devam etmiştir. Finansal kriz öncesinde kredi derecelendirme dünyasında KDK’ların kendi kendini denetlemesini benimseyen (self-regulation) bir sistem geçerliydi. Söz konusu dönemde kendi kendine denetimin çerçevesini, IOSCO tarafından 2004 yılında yayımlanan kurallar bütünü (Code of Conduct, “CRA Code”) çizmekteydi. 2007 yılının ikinci yarısından itibaren piyasalara egemen olan finansal kriz nedeniyle 2004 yılında oluşturulan CRA Code yeniden gözden geçirilmiş ve özellikle yapılandırılmış ürünlerin derecelendirmesine yönelik yeni düzenlemeleri içerecek şekilde 2008 yılında yeniden yayımlanmıştır¹⁰.

düzenleme ve denetleme faaliyetlerini izlemektedir. Kuruluşun herhangi bir yaptırım gücü olmamasına karşın, düzenleme ve denetleme faaliyetlerinde uluslararası koordinasyonun sağlanmasında büyük role sahiptir..

¹⁰ *CRA Code uygulamasına yönelik olarak 2009 yılı Mart ayında IOSCO tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında; değerlendirme altına alınan 21 kredi derecelendirme kuruluşundan (S&P, Moody’s ve Fitch’in de dahil olduğu) 7’sinin 2008 yılında yapılan revizyonları uygulamaya koyduğu belirlenmiştir.*

Küresel kriz sürecinde KDK'lara yönelik eleştiriler çerçevesinde, IOSCO Mayıs 2008'de gözden geçirdiği CRA Code¹¹ ile KDK faaliyetlerinin düzenlenmesi amacıyla yeni bir çerçeve ortaya koymuştur. G-20 Pittsburg Zirvesi'nde, her bir ülkenin bu çerçeve doğrultusunda kendi düzenlemelerini 2010 yılı itibarıyla bitirmeleri öngörülmüştür. Bu Zirve'de, yapılacak düzenlemelerin herhangi bir arbitraj avantajı oluşturmaması amacıyla ülkeler arasında eşgüdümün sağlanması şart koşulmuştur. IOSCO'nun sunduğu ve yerel otoritelerin düzenleme ve denetlemekle yükümlü oldukları kuralların yürürlüğe konulmasında ülkeler büyük aşama kaydetmişlerdir. Bu ülkeler arasında, finansal faaliyetlerin yoğun olarak yer aldığı ve KDK'ların merkezlerinin bulunduğu ABD ve AB başı çekmektedir. Söz konusu ülkelerde gerçekleşen düzenlemeler küresel çapta kredi derecelendirme sektörünün geleceğine yön vermekte ve diğer ülkeler için de ilham kaynağı olmaktadır. KDK'lara yönelik 2008'li yıllara kadar daha mikro bazda gerçekleştirilen çalışmaların, yaptırım gücü daha yüksek bir gözetim sistemini öngören hukuki düzenlemeler halinde devam etmesi piyasalar tarafından memnuniyetle karşılanmıştır.

ABD'de derecelendirme faaliyetlerine yönelik son düzenleme, Hazine Bakanlığı tarafından 2010 yılı Temmuz ayında; KDK'ların şeffaflığını artırmayı, denetim standartlarını sıkılaştırmayı ve piyasadaki KDK'lara bağımlılığı azaltmayı amaçlayan yeni bir Kanun (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) ile gerçekleştirilmiştir. Hazırlanan Kanun ile, KDK'larda çıkar çatışmalarını azaltmanın yanı sıra, ABD Sermaye Piyasası Kurulu'na (Securities and Exchange Commission, "SEC") bu kuruluşların denetimi ve gözetimi hususunda daha fazla yetki verilmesi amaçlanmıştır. Kanun ile çıkar çatışması, şeffaflık ve kamuoyunu bilgilendirme, SEC'nin denetim gücünün artırılması, KDK'lara olan bağımlılığın azaltılması ve SEC'nin KDK'lara yönelik faaliyetlerinin güçlü bir şekilde desteklenmesi gibi hususlarda düzenlemelerin yapılması planlanmıştır.

AB'de ise yürürlüğe giren son düzenleme, finansal krizin hemen ardından gerçekleşmiştir. Bu düzenleme, Avrupa Komisyonu tarafından 2009 yılında öneri olarak sunulmuş ve 7 Aralık 2010 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Uygulamaya giren bu düzenlemeyle i) derecelendirme faaliyetlerinin kalite ve standartlarının yükseltilmesi, ii) kredi derecelendirme sürecindeki şeffaflığın artırılması ve iii) KDK'ların iş modelinde ortaya çıkabilecek çıkar çatışmasının (conflict of interest) azaltılması için oluşturulan kurallara uymalarının sağlanması amaçlanmıştır.

IOSCO tarafından çerçevesi çizilen birçok düzenleme ABD ve AB başta olmak üzere birçok ülkede hayata geçirilmiştir. Söz konusu düzenlemeler ile KDK'lara yönelik çıkar çatışmalarını azaltılması ve kredi derecelendirme sektöründe rekabetin artırılmasını

¹¹ KDK'lara yönelik gerçekleştirilen son düzenlemeler IOSCO'nun web adresinden takip edilebilir. Bu çalışmada web adresindeki raporlar incelenmiştir (www.iosco.org).

hedeflenmekte, derecelendirme faaliyetlerine ait metodolojilerin daha açık şekilde kamuoyuyla paylaşılması ve bu sürecin şeffaflık içerisinde yürütülmesi amaçlanmaktadır. Bu öneriler çerçevesinde, kredi derecelendirme sektörünün düzenlenmesi ve KDK'ların denetimi için IOSCO tarafından konulan çerçeve ile ABD ve AB tarafından şu ana kadar yürürlüğe konulan düzenlemelere ilişkin detaylar başlıklar halinde aşağıda özetlenmektedir.

3.2.1. Metodolojilerin Şeffaflığı ve Denetimi

KDK'ların yürüttükleri derecelendirme faaliyetlerinin yatırımcılar nezdinde anlaşılır olması ve kredi notlarının nasıl verildiğine dair yeterli bilgiye sahip olunması amacıyla IOSCO bir çerçeve ortaya koymuştur. Çerçeve ile, KDK'ların, derecelendirme faaliyetlerinde kullandıkları metodolojilerini kamuoyuyla paylaşmaları zorunlu kılınmıştır. Buna yönelik olarak her bir KDK'nın içerisinde bir iç denetim birimi oluşturması ve kullanılan metodolojilerin bu birim tarafından denetlenip raporlanması esası getirilmiştir. Finansal krizin çıkışında önemli rol oynamış yapılandırılmış enstrümanlara yönelik de bir dizi düzenleme yapılması öngörülmüştür. Bu düzenlemeler arasında, i) söz konusu finansal ürünlerin derecelendirmelerinde kullanılacak notların diğer finansal ürünlerin derecelendirilmelerinde kullanılan kredi notu kategorilerinden ayrıştırılması ve farklı sembollerin kullanılması, ii) bu ürünlerin ön incelemesi veya ön derecelendirmesi kapsamında sunulan bütün bilgilerin kamuoyuna açıklanması ve iii) söz konusu ürünlerin derecelendirilmesi sürecinde aktif görev alan bir analistin aynı ürünün tasarımı sürecine müdahil olmaması yer almaktadır. IOSCO tarafından ortaya konulan çerçeve ABD ve AB'de yürürlüğe konulan düzenlemelerle hayata geçirilmiştir.

ABD'de yürürlüğe giren Kanun ile SEC, KDK'lardan kredi notlarının tespitinde izledikleri politikaların ve prosedürlerin belgelenmesini gerekli kılmaktadır. Böylelikle SEC, bütün KDK'ların iç kontrollerini, değerlendirme çalışmalarını (due diligence) ve derecelendirme metodolojilerinin uygulanmasını inceleyerek kuruluşların aldıkları kararların kamuya yaptıkları açıklamalar ile uyumlu olmasını garanti edecektir.

AB'de ise doğru kredi notunun verildiğine dair kamuoyunun bilgilendirilmesi amacıyla KDK'lardan kredi notu tayininde kullandıkları modelleri, metodolojileri ve temel varsayımları kamuoyu ile paylaşmaları talep edilmektedir. Her bir KDK'nın kendi bünyesinde bir iç denetim birimi oluşturulması ve derecelendirme faaliyetlerinde kullanılan metodolojilerin düzenli aralıklarla söz konusu birim tarafından denetlenerek üst yönetime her yıl bir rapor olarak sunulması sağlanmaktadır. İç denetim birimlerinin yönetim kurulunda en az iki bağımsız üyesinin bulunması, üyelerden en az birinin seküritizasyon ve yapılandırılmış ürünler alanında uzmanlaşmış olması ve bağımsız üyelerin şirket performansına bağlı olmadan ücretlendirilmesi şartı getirilmektedir. Ayrıca, bağımsız üyelerin tek bir dönem için seçileceği ve görev süresinin en fazla beş yıl

olacağı, ancak görevlerini kötüye kullanmaları halinde işlerine son verilebilmesi esası getirilmiştir.

3.2.2. Çıkar Çatışmasının Önlenmesi

KDK'lerden, derecelendirme faaliyetlerini, derecelendirilen finansal varlığın ya da kuruluşun riskini objektif ve açık bir şekilde gösterecek tarzda yürütmeleri beklenir. Ancak, KDK'lerden finansal kriz öncesine kadar ihraç edilecek menkul kıymetin tasarımı sürecinde danışmanlık hizmeti alınabilmekteydi. KDK'lerden alınan danışmanlık hizmeti neticesinde ihraç edilecek menkul kıymetin içerdiği risklerin ört bas edilebileceği endişesi ile, IOSCO tarafından KDK'ların derecelendirme hizmeti verdiği kuruluşları aynı zamanda danışmanlık hizmeti verememeleri esası getirilmiştir. IOSCO tarafından önerilen ve bu düzlemde değerlendirilebilecek diğer bir husus ise derecelendirme faaliyetinde çalışan personelin, KDK'nın diğer faaliyetlerinde görev almasının yasaklanmasıdır.

ABD'de, kriz öncesi dönemde KDK'ların kredi notu verdiği kuruluşlara danışmanlık hizmeti vermeleri hususunda var olan endişelerin giderilmesi amacıyla, KDK'ların kredi notu tahsis ettiği şirketlere danışmanlık hizmeti vermesi yasaklanmıştır. Öte yandan, şeffaflığın sağlanması adına, ihraççı tarafından ödenen ücretlerin yayımlanan raporlarda ifşa edilmesi tasarlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda, her bir kredi notu raporu, ihraççı tarafından KDK'ya son iki yıl içinde yapılan ödemelerin yanı sıra, en son yapılan ödemeyi de açık şekilde gösterecektir. Bir ihraççının, kendisi için yapılan derecelendirme faaliyetlerinde, daha önceden görev yapmış bir KDK çalışanını işe alması durumunda, ilgili KDK, bu ihraççının kredi notunu herhangi bir çıkar çatışmasını saptamak adına tekrar inceleyecek ve gerektiği takdirde değiştirebilecektir. İç denetimin sağlanması için ise, her KDK, iç kontrollere ve süreçlere uyumu denetleyen ve doğrudan yönetim kurulu ya da kıdemli yöneticiye raporlama yapan bir denetleme görevlisi tayin edecektir. Bu görevli; kuruluş içerisinde derecelendirme, pazarlama, satış ya da ücret belirleme faaliyetlerinde yer almayacak, sadece SEC'ye yıllık raporlama yapacaktır.

AB'de ise KDK'lardan, bir yapılandırılmış ürünün derecelendirilmesi sürecinde aktif olarak yer alan bir analistin aynı ürünün tasarımı hakkında yorum ve öneride bulunması yasaklanmıştır. Bu minvalde, KDK'ların derecelendirmeye tabi firmalara danışmanlık hizmeti vermeleri engellenmektedir. Tarafsızlığı sağlamak üzere, KDK'larda çalışan analistlerin beş yıllık aralıklar ile rotasyon usulüne göre çalıştırılmaları şartı getirilmektedir. Öte yandan, KDK'lara kayıt için yapılan başvuruların tek bir merkezde toplanması amacıyla Avrupa Sermaye Piyasaları Kurulları Komitesi yetkilendirilmekte ve Komite bünyesinde, KDK'ların geçmiş performanslarına yönelik bilgilerin ve yayımladıkları verilerin saklanacağı merkezi bir yapının oluşturulması öngörülmektedir.

3.2.3. Şeffaflık ve Hesap Verebilirliğin Artırılması

IOSCO tarafından, hem KDK'ların, hem de KDK çalışanlarının gelirlerinin daha şeffaf ve hesap verebilirlik ölçülerinde olması ve bunun denetlenmesi şartı getirilmiştir. Öte yandan, kredi notu kararlarının ve kredi notu değişimi olmaksızın güncellemelerin zamanında kamuoyuyla paylaşılması esası getirilmiştir. Kredi notu değişimlerine veya teyidine yönelik basın duyurularında kararın gerekçesinin ayrıntılı olarak verilmesi şart koşulmuştur. Şeffaflığın artırılması amacıyla, faaliyet gösterilen her bir sektörün geçmiş yıllara ait temerrüt oranlarının yayımlanması şartı getirilmiştir. Böylelikle yatırımcılara söz konusu sektörün geçmiş yıllardaki performansı hakkında bilgi verilmesi amaçlanmıştır.

Şeffaflık ve hesap verebilirlik hem ABD hem de AB düzenlemelerinde üzerinde önemle durulan bir husustur. ABD'de finansal kriz öncesinde özellikle yapılandırılmış ürün ihraç edecek bir kuruluş, herhangi bir KDK ile çalışmaya karar vermeden önce onlardan bir kredi notu talep edebilmekte, ardından ilgili finansal ürün için en yüksek notu veren kuruluşla sözleşme imzalamaya karar verip yalnızca bu notu kamuoyuna açıklamaktaydı. Kanun ile, ihraççıların farklı KDK'lardan aldıkları kredi notlarını kamuoyuyla paylaşmaları zorunlu hale getirilerek, yatırımcıların daha sağlıklı karar almalarının sağlanması hedeflenmektedir. Öte yandan, notlama terminolojisinde yapılandırılmış ürünlerin riskini ayırtmak için farklı semboller kullanılacaktır. Bununla, yaşanan finansal krizde karşılaşılan sorunlardan biri olarak görülen, yapılandırılmış finansal ürünlere ilişkin risklerin diğer enstrümanlarla özdeş olarak değerlendirilmesinin önüne geçilmesi planlanmıştır. Buna ilave olarak, bir kredi notu saptanırken risklere dair nicel ve nitel hususların kamuoyuna açıklanması şartı getirilmiştir. Ancak Kanun'da, kredi notlarının yatırımcıların kendi değerlendirme çalışmalarının ('due diligence') ikamesi olarak düşünülmemesi gerektiği de ifade edilmektedir. Bu nedenle, yatırımcının kontrolünü sağlamak adına, KDK'ların kullandıkları temerrüt olasılığı, temerrüt halinde tahmini olarak oluşacak zarar ve bir kredi notunun varsayımlardaki olası değişikliklere hassasiyeti gibi hususları ayrıntılı şekilde raporlamaları esası getirilmiştir. Söz konusu raporun değişik menkul kıymetler ve kuruluşlar için karşılaştırılabilir bir formatta hazırlanması gerekmekte olup, böylelikle farklı yatırımların getirdiği risklerin daha iyi tahmini suretiyle piyasa disiplininin sağlanmasına yardımcı olması öngörülmektedir.

AB'de ise, ABD'de yapılandırılmış ürünlere yönelik gerçekleştirilen düzenlemelere benzer şekilde, yapılandırılmış ürünlere kredi notu verilmesi sürecinde, bu enstrümanları diğer kredi notu kategorilerinden ayıracak yeni "işaretler" eklenmesi istenmektedir. Ayrıca, yapılandırılmış ürün ihracı öncesinde ihraççının, KDK'lardan ön derecelendirme kapsamında aldığı farklı kredi notları içerisinde en yüksekini seçerek ürünün kredi notu olarak belirlemesini (rating shopping) engellemek amacı ile KDK'lardan gerekli önlemleri almaları için çalışmalar yürütmesi talep edilmiştir. Şeffaflığın temini

amacıyla KDK'ların yapılandırılmış finansal ürünlerin ön incelemesi veya ön derecelendirmesi kapsamında kendilerine sunulan bütün bilgileri kamuoyuna açıklamaları zorunlu kılınmaktadır.

3.2.4. Rekabetin Artırılması

Kredi derecelendirme sektörünün oligopolistik bir yapıda olması nedeniyle KDK'ların rekabetten uzak çalıştığı ve bu durumun söz konusu kuruluşları hesap verebilirlik ve şeffaflıktan uzaklaştırdığı sıkça dile getirilen bir argümandır. IOSCO tarafından kredi derecelendirme sektöründe rekabetin artırılması amacıyla ülkelerin çalışma yapmaları özendirilmektedir.

Birçok ülke KDK'lar hususunda düzenlemeye gitmiştir. IOSCO tarafından yayımlanan İlerleme Raporları'nda birçok ülkenin yukarıdaki başlıklar kapsamında ilerlemeler kaydettiği açıklanmıştır. Önemli bir unsur olarak ABD'de, hâlihazırda, SEC, NRSRO kapsamında değerlendirilecek kurum sayısını artırmak amacıyla başvuru kabul etmekte ve gerekli koşulları sağlayan kuruluşlara faaliyet lisansı vermektedir¹².

3.3. KDK'lara İlişkin Yapısal Sorunlara Alternatif Çözümler

Bir önceki bölümde ayrıntılı bir şekilde incelendiği üzere, birçok ülke yürürlüğe soktuğu yeni düzenlemelerle, derecelendirme faaliyetlerinde izlenen yöntemin şeffaf bir şekilde kamuoyuyla paylaşılması, çıkar çatışmalarının önlenmesi ve derecelendirme sürecinde uygulanan metodolojilerin kamuoyuyla daha sağlıklı bir şekilde paylaşılması gibi hususları büyük oranda benimsemiştir. Ancak, finansal kriz öncesi dönemde birçok eleştirinin hedefinde olan kredi derecelendirme sektörünün oligopolistik yapısı henüz kırılabilmiş değildir. Hala kredi derecelendirme sektöründe Moody's, S&P ve Fitch'in ağırlığı hissedilmektedir. Ancak, ABD başta olmak üzere piyasaya daha çok kuruluşun kazandırılması yolunda yürütülen çabalar devam etmektedir. KDK'lara dönük denetimin artırılması ve derecelendirme faaliyetlerine yönelik düzenlemelerin yanı sıra, hâlihazırda daha yapısal sorunlara odaklanan çalışmalar da gerçekleştirilmektedir. En son 2010 yılı Ekim ayında Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board, "FSB"), kredi notlarına aşırı bağımlılığın azaltılması ve içsel derecelendirmenin kullanım alanının yaygınlaştırılmasını teminen çalışmalar yürütülmesi konusunda karar almıştır. Diğer yandan, Avrupa Komisyonu hazırladığı bir raporda kredi notlarına aşırı bağımlılığın

¹² 25 Mayıs 2010 itibarıyla NRSRO kapsamında değerlendirilen KDK sayısı 10'dur. Bunlar: Egan-Jones Rating Company, Realpoint LLC, LACE Financial Corp., A.M. Best Company Inc., DBRS Ltd., Fitch Inc., Japan Credit Rating Agency Ltd., Moody's Investors Service Inc., Rating and Investment Information Inc., Standard & Poor's Ratings Services'tir. Kaynak: <<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency.htm>> 23.08.2011.

azaltılması için önerilerde bulunmuş ve kredi notlarına alternatif olabilecek göstergeler üzerinde çalışılması gerektiği vurgulamıştır.

FSB ile Avrupa Komisyonu'nun söz konusu çalışmalarına daha detaylı bakılacak olursa, FSB Yönetim Komitesi'nin talepleri doğrultusunda İngiltere Merkez Bankası Başkanı yönetimindeki FSB Üst Düzey Çalışma Grubu, KDK'lara olan bağımlılığı azaltmak amacıyla 10 Ağustos 2010 tarihli taslak bir doküman hazırlamıştır. Taslak dokümanda belirtilen hususlar G-20 üyeleri tarafından kabul görmüştür. Buna göre, kredi notu kullanımının kısıtlanmasına dair beş ana başlık altında görüş bildirilmiştir. Beş farklı başlık altında bildirilen görüşlerin ortak noktası; bankaların, piyasa aktörlerinin ve kurumsal yatırımcıların, varlık portföylerinin kredi riskini kendilerinin değerlendirmelerinin özendirilmesidir. Böylelikle, çok az sayıda kredi kuruluşunun tayin ettiği kredi notlarına bağımlılığın azaltılarak, derecelendirme faaliyetlerinde yaptıkları hataların gelecekte bir daha sistemik krize sebep olmaması öngörülmektedir. Öte yandan, kredi notlarının finansal işlemlerde mekanik olarak kullanılmasının önüne geçilmesinin önemi vurgulanmaktadır¹³. Herhangi bir borçlanma aracı çıkaran kuruluşun ya da ülkenin kredi notu değiştiğinde, bunun piyasa tarafından toplu bir reaksiyona sebep olduğu, böylelikle piyasada negatif yönde kendini besleyen bir döngünün oluştuğu ve volatilitenin arttığı bilinmektedir. FSB'nin söz konusu dokümanında da, kredi notlarının doğrulunun sorgulanmaksızın mekanik olarak kullanılması neticesinde finansal çalkantıların yaşanabileceğine ve bunların sistemik krizlere yol açabileceğinin altı çizilmektedir. FSB tarafından yürütülen çalışmalarda finansal piyasalarda kredi notu kullanımının azaltılması için sunulan önerilerin geliştirilmeye ihtiyaç duyduğunun altı çizilse de, kredi notları ve KDK'ların yakın gelecekte G-20 ve diğer uluslararası düzenleme platformlarında yoğun bir biçimde tartışılacağı anlaşılmaktadır¹⁴.

Kredi notlarına ve KDK'lara yönelik bir diğer yapısal düzenleme ve değişiklik önerisi de AB Komisyonu tarafından dile getirilmiştir. Komisyon 5 Kasım 2010 tarihinde "Public Consultation on CRA" başlıklı bir rapor hazırlamıştır. Raporla, kredi notlarına

¹³ Kredi notlarının mekanik olarak kullanılmasından, gerek bankacılık sektöründe sermaye ve likidite düzenlemelerinde, gerekse yatırım fonlarının portföy tercihlerinde belli kredi notu aralıklarının farklı risk ağırlıklarına sahip olması ve bunların kuruluşların risk yönetiminde sorgulanmadan kullanılması kastedilmektedir.

¹⁴ En son yaşanan küresel krizin ardından küresel finansal sektöre yönelik düzenlemeler FSB çatısı altında gerçekleştirilmektedir. Söz konusu kuruluş birçok başlık altında finansal sektöre yönelik düzenlemeleri tartışmaktadır. Tartışılan başlıklardan birisi de KDK'lara bağımlılığın azaltılmasıdır. Bu amaçla düzenlenen çalışmalar kredi notlarına bağımlılığın azaltılmasının yanında kredi notları yerine kullanılabilir alternatifleri de tartışmaktadır. Basel III kapsamında kararlaştırılan likidite ve sermaye düzenlemeleri yoğun olarak kredi notlarını gösterge olarak kullanmaktadır. FSB çatısı altında ilerleyen ve nihai olarak kredi notlarına bağımlılığın azaltılması halinde söz konusu likidite ve sermaye düzenlemeleri kredi notlarının bir fonksiyonu olmaktan büyük bir ölçüde arındırılacaktır. Sadece FSB değil IMF çatısı altında da KDK'ların ülke kredi notları bağlamında tartıştığı çalışmalar bulunmaktadır (bkz: IMF 2010).

aşırı bağımlılığın azaltılması için bir dizi öneride bulunulmuştur. AB Komisyonu tarafından yürütülen çalışmaların FSB tarafından yürütülen çalışmalardan önemli bir farkı, finansal kuruluşların yapmış oldukları kredi riski değerlendirmelerinde kredi notlarının yanı sıra farklı unsurları da göz önünde bulundurmalarını önermesidir. Söz konusu önerinin ayrıntılarında, kredi riski değerlendirilecek kurum ile yapılan “due diligence” süreçlerinden elde edilen verilerin, kamuya açık verileri ve güncel piyasa verilerinin (tahvil fiyatları, *credit default swap- (CDS)* primleri) kullanılabilmesi vurgulanmıştır. Böylelikle ilk defa akademi haricinde, siyasi bir otorite tarafından da CDS’ler gibi piyasa göstergelerinin kredi notlarına bir alternatif olabileceği dillendirilmiş olmaktadır. AB Komisyonu tarafından yürütülen çalışmalarda ilk defa ülke kredi notlarına yönelik sorunlara değinilmiş ve çözüm önerilerinde bulunulmuştur. Finansal krizin ardından gerçekleştirilen düzenleme çalışmalarının odağında yapılandırılmış ürünler var iken, ülke kredi notlarının içerdiği aksaklıklar Komisyon tarafından yürütülen çalışmayla gün yüzüne çıkarılmıştır.

4. Sonuç: KDK’lara Yönelik Düzenlemelerin Dünü, Bugünü ve Yarını

KDK’lara yönelik düzenlemeler kredi notlarının yoğun olarak kullanılmaya başladığı 1980’lerden bugüne değin devam etmiştir. KDK’lara yönelik eleştirilerin yoğunlaştığı dönemlerde, düzenleme çalışmaları hız kazanmıştır. Son finansal krizle birlikte IOSCO’nun temel çerçevesini çizdiği kurallar kapsamında ülkeler önceki bölümlerde ayrıntı bir şekilde ele alınan hususlarda büyük aşamalar kaydetmişlerdir. Ancak, derecelendirme sorunsalına yönelik daha kapsamlı ve yapısal çözümlerin gerektiğine dair çalışmalar da yok değildir. Burada vurgulanması gereken husus, söz konusu çalışmaların henüz çok yeni olmasıdır. FSB ve AB Komisyonu’nun çalışmaları bu anlamda iyi birer örnek teşkil etmektedir. Söz konusu iki kuruluş, kredi notlarına aşırı bağımlılığın azaltılmasına yönelik olarak çözüm önerileri sunmuş ve otoriteleri bu öneriler üzerinde çalışmaya davet etmiştir. AB Komisyonu ilk defa ülke kredi notlarının, kredi derecelendirme sektöründeki problemleri alanlardan biri olduğuna işaret etmiştir. Ülke kredi değerliğinin belirlenmesinde piyasa göstergelerinin de kullanılması gerektiğine vurgu yapmıştır. Bu noktada ilgi çekici bir konu, CDS’lerin ve ülke tahvil getirileri/spreadlerinin kullanılabilmesini belirtmiş olmasıdır.

Son dönem düzenlemelerinde ilk göze çarpan husus, söz konusu düzenleme faaliyetlerinin kredi derecelendirme sektörünün dönemsel olmayan, daha yapısal sorunlarıyla ilgilenmesidir. Özellikle küresel otoriteler tarafından kredi notlarına bağımlılığın azaltılması ve alternatif göstergelerin kullanılması gibi hususlarda yürütülen çalışmalar bunu açıkça göstermektedir. Son finansal krizle birlikte kredi derecelendirme sektörüne yönelik daha yapısal çözüm arayışları, önümüzdeki günlerde küresel düzenleme otoritelerinin ve siyasi otoritelerin bu konuya daha uzun soluklu ve derinlikli yaklaşacaklarının bir işareti olarak değerlendirilebilir. Zira, gerek FSB, gerekse AB

Komisyonu tarafından yürütülen çalışmalar bir öneri niteliğinde olup, konu üzerinde farkındalık oluşturulmasına yöneliktir. Asıl amaç, küresel çapta karar alıcıları konu üzerinde düşünmeye teşvik etmek ve olası çözümler üzerinde bir uzlaşma oluşturmaktır.

Kaynakça

- Alexe, S. ve P. Hammer, A. Kogan, M. Lejeune (2003), “A Non-Recursive Regression Model for Country Risk Rating”, *Rutcor Research Report*, RRR 9- 2003, Rutgers University Piscataway, New Jersey.
- Ban, Ü. ve N. Yörük (2003), “Derecelendirme, Derecelendirme Yöntemleri ve Avrupa Birliği’ne Giriş Öncesi Türkiye Açısından Değerlendirme”, *VII. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler*, İstanbul Üniversitesi, 22-25 Ekim 2003, ss. 523-557.
- Belratti, A. (1990), “Empirical Estimates of the Debt Capacity to Repay a Foreign Debt: A Vector Autoregressive Methodology”, in: H. O’Neil, (ed), *Third World Debt: How Sustainable are Current Strategies and Solutions?*, Frank Cass, London.
- Bennell, J.A. ve D. Crabbe, S. Thomas, O. Gwilym (2006), *Modeling Sovereign Credit Ratings: Neural Networks versus Ordered Probit, Expert Systems with Applications*, 30. sf. 415–425.
- Bissoondoyal-Bheenick, E. ve R. Brooks, A.Y. Yip (2005), “Determinants of Sovereign Ratings: A Comparison of Case-Based Reasoning and Ordered Probit Approaches”, *Monash Econometrics and Business Statistics Working Papers 9/05*, Monash University, Department of Econometrics and Business Statistics.
- Brewer, T.L. ve P. Rivoli (1990), “Politics and Perceived Country Creditworthiness in International Banking”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 22. ss. 357-369.
- Cantor R. ve F. Packer (1994), “The Credit Rating Industry”, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer-Fall Issue. ss. 1-26.
- Cline, W.R. (1984), *International Debt: Systematic Risk and Policy Responses*, Institute of International Economics, Washington, DC. pp. XIX–317.
- Commission of the European Communities (2008), *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, Brussel.
- Dale R.S. ve S.H. Thomas (1991), “The Regulatory Use of Credit Ratings in International Financial Markets”, *Journal of International Securities Markets*, Spring Issue, ss. 9-18.
- Dhonte, P. (1974), *Quantitative Indicators and Analysis of External Debt Problems*, IMF mimeo, Washington DC.
- Edwards, S. (1984), “LDC Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation 1976-80”, *American Economic Review*, Vol.74 (4), pp. 726-734.

- Ettinger, P.R. ve D.E. Golieb (1962), *Credit and Collections*, Prentice-Hall Inc. sf. 119–120.
- Feder, G. and R.E. Just (1977), “A Study of Debt Servicing Capacity Applying Logit Analysis”, *Journal of Development Economics*, Vol. 4 (1), Pages 25-38.
- Feeder, G.R. Just and K. Ross (1981), “Projecting Debt Service Capacity of Developing Countries”, *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, vol. 16(5), pp. 651-669.
- Fisk, C. and Rim Linger, F. (1979), *Nonparametric Estimation of LDC Repayment Prospects*, CIA mimeo, Washington DC.
- Frank, C.R. Jr. and W.R. Cline (1971), “Measurement of Debt Servicing Capacity: An Application of Discriminant Analysis”, *Journal of International Economics*, Vol.1 (3), 327-44.
- Grinols, E. (1976), *International Debt Rescheduling and Discrimination Using Financial Variables*, US Treasury Department mimeo, Washington, DC.
- Gültekin-Karakas D., M. Hisarcıklılar, H. Öztürk (2011), “Sovereign Risk Ratings: Biased Toward Developed Countries?”, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 47, Supplement 2: 69-87.
- Gür, T.H. (1998), “External Debt and Empirical Models for Country Risk Assessment”, Capital Markets Board of Turkey (SPK), Pub. Number 117, Ankara, (1995) *Ph.D. Dissertation*, State University of New York at Albany, Department of Economics.
- Gür, T.H. (2001), “A Country Risk Assessment Model and the Asian Crisis”, *Central Bank Review*, 1(2001) 49-68.
- Hajivassiliou, V.A. (1987), “The External Debt Repayment Problems of LDC’s: An Econometric Model Based on Panel Data”, *Journal of Econometrics*, 36(1-2), 205-230.
- Hajivassiliou, V.A. (1994), “External Debt Crises of Developing Countries”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 9(2), 109-131.
- Haque, N.U. ve N. Mark, D. Mathieson (1997), “Rating the Raters of Country Creditworthiness”, *Finance and Development*, Vol. 34. ss. 10- 13.
- Hernandez-Trillo, F. (1995), “A Model-Based Estimation of the Probability of Default in Sovereign Credit Markets”, *Journal of Development Economics*, Vol. 64, 163-179 Vol 4. 163-179.
- Hoti, S. ve M. McAleer (2002), *Country Risk Ratings: An International Comparison*, Department of Economics, University of Western Australia.

- Hu, Y.T., ve R. Kiesel, W. Perraudin (2002), “The Estimation of Transition Matrices for Sovereign Credit Ratings”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 26. ss. 1383-1406.
- IMF (2010), *The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings (in Global Financial Stability Report; Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity)*, International Monetary Fund, Washington.
- İnce, M. (1996), *Devlet Borçlanması (Kamu Kredisi)*, Ankara: Seçkin Yayınevi, Beşinci Baskı.
- İsmailescu, I, ve H.B. Kazemi (2010), “The Reaction of Emerging Market Credit Default Swap Spreads to Sovereign Credit Rating”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34. ss. 2861-2873.
- Kharas, H. (1984), “The Long-run Creditworthiness of Developing Countries: Theory and Practice”, *Quarterly Journal of Economics*, August. 415–439.
- Kaminsky, G. ve S.L. Schmukler (2002), “Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?”, *World Bank Economic Review*, Vol. 16. ss. 171-195.
- Longstaff, A.F. ve J. Pan, L.H. Pedersen, K.J. Singleton (2007), “How Sovereign is Sovereign Credit Risk?”, *NBER Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Monfort, B. and C. Mulder (2000), “Using Credit Ratings for Capital Requirements on Lending to Emerging Market Economies: Possible Impact of a New Basel Accord”, *IMF Working Paper*, No 00/69.
- Mayo, A.L. ve A.G. Barret (1977), “An Early-Warning Model for Assessing developing Country Risk in Developing Countries”, in S.H. Goodman, (ed.), *Financing and Risk in Developing Countries*, New York : Praeger Publishers.
- McCreevy, (2008), *Press Conference on Credit Rating Agencies*, Brussels, 12 November 2008.
- Ngassam, C. (1991), “Factors Affecting the External Debt-Servicing Capacity of African Nations: An Empirical Investigation”, *The Review of Black Political Economy*, Vol. 20, Issue 2, pp. 45-64.
- Ozler, S. (1992), “The Evaluation of Credit Terms”, *Journal of Development Economics*, 38(1), January, pp. 79-97.
- Gultekin-Karakas, D. ve M. Hisarciklilar, H. Ozturk (2011), “Sovereign Risk Ratings: Biased Towards Developed Countries?”, *Emerging Markets Finance and Trade* (baskıda).
- Partnoy, F. (2001), “The Paradox of Credit Ratings”, *University of San Diego Law&Econ. Research Paper*, No: 20, University of San Diego.

- Partnoy, F. (2006), “How and Why Credit Rating Agencies are not Like Other Gatekeepers”, *University of San Diego Legal Studies*, Paper 07- 46, University of San Diego.
- Saini, K. ve P. Bates (1978), “Statistical Techniques for Determining Debt-Service Capacity for Developing Countries”, *Federal Reserve Bank of New York Research Paper*, No 7818.
- Sergen, N. (1977), “Economic Indicators and Country Risk Appraisal”, *Economic Review of the Federal Reserve Bank of San Francisco*.
- Smith, G.W. (1977), *The External Debt prospects of the Non-oil Exporting Developing Countries: an Econometric Analysis*, Overseas Development Council NIEO Series, No 10, Washington, DC.