

KREDİ DERECELENDİRME VE FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Gülhan SUADIYE *

ÖZET

Küresel sermaye, 1990'lı yıllardan bu yana, gelişmekte olan ülke piyasaları için önemi giderek artan bir fon kaynağı haline gelmiştir. Bu süreçte kredi derecelendirme kuruluşları, kurumsal yatırımcıların portföy tercihlerini, sermaye akışının yönünü, boyutunu ve kompozisyonunu belirlemede önemli bir yer edinmiştir. 1997-98 Asya Krizi ve sonrasında yaşanan gelişmeler, her ne kadar kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke riski değerlemelerine ilişkin yoğun bir tartışmayı gündeme getirirse de, kredi derecelendirmenin, hem fon maliyeti hem de kurumsal yatırımcıların belirli türdeki finansal enstrümanları elinde tutma isteği üzerinde hala güçlü bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bu çalışmada amaç, kredi derecelendirme ve kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal piyasalar üzerindeki etkilerini ele almaktır.

Anahtar Kelimeler: kredi derecelendirme, kredi derecelendirme kuruluşları, finansal piyasalar

ABSTRACT

Global capital has become an increasingly important source of funding for many emerging market countries since 1990's. Meanwhile, credit rating agencies have been vital importance for determining both portfolio preferences of institutional investors and direction, size and composition of capital flows. Although the experience in the period during and after the Asian crisis of 1997-98 has lead to an extensive debate about credit rating agencies' evaluation of sovereign risk, it is viewed that credit ratings still have a strong impact on both the cost of funding and the willingness of institutional investors to hold certain types of financial instruments. In this paper, it is aimed to discuss credit ratings and rating agencies and the impact of these agencies on financial markets.

Key Words: credit rating, rating agencies, financial markets

GİRİŞ

Dünya, 1990'lı yılların başlarından itibaren hızı giderek artan bir küreselleşme sürecine girmiştir. Sermaye dolaşımının serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesi, hızlı küreselleşme sürecinin ana itici gücünü oluşturmuştur. Günümüzün küreselleşen finansal piyasalarında uluslararası sermaye hareketlerinin yönü ve boyutu, artık ülke piyasalarını, özellikle de gelişmekte olan ülke piyasalarını, yakından ilgilendirmektedir. Çünkü uluslararası sermaye, bu piyasalar için çok önemli bir fon kaynağı olmaya başlamış, bunun bir sonucu olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının raporları, uluslararası sermaye hareketlerinin yönünü ve boyutunu belirlemede önem kazanmıştır. Derecelendirme kuruluşlarının yatırımcıya birikimlerini değerlendirmede yardımcı olması, kamuya riskler konusunda bilgi vermesi ve finansal piyasalarda güven unsurunun yerleşmesine katkıda bulunması, onları finansal piyasaların vazgeçilmez bir unsuru haline getirmiştir. Ancak, yakın geçmişte yaşanan Asya krizleri, derecelendirme kuruluşlarının birçok gelişmekte olan ülke için yaptıkları değerlendirmelerin performansına yönelik ciddi tartışmaları başlatmış ve bu kuruluşların gelişmekte olan piyasaları doğru ve zamanında değerlendirebilme yeterlilikleri üzerine endişeleri gündeme getirmiştir. Buna rağmen, günümüz bankacılık sisteminde artık uluslararası bir otorite konumunda olan Basel Uluslararası Bankacılık Gözetim ve Denetim Komitesi'nin, 2006 yılı sonunda uygulanacak olan ve sermaye düzenlemelerine ilişkin yeni uzlaşısında, derecelendirmeyi bankaların sermaye yeterliliklerinin düzenlenmesinde bir araç olarak kullanma zorunluluğu getirmiştir. Bu durum, hiç kuşkusuz, derecelendirme kuruluşlarını ve derecelendirmeyi finansal piyasalarda daha da önemli hale getirecektir.

Bu çalışmada, derecelendirme kavramı, amacı, çeşitleri, işlevleri, dünya çapında genel kabul görmüş derecelendirme kuruluşlarının çalış-

malari ele alınmiş ve derecelendirmenin gerek ülkemizin finansal yapısına gerekse gelişmekte olan finansal piyasalara etkileri değerlendirilmiştir.

KREDİ DERECELENDİRME

Kredi derecelendirme, ilk olarak ABD'de borç talebinde bulunanlar ile bu kişilere fon temin edenler arasındaki ilişkilerin resmi düzeyde gelişmesini sağlamak amacıyla güden bir enstrüman olarak ortaya çıkmıştır (Babuşcu, 1997). Kredi derecelendirme, Mart 1997 tarih ve 22925 sayılı Resmi gazetede yayımlanan SPK Tebliğinde, "ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeme güçlüklerinin, borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirilmesi ve sınıflandırılması" şeklinde tanımlanmıştır.

Derecelendirme işlemi uzun bir süreç içinde ele alınmaktadır. Bu süreç içerisinde bünyelerinde risk analizinde uzman, mali analist ve ekonomistleri çalıştıran bağımsız derecelendirme kuruluşları, borçlu şirketlerin ödünç aldıkları fonların anapara ve faizini vadesinde ödeme yeterliliğine ne ölçüde sahip olduklarını göstermek amacıyla, belirli kriterler kullanarak şirketlerin yönetim ve mali durumunu incelemekte ve bir sıralamaya tabi tutmaktadır. Kredilendirme işlemi sonucunda elde edilen veriler, anlaşılması kolay bir takım sembollere (derece notlarına) dönüştürülmekte ve yayınlanmaktadır. Derecelendirmeyi yapan kuruluşlar, derece notunu verdikten sonra belli zaman aralıklarında diğer ekonomik gelişmeleri de dikkate alarak derece notunda oluşabilecek değişimleri gözden geçirmektedirler.

Menkul kıymet ihraç eden ve/veya menkul kıymet ihracına aracılık eden kuruluşlar, derecelendirmeyi menkul kıymetlerin pazarlanmasında bir araç olarak kullanmaktadır. Bankalar, sfgorta şirketleri ve diğer yatırımcı kuruluşlar ise hem yatırım portföylerinin riskini değerlendirmek hem de kendi yaptıkları analizleri desteklemek ve güncelleştirmek amacıyla derecelendirmeyi bir veri olarak değerlendirmektedir.

Kredi derecelendirme, geleneksel olarak, kamu ve özel sektör borçlanma senetleri için yapılmakta ve buna "tahvil derecelendirmesi" denilmektedir. Ancak günümüzde finansal piyasalarda yeni çıkarılan enstrümanların derecelendirilmesine olanak tanımak amacıyla derecelendirme işlemlerinde çeşitliliğe gitme gereği duyulmuş ve zaman içinde değişen ve gelişen piyasa şartları, "ülke derecelendirmesi" ve "kurumsal derecelendirme" gibi yeni derecelendirme türlerini ortaya çıkarmıştır (Büyükbacı, 1994; Hirth, 1996.55).

Tahvil derecelendirmesi, yatırım sürecinde göz önünde bulundurulması gerekli risk unsurlarından "geriye ödeyememe" riskine ilişkindir ve amaç, firmanın geriye ödeyememe riskini ilgililere olabildiğince basit, güvenilir ve yansız bir şekilde açıklamaktır. Tahvil derecelendirmesi; faiz riski, piyasa riski, enflasyon riski ve likidite riski ile arz ve talep değişmelerine ilişkin herhangi bir bilgi vermez, ayrıca, menkul kıymet alım satımı veya elde tutulmasına ilişkin bir tavsiye içermez (Özmen, 1996). *Ülke derecelendirmesi*, ülkelerin makro ekonomik göstergelerinin zaman için-

deki gelişimi ile birlikte sosyal ve siyasi unsurlar dikkate alınarak, dış borçların öngörülen tutarlarda ve zamanında ödenebilme kapasitesinin bir derece ile ifade edilmesidir (Hirth, 1996). *Kurumsal derecelendirme*, borçlanma senetleri ihracı ile ilgisi olmaksızın şirketin mali gücü hakkında alacaklılara, hissedarlara ve diğer şahıslara tarafsız ve derinleştirilmiş bilgi vermeyi amaçlamaktadır (Hirth, 1996).

DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE DERECELENDİRME İŞLEMLERİ

Menkul kıymetlerin derecelendirilmesine ilişkin veriler ilk olarak, ABD'de John Moody tarafından 1909 yılında "Demiryolu Yatırımlarının Analizi" adlı eseriyle kamuya duyurulmuştur. Daha sonra Moody's Investors Services, Inc. adını alan bu şirketi, 1916 yılında Poor's Publishing Company, 1922 yılında da Standard Statistics Company izlemiştir. Sonraki yıllarda bu iki şirket birleşerek Standard&Poor's Corporation unvanını almıştır (Dodd ve Setty, 2003). Başlangıç yıllarında bu tür kuruluşlara karşı güçlü bir muhalefet gösterilmesine karşın, yatırımcıların aşırı ilgi ve güveni sonucu bu kuruluşlar sermaye piyasalarının önemli kurumları haline gelmişlerdir (Özmen, 1996). Moody's, 1962 yılında Dun&Bradstreet tarafından satın alınmış, 2000 yılında ise ayrı bir şirket haline gelmiştir. Moody's, günümüzde derecelendirme konusuna en fazla yoğunlaşan kuruluştur. Standard&Poor's'un (S&P) kredi derecelendirme faaliyetleri ise, S&P tarafından sağlanan finansal bilgi hizmetlerinin sadece bir parçasıdır. FitchRatings firması da ilk derecelendirmelerini 1924' te yayımlamış ve bugün için FIMALAC firması tarafından satın alınmıştır (White, 2001).

Derecelendirme şirketlerinin ilk kuruluşu ve gelişimi ABD'de olmakla birlikte, finansal piyasalarda ortaya çıkan gelişmeler doğrultusunda diğer ülkelerde de bir takım derecelendirme şirketlerinin kurulmasına hız verilmiştir. Daha çok ulusal piyasalarda faaliyet gösteren bu yeni şirketlerin uluslararası piyasalara fazla açılmadıkları görülmektedir. ABD kökenli derecelendirme kuruluşlarının uzun yıllara dayanan tecrübeleri ve gerek kendi ulusal gerekse uluslararası piyasalarda faaliyet göstermeleri, diğer ülkelerde kurulan şirketlere kıyasla daha fazla tanınmalarına neden olmuştur. Bu durum, onları uluslararası derecelendirme piyasasında rekabet üstünlüğünü ellerinde buldurmalarına yol açmıştır. Dünya derecelendirme endüstrisinde yıllardır başı çeken 4 ABD kökenli derecelendirme kuruluşu; Standart&Poor's, Moody's, Duff & Phelps ve FitchRatings'tir. Sadece Moody's'in günümüzde özel şirketler, kamu hizmet kurumları, bankalar, yerel yönetimler ve ülkelere ait olmak üzere 30.000'in üzerinde menkul kıymetin derecelerini sürekli olarak yayınladığı bilinmektedir (Babuşcu, 1997). Moody's ve Standard&Poor's, gerek derecelendirdikleri menkul kıymet sayısı ve çeşidi, gerekse pazar güçleri açısından dünyadaki en önemli iki derecelendirme kuruluşu olarak nitelendirilmektedir.

Kredi derecelendirme, genel olarak finansman ihtiyacında olan bir kuruluşun borçlanma gücünü göstermek amacıyla yapılmaktadır. Derecelendirme işlemi, fon sağlamak üzere menkul kıymet ihraç eden kuruluş veya şirketin talebi üzerine yapılmaktadır (Babuşcu, 1997). Derecelen-

dirme kuruluşları, yatırımcıların taleplerine cevap vermek amacıyla kendi inisiyatifleriyle de derecelendirme yapmaktadırlar. Hatta bu kuruluşlar pek çok ülkenin derecesini herhangi bir talep olmaksızın yapmakta ve uluslararası piyasalara duyurmaktadır (Murphy, 1999). Talep olmaksızın yapılan derecelendirme işlemlerinde, derecelendirme kuruluşu, sadece kamuoyuna açıklanmış şirket verilerinden yararlanmaktadır. Talep üzerine yapılan derecelendirme işleminde ise kamuoyuna açıklanmamış şirket verilerinden de yararlanabilmektedir. Dolayısıyla talep üzerine yapılan derecelendirme işlemi daha kapsamlı ve anlamlı olmaktadır (Babuşcu, 1997; White, 2001). Derecelendirme kuruluşlarından bu hizmeti talep eden şirket veya kuruluş, bunun karşılığında bir ücret ödemek durumundadır. Her derecelendirme kuruluşunun kendine göre bir ücretlendirme sistemi vardır. Örneğin, Standard&Poors'un ücretlendirme sistemi, Moody's şirketinden farklı olarak belli rakamlar arasında sınırlandırılmamakta, derecelendirme ücreti yapılan çalışmanın süresine, gösterilen çabaya ve yapılan harcamalara göre belirlenmektedir (Yanar, 2002;

White, 2001; Bakdurve Gülyeter, 1999). Yine de bir genelleme yapılacak olursa, derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme ücretleri, yeni ihraç edilen menkul kıymetlerde ihraç tutarının on binde 2 ile 3'ü arasında değişmektedir. Standard&Poors (S&P) şirketi gelirlerinin 4/5'ini ihraççılarıdan alınan ücretlerden oluştuğu ifade edilmektedir (Babuşcu, 1997).

Kredi derecelendirme işlemlerine olan talepleri inceleyen araştırmalarda, özellikle "ülke derecelendirmesi"yle olan talebin 1990'lı yıllardan sonra arttığını göstermektedir. Murphy (1999), Moody's ve S&P'nin geliştirmekte olan piyasalar için yaptıkları yabancı para derecelendirme işlemlerinde 7 kat artış olduğunu tespit etmiştir. Buna göre, S&P, 1970'li yıllarda 11 ülke derecelendirirken, 1989'da bu sayı 25'e ve 1999'da ise 80'e yükselmiştir. Ülke derecelendirmesine olan bu yoğun talep, zamanla derecelendirme kuruluşlarının kaynaklarını zorlamıştır. Uluslararası derecelendirme kuruluşları, geliştirmekte olan ülkelerdeki yerel derecelendirme kuruluşları ile ortak olarak ya da onları tamamen satın alarak bu sorunun üstesinden gelmeye çalışmışlardır.

Ferri, Liu ve Majnoni (2001) tarafından dünyada derecelendirilen şirket ve banka sayılarına yönelik yapılan diğer bir araştırmada da şu bulgulara rastlanmıştır: Derecelendirilen şirket sayıları ile buldukları ülkenin gelir seviyesi birbiriyle yakın ilişkiye sahip olup derecelendirilen kuruluşların sayıları, düşük gelir düzeyine ait ülkelerde azalmaktadır. Derecelendirilen banka ve şirketlerin sayısı, G10 ülkelerinde toplam 4190, G10 üyesi olmayan gelişmiş ülkelerde 474, yüksek orta gelirli ülkelerde 300 ve düşük orta gelirli ülkelerde ise 172'dir. Araştırmada ayrıca banka ve şirket derecelendirmeleri çok fazla olmamakla birlikte, Kore, Endonezya, Çin, Brezilya, Arjantin ve Şili gibi hızla büyüyen ülkelerin derecelendirilen şirket ve banka sayıları geliştirmekte olan diğer ülkelere nazaran daha fazla olduğu görülmüştür. Yine, bölgesel bazda yapılan incelemeye göre Afrika, Orta Amerika, Orta Asya ve Ortadoğu bölgeleri derecelendirmede en az yoğunluğa sahip bölgelerdir.

Derecelendirme kuruluşlarının piyasalardaki itibarlarının, piyasalar üzerindeki etkinlikleri ile doğru orantılı olduğu görülmektedir (Yanar, 2002). Moody's, S&P ve FitchRatings, ABD ve diğer uluslararası piyasalarda en

çok itibar edilen derecelendirme kuruluşlarıdır. S&P ile Moody's'in ratingleri arasındaki fark % 1 'in bile altındadır (Yanar, 2002). Bu korelasyon, bu iki kuruma gösterilen itibarın artmasına yol açmaktadır. Ayrıca sözü geçen derecelendirme kuruluşları, borcun geri ödenmemesi ihtimalini düzenli olarak yayımlamakta ve bu verilerin gerçekleşme oranlarını da kamuoyuna düzenli aralıklarla duyurmaktadır.

Derecelendirme kuruluşları, kredi derecelerini hem uzun vadeli (bir yıl ve üzeri) hem de kısa vadeli (bir yıldan az) olarak yayımlamaktadırlar. Bu kuruluşların her birinin kendi derecelendirme sistemleri bulunmakla birlikte, tahvillerin risk kategorilerini ifade etmek için benzer bazı semboller kullanılmaktadır. Bu sembollerin anlamları karşılaştırıldığında ise birbirinden çok farklılık göstermediği görülmektedir. Genel olarak, uzun vadeli dereceler A,B,C ve D ile başlamaktadır. A ile başlayan dereceler, derecelendirilen şirketin ödeme gücünün çok iyi düzeyde olduğunu göstermektedir. B düzeyi şu an tanımlanan bir risk olmamasına karşın, gelecekte bir sorunla karşılaşabileceği anlamı taşımaktadır. C düzeyi, belirli bir ödeme dengesi bozukluğu olduğunu belirtmekte, D ise tamamen istikrarsız, riskli, hakkında uzun vadede bir şey söylenemeyecek piyasa, kurum veya kuruluşlar için kullanılmaktadır (Bakdur ve Gülyeter, 1999). Genel olarak en yüksek kategoride derecelenen tahviller (BBB ve üstü) anapara ve faiz ödeyebilme kapasiteleri yüksek, *yatırım yapılabilir tahviller (Investment Grades)*, bundan düşük derecelenen tahviller ise *yüksek riskli (Junk Bonds)* ve *spekülatif tahviller (Speculative Grades)* olarak tanımlanmaktadır. ABD'de bazı yasalar, bankaların, sigorta şirketlerinin ve yatırım fonlarının BBB'den daha düşük dereceli tahvillere yatırım yapmasını yasaklamaktadır (Özmen, 1996).

Standard&Poor's, spekülatif dereceye sahip menkul kıymetleri "Credit Watch" adlı periyodik bir yayında izlemektedir. Derecenin yanında yer alan *negatif* ifadesi, bu notun üç yıllık bir süre içinde düşürülebileceğini, *pozitif* ifadesi ise notun yükseltilebileceğini ifade etmektedir. *Durağan (Stable)* olarak belirtilen notların değişme ihtimali çok azdır.

Derecelendirme kuruluşları tarafından verilen dereceler ileriye yönelik riskleri belirlemek için olsa da derecelendirme kuruluşları geleceği tahmin etmeye çalışmazlar (Murphy, 1999). Kredi derecelendirme kuruluşları sadece temerrüt üzerinde odaklanırlar ve belirli aralıklarla, şirket tahvillerinin derecelerini gözden geçirir ve sonuçları geçiş matrisi şeklinde yayımlarlar. Geçiş matrisi (transition matrix), derecenin bir risk kategorisinden diğer bir risk kategorisine geçişini göstermektedir. Kredi kalitesindeki gelişmeler, özellikle yatırımcıları yakından ilgilendirir. Kredi geçiş matrisi, kredi riskini belirleyici faktörlerden biri olarak kabul görmekte ve kredi riskini ölçen modern modellerde bir veri olarak kullanılmaktadır.

DERECELENDİRME KURULUŞLARININ FİNANSAL PİYASALARDAKİ FONKSİYONU

Derecelendirme kuruluşları gözden uzak olmalarına ve dikkat çekmemelerine rağmen, kendilerine artan talepleri (yukarıda değinildiği gibi) göstermektedir ki, modern finansal piyasalarda etkileri göz ardı edilemeyecek kadar büyüktür. Günümüzde derecelendirmeler, şirket, yerel yönetim ve diğer devlet kuruluşlarının sermaye artırımlarında ve bu kurumların ödemek zorunda oldukları faiz oranlarını belirlemede kullanılır hale gelmiştir. Diğer devlet tahvilleri için bir karşılaştırma ölçütü olarak kabul edilen Amerikan hazine tahvil getirilerinin bile, derecelendirme kuruluşlarının devletin mali dengesizliği veya cari açıklarını finanse etmesi vb. konularda yaptığı yorumlara göre dalgalanma gösterdiği ileri sürülmektedir (Murphy, 1999).

Bugün artık uluslararası piyasalardan menkul kıymet ihracı yoluyla kaynak sağlamak isteyen bir kurumun, en az bir kredi derecesine sahip olmadan piyasaya girmesinin mümkün olmadığı görülmektedir. Menkul kıymet ihraç eden kurumun, piyasalarda genel kabul görmüş kuruluşlardan alacağı derece, büyük ölçüde ihraç edilen menkul kıymetin maliyetini ve dolayısıyla piyasa fiyatını belirleyecektir (Yanar, 2002). Bu nedenle menkul kıymet ihraç edecek kurumların, "yatırım yapılabilir" düzeyde bir derece almak ve daha sonra da bunu koruyabilmek için büyük çabalar sarf etmeleri gerekmektedir. Zira, menkul kıymetin ihracı ile derecenin rolü bitmemekte, menkul kıymetin vadesine kadar geçecek süre içindeki derece değişiklikleri, fiyatı etkilemeye devam etmektedir. Bunun yanında vade içinde gelişen derece değişiklikleri, yeni fon sağlamanın maliyetini de etkileyecektir. Bu konuyla ilgili yapılan çalışmalarda, bir kurumun ihraç etmiş olduğu menkul kıymetlerin maliyet-gelir farkları arasında negatif yönlü bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmıştır (Yanar, 2002). Başka bir deyişle, derecedeki bir yükselme derecelendirilen menkul kıymetin ihraç maliyetini azaltmakta, derecedeki düşme ise söz konusu maliyeti artırmakta ve dolayısıyla maliyet-gelir farkının daha da açılmasına neden olmaktadır.

Piyasa katılımcılarının önemli bir kısmının kredi derece değişikliğine itibar etmesi, diğer katılımcıların da bu yönde davranmasına neden olmaktadır (Yanar, 2002). Katılımcıların azınlıkta kalan bölümü dereceye itibar etmese bile çoğunluk davranışlarıyla piyasa fiyatları yeniden şekilleneceği için tüm katılımcılar, bu varsayım altında hareket etmek zorunda kalabilmektedir. Bu durumda, kredi derecesi piyasalarda düzenleyici bir rol üstlenmekte, piyasada disiplin ve güvenin oluşturulmasına ve devamına önemli katkıda bulunmaktadır. Kredi derecelendirmenin gerek yatırımcılara, gerekse menkul kıymet ihracında bulunan şirketlere ve dolayısıyla finansal piyasalara sağladığı faydalar şunlardır:

a) *Yatırımcılara Sağladığı Faydalar:* Kredi derecelendirme kuruluşları, yatırım yapılacak şirket ve kuruluşlar, hakkında yatırımcıların yapamayacağı analizleri yapmakta ve bu yolla yatırımcıların düşük maliyetle bilgi edinmelerini sağlar. Kurumsal derecelendirme, fon sahiplerinin ilişkili oldukları kurumun mali durumu ve performansına ilişkin bağımsız bilgi sağlar. Kolay anlaşılabilir semboller yardımı ile ihraç edilen menkul değerlerin kalitesi ve risk kategorisi hakkında anlamlı bilgi sağlar. Menkul kıymetlerin alınıp satılması veya elde tutulmasına ilişkin kararların alınmasında risk faktörünün değerlendirilmesi açısından kolay ve çabuk bir referans sağlar.

Yatırımcılara risk eğilimlerine göre tahvil alma olanağı sağlar. Her türlü menkul değerlerin ikinci el piyasasının gelişimine yardımcı olarak yatırımcının likidite tercihinin karşılanmasında önemli rol oynar.

b) Şirketlere Sağladığı Faydalar. Bilgilerin geniş bir kitleye ulaşması ile yatırımcıları tahvil piyasasına çekerek şirketlerin tahvil ihracını kolaylaştırır. Piyasada yeterince tanınmayan küçük ve orta ölçekli şirketlerin tahvil piyasasına girmesine olanak sağlar. Piyasaya verilen güven sinyalinin dolaylı olarak, derecelendirilen şirketler, derecelendirilmeyen şirketlere göre borçlanma piyasasında daha avantajlı olur. Özellikle yüksek derece alan şirketlerin borçlanma maliyetinde azalma sağlar. Kaynak maliyetinin yükselmesine neden olabilen "çıkartma çatışması maliyeti-agency cost" gibi maliyetlerin azalmasında önemli bir rol oynar. Şirket yöneticilerini stratejik kararlarını yeniden gözden geçirmeye zorlar. Şirket içi oto kontrol sistemlerinin ve yönetim kalitesinin geliştirilmesini teşvik eder. Yönetimin borçlanma politikasına etkinlik ve hız kazandırır.

c) Sermaye Piyasalarına Sağladığı Faydalar: Piyasada güven tesisinde ve piyasanın sağlıklı gelişiminde önemli rol oynar. Yatırım kararlarını daha güvenilir bir temele dayandırarak piyasadaki işlemlerin spekülasyon ağırlıklı olmasını önler. Kısa vadeli işlemlerin yanı sıra uzun vadeli işlemlerin de artmasını sağlar. Çeşitli ihraççıların ve bunların ihraç ettiği menkul değerlerin ortak bir kritere oturtulması ile riskin tespitinde belirli bir standardizasyon sağlar. Piyasalara yabancı yatırımcıların da girmesinde yardımcı olur. İşlem hacminin genişlemesinde dolaylı katkısı olur.

Kredi derecelendirmenin yararlarına rağmen, literatürde derecelendirme kuruluşlarının bono ve tahvil piyasalarına extra bilgi sağlayıp sağlamadığı konusunda tartışma vardır. White (2001)'a göre, asıl önemli olanın, derece notunda meydana gelen değişikliğin finans piyasasındaki alım-satım marjlarında önemli değişiklik yaratıp yaratmadığıdır. Eğer derece notundaki değişiklik, finans piyasalarına önemli bir bilgi sağlıyorsa ve bu, alım-satım marjlarında önemli bir değişiklik yaratıyorsa, derecelendirme kuruluşlarının piyasadaki rolü kabul edilmelidir. Ancak burada ifade edilen diğer bir olasılık da, piyasaların şirketin derece notunu değiştirme durumunu zaten bildikleri ve bu bilginin direkt olarak piyasa fiyatlarına yansıdığı ile ilgilidir.

Bununla birlikte, bir menkul kıymet derecesindeki değişikliğin, ilgili menkul kıymete yatırım yapılabilme derecesini gösterme bakımından önem arz ettiği ve böylece banka, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları gibi finans şirketlerinin böyle bir menkul kıymeti değerlemelerinde (elinde tutup tutmama) yardımcı olduğu ifade edilmektedir (White, 2001). Dolayısıyla, derecede meydana gelen bir değişiklik, menkul kıymet borçlanma-cısının ödeme gücüne düşüp düşmeyeceği hakkında bilgi vermektense çok ilgili menkul kıymetin statüsündeki değişiklik hakkında bilgi verdiği ileri sürülmektedir.

Yukarıda açıklanan yararlarına rağmen, derecelendirme kuruluşlarının finans piyasası katılımcıları için değerli ve gerekli olup olmadıkları tartışma konusudur. Türkiye'de derecelendirmeye ihtiyaç olup olmadığı konusunda genel olarak şu değerlendirmeler yapılmaktadır: Ülkemizde menkul kıymet ihraçları kamu ve özel sektör açısından ele alındığında,

kamunun tartışılmaz bir hakimiyeti söz konusudur. Özellikle son yıllarda kamuya ait borçlanma araçları toplamın %98-99'unu oluşturduğu görülmektedir. Devlet tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin ödeme riski açısından riskin en düşük olduğu veya sıfır olduğu, bütün dünyada kabul edilen bir durumdur. Bu itibarla kamunun, uluslararası borçlanmalar hariç, derecelendirme gibi bir hizmete ihtiyaç duymayacağı açıktır. Kaldı ki uluslararası borçlanmalarda da derecelendirme, bu alandaki büyük ve deneyimli firmalara yaptırılmaktadır. Ayrıca, yatırımcının devletin riskliliğindeki değişimleri izlemek veya buna ilişkin bilgi toplamak gibi bir kaygısı da yoktur (Özmen, 1996).

Türkiye'de tahvil piyasasında yatırımcıların büyük bölümü kurumsal yatırımcıdır. Dolayısıyla mevcut durumda, derecelendirme hizmetinden belli bir bedel karşılığı yararlanmak isteyecek potansiyel bireysel yatırımcıların sayısı oldukça azdır (Özmen, 1996). Bir başka deyişle, bireysel talep yönü zayıftır. Böyle bir tespit ise doğal olarak, derecelendirme firmalarına tahvil piyasası açısından çok iş düşmeyeceğini göstermektedir. Diğer yandan, Türkiye'de faiz oranları ihraççı şirketlerin risk düzeyine dayalı olarak belirgin bir farklılaşma göstermemektedir. Hemen bütün şirketler belli bir marjın içerisinde ve birbirine yakın faiz oranları ile borçlanmaktadır. Bu marj ise risk faktöründen ziyade bankaların yıllık faiz oranları ile ilişkilidir. Ayrıca tahvil vadeleri enflasyon nedeniyle ortalama 2-3 yıl olarak belirlenmektedir. Doğal olarak böyle bir tahvil piyasasında, ihraççı şirket açısından derecelendirme yaptırmak için gerekli en önemli motivasyon olan maliyet avantajı yer almamaktadır (Özmen, 1996). Ayrıca, ülkemizde şirketlerin finansman geleneği incelendiğinde, tahvil yoluyla finansmanın görece ağırlığı artmakla birlikte, banka kredilerinin hala ağırlıklı olduğu görülmektedir. Bu değerlendirmelerden, tahvil piyasasının mevcut yapısı ve etkinlik düzeyi göz önüne alındığında, derecelendirme firmalarının gelişip büyüebilmeleri ve rasyonel bir biçimde faaliyet gösterebilmeleri için gerekli koşulların ülkemizde var olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Ancak, derecelerin gerek ulusal gerekse uluslararası piyasalarda kullanımının giderek yaygınlaşmakta olması, kamu otoritelerinin kredi kuruluşlarının yaptıkları derecelendirmeleri piyasaların denetimi ve düzenlemesi amacıyla da kullanmaya başlaması, tüm dünya piyasalarında olduğu gibi ülkemizde de öneminin artacağı habercisidir.

DERECELENDİRMEİN PİYASA İŞLEYİŞİ VE DENETİMİNDE KULLANILMASI

Finansal piyasalardaki denetim ve düzenlemenin amacı, mali sistemin sağlamlığını artırarak, sistemin istikrarını ve güvenini korumaktır. Bu işlemin bir parçası olarak da düzenleyici otoriteler, finansal kuruluşların ellerinde bulundukları menkul kıymetlerin risklerini sınırlamaktadırlar. Böylece risk profili tam olarak belli olmayan yatırım araçlarının, piyasaya katılması bir ölçüde engellenmiş olmaktadır. Derecelendirmenin düzenleme amacıyla kullanılması en yaygın olarak ABD'de görülmektedir. ABD'de, bankaların, yatırım yapılabilir derecesi altında kalan menkul kıymetlere yatırım yapması Para Kontrol Ofisi ve Amerika Merkez Bankası

tarafından yasaklanmıştır. Aynı zamanda, emeklilik fonları, yatırım fonları, sigorta şirketleri ve menkijl kıymet şirketleri de yatırım yapılabilirlik derecesi ile sınırlandırılmaktadır (IMF, 1999).

1993 yılında AB tarafından kabul edilen Sermaye Yeterliliği Direkti-fi'nde (CAD), düşük dereceye sahip menkul kıymetleri bulunduran yatırım şirketlerinin ve kredi kuruluşlarının daha fazla sermaye bulundurması tavsiye edilmektedir. Hemen hemen Avrupa ülkelerinin çoğunda, finansal piyasalarını korumak için finansal kuruluşların "yatırım yapılabilir" derece notu almış menkul kıymetlere yatırım yapma zorunluluğu getirilmiş ve "yatırım yapılabilir" derecesi altında derece alan menkul kıymetlere yatırım yapılmasını yasaklanmıştır. Bunun yanında da derece notlarının dikkate alınmasında derece notlarını veren derecelendirme kuruluşlarının sahip olması gereken nitelikler de kanunen belirtilmiştir (BIS, 2000).

Japonya, Tayvan, Kore, Hindistan, Arjantin, Şili ve Meksika gibi diğer bir çok ülkede de finans kuruluşlarının yapacakları menkul kıymet yatırımlarının belli bir dereceye sahip olması zorunlu hale getirilmiştir (IMF, 1999; BIS, 2000).

Derecelendirme faaliyetine ilişkin ülkemizdeki tek yasal düzenleme, Sermaye Piyasası Kurulu'nca 1997 yılında çıkarılan Seri:VIM, No:31 "Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliğ'i'dir. Bu Tebliğ'e göre, derecelendirme faaliyetinde bulunabilecek kuruluşlar, Türkiye'de kurulan derecelendirme kuruluşları ile Kurul'ca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları olarak belirlenmiştir. Anılan Tebliğ hükümleri çerçevesinde Türkiye'de kurularak faaliyete geçen bir tek firma bulunmaktadır: bu da İBAR/Duff&Pheps Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.dir. Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları ise şunlardır: Moody's, Standard and Poor's, Duff & Phelps, Fitch IBCA ve Thomson Bankvatch.

DERECELENDİRME KURULUŞLARINA YÖNELTİLEN ELEŞTİRİLER, ÜLKE KREDİ DERECELERİ VE YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE FİNANSAL İSTİKRARA ETKİLERİ

Derecelendirme kuruluşlarının güvenilirlikleri ve mali piyasaların istikrarına olumlu mu yoksa olumsuz mu etkide buldukları, kriz zamanlarında çokça tartışılan konulardandır. Ayrıca, derecelendirmenin mali piyasalara yeni bir bilgi sağlayıp sağlamadığı da başka bir tartışma konusunu oluşturmaktadır. Bu konuda genel olarak, derecelendirme kuruluşlarının yeni bir bilgi sağlamasalar bile piyasaya, mevcut bilgilerin yararlı bir özetini sundukları düşünülmektedir.

Derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen dört temel eleştiri ise şu şekildedir (Bakdur ve Gülyeter, 1999):

1. Derecelendirme kuruluşlarının ücretlerini ihraççı şirketlerden alması, bu kuruluşların bağımsızlığını tartışma konusu yapmaktadır.
2. Derecelendirme kuruluşları açıkladıkları derecelerden sorumlu olmamakta, yanlış verdikleri kararlardan dolayı herhangi bir yap-

tırım görmemektedirler. Tek yaptırım, verdikleri derecelere başvuran kaynakların uzun vadede yok olmasıdır.

3. Mali piyasalar, verilen dereceleri körü körüne takip etmektedirler.
4. Verilen dereceler sürü psikolojisi yaratmakta ve gelişen ekonomilere olan nakit akımında değişkenlik yaratmaktadır. Ancak bu eleştirinin geçerliliği, derece değişikliğinin piyasadaki bir olayı mı takip ettiği, yoksa piyasadaki olayın derece değişikliğini mi takip ettiği sorularına verilen cevaba bağlıdır.

Derecelendirme kuruluşları tarafından verilen derecelerin olası krizleri önceden tahmin etmedeki etkinliği de pek çok araştırmanın konusu olmuştur. IMF tarafından yapılan araştırmaya göre derecelendirme kuruluşlarının verdiği notların, bankacılık ve para krizlerini tahmin etmede yetersiz kaldığı gözlenmiştir (IMF, 2003;). Diğer bir araştırmaya göre, derecelendirme kuruluşlarının Asya krizinin ciddi boyutlara ulaşmasında rolleri olduğuna dair kanıtlar bulunmuştur (Reinhart, 2001): Kriz büyüdüğü, derecelendirme kuruluşlarının olayları izlemeleri ve anlamaları zorlaşmış, daha sonra ise çok ciddi risklerin olduğunu göstermek amacıyla Asya ülkelerinin notları düşürülmüştür. Bu ise aynı yönde çevrimi (pro-cyclical) yaratmış, konjonktürün daha da düşmesine neden olmuş, notların düşmesi yatırımcılar arasında panik yaratmış ve krizi daha da derinleştirmiştir. Başlangıçta küçük sermaye çıkışları, alım-satım marjlarının genişlemesine neden olmakta ve bunun sonucunda derecelendirme kuruluşları ülke notlarını düşürmeye başlamaktadır. Bu ise yatırımcıların ek sermayelerini geri çekmelerine sebep olmakta, alım-satım marjları iyice genişlemekte ve derecelendirme kuruluşları bunun sonucunda ülke notlarını daha da düşürmektedir (Kraussl, 2000). Dolayısıyla kriz sonrası derecelerdeki düşme, krizleri tetiklemekte ve maliyetleri yükseltmektedir. Birçok araştırmacının yaptığı çalışmalarda, kredi notunda meydana gelen düşmelerin, kriz öncesi değil de kriz sonrasında görüldüğüne işaret edilmiştir (BIS, 2003; Murphy,1999; IMF, 2003). (Reinhart, 2001), kredi derecelerinin, bankacılık ve para krizlerini tahmin etmede yetersiz kaldığını ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde, para krizlerinin ardından notlarda düşme meydana geldiğini ifade etmektedir. Asya krizinden bir kaç ay sonra derecelendirme kuruluşlarının, krizi ve krizin boyutunu yanlış değerlendirdiğini ileri süren yazar bir başka çalışmasında, kredi derecelendirme kuruluşlarının her ne kadar krizleri tahmin etmekte yetersiz kalsa da, temerrüd tahmin edebildiğini ifade etmiştir

Kredi derecelendirme kuruluşlarının krizleri belirlemede yetersiz kalmalarındaki en büyük etkenin, sadece kendilerine ve çoğunlukla halka duyurulan bilgilere dayanarak risk ölçümlemesi yapmalarından kaynaklandığı yorumları da vardır (Yener, 2002). Dolayısıyla derecelendirme kuruluşlarının değerlendirdikleri ülke yada kurum hakkında zamana uygun, doğru ve kapsamlı bilgilere sahip olamaması, krizleri tahmin etmesini engellemektedir. Küreselleşmeyle birlikte, finansal piyasaların hızla genişlemesi ve daha karmaşık hale gelmesi de derecelendirme kuruluşlarının gerekli verilere zamanında erişmesini engellemektedir.

IMF tarafından yapılan araştırmada derecelendirmenin, krizleri tahmin edememesinin diğer bir nedenini piyasada mevcut olan ahlaki risk (moral

hazard) probleminde aramak gerektiğine işaret etmiştir (IMF, 2003): Asya'da 1997-98 krizi öncesinde, finansal kuruluşların açık ya da gizli olarak devlet garantisi beklentileri içinde olmaları ve durumlarını mali pozisyonlarla sağlamlaştırmaya devam etmelerinin ahlaki risk yarattığı konusunda fikir birliği vardır. 1994-95'de Meksika'da ve 1998'de Rusya ve Ukrayna'da ortaya çıkan krizler ahlaki risk faktörü olarak görülmektedir.

Yukarıdaki nedenlere ek olarak, derecelendirme kuruluşlarının kriz öncesinde söz konusu ülkenin derecelerini düşürmemelerinde bu ülkelerden derecelendirme karşılığında ücret almaları da bir neden olarak gösterilmektedir (IMF, 1999; IMF 2003; Takan 2002) Bu argümana göre, derecelendirme kuruluşları gelirlerinin kaynağını oluşturan iş ilişkilerini bozma korkusuyla not düşürmede isteksiz davranmaktadırlar. Aynı zamanda, derecelendirme kuruluşları tarafından not düşürmenin krizi başlatacağı düşünülmekte ve böylece not değişiklikleri krizlerin ertesinde açıklanmaktadır. Diğer bir eleştiri ise, derecelendirme kuruluşunda çalışan analistlerin yetersiz kaldığı yönündedir. Derecelendirme kuruluşlarının "Wall Street" şirketlerinin verdikleri ücretleri ödeyemediklerinden, tecrübeli ve kaliteli personeli çekmekte zorlandıkları iddia edilmektedir (IMF, 1999). Özellikle, bankacılık sistemindeki zayıflıkların riskin asıl kaynağını oluşturduğu göz önüne alındığında, derecelendirme kuruluşları analistlerinin bankacılık konusunda yeterli bilgilerinin ve tecrübelerinin olmadığı, yaşanan krizlerle test edilmiştir. Bunun yanı sıra, derecelendirme kuruluşları geliştirmekte olan ülkelerde makro göstergeler üzerinde durmakta ve dolayısıyla bankacılık için gerekli olan mikro analiz ihmal edilmektedir. Aynı zamanda derecelendirme kuruluşlarının denetlene-memesi ve verdikleri dereceler için hukuki sorumluluklarının bulunmaması, verdikleri dereceler konusunda sorumluluk duymalarını engellemektedir.

Görüldüğü üzere, 1997'den sonra yaşanan gelişmeler, kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke risklerini belirlemedeki rolü hakkındaki tartışmaları beraberinde getirmiş ve bu kuruluşların krizler öncesi çok kısıtlı erken uyarı vermesi ve kriz sonrası ise aşırı tepki göstererek ülke notlarını çok fazla düşürmesi fazlaca eleştirilmiştir. Bu gibi eleştiriler kredi derecelendirme kuruluşlarının performanslarının nasıl değerlendirmesi gerektiği sorusunu gündeme getirmiştir. Ancak derecelendirme kuruluşları, derecelendirmenin borçlunun ödeme güçlüğüne düşeceği zamanı tam olarak tahmin etmek ya da borçlunun finansal krizi ne zaman yaşayacağını tahmin etmekle yükümlü olmadığını savunmaktadır (IMF, 2002).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının krizi belirlemedeki yetersiz performanslarına ve yukarıda anılan diğer tüm eleştirilere rağmen, gerek ulusal gerekse uluslararası denetim ve düzenleme otoritelerinin finansal piyasaların denetlenmesi ve düzenlenmesinde derecelendirmeleri bir araç olarak kullanmaya devam ettikleri görülmektedir. Günümüzde, özellikle uluslararası bankacılık sisteminde üst otorite olarak genel kabul gören, Basel Komitesi'nin, bankacılık sisteminin sağlamlığını ve istikrarını sağlamaya ve korumaya yönelik olarak yaptığı yeni düzenleme çalışmasında derecelendirmeye büyük değer atfetmiştir.

BASEL KOMİTESİNİN YENİ SERMAYE UZLAŞISI (BASEL II) VE DERECELENDİRME

Basel Komitesi, 1974 yılı sonunda uluslararası döviz ve bankacılık piyasalarında meydana gelen önemli krizleri takiben gelişmiş on ülkenin (G10) merkez bankası başkanları ve bankacılık denetim ve gözetim otoritelerinin katılımıyla "Bankacılık Düzenleme ve Denetim Uygulamaları Komitesi" adı altında kurulmuştur. Basel komitesi, uluslararası bankacılık sisteminin sağlamlığını ve istikrarını güçlendirmeye hizmet etmek ve uluslararası düzeyde faaliyet gösteren bankalar arasındaki rekabet eşitsizliği kaynağını azaltmak olarak özetlediği amaçları doğrultusunda biri (Basel I) 1988 yılında, bir diğeri (Basel II) ise Haziran 2004 yılında iki sermaye uzlaşısı yayımlamıştır. Haziran 2004'te yayımlanan sermaye yeterliliğine ilişkin uzlaşısı 2007 yılı başından itibaren tüm gelişmiş ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de uygulanmaya başlanacaktır. Yeni sermaye uzlaşısında bankaların sermaye yeterliliğinin belirlenmesinde kullanılacak kredi risklerinin hesaplanmasında önerdiği standart yaklaşımda, bundan böyle bağımsız kredi kuruluşlarının vermiş oldukları derecelendirmeler kullanılacaktır. Bunun anlamı; bankanın iyi dereceye sahip krediler için daha az sermaye, düşük dereceye sahip krediler için daha fazla sermaye ayırması demektir. Bu yolla, bankaların riski yüksek kişi ve kurumlara kaynak aktarmasını önlemesi ve banka iflaslarının önüne geçilmesi planlanmaktadır. Komite, yeni uzlaşıda, derecelendirme kuruluşlarının sahip olması gereken nitelikleri, derecelerin nasıl ve ne şekilde kullanılacağını ve derecelendirme ile ilgili diğer hususlara açıklık getirmiştir. Komite, ulusal inisiyatif çerçevesinde, derecelendirme kuruluşlarının uzlaşıda belirtilen kriterlere uygun olup olmadıkları konusunda, kendi ülke koşulları göz önünde bulundurularak, ülke denetim ve gözetim otoritelerini sorumlu tutmaktadır.

SONUÇ

Yakın geçmişte yaşanan finansal krizlerde derecelendirme kuruluşlarının gerek performansı gerekse gelişmekte olan piyasaları doğru ve zamanında değerlendirebilme yeterliliği üzerine ciddi eleştiriler ve endişeler yaratmasına rağmen, yukarıda anılan yararları dolayısıyla finansal piyasalarda etkileri devam edecektir. Başta ABD ve diğer ülkelerdeki finansal piyasa otoritelerinin, kredi derecelendirmelerini, finansal sistemin denetim ve düzenlenmesinde bir araç olarak kabul etmesi, derecelendirmenin önemini gözler önüne sermektedir. Özellikle Basel Bankacılık ve Denetim komitesinin yeni sermaye düzenlemesi (Basel II) ile birlikte derecelendirmeyi, bankaların sermaye yeterliliklerini hesaplamada bir araç olarak kullanmayı zorunlu hale getirmesi, derecelendirmeyi ve dolayısıyla derecelendirme kuruluşlarını piyasaların istikrarı ve güveni için ayrılmaz bir parça haline getirecektir. Türkiye'de Basel II'nin uygulanmaya başlanmasıyla da gereksiz olarak ifade edilen derecelendirmelerin ve dolayısıyla derecelendirme kuruluşlarının piyasamızda önemi daha da artmakta, bu durumda derecelendirme kuruluşlarının denetlenmesi, yetkilendirilmesi ve düzenlenmesinin uluslararası standartlara uygun olması kaçınılmaz olmaktadır.

KAYNAKÇA

- Babuşcu, Ş., (1997). Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türk bankacılık Sektörüne Uygulaması, Ankara, SPK Yayını, Yayın No:94.
- Bakdur, A., ve Gülyeter D., (1999). Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları, Ankara, DPT Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.
- BIS, (2000). "Credit Ratings and Complementray Sources of Credit Quality Information", Working Paper, No:3, Bank for International Settlements, Basel Comitte on Banking Supervision, Ağustos,
- Büyükbacı M., (1994). "Rating ve Türkiye'nin Kredi Notu" Çerçeve Dergisi, Mayıs-Haziran.
- Cantor, R., Fons, J.S., (1999). Rating Methodology-The Evolving Meaning of Moody's Bond Rating, Moody's Investor Service.
- Dodd R., Setty G., (2003). "Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries", Special Policy Report, Financial Policy Forum Derivatives Study Center, no: 6. Nisan.
- Ferri G., Liu L., Majnoni G., (2001). "How the Proposed Basel Guidelines on Rating -Agency Assesment Would Affect Developing Countries" World Bank, Working Paper, University of Bah,
- Hirth G. A., (1996). Fundamentals of Financial Management, New York-London, Macmillan Publishing Company.
- IMF, (1999). "International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues", Working Paper, Washington. International Monetry Fund, Eylül.
- IMF, (2003), "Rating the Rating Agencies: Anticipating Curency Crisses or Debt Crises?". Working Paper, Washington, International Monetary Fund, Haziran, İndirilme tarihi: 24 Kasım 2005. www.imf.org.
- Kraussl R., (2000). Sovereign Credit-Ratings and Their Impact on Recent Fianancial Crises. Center for Financial Studies.

- Murphy, B., (1999), "Credit Ratings and Emerging Economies" international Financial Architecture, İndirilme tarihi: 3 Haziran 2005, www. Library. Fes.de/fulltext/iez/0007867toc.htm.
- Özmen, T., (1996).Tahvil Derecelendirmesi (Bond Rating), Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, Ankara, SPK Yayını, Yayın No:54.
- Reinhart, CM. (2002). "Default, currency Crises and Sovereign Ratings", NBER Working Paper No:8738. Washington D.C.: National Bureau of Economic Research.January
- Reinhart, CM. (2001). "Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises". NBER Working Paper No: University of Maryland and Washington D.C: National Bureau of Economic Research, Working Paper.
- SPK, (1995)., Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcıların Korunması, Ankara, SPK Yayını, Yayın No: 16,
- SPK, (1997). Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri :VIII, No:40. İndirilme Tarihi: 3 Ekim 2005. www.spk.gov.tr.
- Takan, M. (2002). Bankacılık, Ankara, Nobel Yayınevi.
- TCMB, (1999). "Derecelendirme Kuruluşları, Kriterleri ve Türkiye'nin Derecelendirme Geçmişi", Lira Dergisi, Nisan, sayı: 10,
- White, L. J., (2001). The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis, Strenn School of Business New York University,
- Yanar İ. (2002). "Derecelendirme Faaliyeti ve Bankaların Derecelendirmesi İşlemlerinin Analizi" İnceleme Raporu, TCMB, Teftiş Kurulu Başkanlığı, no:22. 26 Eylül