

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE 2007 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ

Ersan Bocutođlu¹

ÖZET

ABD’de finansal hizmetler endüstrisi ile kredi derecelendirme endüstrisi 1975 yılından beri yakın ilişkiler içinde bulunmaktadır. ABD Sermaye Piyasası Kurulu, kredi derecelendirme endüstrisinde sadece Ulusal Seviyede Seçilmiş İstatistiki Derecelendirme Örgütü olarak belirlediği kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyetine izin vermektedir. SEC tarafından piyasaya girişin sınırlandırılması, kredi derecelendirme endüstrisinde Standard and Poor’s, Moody’s ve Fitch’ten oluşan üç büyüklerin hakim olduğu bir oligopol yaratmıştır. SEC ve Basel II çerçevesinin regülasyon kararlarında ve banka sermaye yeterliliklerinin belirlenmesinde kredi derecelendirme kuruluşlarını referans almaları, kredi derecelendirme kuruluşlarının önemini arttırmıştır. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun işletme modellerini ‘yatırımcı öder’ modelinden, ‘ihraççı öder’ modeline çevirmeleri, endüstride menkul değer ihraççılarının kredi derecelendirme kuruluşları üzerinde hakimiyet kurmasına ve kredi derecelendirme kuruluşlarının enformasyon kalitesi düşük şişirilmiş kredi dereceleri üretmelerine yol açmıştır. Bulgular endüstrideki bu çıkar çatışmasının, 2007 Küresel Finansal Krizin ortaya çıkmasında tetikleyici bir rol oynadığını göstermektedir. Bu makale mütevazi bir tarzda yukarıda temas edilen ilişkiler ağını ve kredi derecelendirme kuruluşlarının 2007 Küresel Finansal Krizindeki rolünü anlamaya teşebbüs etmektedir.

Anahtar Kelimeler: ABD Sermaye Piyasası Kurulu, Ulusal Seviyede Seçilmiş İstatistiki Derecelendirme Örgütleri, Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Oligopol, İhraççı Öder İşletme Modeli, Çıkar Çatışması, 2007 Küresel Finansal Krizi

JEL Sınıflaması: E32, G180, G240, G280

¹ Prof. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü
(ebocutoglu@ktu.edu.tr)

CREDIT RATING AGENCIES AND 2007 GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Ersan Bocutoğlu

ABSTRACT

In the USA financial services industry and credit rating industry have been working in a closely interrelated manner since 1975. The US Security and Exchange Commission allowed solely credit rating agencies with Nationally Recognized Statistical Rating Organizations designation to operate in credit rating industry. The restrictions imposed by Security and Exchange Commission on credit rating agencies to enter the industry have created an oligopoly in credit rating market dominated by the big three consisting of Standard and Poor's, Moody's and Fitch. The fact that Security and Exchange Commission and Basel II framework referenced credit ratings as a benchmark in regulations and banks' capital requirements respectively increased the importance of the credit rating agencies. The decision that the big three changed their business model from 'investors pay' to 'issuer pay' model led to the dominance of the security issuers over credit rating agencies and consequently it forced credit rating agencies to produce high credit ratings with low informative quality related to credit risk assessments. Evidence suggests that the conflicts of interest in credit rating industry have played a triggering role in 2007 Global Financial Crisis. This paper modestly attempts to understand the above-mentioned web of relations and the role of credit rating agencies in 2007 Global Financial Crisis.

Keywords: US Security and Exchange Commission, Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Credit Rating Agencies, Oligopoly, Issuer Pays Business Model, Conflict of Interest, 2007 Global Financial Crisis

JEL Classification: E32, G180, G240, G280

1. GİRİŞ

Birçok faktörle birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının 2007 Küresel Finansal Krizinde oynadığı rol tartışılmıştır (Bocutoğlu, 2014c). ABD Sermaye Piyasası Kurulu'nun (bundan böyle SEC); kamuya ilan ettiği kredi derecelendirme modelinin varsayımlarını gizlice gevşeterek yanlış kredi derecelendirmesi yapması ve yatırımcıları zarara sokması nedeniyle Standard and Poors (SŞP) adlı kredi derecelendirme kuruluşunun, ticari konut kredisi destekli menkul değerler (CMBS) piyasasındaki faaliyetlerini 21 Ocak 2015-21 Ocak 2016 tarihleri arasında bir yıl süre ile askıya alması (Whitehouse, 2015), dikkatleri tekrar kredi derecelendirme kuruluşlarına (bundan böyle KDK) çekmiştir.

2007 Küresel Finansal Krizi, küresel finansal piyasaların küresel yönetim başarısızlığından ağır şekilde etkilediğini göstermiştir. Kriz öncesinde bile, küresel finansal piyasaların ulus devletlerin denetimi dışına taşıdığı gerçeğinin anlaşılması, bazı ülkeleri kamunun düzenleyici fonksiyonunu yerine getirecek devlet-dışı aktörlere yaslanmaya itmiştir. Basel II 'Bankacılık Çerçevesinde' kredi derecelendirilmesinin referans olarak kullanılması, kredi derecelendirme kuruluşlarının küresel yönetim için uygun bir mekanizma olarak benimsenmesine yol açmıştır. KDK; nispeten standartlaşmış, uyumlu, kolay anlaşılır ve kredi kalitesinin ölçülmesinde bağımsız üçüncü taraf olmaları bakımından, küresel kamu politikasının 'özel yapıcılar' haline gelmiş ve kriz öncesi uluslararası düzenleyici yapılar çerçevesinde küresel yönetişimin anahtar araçları olarak görülmüştür. Bununla birlikte varlığa dayalı menkul değerlere verilen kredi derecelerinin iyiye olduğu kadar kötüye de kullanılması, özel olarak ta eşik-altı konut ipotekleri ile ilişkili olmaları ve bu ipoteklerde teminat olarak kullanılmaları; KDK'nın yatırımcılara, finansal kurumlara ve regülatörlere ilettiği sinyallerin güvenilirliği konusunda şüpheler doğurmuştur. Bu nedenle kriz öncesinde bile, KDK'nın küresel yönetişimde sahip olduğu ağırlıklı rol, tartışmalara konu olmuştur.

KDK ile ilgili tartışmalar, kredi derecelendirmelerinin yoğun çıkar çatışması² altında yapılması üzerinde yoğunlaşmıştır. Buna göre KDK, özellikle

² Bir meslek erbabının veya şirketin, temsil esnasında kendisini güvenilir bir kaynak olmaktan çıkaran çıkarlarının bulunması durumu. Söz konusu çıkar para, statü, bilgi, itibar olabilir. Böyle bir durum ortaya çıktığında, temsil edenin gönüllü olarak kendisini sistemden çıkarması istenir ve genellikle yasa bunu emreder (Investopedia, Conflict of Interest maddesi). Bir avukat, çıkarları birbiri ile çatışan iki veya daha fazla müşteriyi aynı anda temsil etmesi durumunda çıkar çatışması ile yüz yüze gelir. Bu nedenle dünyadaki hukuk sistemleri, müşterilerin onayı olmaksızın böyle bir temsile izin vermez (Encyclopedia of

son derece kompleks bir yapıya sahip 'varlığa dayalı menkul değerlerin' kredibilitesi hakkında enformasyon değeri düşük bilgiler sağlamakta, yaptığı kredi derece düşürmeleri ön-alıcı olmaktan ziyade tepkisel sonuçlar doğurmakta ve sahip olduğu büyük piyasa gücüne karşılık hesap vermez konumda bulunmaktadır (McVea 2010, ss. 702-703).

2007 yazı sonundan itibaren KDK, konut kredisine dayalı varlıkların kredi derecelerinde büyük ölçekte düşürmelere gitti ve bu uygulamayı 2008 sonbaharına kadar sürdürdü. 15 Eylül 2008'de SŞP, Moody's ve Fitch'ten oluşan üç büyükler, sahip olduğu hisse senetlerinin % 61 oranında değer kaybetmesi üzerine ABD'nin en büyük sigorta şirketi olan AIG'in kredi derecesini düşürdü. Aynı gün Lehman Brothers ve Merrill Lynch iflaslarını açıkladılar. Bir süre önce de Bear Stern yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini (insolvent) ilan etmişti. Birkaç gün sonra ABD Hazine Bakanı Paulson ile Fed Başkanı Bernanke kongreye, 700 milyar dolar değerindeki konut ipotekli kötü borçları satın alıp alamayacaklarını sordu. Başkan George W. Bush, kurtarma (bail out) olmaksızın ekonominin bütününe tehlike içinde olacağı uyarısı yaptı.

KDK'nın varlıkların kredi derecelerini düşürmesi, tek başına bir kriz nedeni sayılmamakla birlikte, kredi derecelerinin şişirilmiş olduğu gerçeğini ortaya çıkarmıştır. İhraççıların, yatırımcıların, KDK'nın ve regülatörlerin yaptıkları yanlış hesaplar; finansal piyasaların verili teşvik sistemi dikkate alındığında sürpriz sayılmamalıydı. ABD Para Denetçileri Ofisi'nin (OCC) 1936'da ve SEC'in 1973'te uyguladıkları regülasyonlar, KDK'nca üretilen kredi derecelerine dayanmaktaydı. Bu regülasyonlar, kredi derecelendirme endüstrisine az sayıda KDK'nın girişine izin verilmesine, söz konusu KDK'nın izledikleri kredi derecelendirme modelleri ve metodolojilerinin yeterli görülmesine ve bu nedenle finansal hizmetler endüstrisinde büyük ölçekli potansiyel risklerin doğmasına yol açtı.

Kredi derecelendirme endüstrisinde rekabeti sağlayacak sayıda KDK'nın yer almasına izin verilseydi, şüphesiz finansal piyasalar daha sağlıklı işleyebilirdi. SEC'in; kredi derecelendirme endüstrisinde ulusal seviyede yer alacak KDK'ını belirlemek üzere, Ulusal Seviyede Seçilmiş İstatistikî Derecelendirme Örgütleri (bundan böyle NRSRO) adlı bir örgüt kurması, kredi derecelendirme endüstrisinde sadece SŞP, Moody's ve Fitch'ten oluşan oligopolcü bir yapının doğmasına sebep oldu (Roubini ve Mihm, 2012, s. 207). KDK'nın oligo-

Britannica, Conflict of Interest maddesi). KDK'nın ürettiği kredi dereceleri, hem menkul değer ihraççıları hem yatırımcılar hem de regülatörler tarafından kullanılır. İhraççılar, yatırımcılar ve regülatörler arasında çıkar çatışması bulunduğu için; KDK'nın ürettiği kredi dereceleri çıkar çatışmasına konu olmaktadır.

polleşmesine yol açan SEC düzenlemesinin amacı, oligopolcü bir mekanizma kurmak ve yatırımcıların yapacakları yatırımlara göstermeleri gereken şahsi özeni azaltmak değildi, tam aksine yatırımcıyı korumaktı. Bununla birlikte yatırımcıların, kredi derecelendirme endüstrisindeki oligopolleşmeden rahatsız olduklarına dair belirti göstermemeleri ilginçtir.

Kredi derecelerinin, yatırımcılar bakımından giderek daha az enformasyon değeri taşımasına rağmen, kamu regülatörlerinin regülasyonlarında ve Basel II çerçevesinin banka sermaye yeterliliğinin tespitinde kredi derecelerini referans olarak alması, NRSRO olarak seçilmiş KDK'nın ürettiği kredi derecelerine olan talebi şişirmiştir.

Kredi derecelendirme endüstrisindeki bu iyi niyetli düzenlemeler beklenmeyen sonuçlar doğurmuş ve bu beklenmeyen sonuçlar, bazı durumlarda, finansal krize yol açan başka mekanizmaları tetiklemiştir. SEC'in NRSRO listesine KDK seçimi ve bu seçimin regülasyonlarda kullanılması; yatırımcılar ve diğer finansal aktörler gibi piyasa karar birimlerinin yanlış yönlendirilmesine yol açan bir enformasyon akımına sebep olmuştur.

ABD'nin sermaye altyapısının büyüklüğü ve veri olarak KDK'nın finansal piyasalardaki gücü dikkate alındığında, regülatörlerin finansal güvenlik ve sağlamlık için KDK'ca üretilen kredi derecelerine bu ölçüde ağırlık vermelerinin hata olduğu zaman içinde anlaşıldı (Ekins vd., 2012, s. 2).

İngiltere'de yayınlanan Turner Raporu'nda, Birleşik Krallık Finansal Hizmetler Kurumu'nun (FSA) yönetim, KDK'nın murakabesi ve kredi derecelendirme endüstrisindeki çıkar çatışmasının kontrolü için regülasyon değişikliğine gitmeye ihtiyaç duyduğu hususu vurgulanmıştır. Uluslararası toplumda da benzer endişeler dile getirilmiştir. Finansal istikrarı sağlamak amacıyla G20 gurubu tarafından 2009 yılında kurulan 'Finansal İstikrar Kurulu'; standartlar, yasalar ve regülasyonlarda kredi derecelerine bağımlılığın azaltılması konusunda hükümetlere çağrıda bulunan bir rapor yayınlamıştır (Ryan, 2012, s. 8).

Bu makale esas itibariyle ABD kredi derecelendirme endüstrisinin özelliklerini, çalışma usullerini, aktörlerini ve aktörler arasındaki ilişkileri tanıtmayı, endüstrideki oligopolcü yapının yol açtığı çıkar çatışmalarının 2007 Küresel Finansal Krizi'nin oluşumuna etkilerini incelemektedir. Finansal iktisadın karmaşık terminolojisini basite indirgeyerek, ABD finansal sisteminin çalışma prensiplerinin ve 1929 Büyük Buhranından sonraki bu en büyük krizinin (Mian ve Sufi, 2009, s.1449) nedenlerinin daha kolay anlaşılmasını sağlamak ta bu çalışmanın amaçları arasındadır.

Makale esas olarak E. M. Ekins ve M.A. Calabria'nın (2012), "Regulation, Market Structure, and Role of Credit Rating Agencies", H. McVea'nın (2010), "Credit Rating Agencies, Subprime Mortgage Debacle and Global Governance: The EU Strikes Back", J. Ryan'ın (2012) The Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation ve Financial Crisis Inquiry Commission'ın (2011), The Financial Crisis Inquiry Report adlı çalışmalarının motivasyonu ile yazılmıştır olup, dereceye yönelik akademik bir endişe taşımamaktadır.

2. KDK'NIN ARKA PLANI

2.1. KDK'nın Tanımı ve Kapsamı

KDK, en basit haliyle, borç senetlerinin kredibilitesi hakkında bilgi sağlamada uzmanlaşmış kurumlar olarak tanımlanabilir. Kredibilite ise ihraççının çıkardığı borç senedinin ana para veya faizinin vadesinde ödenme ihtimalidir. Böylece KDK'nın; şirketlerin, kurumların ve hükümetlerin borçlarını geri ödeyebilme kabiliyetini değerlendiren ticari şirketler olduğu hususu ortaya çıkar. KDK, kredi değerlendirme işini belirli harfler vererek yapar. Bu harfler, belirli bir şirketin, menkul değer veya borç senedinin belirli bir tarihteki kredibilitesi hakkında KDK'nun *kanaatini* sembolize eder. Şurası önemlidir ki, KDK belirli bir borçlunun belirli bir borç senedinin ana parası veya faizinin geri ödenmesinde güçlüğe düşüp düşmeyeceği hakkında kesin tahminlere sahip olmayıp; bir şirket, ülke, menkul değer veya borç senedinin kredibilitesi hakkında kamuya *sübjektif* görüş bildiren kurumlardır. KDK esas olarak; yatırımcıya enformasyon ve değerlendirme, ihraççıya sermaye piyasalarına giriş imkanı ve regülatörlere regülasyon imkanı sağlamak gibi üç temel fonksiyon görmektedir (Ryan, 2012, s. 6).

Dünyada ölçekleri, ilgi alanları ve kullandıkları metodolojiler bakımından farklılık gösteren yaklaşık 130 KDK bulunduğu tahmin edilmektedir. Bunlardan S&P, Moody's ve Fitch en büyükleri olup ABD'de konuşlanmış olmalarına rağmen, başta Birleşik Krallık ve Avrupa olmak üzere, küresel ölçekte bütün finansal piyasalarda etkin konumda bulunmaktadır (McVea 2010, s. 705).

Yukarıda KDK'nın, belirli bir borç enstrümanının kısmen veya tamamen geri ödenme ihtimali hakkında tahminler ürettiği belirtilmişti. Bu konuda daha ayrıntılı bilgi sunmak mümkündür. Kredi derecelendirmesi genel şirket borçları, yani şirketin toplam finansal sağlığı üzerinden yapılabilirken; konut kredisine dayalı menkul kıymetler örneğinde olduğu gibi, paketlenmiş bir

menkul değerin içinde yer alan varlıklar üzerinden de yapılabilir. 1929 Büyük Buhranı'ndan önce, KDK Şirket hisse senedi değerleri üzerinde sınırlı analizler yapmaktaydı. KDK'lar genellikle, sadece kredi riskini değerlendirdiklerini ve herhangi bir enstrümanın likiditesi veya yetersizliğinden doğabilecek kayıplar hakkında değerlendirmede bulunmadıklarını ifade etmektedir. 2007 Küresel Finansal Krize yol açan panikte yüz yüze geline kayıpların, krediden mi yoksa likidite kayıplarından mı kaynaklandığı hususundaki tartışmalar halen devam etmektedir. Varlığa dayalı bir menkul değer söz konusu olduğunda menkul değeri ihraç edenler; konut kredisi borcu veya Şirket borcu gibi borçları bankadan satın alır, riski yeniden paketleyerek yatırımcı tarafından satın alınan bir finansal ürüne dönüştürür. Yatırımcı, finansal enstrümanın bedelini ihraç edene öder ve karşılığında borcun ana para ve faiz geri ödemesini kabul eder (Ekins vd. 2012, s. 3)

Bununla birlikte borcun mutlaka geri ödeneceği garanti edilemez. Bu nedenle yatırımcı borcun geri ödenmeme ihtimali hakkında bilgi sahibi olmak ister. KDK, yatırımcı ile finansal ürünü ihraç eden finansal firma (ihra) arasındaki enformasyon asimetrisini ortadan kaldırmak için, finansal ürünün sağlımlığını sıralı bir düzende göstermek üzere risk değerlendirmesi yapar. Bunu yaparken amacı, yatırımcıya farklı potansiyel yatırım seçeneklerini karşılaştırma imkanı sunmaktır. Yatırımcı da esasen, Şirket borcu veya konut kredisi destekli menkul değerler gibi yatırım yapacağı finansal enstrümanlarla ilgili kredi riski hakkında bilgi sahibi olmak arzusundadır. Ödünç verenler riski finansallaştırılmış kompleks ürünler halinde paketleyecek yeni yollar icat ederken, yatırımcıların da bu yeni ürünlerle ilişkili risk konusunda daha fazla bilgi sahibi olmak istemesi son derece tabiidir.

KDK, halihazırda derece verdiği menkul değerlerin kredibilitelerini etkileyecek bilgileri sürekli olarak yenilemez, yaptıkları derecelendirmenin zaman içinde nispeten istikrarlı kalacağını umar. KDK'nın dereceleri değiştirmesi; genel olarak kısa dönemli kredi riskinde bir değişme ortaya çıktığında değil, büyük ölçekli temerrüt ihtimali doğduğunda söz konusu olur. KDK'nın izlediği bu yönteme, 'zaman içinde bir noktada derecelendirme' değil 'konjonktür içinde derecelendirme' adı verilir (Ekins vd., 2012, s. 4). Mesela, varlıkları elinde uzun dönem tutmaya niyetli taraflar, piyasa trendine ters kk oynaklıklarla fazla ilgilenmez.

Bu yöntem ihralara ve yatırımcılara daha az doğrudan maliyet yükler, nkn regülasyonun Şart koştuğu sermaye gereklerini yerine getirmek için daha az kaynak ayırırlar. Dahası, firmalar ve yatırımcılar arasındaki szleş-

meler, genellikle kredi derecelerinden etkilenen ‘derecelendirme tetiklerini’ ihtiva eder. Derecelendirme tetiği, hızlı geri ödeme, daha fazla teminat gösterme gibi gereklerle ilgili olarak sözleşmeye konan yükümlülüklerdir. Sürekli olarak değişen kredi dereceleri, finansal enstrümanın maliyetini arttırır, çünkü finansal enstrümanın değeri daha oynak hale gelir ve bu durumda daha hızlı geri ödeme veya ilave teminat yükümlülüklerini tetikler. Örnek olarak KDK, American International Group’un (AIG) derecesini düşürdüğünde, şirketin likiditesini arttırmak üzere daha fazla ilave teminat sağlaması istendi.

Kredi derecelendirmesinin temel fonksiyonu, yatırımcılara hangi enstrümana yatırım yapacakları konusunda bilgi sağlamaktır. Bunun yanında ihraççılara yükümlülüklerini yerine getirmede baskı uygulamaları, borç enstrümanının piyasada fiyatlanmasına yardımcı olmaları gibi ek fonksiyonları da vardır. KDK’nın, piyasadaki mevcut finansal enstrümanların değerine ilave katkı yaptığını kanıtlayabilmek için, verdiği kredi derecelerinin zaman içinde doğru olduğunun gösterilmesi gerekir. KDK’nın yaptığı derecelendirmenin performansı, aynı zamanda KDK’nın itibarını temsil eder. İtibar piyasa disiplininin en önemli dayanağı olup, itibardaki değişimler KDK’nın karlılığı ve başarısı üzerinde önemli etkiler yapar.

KDK’nın verdiği derecelendirme hizmetini fiyatlandırmak için iki işletme modeli vardır: ‘yatırımcı öder işletme modeli’ ve ‘ihraççı öder işletme modeli’.

Yatırımcı öder işletme modelinde, KDK finansal ürünü derecelendirir ve bu derecelendirmeyi kendisine abone olan yatırımcılara iletir. Bu işletme modelinde KDK’nın ana müşterisi yatırımcılardır. Yatırımcının aboneliğini devam ettirmesi ve KDK’nın da para kazanabilmesi için, KDK’nın yatırımcıya enformasyon içeriği yüksek doğru bilgiler sağlaması gerekir.

İhraççı öder işletme modelinde ise, ihraççının başvurusu üzerine, KDK bireysel kredi derecelendirmesini yapar ve kendine başvuran finansal ürünün ihraççısına satar. İhraççı daha sonra satın aldığı kredi derecesini ihraç ettiği ürünün kredibilitésinin sertifikası olarak gösterip, ihraç ettiği finansal ürünü yatırımcıya satar. Bu sertifikanın yatırımcıya güven verdiği açıktır. Bu modelde KDK’nın ana müşterisi ihraççılardır. KDK’ndan yüksek kredi notu almaları ihraççıların çıkarıdır. Buna karşılık derecelendirilen finansal ürünü satın alan yatırımcı da KDK’nın itibarını, yani kredi derecelerinin gerçeği yansıtmaya derecesini dikkate alır.

Rekabetçi bir piyasada, yeni piyasa katılımcıları derecelendirmenin değerini düşürecektir. Çünkü ihraççı yüksek kredi derecesi isteyecek, KDK ise

düşük fiyattan yüksek kredi derecesi vererek bir tür kredi notu enflasyonuna yol açacaktır. İhraççılar SŞP'u, yatırımcılar ise Moody's'i güvenilir bulmaktadır.

İhraççılar tipik olarak ihraç ettikleri her bir finansal ürün için iki kredi derecelendirmesi satın almakta, ikisinin sonuçları arasındaki fark büyükse bir üçüncüyü denemektedir.

Yatırımcılar ise tipik olarak sadece bir derecelendirmeye itibar etmektedir. Eğer yatırımcı bir ticari bankaysa ve sahip olduğu aynı menkul değer için farklı kredi dereceleri söz konusu ise, ilke olarak risk değerlendirmesinin hesabında düşük dereceyi esas alır. Belirli bir finansal varlığın elde tutulma kararında genellikle tek bir kredi derecesine itibar edilir. Aynı finansal varlık için birden fazla kredi dereceleri söz konusu olduğunda ise yüksek derece esas alınır (Ekins vd. 2012, ss. 5-6; Hunt, Tarihsiz, ss. 4-13).

2.2. KDK'nın ve KDK Regülasyonlarının Tarihçesi

2.2.1. KDK'nın Tarihçesi

KDK endüstrisinin 19. yüzyıldaki finansal yayıncılığa uzanan köklü bir geçmişi vardır. İlk kredi raporlama şirketi olan The Mercantile Agency 1841 yılında kurulmuş olup; ihtiyaç duyulan işletme istatistiklerini, iş dünyasının durumu ve belirli bir firmanın kredibilitesi ile ilgili bilgileri toplamak üzere, geniş bir haber alma ağı oluşturmuştur. Şirketin kuruluşu, 1837 finansal krizine yol açan enformasyon asimetrisini azaltma ihtiyacı ile ilişkilidir. Şirket daha sonra topladığı bilgileri abonelerine servis etmeye başlamıştır.

Finansal basın işleri ile uğraşan John Moody ve Henry Poor'un, 20. yüzyıla girerken, demiryolu bonoları piyasası ile ilgili istatistikleri toplayıp abonelerine ulaştırması modern KDK endüstrisinin kurulmasına yol açmıştır. Toplanan bilgiler; işletmelerin yatırım fırsatları ile ilgili bilgilerinin kalitesi, fırsatları kovalarken işletmenin başarısı ve borçlarına sadakati kapsıyordu. Bu bilgiler zamanla şirket borçları ile ilişkili risk tahminlerinde kullanılmaya başlandı. 1909'da Moody's Analyses Publishing Company, 1906'da H.V. And H.V. Poor Company, 1922'de Standard Statistic Company ve 1924'te Fitch Publishing Company kuruldu. KDK'nın sayısının artması, 20. yüzyıl boyunca borç senetleri piyasası için gerekli bir enformasyon altyapısı oluşturdu.

1929 Büyük Buhranı esnasında, John Moody's ve Henry Poor's şirketleri yaptıkları doğru tahminlerle imat ve itibar bakımından öne geçtiler. 1945-1970 döneminde, finansal piyasalar göreceli bir istikrarlı dönem yaşamakla

birlikte, KDK endüstrisindeki risk hesaplama metodolojilerinde yapılan yenilikler yavaşladı. Finansal piyasalardaki istikrar, KDK'nın ancak mütevazı düzeyde kar edebilmesine imkan tanımaktaydı.

1960'ın ikinci yarısından 1970'lere doğru piyasaya dayalı şirket fonlamalarının daha yaygın hale gelmesiyle birlikte, kredi derecelendirmesine olan talep hızlanarak arttı. Kredi analizi alanında bankalar ile KDK rekabet halindeydiler. Ticari bankaların kredi değerlendirme analizleri genellikle ödünç kapsamında olup bilançolara dayanırken, KDK pazarlanabilir borç enstrümanlarının kredibilitesi ile ilgilenmekteydi. 1960 sonu ve 1970'ler boyunca enflasyon hızlanırken, ticari bankalar ve tasarruf sandıkları 1933 Glass-Steagall Yasası'na ait Regülasyon Q'nün³ getirdiği yasal sınırlar nedeniyle mevduatlarını arttırmada giderek sıkıntıya düştüler. 1966'da Regülasyon Q'nun tasarruf ve ödünçlere de yaygınlaştırılması, geleneksel ödünç veren kurumların mevduat ve kredi sağlama kabiliyetini kısıtladı (Ekins vd. 2012, s. 6).

Bu durumda banka dışı ortak fonlar ve diğerleri, Regülasyon Q düzenlemesi nedeniyle bankaların içine düştüğü fonlama sorununun, kredi sağlama konusunda kendilerine bir fırsat alanı açtığını gördüler. Ticari bankaların alanına giren bu yeni piyasa katılımcıları, ticari bankaların sahip olduğu kredi değerlendirme alt yapısına sahip olmadıkları için, kredi derecelendirmesinde büyük KDK'na yöneldiler.

Dönüşüme uğrayan ilk kesim, işletme kredileri idi. Demiryolu bonoları, 1960'lara kadar ABD anonim şirket borç senedi piyasasının büyümesinde hızlandırıcı rol oynarken, diğer finansal olmayan endüstriler, kendi finansman ihtiyaçları için esas olarak hala banka kredilerine ve iç fonlamaya itibar etmeye devam etmekteydiler. Yüksek enflasyon nedeniyle şirketlerin ticari banka kredilerinden uzaklaşması, 1975-1980 döneminde finansal olmayan ticari kağıt piyasasının üç kat büyümesine yol açtı. Aynı dönemde uzun vadeli anonim şirket bono piyasasının büyüme oranı % 80'e ulaştı. Yapılandırılmış finansal ürünler piyasasındaki bu büyüme, KDK'na olan talebi arttırıcı bir faktör oldu. Daha sonra ABD konut kredisi destekli menkul değerler ve konut teminatlı kredilerin coşması, yapılandırılmış finans piyasasının hızla büyümesine yol açtı.

³ ABD'de 1933 yılında çıkarılan Glass-Steagall Yasasının bir hükmü olan Regulation Q'ye göre, ticari bankaların vadesiz mevduata faiz ödemesi yasaklandı. Bu durumda mevduat sahipleri vadesiz mevduatlarını ticari bankalardan çekip sermaye piyasasına yönlendirdikleri için, ticari bankaların kredi sağlama kapasitesi zayıfladı (Investopedia, Regulation Q maddesi). Regulation Q, 1933-1986 döneminde çeşitli banka mevduatlarına ödenecek faiz oranını da sınırlandırdı.

1980'lerde başlayan ve KDK'na olan talebi yükselten bir başka faktör de küreselleşmedir. Küreselleşme KDK'nın dikkatinin ABD dışına yönelmesine yol açtı. KDK; UK, Japonya, Fransa, Avusturalya, Kanada, Hindistan, İsveç, Rusya, Meksika ve Avusturya da şubeler açtı. Böylece küreselleşme ile birlikte kredi derecelendirmesine ihtiyaç duyan yeni finansal ürünlerin ortaya çıkması, KDK hizmetlerine olan talebi arttırdığı gibi KDK'nın karının büyük bir kısmını da oluşturmaya başladı.

Piyasadaki bu değişme karşısında, 1974 yılında SŞP işletme modelini değiştirdi ve yatırımcılara abonelik karşılığı bilgi vermek (yatırımcı öder işletme modeli) yerine doğrudan menkul değer ihraç edenlerden ücret almaya başladı (ihraççı öder işletme modeli). Bu işletme modeli değişikliği düşük maliyetli fotokopi teknolojisinin geliştiği bir döneme denk geldiği ve yatırımcılardan birinin sahip olduğu bilgiyi diğer yatırımcılar fotokopi ile paylaştığı için, yatırımcıların kredi derecelerinden yararlanması bedavaya geldi. 1970 yılında Penn Central, likidite krizinden sonra, ticari kağıtlara yatırdığı 82 milyon dolar ile birlikte borcunu ödeyemez duruma düştü. Bu durum finansal piyasalarda kredi riskine daha fazla odaklanma gereğini doğurdu. Menkul değer ihraç edenler, yatırımcıları derecelendirmelerin kalitesi konusunda ikna etmek amacıyla, aktif olarak KDK arayışına girdiler. Netice olarak kredi derecelendirme piyasası yükselirken, KDK takip ettikleri işletme modelini değiştirerek, yatırımcıyı değil menkul değer ihraç edeni ücretlendirmeye başladı. *Kredi derecelendirme piyasasında ortaya çıkan bu işletme modeli değişikliğinin, SEC'in NRSRO seçimini uygulamaya koyduğu döneme denk gelmesi dikkat çekicidir.*

2.2.2. KDK Regülasyonlarının Tarihçesi

Finansal piyasalar değişirken ve yapısal finansman büyürken, hükümet regülasyonları kredi derecelendirme endüstrisinde anahtar rol oynamaya başladı. Regülatörler KDK'nı doğrudan düzenleme yerine, kredi derecelerini finansal piyasaların geleceğini öngörmeye bir araç olarak ele almayı tercih etti. SEC, KDK'nı tanımlayan ve regülasyon çerçevesini dolaylı olarak KDK'nın verdiği kredi derecelerine dayandıran çok sayıda kural koydu.

KDK ile ilgili ilk regülasyon 1931 yılı Mart'ındaki bankacılık krizinden hemen sonra uygulamaya konuldu. 1929 Büyük Buhranı'nın başında, bankaların likiditeye ihtiyaç duymaları ve bu nedenle düşük kaliteli bonolarını piyasaya sürmeleri sonucunda, bono piyasasında genel bir fiyat düşüşü ortaya çıktı. Düşük kaliteli bono fiyatlarındaki düşüş, bankaların sahip olduğu bütün

bonoların piyasa değerini düşürdü ve banka başarısızlığına yol açtı. Bu tecrübe, bankaların ayakta kalabilmesi için sadece temerrütlerin değil fakat aynı zamanda bono değerlerinin de önemli olduğunu ortaya koydu. Netice olarak ABD Para Denetçileri Ofisi (OCC), bankaların muhtemel başarısızlıklarını ve aşırı kaldıraçlı hale gelmelerini önlemek amacıyla, onlara minimum sermaye yükümlülüğü getirdi.

Yeni düzenlemeyle birlikte OCC, bonoların ne kadar risk taşıdığını ve banka varlıklarının gerçek değerinin ne olduğunu belirleyecek kamusal alan dışında uzman grupları aramaya başladı (Ekins vd., 2012: s. 7). OCC'nin imdadına KDK yetişti ve OCC'nin yürüttüğü, milli banka portfolyolarının değerlendirme sürecine yardımcı oldu. OCC, potansiyel yatırımlar için yüksek kredi derecesine sahip menkul değerlerin satın alınmasını teşvik etti. Bu teşvikler tabii olarak KDK'na olan talebi arttırdı. OCC murakıplarının, dört yüksek kredi notundan birine sahip olan banka bonolarına aşınma payı uygulanmayacağını belirlemesi, yüksek kredi notuna olan talebi yükseltici bir rol oynadı. Bunun anlamı şuydu: BBB veya daha yüksek kredi değerine (AAA, AA ve A kredi derecelerine) sahip olduğu en az bir KDK tarafından belirlenen bankanın değerlendirmesi, defter kayıtları üzerinden yapılacak, bono değerindeki düşüşler dikkate alınmayacaktı. Aksi taktirde temerrütler, banka sermayesinin % 25 kadarını ortadan kaldıracaktı. 1936 yılında OCC ve FED bankalara, en az iki KDK tarafından BBB derecesinin altında değerlendirilen bonoları ellerinde tutmamaları talimatını verdi. Regülatörler tarafından verilen bu teşvik ve talimatlar, KDK'nı finansal sisteme dahil etmiş oldu. Bankalar federal sermaye yeterliliği kriterini sağlamak üzere, sahip oldukları varlıklar için kredi değerlendirmesi yaptırmak zorunda idiler. Ayrıca bankalar, KDK'nın yüksek kredi derecesi verdiği bonolara sahip olma yönünde teşvik edildiler.

1960'ların sonlarında, New York Borsasındaki (NYSE) işlem hacminde meydana gelen hatırı sayılır artış, brokerlerin menkul değerleri transfer etme mekanizmasını zedeledi. Bu zedelemenin yol açtığı ticari işlem kaybı, yaklaşık 100 broker firmasının sistem dışında kalmasına yol açtı. SEC daha sonra likit sermayeye yetersiz erişimin krizi derinleştirdiği sonucuna vardığı için, sermaye yeterliliği konusunda daha katı davrandı. Sonuç olarak SEC 1973 yılından itibaren 'tek tip sermaye kuralı' getirerek, bankacılık endüstrisinde bir başka regülasyon dalgasını başlattı. Bu dalga'nın bir parçası, broker-dealerler⁴ için net sermaye kuralı idi ki kayıtlı broker-dealerlerin yatırımcılarına ve

⁴ Finansal hizmetler endüstrisinde hem müşterileri adına hem de kendi hesabına alım satım yapabilen piyasa aracıları.

kreditörlerine olan sorumluluklarını yerine getirecek büyüklükte likiditeye sahip olma zorunluluğu getiriyordu. Regülatörler, kaldırıcı ölçmek için KDK arasından bazılarını resmen seçmeye başladılar ki bu durum Ulusal Seviyede Tanınmış İstatistiki Derecelendirme Örgütlerinin (NRSRO) ortaya çıkmasına yol açtı.

Broker-dealerlerin net sermaye kuralı, bu araçların kredi derecelerine göre mülkiyetlerinde tuttıkları menkul değeri piyasa değeri bir kısmını, söz konusu menkul kıymetlerin net değerinden çıkarmasını gerektiriyordu. Bu uygulamanın amacı, broker-dealerlerin mülkiyetlerinde tuttıkları menkul değeri riske karşı korumaktı. İki KDK'dan yatırım yapılır derecesi alınması, menkul değeri net değerinden çıkarılmak zorunda olunan kısmı azaltıyordu. Bu yolla, net sermayelerini yükselteceği için, broker-dealerlerin NRSRO olarak seçilen KDK tarafından yüksek derece verilen enstrümanlara yatırım yapması özendirilmiş oldu.

SEC, izlediği NRSRO seçim stratejisi ile KDK arasından SŞP, Moody's, ve Fitch'i öne çıkardı. Bu KDK'nın seçilme nedeni, daha önce yaptıkları kredi derecelendirmelerinin doğru çıkması idi. NRSRO seçimi, bu üç KDK'nın gelecekte de doğru kredi derecelendirmesi yapacağını garanti etmemekle birlikte, onların başarısının onaylanması anlamına geliyordu. Bir KDK için NRSRO olarak seçilme zorunluluğu bulunmamakla birlikte, kamu ve özel emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi yatırımcılar için SEC tarafından NRSRO olarak seçilen KDK ile çalışmak bir avantajdı. *Bu nedenle finansal hizmetler endüstrisindeki KDK talebi, bu üç seçilmiş şirkete yöneldi.*

SEC az sayıda KDK'nı NRSRO olarak seçmeyi tercih etti. 2000'lerin başında, KDK arasındaki birleşmeler NRSRO olarak seçilen KDK'nın sayısını 3'e düşürdü (Ekins vd., 2012: s. 8). Bu durum kredi derecelendirme endüstrisinde oligopolcü bir yapının doğmasına işaret ediyordu.

Zaman içinde regülatörler, NRSRO olarak seçilmiş KDK'na aşırı derecede bağımlı hale geldiler. ABD'deki regülasyonlarda kredi derecelendirmesinin kullanımı yaygınlaştı. 2005 yılı Haziran ayına kadar, 8 federal statü, 47 federal kural ve 100 devlet yasası NRSRO olarak seçilen KDK tarafından verilen kredi derecelerine referans vermekte, yani bu dereceleri esas almaktaydı.

Enron, WorldCom ve Parmalat olayları ile birlikte KDK, 21. yüzyılın başında yoğun eleştiri oklarına hedef oldu. Çünkü NRSRO olarak seçilen piyasaya hakim üç KDK'nın, bir iki gün veya hafta içinde iflaslarını açıklayan bu şirketlere, bono yatırımları için 'yatırım yapılabilir' derecesi verdiği ortaya çıktı. Bu apaçık hatadan başka, KDK'nın belirli endüstrilerdeki krizlerin kö-

rüklenmesinden de sorumlu olduğu yönünde eleştiriler gelmeye başladı. France Telecom SA'nın Ceosu Michel Bond, borç krizinin nedeni olarak Moody's şirketinin kredi derecelerini düşürmesini gösterdi. Regülatörler, yasa koyucular ve kredi derecelendirmesinde payı bulunan çıkar grupları, KDK'nın daha hassas gözlemlenmesi ve kredi derecelendirme endüstrisinin regülasyona tabi tutulması konusunda fikir birliğine vardılar (Ekins vd. 2012, s. 9). ABD Senatosu'nun çeşitli araştırmaları, dinlemeleri ve reform önerileri sonucunda; Kredi Derecelendirme Kurumları Reformu Yasası 2006 yılında yürürlüğe kondu.

2.3. KDK'nın Fonksiyonları

KDK'nın en önemli fonksiyonu, gelecekte borçlunun alacaklıya olan yükümlüklerini yerine getirmede başarısızlığa düşmesi ihtimali konusunda standart değerlendirme yapmaktır. Demek ki KDK, belirli bir borç veya borç benzeri kaynaklı kredi riskini değerlendirir. Bu tür menkul değerleri çıkaran şirketler gibi özel birimler, milli ve mahalli hükümetler gibi kamu kurumları, şehirler veya kar amacı gütmeyen kurumlardır. Menkul değer ihraç edenlerin, her biri farklı risk özelliği taşıyan birden fazla borç kağıdı çıkarabilme durumları göz önüne alındığında, KDK, menkul değer ihraç edenlerden ziyade, ihraç edilen menkul değer riskini değerlendirir. Kredi dereceleri, menkul değer kurumsal yatırımcılara pazarlanması bakımından önemlidir. Bir menkul değer kredi riskinin değerlendirilmesinde KDK, menkul değer ihraç edenle ilgili özel ve kamusal bilgileri toplar, bu bilgileri düzenler ve analiz eder. Piyasaya yeni sürülen bir menkul değer derecelendirilebilmesi için, menkul değer ihraç edenin veya yeni sürümü üstlenen aracılık yüklenicisinin talebi esastır. KDK, benzer menkul değerler için benzer prosedürleri uygular. Kredi derecelendirme sürecinin en önemli amacı, analitik tutarlılığı temin etmek ve karşılaştırmalı uzman görüşlerinden en geniş şekilde yararlanmaktır. Kredi derecelendirme prosedürü olarak baş analist, icra direktörü ve daha alt kademedeki analistlerden oluşan bir 'derecelendirme komitesi' kurulur. Baş analist menkul değer ihraç edenden bilgi talep eder, ihraççının üst yönetimi ile, ihraççının kamu kurumu olması durumunda ise o kurumun memurları ile toplantılar yapar ve bir taslak rapor hazırlar. Ne tür bir derecelendirme yürütüleceği kararı, derecelendirme komitesinin çoğunluk oyuyla belirlenir.

Derecelendirmeye karar verildikten sonra ihraççıya bilgi verilir, basın bildirisi ve başlangıç raporunda herhangi bir yanlış bilginin veya ihraççının gizli

kalmasını istediği hususun yer almaması için azami özen gösterilir. İhraççının razı olmadığı bir kredi değerlendirmesi ortaya çıktığında; yeni bilgiler gelmedikçe, gerçek dışı bilgilere yer verildiği veya başlangıç değerlendirmesini tersine etkileyecek yanlış anlaşımaların varlığı kanıtlanmadıkça, KDK değerlendirme dosyasını yeniden açmaya yanaşmaz.

KDK, yaptığı kredi derecelendirilmesi ve derecelendirmenin dayandığı metodoloji ile ilgili bir basın bildirisi hazırlar. Olumlu bir değerlendirme veya derecelendirme yatırımın arzu edilirliliğini göstermeyeceği gibi, herhangi bir menkul değerin piyasa fiyatının güvenliğini de doğrulamaz. *Kredi derecesi, taraflar arasında anlaşılan sürede, belirli bir menkul değeri elde tutmaktan kaynaklanan borç ana parası ve faizinin geri ödenme ihtimalini gösterir.* KDK derecelendirdiği menkul değeri, derecesini düşürerek, yükselterek veya yerinde tutarak sürekli olarak değerlendirmeye devam eder. KDK, menkul değerleri 'gözetim listesine' alarak, mevcut değerlendirmeyi gözden geçireceğini de ima eder. KDK derece belirlenmesini ihraççıdan aldığı bilgilere dayanarak yaptığı için, derecelendirmenin temsil ettiği kalite ve doğruluk kendisine verilen bilginin kalite ve doğruluğunu aşamaz. KDK'nın yatırımcılara, ihraççılara ve regülatörlere potansiyel yararlar sağladığı konusunda görüş birliği vardır (McVea, 2010, s. 705).

Yukarıda KDK'nın fonksiyonlarının, yatırımcıya enformasyon ve değerlendirme sağlamak, ihraççıya sermaye piyasalarına giriş imkanı sağlamak ve regülatörlere regülasyon yapma imkanı sağlamak gibi üç başlık altında toplanabileceği belirtilmişti. Aşağıda bu fonksiyonlar ele alınmaktadır (Ryan, 2012, s. 6-8).

2.3.1. Yatırımcıya Enformasyon ve Değerlendirme Sağlamak

KDK'nın ürettiği kredi dereceleri, yatırımcılar için son derece değerli enformasyon kaynağıdır. Bu firmalar ürettikleri borç senedi kredi derecelerini, borç senedine yatırım yapanlara satıyorlarsa, 'yatırımcı öder modeli' söz konusudur. KDK, borç senetlerinin kredi kalitesinin belirlenmesinde kritik bir rol oynarlar. Bu kurumlar bulunmasaydı, bu işlemin potansiyel borç senedi yatırımcının bizzat kendisi tarafından yürütülmesi gerekecekti. Bir borç senedinin kredi kalitesi, esasen menkul değerin beklenen kaybı tarafından belirlenir. Bunun yanında kredi kalitesinin hesabında, aynı kredi derecesine sahip borç senetlerinin, toplam kredi kalitesi ile karşılaştırılabilir olmasını sağlamak üzere, finansal güç ve dönüşüm riski adı verilen diğer boyutları da hesaba katılır.

Finansal piyasalarda yaygın olarak enformasyon sorunları yaşandığı için, yatırımcılar karar verirken ciddi enformasyon asimetrisi ile yüz yüze gelirler. Bu durum varlığa dayalı menkul değerler gibi likit olmayan ve/veya değerlendirilmesi güç olan enstrümanlar bakımından bilhassa böyledir. Bu tür menkul değerler için likit bir piyasanın bulunmaması, piyasaları daha az şeffaf ve risk değerlendirmesini daha karmaşık hale getirir. KDK, nereye ve ne kadar yatırım yapması gerektiğine karar verecek bir yatırımcının yüz yüze geleceği belirsizlikleri ve riski daha iyi anlamasına yardımcı olmak üzere, ona bilgi sağlayarak enformasyon asimetrisini azaltmaya çalışır. Derecelendirme yatırımcılara, yüksek getirinin mutlaka yüksek risk almanın sonucu olmadığını göstermeye çalışan ölçütler sağlar. Kredi dereceleri, kurumsal yatırımcıların yatırım kararlarında kullanacakları minimum eşiği gösteren 'yatırım dereceleri' olarak da fonksiyon görür. Kurumsal yatırımcılar için sağlanan 'yatırım dereceleri', kaçınılmaz olarak, kurumsal olmayan yatırımcıların yatırım kararlarını etkiler. *Bir menkul değer kredi derecesinin düşürülmesi, karar alma mekanizmasında bir kıstas oluşturur ve bazı durumlarda varlıkların satılması için potansiyel bir tetikleyici rolü oynar* (McVea, 2010, ss. 705- 706).

2.3.2. İhraççıya Sermaye Piyasalarına Giriş İmkânı Sağlamak

Kredi derecelendirme endüstrisinin kökenleri, KDK tarafından üretilen derecelerin bedelinin yatırımcılar tarafından ödenmesine (yatırımcı öder modeli) dayanmakla birlikte, şu anda önde gelen KDK, gelirlerini menkul değer ihraç edenlerden sağlamaktadır. Buna 'ihraççı öder modeli' adı verilir. İhraççının finansal ürününün kredibilitesini etkin olarak belgelediği ve hazırda bulunan yatırımcı piyasasına giriş imkânı sağladığı için, ihraççılar ürünlerinin kredibilitesini değerlendirmek ve kredi notu vermelerini sağlamak üzere KDK'na ödeme yaparlar.

Her bir kredi derecesinin geçerlilik süresi bir kaç yılı kapsar ve bu arada KDK ihraççıyı gözetim altında tutar. Bu şekilde KDK, ihraççının finansal piyasaların farklı bölümlerine daha geniş olarak girmelerine ve geleneksel bankacılık sisteminden elde ettikleri kredinin maliyetine kıyasla daha ucuz borçlanabilmelerine imkan sağlayabilir. Bu durum ihraççılara kredi, borç senedi, ticari kağıtlar, banka hesapları ve sigorta hakları gibi geniş bir yelpaze içinde, sermaye maliyetlerini minimize edecek şekilde, finansmanlarını daha etkin bir şekilde yapılandırma fırsatı sağlar. Teoride KDK aynı zamanda; kredi derecelerindeki ani değişimleri minimize etmek ve ihraççıların konjonktür dalgaları karşısındaki korunaksız durumlarını da dikkate alarak, kredi derece-

lendirme kararlarının ‘zamandan bağımsız’ olmasını sağlamak için de çaba gösterir. Bu çabalar, kredi derecesi düşüşlerinin ihracçının borçlanma maliyeti üzerindeki negatif etkisini minimize eder. Kredi derecelendirme değişikliği kararları sadece müşterinin (ihracçının) finansal durumunda önemli değişikliklerin ortaya çıkması durumunda yapılır. Bu nedenle kredi derecelendirme eyleminin, kısa zaman aralıklarında gözden geçirilmesi beklenmez.

Yüksek kredi dereceleri sermaye maliyetlerini düşürdüğü ve rakip ihracçılara karşı rekabet güçlerini arttırdığı için, ihracçıların da KDK’dan yarar sağladıkları düşünülür. AAA derecesine sahip bir menkul değeri ihraç eden şirket, düşük kredi dereceli menkul değer ihraç eden şirketlere göre, ihraç ettiği menkul değerlere daha düşük faiz öder ve bu menkul değerler her zaman daha yüksek talep bulur. Talebin yüksek dereceli menkul değerlere yönelmesi, kaynak tahsisinde etkinliğin sağlanmasına yardımcı olur. Kredi riskini değerlendiren ve yatırımcılara tuttukları menkul değerlerin taşıdığı kredi riski hakkında doğru enformasyon sağlayan KDK, aynı zamanda söz konusu menkul değerler için sağlam bir ikinci el piyasanın ortaya çıkmasında da önemli rol oynar (McVea 2010, ss. 706).

2.3.3. Regülatörlere Regülasyon Yapma İmkânı Sağlamak

KDK, regülasyon açısından da önem taşır. Geçen on yıllar boyunca, regülatörler, regüle edilen birimlerin taşıdığı yatırım riskini gözetim altında tutmak ve farklı risk grubundaki menkul değerler için gerekli uyarıları yapmak amacıyla, kredi derecelerini yoğun olarak kullandılar. 1975 yılından beri, ABD federal menkul değer yasaları tarafından yürürlüğe konulan muhtelif regülasyonlarda kredibilite derecelerini tefrik etmek amacıyla SEC, NRSRO olarak seçilen KDK tarafından üretilen kredi derecelerini esas almaktadır.

NRSRO olarak seçilen KDK tarafından üretilen kredi dereceleri, finansal ve diğer regülatörler ve dünyadaki çeşitli ülkelerdeki regülasyon projeleri tarafından konan kurallarda da geniş ölçüde kullanılmaktadır. Mesela ortak fonlar ve kamu emeklilik fonlarının, sadece belirli kredi derecelerine (genellikle BBB ve üstü) sahip borç senetlerine yatırılması yasa gereğidir. Diğer bazı fonların, derecelendirilmemiş borç senetlerinin % 5 ila % 10’undan fazlasına yatırım yapamayacaklarını şart koşan iç kuralları mevcuttur. KDK’nın değerlendirmeleri, kredi riski için küresel ölçekte geçerli bir ‘tek tip ölçüt’ sağlamak ve onları uluslararası regülasyon standartları için çekici bir referans haline getirmektedir. Bunun bir nedeni de Bank of International Settlements’in (BIS), bankaların risk sermayesini hesaplamak üzere, kredi derece-

lerini Basel II çerçevesinde kullanmaya karar vermiş olmasıdır. KDK'nin kredi dereceleri, regülasyon sistemine öylesine derinlemesine nüfuz etmiştir ki dereceler değiştiğinde, şirketlerin kendilerini finanse etme yöntemleri üzerinde yıkıcı etkiler doğurabilmektedir.

Regülatörler de KDK'nın yaptığı derecelendirmelerden yarar sağlamaktadır. Regülatörler, KDK'nın derecelerini kayıt altına almak ve düzenleyici değerlendirmelerde bu dereceleri ölçüt olarak kullanmak suretiyle, menkul değerlerin taşıdığı enformasyondan istifade eder. Bu yolla KDK, regülatörlerin sorumluluk alanına giren bankaların karşılaştıkları risklerin ve sermaye yeterliliklerinin hesaplanmasında kullanılacak bir bilgi sistemine sahip olur. Örnek olarak Basel Banka Murakabe Komitesi, yeni Basel Sermaye Uyumunun (Basel II) birinci sütunu altında, bankaların kredi riskine karşı minimum sermaye yeterliliğini belirleme sürecinde, belirli akredite KDK'nca üretilen kredi derecelerinin kullanmalarına izin vermektedir. Netice olarak herhangi bir regülasyon otoritesi, yetkili olarak seçilmiş bir kredi derecelendirme kuruluşunun kredi derecelerini, herhangi bir banka bilançosunda yer alan varlıkların riskini değerlendirmede ve banka sermaye yeterliliğini belirlemede kullanabilir (McVea, 2010, s. 707).

Kredi derecelendirmelerinin regülasyonlarda, *değerlendirme* ve *sözleşme* amacıyla kullanıldığı görülmektedir.

Kredi derecelerinin *değerlendirme amacıyla* kullanılması, menkul değer ihraç eden firmalar ile yatırımcılar arasındaki enformasyon asimetrisini azaltmayı ve finansal piyasaların daha etkin çalışmasını sağlamayı hedef almaktadır. Kredi dereceleri, yatırımın kalitesi ve temerrüt ihtimalinin ölçülmesi konularında bilgi taşımaktadır. Bu bilgiler daha sonra, piyasadaki yatırımcıların planladıkları yatırım ve yatırımın riski hakkında değerlendirme yapmalarına yardımcı olmaktadır.

Kredi derecelerinin *sözleşme amacıyla* kullanılması, regülasyonlara uyum ve özel sözleşmelerin düzenlenmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. NRSRO tarafından seçilen KDK'nın herhangi bir menkul değer hakkında verdiği kredi derecesi, bir bakıma, bir borç enstrümanının belirli yatırım türleri ve regülasyon ödemeleri için uygun olduğunu gösteren yasal bir 'regülasyon lisansı' olarak kabul edilebilir. Bu lisans aynı zamanda yatırım yaptıklarında yedieimin yükümlülüklerini sınırlandırmaya yardımcı olur. Regülasyon lisansı rejiminde, NRSRO olarak seçilen KDK'nın ürettiği kredi dereceleri, regülasyonun piyasa oyuncularına olan maliyetini düşürür. Kısa dönem maliyet düşüşleri bile, regülasyon lisanslarının edinimi için yeterli bir nedendir. NRSRO'nun

KDK seçiminde esas aldığı ölçüt, KDK'nın gelecekteki performans ihtimalleri değil geçmişteki başarılı performanslarıdır. Bununla birlikte unutulmamalıdır ki, regülasyon lisansı, finansal enstrümanın risk kalitesinin gerekli bir göstergesi değildir (Ekins vd., 2012, s. 10).

3. KDK'NA YÖNELTİLEN ELEŞTİRİLER

2007 yılında SŞP'nin küresel olarak 100 ülkede tek başına derecelendirdiği borç senetlerinin toplamı yaklaşık 34 trilyon dolardır. Bu rakamın gösterdiği gibi KDK'nın finansal hizmetler endüstrisindeki etkisinin artması ve 1970'lerin ortalarından itibaren üç büyük KDK'nun kredi derecelendirmesinde 'yatırımcı öder işletme modelinden', 'ihraççı öder işletme modeline' doğru geçiş yapması, KDK'na yönelen eleştirilerin artmasına sebep oldu. Bu eleştiriler; kredi derecelendirmelerinin şiddetli çıkar çatışması ile kirlendiğini, kredi derecelendirmelerinin ön alıcı (proactive) olmaktan ziyade giderek tepkisel (reactive) hale dönüştüğünü, KDK'nın sahip oldukları piyasa gücüne oranla yeterince şeffaf olmadıkları istikametindeydi. 2007 Küresel Finansal Krizi ile birlikte bu eleştirilerin tekrar su yüzüne çıktığı ve şiddetlendiği görülmektedir (McVea, 2010, s. 708). KDK'na yöneltilen belli başlı eleştiriler aşağıda özetlenmektedir (Ryan, 2012, ss. 8-12).

3.1. Yetersiz Rekabet

KDK, bir oligopol piyasasında faaliyet gösterir. Oligopol, ilave rekabetçi firmaların girişinin doğal veya suni engellerle önlenmediği bir piyasa olup, az sayıda firmanın bulunduğu bir endüstridir. Oligopolde yeni firmaların piyasaya girmesi ve mevcut firmalarla rekabet etmesi, doğal ve suni engellerle önlenir. Piyasadaki rekabetin azaltılması, oligopolcü firmaya, rekabetçi firmalardan daha fazla piyasa gücü verir. Çünkü oligopolcü firmalar rekabetçi seviyenin üzerinde karlı fiyatlar koyabilir ve üretimi düşürebilir. Az sayıda firma piyasadaki talebi karşılayabildiği için, bu durum oligopolcü firmalara, rekabetçi firmalardan daha yüksek kar sağlama imkanı verir. Rekabetçi bir piyasada, iktisadi karın bir kısmını paylaşmak üzere endüstriye yeni firmaların girmesine izin verilir. Oligopolcü piyasada doğal ve suni giriş engelleriyle bu durumun önüne geçilir (Ryan, 2012, s. 11).

Piyasaya giriş ister doğal ister kamu düzenlemeleri gibi suni engellerle sağlanmış olsun; yüksek fiyatlar, yüksek karlar, kısılmış üretim miktarları ile sonuçlanır. Doğal engellerle oluşan oligopol, yeni teknolojiler ile kendi oligo-

pol güçlerini devralacak ve piyasaya rekabet getirecek yeni firmalardan çok çabuk etkilenir. Kamu eliyle yaratılan oligopoller de aynı durumdan etkilenmekle birlikte, bazı durumlarda oligopoller hükümet iradesi ile sürdürülebilir.

Yatırımcı gözündeki itibar, kredi derecelendirme piyasasına girişe bazı doğal engeller koymakla birlikte, girişi engelleyen aktörlerin çoğu kamunun NSRSO olarak seçtiği KDK'ndan kaynaklanır. Bu nedenle kredi derecelendirme piyasasının rekabete karşı dirençli ve az sayıda firmadan oluşacağı beklenebilir. Oligopolcü firmalar, yüksek kar elde edecek ve üretim miktarını kısacaktır. KDK endüstrisinde kısıtlanacak olan üretim, derecelendirilmiş borç senetlerinin sayısı değil, kaliteyi temsil eden enformasyon çıktısıdır. Rekabet tehdidi olmaksızın oligopolcü KDK'nın, izledikleri kredi derecelendirme metodolojisini değiştirmeyecekleri, yani piyasa riskini daha iyi ölçecek yöntemler geliştirmek için çaba göstermeyecekleri beklenebilir (Ryan, 2012, s. 12).

Hem ABD hem de dünyada kredi derecelendirme endüstrisine SŞP ile Moody's hakim bulunmaktadır. Bu ikilinin, kredi derecelendirme piyasasında bir duopol veya Fitch'in de sisteme dahil edilmesiyle bir oligopol tesis ettikleri söylenebilir. Yasalara göre derecelendirilmiş borç senedi ihraç etmek için normal olarak en az iki KDK derecesi gerekli olduğundan, SŞP ile Moody's'in birbiri ile rekabet etmesi beklenemez.

Düşük kaliteli varlıklara, özellikle riskli konut kredisi destekli finansal enstrümanlara verilen yüksek kredi dereceleri, 2007 Küresel Finansal Krizinde patlayan bir kredi piyasası balonunun oluşumuna katkı yaptığı gerekçesiyle dünyadaki finans otoriteleri tarafından eleştirilmiştir.

ABD Temsilciler Meclisi Gözleme Komitesi Başkanı Henry Waxman; SŞP ile Moody's'den sağlanan iç yazışmaların, bu iki şirketin 'çıkar çatışması' probleminden haberdar olduklarını gösterdiğine işaret etmektedir. Moody's'den Raymond McDaniel kredi derecelendirme endüstrisinde, ihraççının değil yatırımcının ödeyeceği alternatif bir işletme modelinin benimsenmesinin, algılanan çıkar çatışmasını ortadan kaldırmayacağını, sadece kaydıracağını ileri sürmektedir. 'Yatırımcı öder işletme modeli', büyük ve varlıklı yatırımcıya tercihli bilgi sağlamaktadır. KDK, kredi krizinin tam ortasında konut kredisi destekli bonoların taşıdığı riski eksik değerlendirmek suretiyle, finansal karmaşaya katkı yapmakla suçlanmaktadır.

Henry Waxman, finansal krizinin henüz beklenmediği bir dönemde, KDK'nın konut kredisi destekli ve diğer varlıkların kredi derecelerinde büyük ölçekli düşürmeye gitmede ısrarcı olmalarının hata olduğunu; ABD finansal

sisteminde çok özel bir konuma sahip olan SŞP, Moody's ve Fitch'in, kendilerine beslenen itimadı sarstıklarını ileri sürmektedir (Ryan, 2012, ss. 8-9).

ABD Temsilciler Meclisi Gözleme Komitesi, Moody's Baş İcra Direktörü Raymond McDaniel tarafından Moody's direktörleri için Ekim 2007 tarihinde yapılan bir iç sunumun suretini yayınladı. Sunumun 'Çıkar Çatışması' başlığını taşıyan bölümünün 'Piyasa Payı' başlığını taşıyan kısmı, daha önce sadece SŞP ve Moody's'in hakim olduğu kredi derecelendirme endüstrisine Fitch'in girmesinin, kredi kalitesini düşüren bir rekabetin ortaya çıkmasına yol açtığını vurgulamaktadır. Fitch'in Başkanı ve CEO'su Stephen Joynt, bazı yatırımcıların KDK'nca üretilen kredi derecelerine, bütün riskleri kapsamış olduğunu düşünerek, tamamen güvenmiş ve bu derecelerin kapsama almadığı riskler konusuna yeterince dikkat etmemiş olabileceklerini kabul etmektedir.

Üç büyükleri oluşturan SŞP, Moody's ve Fitch, finansal hizmetler endüstrisindeki başarısızlıkta, tetikleyici rol oynamıştır. FED'in kriz esnasında aldığı tedbirler, bu üçlünün piyasadaki hakimiyetini daha da güçlendirmiştir. FED'in geliştirdiği Dönemsel Varlık Destekli Menkul Değerler Ödünç Kolaylığı (TALF) gibi ödünç programları, sadece 'üç büyükler' tarafından derecelendirilen varlıkları teminat olarak kabul ettiği için, SEC tarafından NRSRO kredi derecelendirme kuruluşu olarak *yeni seçilen* Egan-Jones gibi KDK'nın sistemden dışlanmasına sebep olmuştur. FED'in bu uygulaması, 2006 yılında yürürlüğe soktuğu reform programı ile yeni KDK'ların sisteme girişini kolaylaştırarak kredi derecelendirme endüstrisindeki rekabeti arttırmayı hedefleyen SEC'i, FED ile karşı karşıya getirmiştir.

FED kredi derecelendirme endüstrisine yer alacak KDK'nın listesini genişletme sözü vermesine rağmen, FED Başkanı Ben Bernanke, 'üç büyüklerin' modernize edilmiş kredi derecelendirme modelinde sorun görmediğini açıklamış ve üç büyüklerden oluşan yapıyı desteklemiştir. Üç büyüklerin, FED'in kendilerine sağladığı konum sayesinde, TALF ödünç programlarından elde ettiği ücret kazancı 400 milyon dolardır. Connecticut Baş Savcısı Richard Blumenthal üç büyüklere yönelik olarak tekel-karşıtı soruşturma açmış ve FED'i finansal hizmetler endüstrisini yıkan üç KDK'nı sürekli ödüllendirmekle suçlamıştır. Menkul değerlerin kredibilitesini arttırmada kararlı olan Wall Street'teki ana ticari gruplar da, daha küçük KDK'nın TALF ödünç programlarına dahil edilmesini istemiştir (Ryan, 2012, s. 9).

Regülasyonlar yatırımcıları, enformasyon içeriği yüksek derecelere sahip olanları değil sadece kredi derecesi yüksek finansal ürünleri almaya teşvik etmektedir. Kredi derecelendirmesinin doğruluğunu tespit kolay olmadığı

için, regülatörlerin neden yüksek kredi derecelerini bir ölçüt olarak kullandığı anlaşılabilir. Yatırımcıların *doğru* kredi derecesi ile ilgilenmeleri ile *yüksek* kredi derecesi ile ilgilenmeleri farklı sonuçlar doğurur.

Yatırımcılar ana hedef olarak *doğru* kredi dereceleri ile ilgileniyorlar ise, KDK'nın verdiği kredi derecelerine gözü kapalı olarak teslim olmayacaklar, dikkatlerini kendi yaptıkları risk getiri analizlerine verecekler (due diligence) ve KDK'nın doğru derecelendirme sonuçları veren yenilikçi metodolojilere sahip olup olmadıklarını araştıracaklardır.

Buna karşılık yatırımcıların ana hedefi regülasyonun sağladığı kazançlardan istifade etmek ise, yatırım kararlarını *yüksek* kredi derecelerine göre vereceklerdir. Bu durumda yatırımcılar KDK'nın, *yüksek* derecelendirme sonuçları veren yenilikçi metodolojilere sahip olup olmadıklarını araştıracaktır. Kamunun KDK'nı NRSRO olarak seçmesinde izlediği ölçüt, KDK'nın geçmişte gösterdikleri performanstır. Ancak geçmişte gösterilen performans, gelecekteki performansın garantisi olmadığı gibi; düşük kaliteli değerlendirme yapan KDK'nın, NRSRO tarafından cezalandırıldığına dair elde veri bulunmamaktadır (Ryan, 2012, s. 12).

3.2. Yetersiz Hesapverilebilirlik

KDK'nın şirketlerin finansal piyasalara girmesinde belirleyici ve yatırımcılar için ana değerlendirme aracı olarak olağanüstü bir gücü elinde bulundurduğu görülmektedir. Bununla birlikte derecelendirme kararları görünüşte sabit, belgelendirilmiş standartlara dayandırıldığı için, KDK'nın bizzat kendileri, yaptıkları derecelendirmelerin esasen birer kanaatten ibaret olduğunu ve mahkemelerce doğrulanamayacağını itiraf etmektedir. Bir ihraççının menkul değerine belirli bir kredi derecesinin takdir edilmesi netice itibariyle, ihraççıya yasal başvuru mercii bırakmayan, doğrulanmaz ve denetlenemez bilgilere dayanmaktadır.

KDK, son bir kaç yılda, işlerine gereken özeni göstermemeleri ve kötü kararlar vermeleri nedeniyle ciddi eleştirilere muhatap olmuştur. Dev anonim şirketlerin çöküşü, KDK'nın rolü ve itibarı hakkında bir dizi sorgulamanın hayata geçirilmesini tetiklemiştir.

2007 Küresel Finansal Krizi'nde hiç bir taraf, KDK kadar hatalı değildi. Nitekim KDK'nın; Sigorta devi American International Group (AIG)'e AAA derecesi, Lehman Brothers'a çöküşünden bir ay önce A derecesi ve neredeyse tamamen değersiz sayılabilecek sub-prime menkul değerlere AAA dereceleri verdikleri ortaya çıkmıştır.

Kredi derecelerine olan bu sürekli güvenin arkasında kötü regülasyonlar yatmaktadır. Kredi derecelerine dayanan regülatör ve kurumların sayısı artıkça, KDK'nın kredi derecelerini düşürmede gönülsüz davranmalarını nedenini anlamak mümkündür.

Krize girmeden önce AIG'in kredi derecesinde yapılacak bir basamaklık bir düşüş bile, ona 8 milyar \$'lık ek bir yükümlülük getirmektedir. ABD Hükümet yetkilileri 2009 yılında AIG'in kurtarılması için dördüncü tur görüşmeleri yaparken, KDK'na AIG'in kredi derecesini düşürmeme kararından emin olup olmadıklarını sordular. Krizde, borcun kredi derecesinin düşürülmesi şirketi kalbinden vurmakla eş anlama gelmektedir.

Bu sorunun çözümü regülasyonların sıkılaştırılması ve daha fazla KDK'nun girişine imkan vererek kredi derecelendirme endüstrisinin 'kutsal üçlüden' kurtarılmasıdır. KDK'na ödemeyi kim yaparsa yapsın, yani KDK hangi işletme modelini seçerse seçsin, potansiyel çıkar çatışması var olmaya devam edecektir. Bu eleştirilere karşılık KDK yetkilileri, finansal sistemin büyük ölçüde optimal altı seviyede işlediğini, bu nedenle ortaya çıkan karmaşadan tek başına KDK'ını sorumlu tutmanın hakkaniyete uymayacağını ileri sürmektedir (Ryan, 2012, ss. 9-10).

McVea (McVea, 2010, s. 715); mevcut ve geniş ölçüde piyasaya dayalı mekanizmaların KDK'nın hesap verebilirliğini sağlamada yetersiz kaldığını ifade etmektedir. Gerçekten de kredi derecelendirme piyasası ile ilgili gelişmeler, bu piyasanın kendi kendini düzelterek bir sistemden yoksun ve piyasa başarısızlığıyla malul olduğunu ortaya koymuştur. Söz konusu piyasa başarısızlıklarının doğurduğu maliyet, başarısızlıktan doğrudan etkilenen taraflarla sınırlandırılmaz. Kredi derecelendirme piyasasının başarısızlığı ve bu başarısızlığın yol açtığı kamu kurtarmaları (bail out), ortaya çıkan zararın vergi ödeyenlere yansımaya sebep olmuştur. Finansal hizmetler endüstrisindeki çöküntüler, başta bankalar olmak üzere geniş bir finansal oyuncular ağını ve buradan da reel sektörü etkilediği için, kamu kurtarmaları kaçınılmaz olmuş ve hesap konuyla ilgisi bulunmayan geniş halk tabakasına çıkarılmıştır.

3.3. Çıkar Çatışması ve Yetersiz Bağımsızlık

KDK, fonksiyonlarını yerine getirebilmek için bağımsızlığın önemine vurgu yapmaktadır. Önde gelen KDK, bağımsızlık kriterini sağlamaktan uzak olup, 'ihraççı öder işletme modelinin' doğurduğu güçlü çıkar çatışmalarına bulaşmaktan dolayı ciddi eleştirilere muhatap olmaktadır. Ödeme yapılan derecelendirme (solicited ratings) ile ödemesiz derecelendirme (unsolicited

ratings) arasında fark vardır. Ödemeli kredi derecelendirmesi yapan KDK'nın, ihraççıya yüksek derece vermesinde çıkarları bulunmaktadır. Çünkü verdiği yüksek dereceden memnun kalan ihraççının, söz konusu KDK'na abone olma ve ona gelecekte ödemeli değerlendirme yaptırma ihtimali mevcuttur. KDK'nın, yüksek kredi dereceleri elde etmelerini sağlamak üzere ihraççılara danışmanlık yapması, KDK'nın bağımsızlığını zayıflatmaktadır (Ryan, 2012, ss. 10-11).

1973 yılında yapılan regülasyon değişikliklerinin; NRSRO olarak seçilen KDK'nın kurumsallaşmasını, KDK'nın işletme modelini 'yatırımcı öder' modelinden, 'ihraççı öder' modeline çevirmesini teşvik ettiği söylenebilir. İhraççı öder modelinin çıkar çatışmasına açık olduğunu belirtmeye gerek yoktur (Darcy, 2009, ss. 622-631). Çünkü bu model KDK'nın müşterileri ile ilişkilerini geliştirmek için şişirilmiş kredi derecesi vermesine uygundur. Teoride KDK, *kısa dönemde* ihraççı veya yatırımcıya şişirilmiş kredi dereceleri sağlayarak karını arttırabilir (Gudowski, 2010, ss. 109-114). Ancak bu durum *uzun dönemde* KDK'nın itibar kaybetmesine yol açacaktır. NRSRO olarak seçilen KDK'nın itibarlarını koruma kaygıları, onları ihraççılara açıkça şişirilmiş yüksek dereceler vermekten alıkoyacağı düşünülse bile (aksi görüş için bakınız Hunt, Tarihsiz, s. 74), sahip oldukları artan piyasa gücü, marjinal ölçekte de olsa şişirilmiş kredi dereceleri vermelerine izin verebilir. İster yatırımcılar isterse ihraççılar tarafından satın alınmış olsun NRSRO olarak seçilen KDK'nın verdiği kredi dereceleri, regülasyon kazançları sağlamaya devam eder. Veriler; NRSRO dışı KDK'nın piyasadaki enformasyon değişmelerine karşı daha hızlı tepki vermesine karşın, NRSRO olarak seçilen KDK'nın derece düşürmelerini rapor ederken işi ağırdan aldığını ve ihraççının bozulan finansal durumu ile bu durumun derecelere yansması arasında bir gecikme bıraktığını göstermektedir. Kredi derecelerindeki ayarlamaların az da olsa yükseltme yönünde olduğu ve kredi derecelendirmelerinin 6 ay gibi bir gecikmeyle piyasa göstergelerinin gerisinde kaldığı da elde edilen bulgular arasındadır. Ayrıca ihraççı öder işletme modelinin KDK'nı şişirilmiş kredi dereceleri vermeye teşvik ettiğini gösteren bulgular mevcuttur. Soruşturmalar Daimi Alt Komitesi 2011 yılında; Moody's ile UBS üst yöneticilerinin derece düşürmesinin zamanlaması ve bunun yol açacağı sorunları birlikte konuştuklarını tespit ettiğinde, büyük bir eleştiri dalgasını tetiklemiştir.

WorldCom, Parmalat, Enron ve konut kredisi destekli menkul değerler konusundaki potansiyel çıkar çatışması iddialarına rağmen, NRSRO olarak seçilen KDK kararlarının sürekli olarak artması; yatırımcıların kredi derecelen-

dirme endüstrisine mahkum olması, yatırımcıların regüasyonların sağladığı imtiyazlardan yararlanma arzusu ve piyasa gücünün yatırımcıdan NRSRO olarak seçilen KDK'na doğru kayması ile açıklanabilir (Ryan, 2012, ss. 18-19).

McVea (McVea, 2010, ss. 711-712); derecelendirilen finansal ürünün başarısından hem ihraççılar hem de KDK kazanç sağladığı için, yüksek kredi derecelerinin menkul değer satışını, KDK hizmet fiyatlarını ve ihraççılardan gelecekte elde edilecek iş imkanlarını arttırdığını ve özellikle 'ihraççı öder işletme modelinin' çıkar çatışmasına zemin hazırladığını ileri sürmektedir

KDK'nın finansal enstrümanın hem nasıl yapılandırılacağı hem de nasıl derecelendirileceği konusunda ihraççılarla iletişim içinde bulunması durumunda, çıkar çatışması daha sık ortaya çıkmaktadır. Gerçekten de bu durumda kredi derecelendirmesi bağımsız bir kredibilite tespiti olmaktan çıkmakta, ticari bir müzakereye dönüşmektedir. Kredi derecelendirme endüstrisi, ihraççıların daha yüksek kredi dereceleri elde etmek için bir tür iktisadi baskı kurmayı deneyeceği bir risk alanı haline gelmektedir. Yetkilendirilmiş Finansal Analistler Enstitüsü tarafından Haziran 2008'de yapılan bir ankette anket katılan 1959 üyenin 211'i, yani % 11'i; yatırımcı, ihraççı veya yüklenici tarafından yapılan baskı veya etkileme sonucunda kredi derecelerinin değiştiğini rapor etmiştir. Söz konusu baskıların % 50'si düşük kredi derecesi verilmesi durumunda başka şirkete gidileceği, % 17'si de yüksek kredi derecesi verilmesi durumunda KDK'na daha fazla iş verileceği şeklinde kendini göstermektedir.

KDK'nın ihraççılara ilave danışmanlık servisi sağladığı durumlarda, derecelendirme işleminin tarafsızlığı konusunda endişeler ortaya çıkmaktadır. Müşterilere yönelik bu tür derecelendirme faaliyet dışı hizmetlerin KDK'na yüksek hizmet kazancı sağlaması, KDK'nın kredi derecelendirmesinde müşteri lehine hareket etmesini özendirir ve tarafsızlığını kaybetmesine yol açan teşvik edici bir rol oynamaktadır.

İhraççılar ile KDK arasında bu tür ilişkiler geliştikten sonra, ihraççılar KDK'nın 'derecelendirme komitesinin' yaptığı 'ön derecelendirme' sonuçlarını görmek ve kendine uygun olan derecelendirmeyi seçmek isteyebilir. Mesele oluşturdukları varlığa dayalı menkul değer dilimlerinin (tranch) tamamını tek bir sözleşmeye dayanarak mı yoksa her bir dilim için ayrı bir sözleşme yaparak mı derecelendirilmesini isteyecekleri konusunda karar vermek amacıyla, ihraççılar, KDK'nın gizli kalması gereken 'derecelendirme dükkanlarını' görmeyi arzu edeceklerdir. Avrupa Komisyonu'nun da kabul ettiği gibi, bu ilişki kolayca bir derecelendirme enflasyonu sonuçlanabilir. Açıktır ki KDK,

bu şekilde davranmaları durumunda, ihraççılardan gelecekte daha fazla iş alma ümidiyle müşterilerini mutlu etme yönünde bir motivasyona sahip olacaktır.

McVea (McVea, 2010, s. 713); KDK'na yönelen eleştiri hedefleri içinde, yenilikçi yapısal finansal ürünlerin derecelendirilmesinde KDK'nın kullandığı kredi derecelendirme modelleri ve metodolojilerinin de yer aldığını, söz konusu modeller ve metodolojilerin yenilikçi finansal ürünlerle ilişkili kredi riskini tam veya yeteri derecede yansıtmada başarısız olduğunu ileri sürmektedir.

Tanım gereği, modeller varsayımlara dayanmakta, bu varsayımlar aşırı derecede iyimser olabilmekte, son derece sübjektif ve tartışmaya açık sonuçlara yol açabilmektedir. KDK'nın kredi derecelendirmesinde tarafsızlığını koruyamaması bu sorunu daha da büyötmektedir.

Birleşik Krallık Avam Kamarasına yapılan bir sunumda; derecelendirmeye sunulan yapılandırılmış finansal ürünlerin kompleks yapısı nedeniyle KDK'nın ihraççılarla yakın temas içinde bulunma ihtiyacı duydukları, bu nedenle de kredi derecelendirme modellerinin giderek ihraççılar tarafından dizayn edilen modeller haline dönüştüğü ifade edilmektedir.

Yanlış yönlendirilmiş kredi derecelendirme riski, bu tür ilişkilerde işin doğası gereği mevcuttur. Çünkü burada kredi riskinin doğru değerlendirilmesi; tarafların 'özel çıkarlarını', 'kamusal çıkarlara' karşı tehlikeye atmaktadır. Piyasaların 'özel çıkar' ile 'kamusal çıkarı' eşdeğer hale getireceği şeklindeki teorik görüş, uygulamada doğrulanmamaktadır.

3.4. Eş-yönlü Davranış ve Zamansız Kredi Derecesi Düşürmeleri

KDK, kredi derecelerini belirli bir zaman çizelgesine bağlı kalarak açıklamadığı için eleştirilmektedir. 1997 yılındaki Doğu Asya Krizi'nde, 'erken uyarı sinyali' vermemeleri, en basit haliyle sadece piyasa katılımcılarının çoğunluk kanaatini paylaşmaları ve krizlere çok geç ve çok hızlı kredi derecesi düşürmeleri ile cevap vermeleri nedeniyle KDK eleştirilmiştir. Nitekim o krizde, Güney Kore'nin kredi notu SŞP tarafından tek bir gün içinde üç basamak birden düşürölmüştür. Bu durum KDK'nın, kriz öncesinde konjonktürle eş yönlü (procyclical) davrandığı ve bu davranışın kriz dönemlerinde kredi yıkımına yol açtığı iddiasıyla eleştirilmesine sebep olmuştur.

Eurozone Bölgesi'ndeki devlet borçlarının sürdürülebilir olup olmadığını değerlendirirken kullandığı modelin varsayımlarının bu değerlendirmeye uygun olmaması nedeniyle KDK, bölgedeki her bir ülkenin devlet borcu ara-

sında sağlıklı bir ayırım yapamamıştır. Bazı üye ÷lkelerde ortaya çıkan problemlerin derinliğini kavramada başarısız olan tek kurum KDK değildir. Bununla birlikte bu durum, devlet borç krizi ortaya çıkarken, bazı Eurozone üyesi devletlerin finansal durumlarının doğru değerlendirilememiş olmasının mazereti sayılamaz (Ryan, 2012, s. 11).

KDK, hem borçlular hem de finansal hizmetler endüstrisinin bütünü bakımından bir kısır döngü yaratmıştır. Kolay bir yol olması bakımından KDK herhangi bir zamanda herhangi bir şirketin veya bir ÷lkenin kredi derecesini düşürebilir ve bu düşürme kredibilitiyi azaltır ve finansal maliyeti yükseltir. Kredi derecesinin düşürülmesi, borçlu bakımından ciddi bir likidite sorununa ve yatırımcı güveninde hızlı bir düşüşe sebep olur. Herhangi bir büyük ölçekli derece düşürülmesi durumunda, uzun vadeli bonoların derhal geri ödenmesi istenir ve düşük borç ödeme gücüne sahip firmalar 'zorunlu iflas' tuzağına düşerler. Örnek vermek gerekirse Enron'un çöküşü, derece düşürülmesinin doğrudan bir sonucudur. KDK'nın, bu tür derece düşürmelerinin borçluları uyanık tuttuğunu ve borçlarına sadakati arttırdığını ileri sürmesine karşın, kendilerine derece düşürme gücünü kötüye kullandıkları eleştirisi yöneltilmektedir. Bu durum, kredi derece düşürmelerinin gerekliliği ve geçerliliği ile Eurozone Bölgesi'nde görüldüğü gibi şirket ve ÷lkeler üzerindeki potansiyel etkileri konularında kamuoyuna daha fazla bilgi verilmesi ihtiyacını doğurmuştur (Ryan, 2012, s. 11).

KDK'nın, kararlarının potansiyel etkilerini dikkate almaksızın, kredi derecelerini uygunsuz zamanlarda açıklaması veya anahtar politika kararlarının alınmasını beklemesi eleştirilere konu olmuştur. 2010 Nisan'ında IMF ve Eurozone üye devletleri tarafından Yunanistan'a bir yardım paketi üzerinde anlaşmaya varılmasından kısa bir süre önce, SŞP Yunanistan'ın BB+ olan kredi derecesini 'yatırım yapılamaz' seviyeye indirmeye karar vermiştir. Bu kararın yıkıcı etkileri olduğu açıktır.

Devlet borçlarının riskini doğru değerlendirme ve uzun dönemli bir görüş ortaya koyma yerine, KDK oynaklığın finansal piyasalarla ilgili değerlendirmeleri güvenilirmez kıldığı bir dönemde, sadece piyasaların görüşlerini yansıtmaktan öte bir şey yapmamaktadır. Avrupa Merkez Bankası İcra Komitesi üyesi Lorenzo Bini Smaghi, devlet borçlarının derecelerinde yapılan aşadı yönlü revizyonun makroekonomik verilere ve bütçelere değil, devlet borçlanma senetleri ve krizin yayılma ihtimali hakkında piyasaların yaptığı değerlendirmelere dayandığını ileri sürmektedir. O zamanki IMF Başkanı Dominique Strauss-Kahn, KDK'nın piyasadan hangi bilgileri topluyorsa ancak onu

yansıttığını, faydalı bile olsa insanların bu bilgilere fazlaca inanmamaları gerektiğini söyleyerek Smaghi'nin görüşlerine karşı çıkmaktadır. *KDK hakkında Avrupa Merkez Bankası ile IMF arasındaki görüş farkı bir kenara not edilmeyi hak etmektedir.*

Yatırımcılar ve politikacılar bir konuda hemfikirdir: 'ihraççı öder işletme modeli', yani KDK'na çıkardığı varlıklar kredi değerlendirmesine tabi olan firmaların ve devletlerin ödeme yaptığı model, yoğun bir çıkar çatışmasının etkisi altındadır. Finansal İstikrar Kurulu, bu modelin önemli tehlikelerle dolu olduğuna vurgu yapan bir rapor yayınlamıştır. Özellikle KDK'nca verilen kredi derecelerinin çeşitli regülasyon ve yatırım değerlendirmelerinde kullanılma tarzı, kredi derecelerindeki değişmelerin 'sürü psikolojisi etkisi' yaratma eğiliminde olduğu anlamına gelmektedir. Kredi derecelerindeki küçük bir düşüş, menkul değer satışlarında patlamayı tetiklemekte, sıkıntılı bir durumu daha da kötüleştirmektedir (Ryan, 2012, s. 12).

McVea (McVea, 2010, ss. 713-714), 2007 Küresel Finansal Krizinde, ABD sub-prime ipoteklere dayalı menkul değerler piyasasındaki çöküşle ilgili gelişmeler karşısında KDK'nın aşırı derecede reaktif davranmakla suçlandığını kaydetmektedir. Bir Avam Kamarası Raporuna göre KDK, sub-prime ipoteklere dayalı menkul değerlerin kredi derecelerini düşürmede işi son derece ağırdan almaktadır. Ayrıca 2007 yazında yaptığı kredi derecesi düşürmeleri, doğası gereği büyük ölçekli olmuş ve çoğu piyasa katılımcısı tarafından 'beklenmedik düşüşler' olarak değerlendirilmiştir. Kredi derecesi düşürmelerinin yol açtığı büyük ölçekli, gecikmiş ve beklenmeyen şoklar, kredi piyasasındaki problemleri abartmaktan başka işe yaramamaktadır. KDK'nın tam da kriz döneminde, kullandıkları kredi derecelendirme metodolojisini gözden geçirmeye başlaması, kredi derecelendirmesinde yanlış yaptıklarının ve stres zamanlarında bu tür menkul değerleri derecelendirmeye uygun modellere sahip olmadıklarının üstü örtülü bir kabulü sayılmalıdır.

Gecikmiş derece düşürmelerinin iktisadi bir izahı olabilir. Finansal Hizmetler Otoritesi (FSA), KDK'nın 'başlangıç kredi değerlendirmesinden' elde ettikleri gelirlerin, kredi değerlendirmesi yapılmış ürünlere verilen 'gözetim hizmetlerinden' elde ettikleri gelirlerden göreceli olarak daha yüksek olduğunu belirtmektedir. Bu durum KDK'nın yeni ihraç edilen finansal ürünlere odaklanmasına ve derecelendirdiği finansal ürünlere verdiği gözetim hizmetine yeterli kaynak ayırmamasına yol açmaktadır. Bu ise derecelendirilmiş finansal ürünlerin gözetim altında tutulmasında ve derecelendirme değişikliklerinin zamanında yapılmasında sorunlara yol açmaktadır. Bu nedenle

KDK'nın yeni finansal ürünlerin 'başlangıç değerlendirmesine' ayırdığı miktar ve nitelikte kaynağı, derecelendirdiğı finansal ürünlerin 'gözetim altında tutulmasına' da ayırması hayati önem taşımaktadır.

KDK'nın önemli menkul değerlerin kredi derecesini düşürmesi, kendisine ek bir kazanç sağlamadığı gibi, hem söz konusu menkul değerlerin ihraççısını ve ihraççının çalıştığı yatırım bankasını hem de söz konusu menkul değeri portfolyosunda tutan kurumsal yatırımcıyı gücendirme riski taşımaktadır. Gerçekten de yatırımcı satın alacağı menkul değer ile ilgili enformasyona satın alma işleminden önce sahip olmak istemekle birlikte, söz konusu menkul değeri satın alıp portfolyosuna ekledikten sonra ortaya çıkan derece düşürmelerinden memnun olmamaktadır. Bu açıklamalar KDK'nın, yeri geldiğinde neden kredi derecelendirme düşüşüne gitmediğini açıklayan mikro ekonomik gerekçeler olarak değerlendirilebilir.

4. KREDİ DERECELENDİRME ENDÜSTRİSİNDE OLİGOPOL

4.1. NRSRO Olarak Seçilen KDK'nın Kredi Derecelerine Artan Talep

Regülasyonların yatırımcıyı kredi derecelendirmelerine ve özellikle NRSRO olarak seçilen KDK'na bağımlı hale getirmesi, bu kurumların yaptığı kredi derecelendirmelerine olan talebi suni olarak şişirmiştir. Daha önce belirttiği gibi kredi derecelerinin 'sözleşmelerdeki rolü' ve 'değerlendirmelerdeki rolü' olmak üzere iki temel rolü bulunmaktadır. Sözleşmedeki rol *yüksek* kredi derecelerini, buna karşılık değerlemedeki rol sağlam enformasyona dayalı *doğru* kredi derecelerini gerekli kılmaktadır. Regülasyonlar, muhtemelen, derecelerin sözleşmedeki rolüne, yani yüksek kredi derecelerine olan yatırımcı talebini arttırmakta; derecelerin değerlemedeki rolüne, yani yüksek enformasyon içeren doğru kredi derecelerine olan yatırımcı talebini değiştirmemektedir. Bunun nedeni regülasyonun tercih olarak, yüksek enformasyon ihtiva eden doğru kredi derecelendirmesine değil, regülatörün işini kolaylaştıran yüksek kredi derecelendirmesine önem vermesidir. Bu nedenle kredi derecelendirme endüstrisinde, fiyatların rekabetçi fiyat seviyesinin üstünde, enformasyon arzının ise rekabetçi enformasyon arzının altına kalacağı öngörülebilir (Ryan, 2012, s. 12).

Regülasyonların NRSRO olarak seçilen KDK'na ilave iş imkanı sağladığı açıktır. Bazı yatırımcılar yasalar gerektirdiğı için, bazıları da teşvikler nedeniyle NRSRO olarak seçilen KDK tarafından derecelendirilen finansal ürünlere yatırım yapmaktadır. Göreceli enformasyon değeri yüksek kredi derecele-

rine olan talep yetersiz olursa, doğru kredi derecelerinin üretilmesi zorlaşır. KDK derecelerine olan talep, yüksek enformasyon taşıyan doğru bilgiye sahip olma isteğinden ziyade regülasyon lisanslarına ve tercihli regülasyon muamelesine ulaşma isteğinden kaynaklanıyorsa, göreceli enformasyona dayalı bilginin (kredi notunun) daha az önemli olacağı beklenebilir.

Aslında çoğu kimse bu dereceler taşıdığı enformasyon içeriğini sorgulamaktadır. Bir görüşe göre, kredi spreadleri kredi dereceleri ile ikame edilebilir, çünkü NRSRO olarak seçilen KDK'nın ürettiği kredi dereceleri yatırımcıya önemli ek bilgiler sağlamayabilir. Dahası, enformasyon teknolojisindeki gelişmeler ve toplumun giderek artan ölçüde birbirine bağımlı (interdependent) hale gelmesi, geçmişte üretilen kredi dereceleri ile karşılaştırıldığında, derecelendirmenin göreceli enformasyon değerini düşürmüştür. Bazılarına göre kredi dereceleri, kredi kalitesi hakkında gecikmeli bir göstergeden ibarettir ve taşıdığı bilgi eskimiştir (Ryan, 2012, s. 14).

Yeni ihraç edilecek menkul değerler için kredi derecesinin takdiri sözü konusu olduğunda, mevcut menkul değerlerin derecelendirilmesinde dikkate alınan değişimler, değişime yol açan olayların gerisinde kalma eğilimindedir. KDK bir derecelendirme işlemine başladığında, genellikle, piyasaların gerisinde kalmaktadır. Kredi derecelendirme işlemleri; WoldCom, Enron, Parmalat ve 2007 Küresel Finansal Krizi örneklerinde olduğu gibi, pek de doğru sayılamayabilecek dönemlerde başlatılmaktadır. Piyasaların doğası gereği bazı yanlış tahminlerin yapılması normal karşılanırsa bile, NRSRO olarak seçilen KDK'nın konut piyasasında ortaya çıkan önemli bir düşüşü tahmin etmede *topluca* başarısızlığa düşmeleri, kredi derecelendirme endüstrisinin bir iki rastgele hatanın ötesinde, daha sistemik hatalara açık olduğunu göstermektedir. Portfolyo yöneticilerinin kararlarını kredi derecelerine göre vermedikleri hususunda genel bir kanaat bulunmaktadır. 2002 yılında Finansal Profesyoneller Birliği tarafından yapılan bir ankette, meslektekilerin sadece % 29'unun KDK derecelerinin doğru olduğuna inandığını göstermektedir.

Bununla birlikte, NRSRO olarak seçilen KDK'nın kredi değerlendirme ücretleri ve karlılıkları özellikle 2002-2008 döneminde yükselmiştir. 1995-2000 döneminde KDK'nın yıllık getiri oranının % 42'den biraz fazla arttığı ve 2006 yılında işletme kar marjının % 54'ü bulunduğu tahmin edilmektedir (Ryan, 2012, s. 15).

Dow Jones ve S&P 500 indekslerinin aksine, Moody's'in hisse senedi değerleri 2001-2007 döneminde astronomik yükseliş göstermiştir. 1998-2011 döneminde Moody's, Dow Jones ve S&P hisse senedi fiyatları kronolojik ola-

rak karşılaştırıldığında, son ikisinininki % 50'lerde dalgalanırken, Moody's'inki 2000 sonu itibariyle % 50'den 2006 sonu itibariyle % 500'e yükselmiştir (Ryan, 2012, s. 15).

Moody's'in derecelendirdiği yıllık Teminatlı Borç Senetleri (CDO) sayısı 2002'de 34 iken 2006'da 340'a yükselirken, SŞP'ninkiler sırasıyla 45'ten 360'a çıkmıştır.

Moody's'in derecelendirdiği yıllık Konut Kredisine Dayalı Menkul Değerlerin (RMBS) sayısı, 2002'de 540'ten 2006'da 1200'e yükselirken, SŞP'inkiler sırasıyla 700'den 1600'a ulaşmıştır. Bir yandan NRSRO olarak seçilen KDK'nın hisse senetlerinin değeri yükselirken, öte yandan derecelendirdikleri ürün sayısı artmaya devam etmiştir.

Kredi derecelendirmesinin yatırımcılar için önemli ek enformasyon değeri yarattığını ileri sürenlerin bile, WoldCom, Enron ve 2007 Küresel Finansal Krizi gibi örnekler nedeniyle, NRSRO olarak seçilen KDK'nın itibarlarının azalmasını beklemeleri gerekmez miydi? Demek ki kredi derecelerine yönelen talebin artmasında, kredi derecelerinin enformasyon değerinin yüksekliği ve KDK'nın yüksek itibarının rolü bulunmamaktadır (Hunt, Tarihsiz, s. 74). Aksine kredi derecelerinin regülasyon amacıyla kullanımı ve regülasyon lisanslarının piyasa oyuncularına sağladığı avantajlar, kredi derecelerine yönelen talebin artmasının ve piyasa oyuncularının KDK'na mahkum olmasının altında yatan temel sebeptir. Eğer yatırımcı, satın almayı planladığı menkul değerin kredibilitesi hakkında ek enformasyon sağlamak için değil de, regülasyonun gereklerini yerine getirmek ve tercihli regülasyon muamelesinden istifade etmek için kredi derecesi talep ediyorsa, NRSRO olarak seçilen KDK'nın kredi derecelendirmesine yönelen talep artışının nedeni daha kolay anlaşılabilir (Ryan, 2012, s. 17).

4.2. Yatırımcının Tedbiri Elden Bırakması

Yatırımcıları daha sağlıklı karar vermeye teşvik etmek amacıyla geliştirilen regülasyonlar, tam tersine yatırımcıları enformasyon değerini taşıyan *doğru* kredi dereceleri yerine *yüksek* kredi derecelerine yönlendirmekte ve yatırımcıların tedbiri (due diligence) elden bırakmalarına yol açmaktadır. Regülatörler kredi derecelerini kredi kalitesi için bir ölçüt olarak kullandıkları için, kuralların yüksek kredi derecelerini teşvik edecek şekilde uygulanması anlaşılabilir bir durumdur. Bununla birlikte regülatörler yüksek kredi derecelerinin yüksek yatırım kalitesine tekabül ettiğinden emin olamazlar. Kurallar yatırımcıları bir yandan tek bir kredi derecesine sahip varlıkları elde tutmaya

teşvik ederken, öte yandan da yatırım kararı verirken ihtiyatlı davranma veya yatırım kalitesi ile ilgili doğru enformasyon arama yerine, yüksek kredi derecesi elde etmeye zorlamaktadır. Bu durumda yatırımcı; yüksek dereceli kağıtlara yatırım yaparak regülasyon imtiyazları elde etmek veya yüksek enformasyon kalitesi peşinde koşmak gibi iki seçenekle yüz yüze kalmaktadır. Yatırımcı tercihinin birinciye yönelmesi şaşırtıcı değildir.

Burada yapılan açıklamalar; iflasları ilan edilmeden hemen önce WorldCom ve Enron'a günlerce değil aylarca şişirilmiş yüksek kredi derecesi verilmesine rağmen, KDK kredi derecelerine olan talebin neden düşmediğini açıklar. NRSRO olarak seçilen KDK'nın, değerlendirilen hisse senetleri ve daha fazla iş ile ödüllendirilmesinin temel sebebi budur (Ryan, 2012, ss. 18-19).

4.3. Oligopolcü Kredi Derecelendirme Piyasası

Daha önce de vurgulandığı gibi dünyada ölçekleri, ilgi alanları ve kullandıkları metodolojiler bakımından farklılık gösteren yaklaşık 130 KDK bulunduğu tahmin edilmektedir. Bunlardan SŞP, Moody's ve Fitch en büyükleri olup ABD'de konuşlanmış olmalarına rağmen, en yaygın olarak Birleşik Krallık ve Avrupa olmak üzere, küresel ölçekte bütün finansal piyasalarda etkin konumda bulunmaktadır (McVea, 2010, s. 705).

ABD'de NRSRO olarak seçilen KDK'nı esas alarak yapılan regülasyonlar; yatırımcıları yüksek kredi derecelerine sahip finansal enstrümanları satın almaya teşvik etmiş veya neredeyse zorlamış, piyasa oyuncularının oligopol piyasasında faaliyet gösteren KDK'na olan mahkumiyetini arttırmış, -doğru enformasyon değeri taşımayan- yüksek NRSRO KDK derecelerine yönelen talebi şişirmiş ve kredi derecelendirme piyasasında *de facto* tekelleşmeye yol açmıştır. Bu haliyle regülasyonların; yatırımcıların yüksek enformasyon ihtiva eden doğru kredi dereceleri aramalarını ve böylece yüksek kaliteli kağıtlara yatırım yapmalarını teşvikte başarısız olduğu, regülasyon imtiyazlarından istifade etmek amacıyla yüksek kredi dereceleri peşinde koşmalarına yol açtığı söylenebilir. Bu durum giderek kredi derecelendirme endüstrisindeki rekabeti azaltmış, hizmet fiyatlarını yükseltmiş, KDK'ını kredi risk değerlendirme modellerinde yenilik yapmaya yönlendirmek yerine tembelliğe özendirmiş ve nihayet yatırımcıların öz kredi değerlendirmelerine göstermeleri gereken dikkati azalmış, tedbiri elden bırakmalarına sebep olmuştur (Ryan, 2012, s. 19).

KDK piyasasında ortaya çıkan tekelleşme yerine piyasaya yeni KDK'nın girmesine izin verilerek rekabet arttırılmış olsaydı, KDK ile ilgili olarak muh-

temelen daha az sorunla karşılaşıldı. Piyasaya giren yeni firmalar; kredi derecelendirme piyasasındaki usulsüzlükleri açığa çıkararak, yeni kredi derecelendirme metodolojilerinin geliştirilmesinde etkili olabilirdi. Ne yazık ki regülasyon lisanslarının, sadece NRSRO olarak seçilen KDK'nın verdiği kredi derecelerine tahsisini şart koşan regülasyon çerçevesi, NRSRO dışı KDK'nın kredi derecelendirme piyasasına girişini yasal olarak değil fiilen engellemektedir. NRSRO olarak seçilen KDK, regülasyon lisansları satmaya yetkili kılındığı için, piyasaya yeni giren KDK'na karşı avantajlı konuma geçmektedir. Demek ki SEC, NRSRO olarak seçilmeyen KDK'nın kredi derecelendirmesi yapmalarını serbest bırakmış, ancak regülasyon imtiyazları vermelerini yasaklamıştır. SEC'in bu kararı, yeni KDK'nın piyasanın bu önemli ve karlı alanına girmelerini fiilen engellemiştir.

Daha önceki izahlar, kredi derecelendirme endüstrisinde faaliyet gösteren öncü NRSRO KDK'nın karlarındaki yüksek artışlara işaret etmişti. Mikro iktisat teorisi tam rekabet piyasalarında, piyasadaki karların yükselmesi durumunda, artan karı paylaşmak için yeni firmaların endüstriye gireceğini öngörmektedir. SEC'in yeni KDK'nı NRSRO olarak seçmemesi, kredi derecelendirme endüstrisine yeni KDK'nın girmesini engellemekte ve artan karın sadece öncü üç firma arasında paylaşılmasını sağlamaktadır.

Herfindahl-Hirschman İndeksi (HHI), endüstrideki yoğunlaşmayı ölçen sayısal bir ölçüt olup hem endüstrideki firmaların sayısını hem de her bir firmanın endüstrideki payını gösterir. 1,000 değerinden düşük bir HHI sayısı, rekabetçi bir piyasaya karşılık gelir. Kredi derecelendirme endüstrisi söz konusu olduğunda HHI, özellikle, NRSRO olarak seçilen KDK'nın gelirlerini, NRSRO olarak seçilen KDK'nın sayısını, ABD'de yeni ihraç edilen varlık destekli menkul değerlerin dolar cinsinden büyüklüğünü dikkate alır. Kredi derecelendirme endüstrisinde HHI sayısı 3,000 değerinde olup yüksek piyasa yoğunlaşmasına işaret etmektedir. 2007 yılına kadar yeni ihraç edilen menkul değerlerin % 80'i sadece Moody's ve SŞP; % 14'ü ise Fitch tarafından derecelendirilmiştir. Endüstride hüküm süren yüksek karların piyasaya daha fazla firma çekmesi gerekirken, mikro iktisat teorisinin öngörüsünün tersine bir gelişme ortaya çıkmış ve endüstrideki yüksek yoğunluk devam etmiştir.

Bu durum ancak piyasaya girişi engelleyen regülasyonun veya doğal engellerin varlığı ile açıklanabilir. Kredi derecelendirme endüstrisinin ağ (network) ve itibar etkileri sonucunda, doğal bir konsantrasyona doğru meyil göstermesi mümkündür. Kredi derecesi kullananların önemli bir kısmı, derecelendirme kategorileri arasında bir tutarlılığın bulunmasını arzu ettikleri ve

bu amacı gerçekleştirmek üzere aynı KDK'nın ürettiği dereceleri kullanma eğiliminde buldukları için, ağ etkisi (piyasa oyuncularının alıştıkları KDK'nı kullanma etkisi) bazı KDK'na yarar sağlar. İtibar etkisi ise, KDK'nın yatırımcının güvenini kazanması için geçen süreden kaynaklanır. Çünkü bir kurumun piyasada ayakta kaldığı ve fonksiyon gördüğü süre ona itibar kazandırır. Endüstriye erken giren KDK, itibar etkisi nedeniyle, endüstriye yeni giren KDK'na göre daha avantajlı olur. Bu nedenle, kalite ve bağımsızlık bakımından en yüksek itibara sahip olan az sayıda KDK, regülasyonlardan bağımsız olarak piyasada daima hakim konumda bulunur.

Bununla birlikte, kredi derecelendirme endüstrisinde hakim konumda bulunan NRSRO KDK'nın; WorldCom ve Enron'un çöküşlerinde ve 2007 Küresel Finansal Krizi'nde ürettikleri kredi derecelerinin kalitesini ispat edemedikleri, bulaştıkları çıkar çatışmalarının bağımsızlıklarını ve itibarlarını zedelediği anlaşılmış ve bu nedenle kredi değerlendirmesinde objektif bir değerlendirici olarak rollerine piyasasının duyduğu güven sarsılmıştır (Ryan, 2012, s. 19).

Kredi derecelendirme endüstrisindeki oligopolü ve yüksek karları açıklamada ağ ve itibar etkileri yeterli olmadığı için, endüstriye girişin doğal engellerden kaynaklandığı ileri sürülemez. ABD kredi derecelendirme endüstrisindeki oligopol ve yüksek karların temel nedeni, SEC'in geliştirdiği NRSRO KDK sistemi aracılığıyla piyasaya girişi engelleyen regülasyon uygulamasıdır.

Teoride piyasaların sahip olduğu üstünlüklerden birisi, büyük çaptaki enformasyonu göreceli olarak basit ve etkin bir şekilde piyasa oyuncularına ulaştırmasıdır. Tam rekabet piyasalarında fiyat mekanizması en ucuz, basit ve etkin enformasyon iletme aracıdır (Ryan, 2012, s. 13).

Daha heterojen mallara, eksik veya asimetrik enformasyona sahip piyasalarda, Akerlof'un ünlü limon probleminden veya ters seçim probleminden kaçınmak amacıyla, zaman içinde fiyat dışı mekanizmalar ortaya çıkar.

Gerçek ürün kalitenin satıştan sonra anlaşıldığı piyasalarda, üreticiler yüksek kaliteden taviz vermeyerek şirketlerine itibar kazandırabilirler. İtibar, esasen müşterilerini hayal kırıklığına uğrattıkları veya aldattıkları zaman, üreticilerin cezalandırılmasına esas teşkil edecek bir 'yükümlülük' ortaya koyar. Bu yükümlülük marka ve peştemaliye şeklinde ortaya çıkabilir ve çok sayıda şirketin değeri bunun gibi elle tutulmayan unsurlara dayanır.

Şirket itibarı enformasyon asimetrisini azaltırken, piyasaya giriş engelini de ortadan kaldırır. Mevcut işini doğru yapan itibarlı şirketlerin diğer alanlara doğru genişlemesi son derece normaldir.

KDK tarafından yapılan bir kredi değerlendirme analizinin kalitesi (doğruluğu), muhtemelen başlangıç analizinden aylar hatta yıllar sonra ortaya çıkacağı için, kredi derecelendirme piyasasına az sayıda itibarı yüksek Şirketin hakim olma ihtimali yüksektir. Gerçekten de yoğun federal finansal regülasyonların artmasından önce, kredi derecelendirme piyasası zaten az sayıda Şirketin hakimiyeti altına girmiştir.

Regülasyon esasen minimum kalitenin sağlanmasını temin etmek amacıyla geliştirilmiş bir düzenleme olduğu için, SEC'in -kredi derecelerinin kalitesini sorgulamaksızın- NRSRO aracılığıyla kredi derecelendirme piyasasına müdahalesi, kredi derecelendirmesinde minimum kalite standardını kurumsallaştırmak için yapılmış bir teşebbüs olarak değerlendirilmelidir. Bununla birlikte, kurumsallaştırılmak istenen minimum kalite standardı; kredi derecelendirme endüstrisindeki yoğunlaşmayı hızlandırmış, tüketicinin refahını düşürmüş ve doğruluğu ancak sonradan anlaşılabilen minimum kredi kalitesinin gerçekleşmesini sağlayamamıştır.

4.4. Regülasyonlar, Piyasa Gücü ve Rekabet

Kredi derecelendirme endüstrisinde az sayıda KDK'nın piyasa gücünü elinde tutması nasıl açıklanabilir? Bu konuda iki görüş bulunmaktadır (Ryan, 2012, ss. 21-22).

Birinci görüşe göre, özellikle ürünlerin homojen olduğu yoğunlaşmış piyasalarda aslında az sayıda firma fiyatları ve buradan da karları düşürebilir. Aşağı yukarı benzer özelliklere sahip malları üreten iki firma ile karakterize edilen piyasalarda (dopol), gerek varsayımlar altında, *Bertrand Sonucu* ile karşılaşılır. *Bertrand Sonucu, herhangi bir firmanın fiyatları rakiplerinin fiyatının altına düşürerek piyasanın tamamına hakim olması nedeniyle, karın sıfıra yakınsaması durumudur.* Bertrand duopolnde yegane istikrarlı Nash Dengesi, bütün firmalar için karın sıfır olmasıdır. Bertrand modelinin gücü, dopol rantının varlığını yalanlamasında değil, bu gibi rantların varlığının, satıcının sayısından başka Őeylere bağlı olduğunu ispat etmesindedir. Birinci görüşe göre, bir piyasada az sayıda firmanın piyasa gücünü eline geçirmesinin sebebi, firma sayısının az olması değildir.

İkinci görüşe göre, az sayıda firmanın piyasa gücünü eline geçirmesinin sebebi regülasyonlar aracılığı ile piyasaya girişin sınırlandırmasıdır. Standart çıkar atışması modelinde, kredi derecelendirmelerinin bedeli ihralar tarafından ödendiği için, KDK kokuşmuştur (corruption). Herhangi bir ihraççının geliştirdiği finansal ürün için yüksek kredi derecesi beklemesi çıkarınadır ve

bu beklentisi, rakip KDK'nı kredi değerlendirme standartlarını düşürmeye ve şişirilmiş kredi dereceleri vermeye zorlar. Bu sonucun ortaya çıkabilmesi için, piyasa güçlerinin (çıkar hesaplarının) KDK'nın tarafında değil, ihraççıların tarafında olması gerekir. KDK kredi derecelendirmesi yapmaya başladıklarında, en yüksek dereceleri en düşük fiyattan satan KDK piyasayı ele geçirebilir. Bu nedenle çıkar çatışması modelinde, rekabetin kalitede değil fiyatta yapılmasını gerektirecek güçlü özendiriciler bulunmaktadır. Bununla birlikte gerçek dünyada az sayıda KDK'nın büyük karlar elde ettiği gözlenmektedir. Bu durumda Bertrand Dengesi söz konusu olamaz, çünkü Bertrand Dengesinde bu durumda karların düşmesi gerekir. O halde kredi derecelendirme endüstrisine az sayıda KDK'nın piyasa gücünü elinde bulundurmasının ve karlarını arttırmasının nedeni ihraççıların gücü ve sağladıkları avantajlar değil, endüstriye az sayıda KDK'nın girmesine imkan veren regülasyonlardır.

Piyasaya girişteki regülasyon engelleri, kredi derecelendirme piyasasında rekabeti azaltmaktadır. KDK, rekabet tehdidi altında bulunmadıkları için, modern finansal ürünleri değerlendirecek kapasitede ileri ve kapsamlı kredi derecelendirme modelleri ve metodolojileri geliştirmeye yanaşmamaktadır. Bu tespit doğruysa, SEC tarafından NRSRO olarak seçilen KDK'nın, tam rekabet piyasası ile karşılaştırıldığında, sınırlı enformasyon miktarı ve kalitesine dayalı kredi dereceleri üreten, yetersiz kurumlar olarak ortaya çıkmaları kaçınılmaz olacaktır. Yetersiz rekabet, piyasa oyuncularının kaytarmasına ve gerçek rekabet olsaydı harcaması gereken çabayı ve araştırmayı savsaklamasına neden olur. Kredi derecelendirme endüstrisine giriş serbest olsaydı, KDK'ndan hiç olmazsa birkaçının kredi riskini belirlemeye ve ölçmeye daha uygun modeller ve metodolojiler geliştirmesi beklenebilirdi.

Açıkça ifade etmek gerekirse SEC'in NRSRO olarak seçtiği KDK sistemi, derecelendirilen menkul değerlerin sayısını sınırlamamakta, aksine mümkün olduğu kadar fazla sayıda menkul değer derecelendirilmesini teşvik etmektedir. Her bir kredi derecesi bir enformasyon çıktısı olarak tanımlandığında, teorik olarak rekabet baskısından uzak olan mevcut piyasanın, rekabetçi bir piyasaya nazaran daha az enformasyon çıktısı üretmesi beklenirdi. Halbuki tersi ortaya çıkmıştır. Regülasyonlar nedeniyle şişirilmiş talepten kaynaklanan, NRSRO olarak seçilen KDK ile ihraççılar arasındaki çıkar çatışması; derecelenen menkul değer sayısını arttırırken, her bir derecenin taşıdığı enformasyon içeriğini ve kalitesini düşürmektedir. KDK, genellikle öyle bir ihraççı profili ile çalışmaktadır ki söz konusu yapılandırılmış finansal ürün ihraççılarının ilgisi finansal enstrümanın kalitesinden ziyade kredi derecesine odak-

lanmış bulunmaktadır. Bu durum NRSRO olarak seçilen KDK'nın, daha karmaşık ve sofistike içerik ihtiva eden finansal ürünlerde, yüksek risk ihtimalini araştırmaktan ziyade, onlara yüksek kredi dereceleri verecek şekilde kurgulanan modeller ve metodolojiler geliştirmesi özendirilmektedir. Finansal Profesyoneller Derneği'nin 2002 yılında yürüttüğü bir anket, NRSRO olarak seçilen KDK'nın mevcut model ve metodolojileriyle yeterli para kazandıklarını, model ve metodolojilerini değiştirmek için herhangi bir neden bulunmadığını göstermektedir. Ankete göre, derecelendirilmiş menkul değer sektöründe çalışanların % 40'ı derecelendirme değişikliklerinin zamanlamasının mükemmel olduğunu, % 29'u derecelerin doğru olduğunu, % 22'si de derecelerin yatırımcının çıkarına olduğunu düşünmektedir.

Derecelendirme modelleri ve metodolojisi ile ilgili diğer bir önemli mesele de, aynı kredi derecesine sahip iki menkul değerın getirileri arasındaki farkın büyüklüğüdür. Bu durum, endüstrideki risk-getiri değiş tokuşunun ciddiye alınmadığını, % 12 getiriye sahip AA dereceli bir yatırımın, % 6 getiriye sahip AA dereceli bir yatırım kadar güvenli olduğu anlamına geldiğini göstermektedir. KDK, yaptıkları derecelendirmelerin 'riskin göreceli bir ölçümü' olduğunu ve 'aynı kredi derecesine sahip iki menkul değerın farklı risklere sahip olabileceğini' ileri sürmektedir. Nitekim Moody's'in Baa dereceli bir ipoteğe dayalı borç senedinin (CDO) % 20, buna karşılık Baa dereceli bir şirket hisse senedinin ise sadece % 2 geriye ödenmeme ihtimali taşıması, aynı kredi derecesine sahip iki menkul değerın riskleri arasında önemli farkların bulunduğunu göstermektedir. Bu durumda aynı kredi derecesine sahip ipoteğe dayalı borç senedi, aynı kredi derecesine sahip şirket borç senedinden 10 kat daha fazla risk taşımaktadır. Kredi derecesi riski ölçmüyorsa neyi ölçüyor?

Regülasyona tabi kredi derecelendirme piyasasında rekabetin arttırılması, yani sisteme yeni bir NRSRO kredi derecelendirme kuruluşunun girişine izin verilmesi, kredi derecelendirmesinin kalitesini yükseltmeyebilir. Kredi derecelendirme piyasasında benimsenen 'ihraççı öder işletme modeli', KDK'na yönelen talebi ihraççıların kontrolü altında tuttuğu için, KDK şişirilmiş kredi dereceleri vermek zorunda kalacaktır. İhraççı öder işletme modeli, risk değerlendirme modelleri ve metodolojilerinin gelişimini de engellemektedir. Çünkü ihraççılar değerlendirmenin kalitesinden ziyade derecesi ile ilgilenmektedir. Bu durumda *sadece* kredi derecelendirme piyasasının rekabete açılmasıyla daha sofistike kredi değerlendirme modelleri ve metodolojilerinin geliştirilmesi ve bu yolla kredi kalitesi sorunun çözülmesi sağlanamaz. Kredi derecelendirme piyasasının rekabete açılması meselesinin mutlaka

'ihraççı öder işletme modelinin' sistemden çıkarılmasıyla birlikte ele alınması gerekir.

Özetle SEC'in geliştirdiği regülasyonlar, kredi derecelendirme piyasasında rekabeti önlemekte, de facto bir oligopole yol açmakta ve NRSRO olarak seçilen KDK'na yönelen talebin ihraççılar tarafından kontrol edilmesine sebep olmaktadır (Ryan, 2012, s. 23).

5. NRSRO OLARAK SEÇİLMİYEN KDK ÖRNEKLERİ

NRSRO olarak seçilmeyen KDK açısından kredi derecelendirme endüstrisine bakıldığında, endüstride az sayıda firmanın yer alması, yani oligopol, endüstriye girişteki doğal engellerin sonucu değildir. Aksine, SEC tarafından KDK'nın NRSRO olarak seçimine getirilen kısıtlamalar, kredi derecelendirme endüstrisindeki yoğunlaşmanın gerçek nedenidir. Bu nedenle NRSRO olarak seçilmeyen KDK'nın endüstriye girişinin ve oradaki kardan istifadesinin engellenmesi SEC regülasyonlarının sonucudur (Gudzowski, 2010, ss. 114-115). NRSRO olarak seçilmek üzere SEC'e başvuran KDK'nın, prosedürün tamamlanması için tipik olarak 2 ila 7 yıl arasında bir süre beklemesi gerekmektedir. SEC'in NRSRO seçimi yapmak için izlediği prosedür şeffaf olmayıp (opaque), aleniyetten ve tutarlılıktan uzaktır.

Bankacılık, Konut ve Kent Meseleleri Senato Komitesi önünde ifade veren -ve NRSRO dışındaki bir kredi derecelendirme kuruluşu olan- *Egan-Jones Kredi Derecelendirme Şirketinin* Ceosu Sean Egan; kredi derecelendirme endüstrisinin hiç bir fonksiyonunun bulunmadığını, NRSRO sisteminin 'ortak tekeli' altında ve rekabetten yoksun olduğunu ifade etmektedir. *Egan-Jones Şirketi; WorldCom, Enron ve Ford Motor Co.'nun kredi derecelerini, daha kriz ortaya çıkmadan ve endüstriye hakim seçilmiş KDK'ndan önce düşürmüş olmasına rağmen, SEC'in NRSRO seçiminin dışında tutulmuştur.* Egan-Jones 1998 yılında, NRSRO olarak seçilen bir KDK statüsüne sahip olmak için SEC'e başvurmuş olmasına rağmen, söz konusu statüyü başvurusundan ancak 9 yıl sonra, yani 2007 yılında alabilmiştir. Egan'a göre başvuru süreci; bazı kurumlara özel, diğerlerine dışlayıcı ve nihayet kategorik olarak adaletsiz bir süreçtir. Egan-Jones şirketi 'yatırımcı öder işletme modelini' benimsediği için, daha az çıkar çatışması ile yüz yüze bulunmakta, yaptığı kredi dereceleri daha doğru çıkmakta ve daha üstün risk değerlendirme modellerine sahip bulunmaktadır. *Böyle bir şirketin uzun süre sistemden dışlanması ve ancak krizle birlikte sisteme dahil edilmesi hususunun altı çizilmelidir.*

Dominion Kredi Derecelendirme Şirketi, 1976 yılında kurulmuş olup, 3 yıl önceden SEC'e başvurmuş olmasına rağmen Őubat 2003'e kadar NRSRO statüsünü alamamıştır. Halbuki SEC tarafından NRSRO olarak seçilmesi, Şirketin ABD kredi derecelendirme piyasasında genişlemesine ve rakipleri ile yarışabilecek seviyeye yükselmesine imkan verecekti.

AM Best'in Baş Derecelendirme Memuru, sigortacılık endüstrisinde KDK uzmanı olarak görev yapan Larry Mayewski, kendileriyle iş yapmak isteyen piyasa oyuncularının, öncelikle SEC'in NRSRO statüsüne sahip olup olmadıklarını sorduklarını ifade etmektedir. Bunun anlamı şudur Şirketin NRSRO statüsü yoksa Şirkete verilecek iş yoktur. Bu izahlardan anlaşılabilceği gibi, NRSRO statüsüne sahip olmayan KDK'nın kredi derecelendirme endüstrisinde üç büyüklere karşı rekabet şansı bulunmamaktadır. NRSRO seçimi regülasyon sonucu ortaya çıkan bir statü olduğu için, kredi derecelendirme endüstrisine giriş doğal engellerle değil suni regülasyon engelleriyle sınırlandırılmaktadır (Ekins vd., 2012, ss. 20-21).

6. KDK VE 2007 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ

6.1. KDK, İpoteğe Dayalı Borç Yükümlülükleri (CDO) ve Yatırımcılar

Son on yılda yapılan eleştiriler KDK'nın kredi derecelendirme endüstrisindeki oligopolcü rolünde hiç bir değişikliğe yol açmadığı gibi, KDK endüstrideki konumlarını daha da güçlendirmiştir. KDK'nın 1999 yılından bu yana konumlarındaki güçlenme; yaptıkları kaliteli ve enformasyon içeriği yüksek kredi derecelendirmelerinin kendilerine sağladığı itibardan ziyade, kararlarını kredi derecelerine göre veren regülasyon kurumlarının KDK'na sağladığı güçten ve regülasyon lisanslarını satma yetkisiyle donatılmalarından kaynaklanmaktadır. Finansal kurumlar ve kurumsal yatırımcıların, regülasyonun gerekleri ve yatırım ruhsatları ile uyumlarını kolaylaştırmak amacıyla kredi derecelerine sahip olmak zorunda bulunmaları, KDK'na kurala göre değil 'duruma göre' karar verme yetkisi tanımıştır (McVea, 2010, s. 708). Basel II'nin, uluslararası bankaların sermaye yeterliliğinin tespitinde kredi derecelerini referans göstermesi, KDK'nın bu 'duruma göre' karar verme yetkisinin küresel ölçekte etkili olmasına yol açmıştır.

KDK ile genel olarak yapılandırılmış finansal ürünler piyasasının ve özel olarak ta eşik altı ipotek piyasasının çökmesi arasında açığa çıkan bağlantı, KDK'nın işlem ve sorumlulukları ile küresel yönetişimde oynadığı rolün sor-

gulanmasına sebep olmuş, itibarlarını ve yaptıkları kredi derecelerinin kalitesini, enformasyon içeriğini tartışmaya açmıştır.

Bankaların geleneksel olarak takip ettiği işletme modeli, 'oluştur ve elinde tut' bankacılık modelidir. Bu modelde bankalar verdikleri kredileri vade sonuna kadar ellerinde tutmakta ve kredi riski tamamen kendi üzerlerinde kalmaktadır. Sub-prime ipotek kredisi ve yapılandırılmış ürünler gibi varlığa dayalı menkul değerler piyasasının büyümesi, pek çok modern bankayı kullandığı işletme modelini değiştirmeye ve 'oluştur ve dağıt' bankacılık modelini benimsemeye yöneltmiştir. Oluştur ve dağıt bankacılık modelinde, bankalar havuzda topladıkları ve daha sonra yapılandırarak menkul değer haline getirdikleri finansal ürünleri yatırımcılara satar. Bu yolla likiditesi son derece düşük olan varlıklar, daha likit ve pazarlanabilir menkul değerler haline dönüştürülür. Basit menkulkıymetleştirme örneğinde, genellikle düşük risk profiline sahip ve daha homojen varlıklar bir havuzda toplanmaktadır. Bununla birlikte iki veya daha yüksek katmanlı menkulkıymetleştirmelerde, orjinatör bankalar tarafından oluşturulan varlık havuzu, iflasları uzak ihtimal olan ve bilanço dışında tutulan özel maksat araçlarına (SPV) satılırlar (McVea, 2010, s. 709). SPV, genellikle sermayesi zayıf tek amaçlı bir şirket olup hisseleri kredilerin orjinatörü olan bankanın dışındaki kişiler tarafından elde tutulur. SPV'lere satılan varlıklar, orjinatör bankanın konsolide bilançosunda yer almaz. Bu uygulama orjinatör bankayı; minimum sermaye gereği, likidite gereği, izin verilen varlıklar ve yükümlülükler üzerindeki diğer sınırlamalar, rapor verme ve yönetim yükümlülükleri gibi zorunlu regülasyon yükümlülüklerden kurtarır.

Orjinatör bankanın finansal varlık havuzunu satın alan SPV, orjinatör bankaya karşı söz konusu varlıkların faiz ve ana para ödemelerinden sorumlu hale gelir. Orjinatör bankaya olan faiz ve ana para yükümlülüğünü yerine getirebilmek için SPV; menkulkıymetleştirilmiş ipotekleri, kredi kartı gelirlerini, otomobil kredisi gelirlerini, varlık destekli menkul değerlerden elde edilen faiz ve ana para ödemeleri ile desteklenen menkul kıymetler ile birleştirir ve kısa vadeli olarak yatırımcılara satar. Orjinatör banka, SPV adına ve belirli bir ücret karşılığında yeniden paketlenen varlıkların nakit akımını toplar. Kısa dönemli ödünçler, kredi sağlayanların güven kaybetmesi durumunda son derece dayanıksız hale gelir.

Yenice çıkarılan varlık destekli menkul değerleri yatırımcılara daha cazip hale getirebilmek için, her biri farklı risk-getiri özelliğine sahip çeşitli dilimler

oluşturulur. Ortaya çıkabilecek zararlar, yatırımcının risk iştahına göre, ‘ne kadar risk o kadar kazanç’ ilkesine göre kademelendirilir.

AAA derecesine sahip dilimler ‘st dilim’ kategorisine girer, riski en düşük olan dilim olup gelir havuzundan yapılan geri demeler ilk olarak bu dilime yapılır. Buna karşılık st dilimin faiz getirisi düşüktür. st dilime ödeme yapıldıktan sonra sıra ‘orta (mezzanine) dilime’ gelir. Orta dilim yüksek riskli ve yatırım-yapılır derecesinin altında (BBB derecesinin altında) bir kredi derecesine sahip olmasına karşın, faiz getirisi yüksektir. En dipteki ‘alt dilim’ ise, ilk iki dilime ödeme yapıldıktan sonra geriye bir Şey kalırsa ödeme alır. ‘Alt dilim’ kredi derecelendirmesine girmeyen, en riskli fakat en yüksek getiriye sahip olan dilimdir. Havuzlama ve yeniden yapılandırma sistemi, kayıpların ‘alt dilime’ yüklendiği bir sistemdir (McVea, 2010, s. 710).

KDK, yapılandırılmış finansal ürünler piyasasının olağanüstü gelişiminde kritik bir rol oynamıştır. Bu rol, KDK’nın karmaşık kredi enstrümanları ile ilişkili kredi riskinin değerlendirilmesinde yüksek potansiyel ve uzmanlığa sahip olduğu n kabulüne dayanmaktadır. Büyük ve gcl Şirketler tarafından ihraç edilen karmaşık bir borç enstrümanını satın almak isteyen yatırımcılar, o Şirketlerin finansal tablolarını inceleyerek söz konusu finansal enstrümanın kredibilitesini Şahsen değerlendirme imkanına sahip olmalarına karşın; aynı Őeyi ipoteğe dayalı borç yükümlülükleri (CDO) havuzunun kredibilitesini değerlendirirken yapamazlar. Bu nedenle KDK’na güvenmek zorundadırlar.

KDK’nın yapılandırılmış finansal ürünlerle ilgili özel kredi risklerini değerlendirecek yüksek potansiyel ve uzmanlığa sahip olduğu n kabul, kredi derecelendirme işinin kendilerine önemli bir gelir sağlamasına imkan vermiştir. CDO’ların derecelendirilmesinden sağlanan getiri, eşit miktardaki geleneksel bonoların derecelendirmenin getirisinden 4 veya 5 kat daha yüksektir. 2006 yılına kadar Moody’s, derecelendirme işinden elde ettiği gelirin % 54.2’sini ve toplam gelirin % 43.5’ini, yapılandırılmış finansal ürünlerin derecelendirilmesinden sağlamıştır. İhralar, oluşturdukları menkul değerler havuzunu, potansiyel yatırımcılar için çekici hale getirmek, teknik dille potansiyel müşteri havuzunu maksimize etmek hususunda KDK’na aşırı de-recede bağımlı durumda bulunmaktadır. Sonuç olarak ihralar üzerinde yüksek kredi dereceleri, KDK üzerinde ise yüksek getiri baskısı bulunmaktadır (McVea, 2010, s. 711).

ABD konut piyasasındaki talep düşüşü ile tetiklenen ipoteğe dayalı menkul değerler piyasasındaki ckş, sub-prime konut kredilerinde artan oranlı

temerrüde yol açtı. Bu durum, finansal varlık havuzundan menkul değer satın alanların (yatırımcıların) elde ettiği aylık ana para ve faiz ödemelerinin miktarını düşürdü. Başlangıçta alt dilimleri vuran kriz, giderek orta ve üst dilimleri de etkiledi. Bu zincirleme etkileşim sonucunda, KDK'nca yapılandırılmış finansal ürünler ve geleneksel finansal araçlara verilen kredi derecelerine olan güven tamamen sarsıldı. Yatırımcıların değeri düşen varlıkları ellerinden çıkarma endişesi, kitlesel satışlara ve daha büyük varlık değeri kayıplarına sebep olarak, küresel finansal piyasaları sıkıntıya sokan etkiler doğurdu.

6.2. KDK'nın 2007 Küresel Finansal Krizindeki Sorumluluğu

Frank Partnoy'un vurgusu, KDK'nın finansal sistem üzerindeki etkisini, taşıdığı ironi ile birlikte pek güzel ortaya koymaktadır. Partnoy, Thomas L. Friedman ile yapılan bir röportaja atıfta bulunarak, Friedman'ın şöyle söylediğini nakletmektedir (Partnoy, 1999, s. 620): "Kanaatimce bu gün dünyada iki süper güç var. Birisi ABD diğerleri Moody's Bono Derecelendirme Hizmetleri Şirketi. ABD bombalayarak, Moody's ise sahip olduğun bonoların kredi derecesini düşürerek seni imha edebilir. İnanın bazen hangisinin daha güçlü olduğunu anlamakta güçlük çekiyorum."

ABD Kongre Raporu; Moody's ve SŞP'u, karmaşık konut kredisi destekli menkul değerlere dağıttıkları şişirilmiş kredi derecelerini aniden düşürdükleri için, yüzyılın en büyük krizinin tetiklenmesinden sorumlu tutmaktadır. KDK'nı hedef alan en katıksız suçlamalardan biri, Senato Araştırma Panellerinden birinde yapılmıştır⁵. Buna göre KDK, *konut piyasası çöktükten sonraki aylarda bile* konut kredisi destekli menkul değerlere *en yüksek* kredi derecelerini vermeye devam etmiştir (Ryan, 2012, s. 12). Senato Daimi Soruşturma Alt Komitesi çok sayıda belgeyi inceledikten sonra Moody's ve SŞP'u krizin tetiklenmesinden sorumlu tutmuştur. Fitch ile ilgili belgeler incelemeye alınmadığı için, değerlendirme dışında tutulmuştur. Rapor, Dodd-Frank Finansal Reform Yasası'nın verdiği yetkiye dayanarak kredi derecelendirme endüstrisinde radikal reformların yapılması çağrısında bulunmakla birlikte, söz konusu reformların hayata geçirilme şansının zayıf olduğu düşünülmektedir. ABD regülasyon ortamı, KDK'nın ücretlendirmede esas aldığı 'ihraççı öder işletme modelindeki' kaçınılmaz çıkar çatışmasını değiştirmemiştir.

⁵ Bu analizde kullanılan resmi belgelerin bazıları şunlardır: The Financial Crisis Commission, "The Financial Crisis Inquiry Report 2011", United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations, Committee on Homeland Security and Government Affairs, "Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse", April 13, 2011.

Panelin önerdiği reformlar arasında, SEC'in KDK'nı verdikleri kredi derecelerinin doğruluğuna göre sıralaması da yer almaktadır.

Yatırım yapılabilir menkul değerlerde kredi derecesi düşürülmesi göreceli olarak pek nadir olması lazım gelirken, 2007'de ABD finansal piyasalarında kitlesel ölçekte beklenmedik kredi derecesi düşürmelerine gidilmiştir. 2007 Temmuz'undan başlayarak, Moody's ve SşP yüzlerce hatta binlerce RMBS ve CDO'nun kredi derecesini düşürmüş, bu kararlarıyla da derecelendirilmiş borç senetlerinin değer kaybetmesine, piyasada elden çıkarılmalarının güçleşmesine ve kaçınılmaz olarak da RMBS ve CDO ikincil piyasalarının çökmesine yol açmıştır. Bu kitlesel derece düşürmeleri; orijinal derecelerin sadece kökünden hatalı olduğunu göstermekle kalmamış fakat aynı zamanda ABD konut kredisi piyasasının daha önce tanıtıldığından daha riskli olduğunu açıkça ortaya koymuştur.

Konut fiyatları 2006 yılında tepe yapmıştır. 2006 sonlarında, konut fiyatlarındaki artış yavaşlamaya ve hatta yerinde saymaya başlarken, borçların yeniden finansmanı daha da zorlaşmış, sub-prime konut kredilerinde geri ödememe örnekleri katlanmıştır. 2007 Ocak'ına kadar sub-prime kredilerin neredeyse % 10'u geri denmemiş, 2006 Ocak'ı ile karşılaştırıldığında geri dememelerde % 68'lik bir artış ortaya çıkmıştır. Daha sonra konut fiyatları düşmeye başlamış, ödemeye g yetiremedikleri konutları satın almış olan ve borçları için yeni finansman kaynakları bulamayan konut kredisi kullanan sayısında büyük artışlar ortaya çıkmıştır. ABD Konut ve Kent Geliştirme Bölümü, iktisadi sorunların başlangıı olarak, sub-prime ödünç verenlerin yeni kredi taleplerine kapılarını kapatmaya başlamasına işaret etmektedir.

Yeni kredi dereceleri dağıtımı dalgasının zamanlamasının kitlesel kredi derecesi düşürmelerinin arifesine gelmesi güçlükler ortaya çıkmış, bu iki kredi derecelendirme kuruluşunun kitlesel derece düşürmeleri başlamadan önce -gelir kaybından kaçınmak için- aceleyle yüksek kredi dereceleri dağıtma telaşına düştüğü konusunda ciddi şüpheler doğmuştur. Bu büyüklükte kredi derece düşüşleri, ABD finansal piyasalarının beklemediği bir durumdu. Derece düşürmeleri, yatırımcıların sahip oldukları 'yatırım yapılabilir statüsünü' kaybetmiş RMBS ve CDO'ları ellerinden çıkmaya zorlanmasıyla birlikte, menkulkıymetleştirme piyasasında hatırı sayılır bir karmaşa yaratmıştır. Finansal firmaların yatırım portfolyolarında yer alan RMBS ve CDO'lar, değerlerinin büyük bir kısmı kaybetmiş ve yeni menkulkıymetleştirilmiş finansal ürünlerin de müşteri (yatırımcı) bulması imkansız hale gelmiştir. Sub-prime RMBS ikincil piyasası önce donmuş ve sonra, geriye doğru değer düşmüş ve

aniden pazarlanamaz hale gelmiş RMBS menkul değerlere sahip finansal firmalar bırakarak çökmüştür (Ryan, 2012, ss. 13-14).

Moody's ve SŞP; 2007 Temmuzunda neden kitlesel derece düşürme kararı verdiklerini, kredi derecelerini nasıl olup da iki gün ara ile düşürdüklerini ve kararlarının finansal piyasalar üzerindeki muhtemel yıkıcı etkilerini esas alan analizleri neden yapmadıklarını açıklayan anlamlı belgeler ve gerekçeler sunamamıştır. *Moody's'in CEO'su Raymond McDaniel'e Temmuz ayındaki kredi derece düşürmeleri konusu kendisine sorulduğunda, karar verme sürecinin hiç bir aşamasını hatırlayamadığını ifade etmiş, Alt Komiteye kendisine sadece kredi derecelerinin düşürüldüğü şeklinde bilgi verildiğini ve şahsen kararlar bir alakasının bulunmadığını söylemiştir.*

ABD Senato Paneli; Moody's ve SŞP'un konut kredisi piyasasının kötüye gittiği yönünde kendi iç şirket uyarılarını kulak ardı ettiğine dair belgeleri yayınlamıştır. Şirketin 2006 ve 2007 başındaki elektronik postaları, şirkette çalışanların, 2007 Temmuz'undaki kitlesel kredi düşürmelerinden çok daha önce konut kredisi sektöründeki sorunlardan haberdar olduğunu göstermektedir (Ryan, 2012, s. 14).

R. Kuttner 'e göre (Kuttner, 2013, s. 1-4), Moody's ve SŞP 2007 Küresel Finansal Krizi'nin ortaya çıkmasından sorumludur. Menkul kıymetleştirilmiş konut kredilerinin derecelendirme işlemi, SEC'in resmi olarak tanıdığı fakat herhangi bir kamu regülasyonuna tabi tutmadığı Moody's ve SŞP gibi özel şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu KDK, pazar paylarını arttırmak amacıyla kendi aralarında girdikleri rekabet ve bunun doğal sonucu ortaya çıkan çıkar çatışması nedeniyle mesleki standartlarından taviz vermişler ve kendi dinamikleri ile yozlaşmışlardır. Konut kredilerine dayalı bonoları paketleyip satmak isteyen bir finansal kuruluşun başarısı, hazırladığı paketlerin sahip olduğu derecelendirme notu ile doğru orantılıdır. Çünkü yüksek dereceli bonolar, yatırımcıya güven verdiği için daha kolay satılır. Riskli kredilere dayalı bonoları paketleyip satmak isteyen bir finansal kuruluş, söz konusu KDK'na yüksek ödenti yaptığı takdirde, KDK bonoların dayandığı kredilerden bazılarının riskli olduğunu bildiği halde, danışmanlık hizmetleri adı altında, başvuru dosyasında ayarlama yaparak başvuru yapılan bonolara AAA notu vermektedir. Mesleki standartlara bağlı kaldıklarında, haksız rekabete uğrayacakları ve pazar kaybedecekleri endişesine kapılan KDK, bu bataklığa sapsanmıştır. Akılda tutulmalıdır ki KDK'nın hilesi olmaksızın, eşik altı kredilerin verilmesi imkansızdır. Aksi takdirde AAA notu taşımayan bonoların satılması ve kitlesel piyasalara ulaşması söz konusu bile olamazdı. Regülatörler,

NRSRO olarak seçilmeyen KDK'nın risk değerlendirmelerini dikkate almış olsalardı, mesele başından çözülmüş olurdu.

N. Roubini ve S. Mihm'e göre (Roubini ve Mihm, 2010, s. 73-74), Moody's, Fitch, SşP gibi KDK'nın, teoride kredi alanların kalitesinin düşük ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin çürük olduğuna dair bilgilere ulaştıklarında alar- ma geçip ortalığı ayağa kaldırmaları gerekirken, uygulamada bunun tam ak- sini yapmış olmaları, 2007 Küresel Finansal Krizi'nden sorumlu olduklarının göstergesi sayılabilir. KDK, pazar paylarını genişletmek amacıyla birbirleriyle rekabet ederek, inceledikleri ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yüksek not verme yarışına girmişlerdir. Böylece değerlendirmeye tabi tuttıkları ve yük- sek kredi dereceleri verdikleri ihraççılardan, komisyon geliri ve gelecekte iş yapma imkanı kazanmışlardır. KDK için kendilerine gelen menkul değerlerin doğru bir derecelendirmesini yapmak, kazandıkları ve kazanacakları komis- yon gelirlerini kaybetmek anlamına gelmektedir. Krizin hemen öncesinde, KDK'nın, karlarının yarısından fazlasını garip bir şekilde ipoteğe dayalı men- kul kıymet ürünlerine verdikleri şişirilmiş AAA kredi notları ile elde ettikleri görölmektedir.

ABD Kongresi'nin 2009 yılında, 111-21 sayılı Kamu Yasası olarak çıkarılan Suiistimale Karşı Tedbirleri Güçlendirme ve İyileştirme Yasasına dayanarak kurduğu 'ABD'deki Finansal ve İktisadi Krizin Sebeplerinin Araştırılması Milli Komisyonu'nun 10 üyesinden altısı (Komisyon Başkanı P. Angelides ile üyeler B. Born, B. Georgiou, H. H. Murren, B. Graham ve J. W. Thompson), KDK'nın başarısızlıklarının, finansal yıkımın başlamasında rol alan ana etkenlerden biri olduğu sonucuna varmıştır (The National Commission, 2011, s. xv-xxviii). Benmelech ve Dlugosz da yaptıkları analitik çalışmalarında (Benmelech ve Dlugosz, 2010, s. 203), KDK'nın 2007 Küresel Finansal Krizinden sorumlu olduğu sonucuna ulaşmıştır.

7. SONUÇLAR

Bu makalenin öz kısmının sonunda yer alan anahtar kelimelerin sırası, aynı zamanda, KDK'nın 2007 Küresel Finansal Krizinde oynadığı rolü ortaya çıka- ran süreci özetlemektedir: ABD Sermaye Piyasası Kurulu (SEC), Ulusal Sevi- yede Seçilmiş İstatistikî Derecelendirme Örgütleri (NRSRO), Kredi Derece- lendirme Kuruluşları, Oligopol, İhraççı Öder İşletme Modeli, Çıkar Çatışması, 2007 Küresel Finansal Krizi. Anahtar kelimelerin izlediği sırayı takip ederek bu makalenin ulaştığı sonuçlar ortaya konabilir.

Temel fonksiyonu, yatırımcılara hangi enstrümana yatırım yapacakları konusunda enformasyon sağlamak olan KDK'nın, 2007 Küresel Finansal Krizinde bu fonksiyonlarını hakkıyla yerine getirmedikleri anlaşılmaktadır.

ABD'nde kredi derecelendirme endüstrisini regüle etmekle görevli olan SEC, bu endüstride çalışacak KDK'nı belirlemek amacıyla, Ulusal Seviyede Seçilmiş İstatistikî Derecelendirme Örgütleri (NRSRO) adlı bir kurum oluşturmuştur. Düzenlemeye göre kredi derecelendirme endüstrisinde sadece SEC tarafından NRSRO olarak seçilmiş KDK görev yapabilmektedir.

SEC, KDK'ndan sadece bir elin parmakları kadar olan kısmına NRSRO statüsü tanımıştır. Bu uygulama sonucunda NRSRO olarak seçilen KDK'ndan Moody's, SŞP ve Fitch kredi derecelendirme endüstrisinin neredeyse tamamına hakim olmuş; SEC, NRSRO statüsü talebinde bulunan aday KDK'nın değerlendirme süreçlerini uzatarak kredi derecelendirme endüstrisinde bir oligopol yaratmıştır.

Sermayenin küreselleşmesi, SEC'in regülasyonlarda KDK'nın vereceği kredi derecelerini esas alması ve Basel II çerçevesinin banka sermaye yeterliliğinin belirlenmesinde KDK'nın sağladığı kredi derecelerini referans göstermesi gibi faktörler, küresel finansal hizmetler endüstrisinde kredi derecelerinin ve buradan da NRSRO olarak seçilen KDK'nın önemini arttırmıştır.

Küresel finansal hizmetler endüstrisinin kredi derecelerine bağımlı hale gelmesi ve KDK'nın endüstrideki oligopolcü konumu, KDK'nın izlemekte oldukları işletme modelini değiştirmeye zorlamıştır. KDK, sağladığı finansal hizmetler karşılığında, daha önce sadece ödemeyi yatırımcıların yaptığı 'yatırımcı öder işletme modelinden' vazgeçmiş, ödemeyi menkul değer ihraç eden şirketlerin yaptığı, daha karlı ve potansiyel iş imkanı vadeden 'ihraççı öder işletme modelini' benimsemiştir.

Piyasadaki paylarını ve gelecekteki iş imkanlarını arttırmak isteyen KDK, benimsediği bu işletme modeli ile kredi derecelendirme endüstrisinde 'çıkar çatışmasına' yol açmıştır. Kredi derecelendirme piyasasına ihraççıların hakim olması ve KDK'nın da ihraççılara mahkum olması nedeniyle, KDK menkul değerlerin kredibilitesi hakkında enformasyon değeri taşımayan yüksek kredi derecelerini vermekte tereddüt etmemiş, piyasa şişirilmiş kredi derecelerine sahip menkul değerlerle dolmuştur.

KDK, krize giden süreçte, bir taraftan şişirilmiş kredi dereceleri vermeye devam ederken, öte yandan kredi derecelerinde ani derece düşüşlerine gitmiştir. Kredi derecesi düşüşlerinin finansal hizmetler endüstrisinde yol açtığı karmaşa ve 'sürü psikolojisi' 2007 Küresel Finansal Krizi'nin oluşumunda

tetikleyici bir faktör olmuştur. Bu durum; iktisatçılar, finansçılar ve krizin nedenlerinin anlaşılması için düzenlenen meclis panelleri, dinlemeleri ve raporları tarafından da teyit edilmektedir.

KDK, kuşkusuz 2007 Küresel Finansal Krizi'nin tetiklenmesinden sorumludur. Bununla birlikte sorumluluğu tek başına KDK'na yüklemek yerine; KDK'nın çıkar çatışmalarına bulaşmasında; onları kredi derecelendirme endüstrisinde oligopol, ürettikleri kredi derecelerini de finansal hizmetler endüstrisinde temel referans haline getiren regülasyon sürecinin sahip olduğu sorumluluğun altını çizmekte zaruret vardır.

KAYNAKÇA

Benmelech, E. ve Dlugosz, J. (2010). "The Credit Rating Crisis", National Bureau of Economic Research.

Bocutoğlu, E. ve Ekinci, A. (2009). "Genel Teori, Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası", Maliye Dergisi, Sayı 156, Ocak-Haziran 2009.

Bocutoğlu, E. ve Ekinci, A. (2010a). "Küresel Krize Farklı Bir Teorik Çerçeve: Avusturyacı Konjonktür Teorisi", Bankacılar Dergisi, Sayı:73.

Bocutoğlu, E. ve Ekinci, A. (2010b). "Austrian Business Cycles Theory and Global Crisis", Ludwig von Mises Institute, Daily.

Bocutoğlu, E. (2010). "Hyman P. Minsky'nin Konjonktür Teorisi 2007-2010 Küresel Krizini Açıklamaya Uygun mu?: Heterodoks Bir Değerlendirme", Bankacılar Dergisi, Sayı:75.

Bocutoğlu, E. ve Ekinci, A. (2011). "Austrian Business Cycles Theory and Global Financial Crisis: Some Lessons for Macroeconomic Risk and Financial Stability", Ludwig von Mises Institute, Working Papers.

Bocutoğlu, E. (2011). "Krizin Makro İktisadından Makro İktisadın Krizine: Eleştirel Bir Değerlendirme", Ercan Uygur (Editör), Küresel Bunalım ve İktisat Eğitimi, Türkiye Ekonomi Kurumu, İmaj Yayınevi, Ankara.

Bocutoğlu, E. (2012). İktisadi Düşünceler Tarihi, Murathan Yayınevi, İkinci Baskı, Trabzon.

Bocutoğlu, E. (2013). Karşılaştırmalı Makro İktisat: Teoriler ve Politikalar, Altıncı Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa.

Bocutoğlu, E. (2014a). Makro İktisat: Teoriler ve Politikalar, (11. Baskı), Ekin Yayınevi, Bursa.

Bocutoğlu, E., (2014b). "Ana Akım Konjonktür Teorileri 2007 Küresel Finansal Krizini Anlamada, Açıklamada ve Öngörmede Neden yetersiz Kaldı?", Harran Üniversitesi, EcoHarran Ulusal Harran Ekonomi Kongresi, Şanhurfa.

Bocutoğlu, E., (2014c). "ABD'de 1933 Glass-Steagall Yasasının Yürürlükten Kaldırılması 2007 Küresel Finansal Krizini Tetikledi mi?: Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", Bankacılar Dergisi, Sayı:90.

Darcy, D. (2009). "Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the 'Issuer Pays' Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It", *Columbia Business Law Review*, 605 (2009).

Ekins, E. M. ve Calabria, M. A., (2012). "Regulation, Market Structure, and Role of Credit Rating Agencies", *Policy Analysis*, No:704. August 1, 2012.

Financial Crisis Inquiry Commission, (2011), *The Financial Crisis Inquiry Report 2011*.

Gudzowski, M. (2010). "Mortgage Credit Ratings and the Financial Crisis: The Need for a State-Run Mortgage Security Credit Rating Agency", *Columbia Business Law Review*, 1 (2010).

Hunt, J. P. (Tarihsiz). *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reforms and a Proposal for Improvement*, www2.wiwi.hu-berlin.de/institute/finanz/skript_semfin/t12.pdf

Kindleberger, C.P. ve Aliber, R. Z. (2013). *Finansal Krizler Tarihi, Çılgınlık, Panik ve Çöküş, Türkiye İş Bankası Genel Yayın No: 2819, İstanbul*.

Kuttner, R. (2013). "Seven Deadly Sins of Deregulation and Three Necessary Reforms", *The American Prospect*, prospect.org/article/seven-deadly-sins-deregulation-and-three-necessary-reforms

McVea, H. (2010). "Credit Rating Agencies, Subprime Mortgage Debacle and Global Governance: The EU Strikes Back", *International and Comparative Law Quarterly*, 59.

Mian, A. ve Sufi, A. (2009). "The Consequences of Mortgage Credit Expansions: Evidence from the US Mortgage Default Crisis", *The Quarterly Journal of Economics*, 2009, 124 (4).

Partney, F. (1999). "The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down For the Credit Rating Agencies", *Washington University Law Quarterly*, Vol:77, No: 3 (1999).

Roubini, N. ve Mihm, S. (2012). *Kriz Ekonomisi, Finansın Geleceğine Dair Hızlandırılmış Bir Kurs, (Çeviren: Işıl Tezcan), Pegasus Yayınları: 442, Ekonomi:3, İstanbul*.

Ryan, J. (2012). *The Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation*, Working Paper, FG 1, No: 01., Research Division EU Integration, German Institute for International and Security Affairs, SWP Berlin.

Whitehouse, K. (2015). *SEC Charges Ratings Agency SŞP over Ratings*, USA Today, 21 Ocak 2015.