

Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması

Yrd. Doç. Dr. Ahmet GÜLMEZ

Sakarya Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İktisat Bölümü
agulmez@sakarya.edu.tr

Araş. Gör Hilal GÜNDOĞAN

Sakarya Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İktisat Bölümü
hgundogan@sakarya.edu.tr

Özet

İktisat bilimi ile siyaset biliminin kesişme alanları çok olmasına rağmen uzun yıllar boyunca genellikle ekonomik faktörlerin sadece ekonomik sonuçlar doğuracağı (siyasal amaçla kullanılmayacağı) veya siyasal faktörlerin sadece siyasal sonuçlar doğuracağı (iktisadi amaçlar için kullanılmayacağı) görüşü kabul edilmiştir. Konu küresel ölçekte ele alındığında uluslararası iktisat ile uluslararası siyasetin kesişim alanını oluşturan “uluslararası siyasal iktisat” realizm, kuramsalcılık ve bağımlılık gibi yaklaşımlar tarafından farklı şekillerde değerlendirilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları bu anlamda ele alındığında IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların yanında “tarihsel blok” içerisinde yer aldığı görülmektedir. IMF ile işbirliği yapan birçok ülkenin ekonomisinin daha da kötüleşmesi, Dünya Bankası’nın bir türlü küresel anlamda yoksulluğu azaltmadığı-azaltmadığı gibi kredi derecelendirme kuruluşlarının da çoğu kez ülkeleri notlarken subjektif davrandıkları ve ülkelere hak etmedikleri veya hak ettiği notun üzerinde notları verdikleri görülmektedir. Bu uygulamaların en tipik örneklerinden biri de Türkiye’dir. Bu çalışmada objektif olduğu iddia edilen kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye uygulaması tarihsel olarak ve bazı ülkelerle karşılaştırmalı olarak analiz edilmiş, birçok Avrupa Birliği üyesi ülkeden makroekonomik verileri daha iyi durumda olan ve uzun yıllardır siyasi istikrarı yakalamış olan Türkiye’ye hak ettiğinin çok altında notlar verildiği görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Politik İktisat, Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Practices of The Credit Rating Agencies on Turkey Within The Framework Of International Political Economy

Abstract

Even though the intersection of economics and political science fields, generally economic factors only will have consequences economic consequences (will not be used for political purposes) or political factors only will have consequences political consequences (will not be used for economic purposes) has been considered opinion. When topic discussed on global scale, "international political economy" have been evaluated in different ways by approaches like realism, doctrinairism and dependency that forms the intersection of international economics and international politics. Taken in this sense, the credit rating agencies of international organizations like the IMF and the World Bank have the "historical bloc" is seen to take place within. IMF, in

collaboration with many of the national economy to worsen, the World Bank's global poverty reduction can not, credit rating agencies also often countries notes the subjective behave and countries they do not deserve or deserved note on the give is seen that. One of the most typical examples of these applications is Turkey. In this study, the objective of the alleged credit rating agencies applications in Turkey historically and with some countries, a comparative analysis was, in many European Union member states of the macro-economic data than is in good condition and long years of political stability, which captured Turkey deserves that much under the notes given was observed.

Key Words: International Political Economy, Credit Rating Agencies

JEL Classification Codes: G20, G24, G28

GİRİŞ

Derecelendirme kavramının literatüre giriş tarihi 1837 yılına dayanmakla birlikte 1980li yıllarda liberalleşme kavramıyla dünyada ve ülkemizde sıkça duyulur hale gelmiştir. Derecelendirme, bir kuruluşun veya bir bireyin finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceğini tahmin etmek üzere kullanılan, firmanın veya bireyin geçmiş ve bugünkü nitel ve nicel verilerine dayanarak yapılan bir sınıflandırma sistemidir (Yazıcı, 2009: 2). Başka bir ifadeyle; derecelendirme, bir firmaya veya bireye kredi tahsis ederken, taşıdığımız riskin matematiksel olarak ifadesidir (Tutar ve diğ., 2011: 2).

Derecelendirme firmalar, işletmeler, bankalar, finans kuruluşları, yerel yönetimler, fon talep ve arz edenler için yapılabileceği gibi ülkeler için de yapılabilir. Ülke riski olarak nitelendirdiğimiz bu durum; ülkenin ödeme zorluğuna düştüğünü beyan etmesi veya belirli ülkelerin almış olduğu borçları şimdi ve gelecekte ödeyememesi nedeniyle ortaya çıkar. Ülke riskinin yüksek olması, ülkenin borç almasını zorlaştıracacağı gibi borç alma maliyetini yani aldığı borç için ödediği faizin artmasına da neden olur. Bununda birlikte ülke riskinin yüksek olduğu ülkelere yatırımcılar kaçınmaktadır. O halde derecelendirme, uluslararası alandaki kredi verme ilişkilerinde, kredi açılan ülkelere meydana gelebilecek önemli olaylar neticesinde kayba uğrama olasılığı şeklinde de tanımlanmıştır (Tutar ve diğ.,2011: 2).

Günümüzde derecelendirme kuruluşlarının sayısının fazla olması, finansal piyasalarda yatırım öncesi derecelendirme faaliyetini adeta zorunlu hale getirmiştir. 1980li yıllarda liberalleşme kavramıyla ülkeler arasında artan sermaye hareketleri ve finansal piyasalarda artan finansal çeşitlilikle birlikte derecelendirme kuruluşlarının sayısı ve önemi gittikçe artmıştır. ...1990lı yıllarda sermaye akımlarının çok uluslu kuruluşların sağladığı resmi fonlar yerine, özel sermaye hareketlerine dönüşmesi, kredi derecelendirme kuruluşlarının küresel ve yerel finans piyasalarındaki önemi artmıştır (Gür ve Öztürk, 2011: 71). Bu nedenlerden dolayı kredi derecelendirme kuruluşlarından yatırımcılara geleceğe yönelik yol gösterici bir rol üstlenmeleri beklenmektedir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 8).

Ancak son yıllarda yaşanan 2008 küresel finans krizinde Lehman Brothers'ın beklenmedik iflası, 2008 krizi öncesinde 2001 yılında yaşanan Enron olayı, 2002 yılında Worldcom ve 2003 yılında Parmalat olayı kredi derecelendirme

kuruluşlarının güvenilirliğinin sorgulanmasına neden olmuştur. ...2008 yılı içinde yüksek kredi notuna sahip firmaların kredi derecelerini ani bir şekilde düşürülmesi ile küresel krizin derinleşmesindeki önemli bir etken olarak görülmüştür (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 9).

1. Derecelendirmenin (Rating) Tarihçesi

Derecelendirme (rating) ya da başka bir ifadeyle kredi notu, 1837 yılında ABD’de yaşanan mali krizin ardından tüccarların borçlarını ödeyemez hale gelmesiyle ortaya çıkmıştır. Borç talep edenler ile fon sağlayan yatırımcılar arasındaki ilişki yaşanan mali krizle birlikte gelişirken, bu sürecin doğal bir sonucu olarak derecelendirme (rating) kullanılmaya ve giderek yaygınlaşmaya başlamıştır. 19.yy’ da gelişen derecelendirme ilk olarak ABD’de yayınevlerinin yatırımcılara, ticari firmaların durumları hakkında bilgi sağlamaları ile başlamıştır (Eren, 2010: 44). Derecelendirme faaliyetlerinde ilk adımı atan da Lewis Tappan olmuştur.

Günümüzde derecelendirme kuruluşlarının geçerliliği ulusal düzeyde ya da uluslararası düzeyde olup olmadığı ile ölçülürken dünya ekonomisine yön veren altı tane uluslararası derecelendirme kuruluşu vardır. Bunlar; Moody’s (1909), Fitch (1913), Standart & Poor’s (1923) ve Duff & Phelp’s’(1932), Japan Credit Rating Agency (JCR) (1985) ve Dagong Global Credit Rating (1994)’dir.

Bu altı uluslararası derecelendirme kuruluşlarından biri olan ABD merkezli Moody’s Investors Service, ilk kez 1909 yılında demiryolu şirketleri bülteni ile işe başlamıştır. 1909 yılında ABD’deki 250 Amerikan demiryolu şirketinin ihraç ettiği 1500’ün üzerindeki borçlanma senetlerinin derecelendirmesi ile başlamıştır (Eren, 2010: 44). Endüstriyel şirketler ve kamu kurumlarının derecelendirilmesine ise 1922 yılından itibaren başlatılmıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 10). Moody’s yaptığı ilk derecelendirme faaliyetinde borçları; ‘A- yüksek kaliteli borç’, ‘B- orta kaliteli borç’ ve ‘C-düşük kaliteli borç’ olarak sınıflandırmıştır. Diğer ticari şirketlerin aksine yeri yurdu belli olmayan demiryolu şirketlerine sağlanan yatırımların riskini tahmin etmek de oldukça zordu. Bu nedenle dolandırıcılık olayları artmıştı. Ayrıca demiryolu inşasında, her şirket kendi inşa ettiği demiryolunun işletme hakkını da aldığı için pek çok işletme ortaya çıkmış ve iflas sayıları da giderek çoğalmıştı. Hangi işletmeye yatırım yapılabileceği ise akılları karıştırıyordu. Böyle bir ortamda ortaya çıkan diğer derecelendirme kuruluşu bugünkü adıyla Standart and Poor’s’dur.

Henry Narnum Poor ve John Poor kardeşlerin kurduğu ve sadece demiryolları hakkında analizler yapan Poor’s Publishing Company ile demiryolları yanında pek çok şirket hakkında analizler yapan Luther Lee Blake adındaki analist tarafından kurulan Standart Statistics’in 1923 yılında birleşmesiyle Standart & Poor’s ortaya çıkmıştır.

Diğer büyük derecelendirme kuruluşu Duff and Phelps Credit Rating ise 1980 yılında Chicago’da kurulan ABD kökenli bir kuruluştur. Bugün kullanılan derecelendirme tanımına en uygun ilk faaliyeti gerçekleştiren derecelendirme kuruluşu olarak literatüre geçmiştir (Çalışkan, 2002: 8).

Dördüncü büyük uluslararası kuruluş ise 1913 yılında kurulan Fitch'tir. 1924'te ise şimdi kullanmakta olduğumuz üç harfli derecelendirme (rating) skalasını piyasaya çıkartmıştır (Tutar ve diğ., 2011: 3). Şimdiye kadar saydığımız bu dört derecelendirme kuruluşu ABD kökenli olup uluslararası düzeye gelebilmiş ve günümüzde sözüne itibar edilen derecelendirme kuruluşları olmuştur. Bunların yanında yine uluslararası düzeyde faaliyet gösteren pek çok derecelendirme kuruluşu vardır. Şu şekilde sıralayabiliriz; Kanada merkezli Canadian Bond Watch (1972), ABD merkezli Thomson Bank Watch (1974), Japonya merkezli Japanese Bond Rating Institute (1975) Kanada merkezli Dominion Bond Rating Service (1977), İngiltere merkezli IBCA (1978), ve yine Japonya merkezli Nippon Investor Service (1985). Ayrıca ulusal düzeyde kalmış pek çok derecelendirme kuruluşları da vardır.

2. Derecelendirmenin Türleri

1980li yıllardan sonra liberalleşme söylemleriyle birlikte gelişen finansal piyasalar ve çeşitlenen finans enstrümanlar, derecelendirme faaliyetlerinin gelişimine katkıda bulunmuş ve çeşitli derecelendirme türlerinin ortaya çıkmasına olanak sağlamıştır.

2.1. Talebin Varlığına Göre Derecelendirme: Derecelendirme hizmeti kuruluşların veya ülkelerin borçlanma gücünü gösterdiği için yatırımcılara yön gösteren bir faaliyettir. Finansman ihtiyacı olan kuruluş ya da ülkelerin bu faaliyetten yararlanarak borçlanma kabiliyetlerini sergilemeleri elbette belli bir maliyet karşılığında olacaktır. Genelde derecelendirme faaliyetleri derecelendirilen kuruluş ya da ülkenin talebi doğrultusunda ve derecelendirme faaliyetinin maliyeti karşılığında yapılmaktadır. Buna *talebe bağlı olan derecelendirme* denilmektedir. Ancak her talep doğrultusunda derecelendirme faaliyeti yapılmayabilir. Bazen kuruluşların derecelendirme taleplerine red cevabı gelebilir. Bunun dört sebebi vardır. Birincisi, ihraççı firmanın yeterli verileri sunmaması, ikincisi ihraç edilen menkul kıymetin derecelendirmeye konu olmayan bir nitelik taşıması, üçüncüsü ihraç miktarının belirli bir limitin altında kalması ve dördüncüsü ihraççı firmanın faaliyet süresinin beş yıldan az olması durumudur (Eren, 2010: 40-41).

Bir de herhangi bir talebe bağlı olmadan fon sağlayıcıların ihtiyaçları doğrultusunda derecelendirme kuruluşlarının inisiyatifiyle yapılan ve verilen hizmetin maliyetinin derecelendirilen kuruluş veya ülkeden istenmeyen derecelendirme faaliyeti söz konusudur. Buna ise *talebe bağlı olmayan derecelendirme* denilmektedir. Talebe bağlı olmayan derecelendirme S&P ve Moody's arasındaki farklılığı ortaya çıkarmaktadır. S&P's, ABD dışındaki ülkelerde derecelendirmeyi sadece talep üzerine yaparken, Moody's Avrupa'da talep olmaksızın da derecelendirme yapmaktadır. Buna karşın, Fitch ve Duff and Phelps her türlü menkul kıymet için derecelendirme işlemini sadece talep üzerine yapmaktadır (Çelik, 2004: 33-34). Yapılan derecelendirme faaliyetlerinden ücret talebi maliyetlerin artması sonucu ilk kez 1970 yılında Moody's ve Fitch tarafından başlatılmışsa da günümüzde derecelendirme kuruluşlarının gelirlerinin %90'nını teşkil etmektedir.

2.2. Vadesine Göre Derecelendirme: Derecelendirme kuruluşları derecelendirme faaliyetlerinde bulunurken söz konusu borcun vadesini

dikkate alarak ikiye ayırmaktadır. Borcun vadesi on üç aydan kısa olduğunda *kısa vadeli* derecelendirme yapılırken, borcun vadesi on üç ay ve daha fazla ise *uzun vadeli* derecelendirme yapılmaktadır. İlerleyen bölümlerde vade yapılarına göre derecelendirme sembollerinin farklılaştığını ve anlamlarını inceleyeceğiz. Uzun vadeli derecelendirmede kuruluşun içinde bulunduğu endüstri veya ülkenin içinde bulunduğu mali koşullar, ekonomik konjonktüre duyarlılığı, rekabet koşulları, talepteki değişiklikler, teknolojik gelişmeler, kanuni düzenlemeler ve yönetim kalitesi gibi unsurlar çerçevesinde değerlendirilmektedir. Kısa vadeli değerlendirmede ise borçlunun likidite ve sermaye kaynaklarına erişebilme gücü değerlendirilmektedir.

2.3. Esas Alınan Değere Göre Derecelendirme:

-*Uluslar arası döviz cinsinden;* kurumun döviz cinsi yükümlülüklerini döviz yaratarak ödeyebilme kabiliyeti değerlendirilir. Tüm ülke riskleri konvertibilite riski dahil göz önüne alınır.

-*Uluslar arası yerel para cinsinden;* kurumun yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme kabiliyeti uluslar arası kritere göre değerlendirilir. Konvertibilite riski hariç tüm ülke riskleri göz önüne alınır.

-*Ulusal yerel para cinsinden;* kurumun yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme kabiliyeti ulusal kriterlere göre değerlendirilir. Ülke riskleri göz önüne alınmaz (Şirvan, 2004:5).

3. Derecelendirme Yapılırken Dikkate Alınan Ölçütler

Derecelendirme faaliyetinde bulunan derecelendirme kuruluşlarının şirketleri, kuruluşları, ilkeleri değerlendirirken dikkate aldığı niceliksel ve niteliksel bazı kriterler vardır. Ülke ekonomisiyle alakalı niceliksel bilgiler dışında, ülke ekonomisinin esnekliği, büyüme potansiyeli ve ekonomik istikrarı, ülke liderlerinin durumu, dış politika gelişmeleri, siyasi gündemdeki riskler, Merkez Bankası'nın bağımsızlık derecesi vb. gibi siyasi değerlendirmeler de yer almaktadır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 16). Zira objektif, tarafsız ve şeffaf değerlendirme yapabilmek için dikkate aldığı bu kriterleri hem kamuoyuyla paylaşmalı hem de yaptığı değerlendirmelerin güvenilirliği için bu kriterlere uymalıdır.

Değerlendirme faaliyeti ile değerlendirmeye tabi tutulan şirketler, kurumlar, borçlunun sahip olduğu varlıklarla içinde bulunduğu ekonomik durum borcunu eksiksiz ve zamanında yerine getirip getirmeyeceği ve borçlunun borcunu ifa etme istekliliği olmak üzere iki temel unsur çerçevesinde değerlendirilir (Babuşcu, 1997: 37).

3.1. Ülke Riski (Ülke Kredi Notu)

Moody's, S&P, Fitch gibi uluslararası derecelendirme kuruluşları yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılamak için ilk önce şirketlerin borçlarını ödeyebilme kapasitelerini ifade eden derecelendirme faaliyetlerini başlatmıştır. Ancak finansal piyasaların gelişmesi zamanla derecelendirme faaliyetlerinin bankaların, sigorta şirketlerinin, yerel yönetimlerin ve ülkelerin de içine dahil edilmesiyle genişlemesine katkıda bulunmuştur.

İlk başlarda bir şirketin borçlanması durumunda içinde bulunduğu ülke ekonomisi dikkate alınmazken, 1980li yıllarda yaşanan liberalleşme ile uluslararası finansman kavramının gelişmesi, ülke risklerinin belirlenmesi ihtiyacını doğurmuştur. O halde ülke riski, bir şirketin veya kuruluşun borçlanması durumunda borcunu zamanında ödeyebilme kapasitesini değerlendirirken ait olduğu ülkenin içinde bulunduğu ekonomik, politik ve sosyal koşulların bu durumu ne ölçüde etkilediğini gösteren bir değerlendirilmedir. Daha basit bir ifadeyle; belirli bir ölçüde de olsa ülke yönetiminin kontrolünde olduğu kabul edilen hususlar sebebiyle uğranabilecek zararın ihtimalidir (Babuşcu, 1997: 39). Ülke riski, döviz cinsinden borçlanan firmalar aynı zamanda bu firma ya da şirketler devletten daha fazla döviz bulma veya elindeki kaynakları dövize çevirme kabiliyetine sahip olmadıklarından genellikle alabilecekleri en yüksek derece olmaktadır.

Bir ülkenin dış borçlarını ödeyebilme kapasitesi sahip olduğu döviz rezervi ile alakalıdır. Bilindiği gibi dış borçların zamanında ödenebilmesi uzun vadede ihracat ve ithalat arasındaki açığın kapatılması yani net ihracatın artırılması ile mümkündür. Bu ise geniş düşünüldüğünde ülkenin genel ekonomik yapısının, büyüme hızının hatta siyasi koşullarının dikkate alınmasını öngörür. Ülkenin kredi değerliliği ülkenin dış ticaret verileri, ödeme bilançosu, enflasyon oranı, borç karşılama oranı gibi göstergeler alınarak belirlenir (Babuşcu, 1997: 40). Tüm bunların yanında ülkenin borçlarını geri ödeme gücünü ortaya koyabilecek subjektif unsurlar da vardır. Bu durumda ülke riskinin belirlenmesi sosyal, ekonomik ve politik bazı faktörlerin bir araya gelmesiyle mümkündür. Bu noktada iki tür belirsizlik değerlendirilecektir;

Politik Risk; ülkelerin dış borçlarını ödeme esnasında gösterdiği istekliliği ve ödeme kapasitesine etki eden sosyal ve politik unsurların değerlendirilmesiyle ortaya çıkar. Hükümet politikaları, hukuki yapı, ülkenin uluslararası arenadaki pozisyonu ve önemi gösterilebilir.

Ekonomik Risk; ülkelerin ekonomik riski belirlenirken dikkat edilen en önemli unsur ülke ekonomisinin gelir yaratma kapasitesidir. Yani ülkenin GSMH oranları öncelikli göstergedir. GSMH' in değişme trendi, GSMH' da yatırıma ayrılan pay, kamu borç stokunun GSMH' ya oranı dikkat edilen göstergelerdir. Ekonomik risk belirlenirken dikkat edilen diğer bir husus dış borç yüküdür. Dış borç servis oranı olarak ifade edilen bu oran faiz, anapara taksitleri ve temettü gibi dış borç ödemeleri yıllık toplamının, o yılın ihracat gelirlerine oranlamasını ifade eder (Babuşcu, 1997: 43). Bu oranın yüksek olması ise ülkenin borçlarını geri ödeme kapasitesinin zayıflığı şeklinde açıklanır. Dış borcu yüksek olan bir ülke, kullandığı borcu GSMH'yi artırıcı yatırım faaliyetlerinde kullanmayıp borç ödemesi, faiz ödemesi vb. cari harcamalarda kullanılması devlet harcamalarındaki etkinliği azaltacağı gibi ülke riskinin artmasına neden olacaktır. Ekonomik riskin belirlenmesinde ülkenin sahip olduğu kaynaklar ve kaynakların etkin kullanılıp kullanılmadığı da yine dikkate alınan unsurlardandır.

4. Uluslararası Derecelendirme Kuruluşlarının Derecelendirme Sembolleri Ve İlkeleri

Derecelendirme, borçlunun kredibilitesini, borcunu zamanında ve düzenli geri ödeme kapasitesini ölçmeye yarayan ve buna bağlı olarak para ve sermaye piyasalarındaki rolünü değerlendiren ve etkileyen profesyoneller tarafından oluşturulmuş standart ve objektif görüştür (Yazıcı, 2009: 3). Aşağıda uluslararası düzeyde profesyonel olarak derecelendirme faaliyetlerinde bulunan altı derecelendirme kuruluşuna yer verilmiştir.

4.1. Moody's Derecelendirme Kuruluşu

1909 yılında ilk kez demiryolu şirketleriyle alakalı bülten hazırlayarak kredi derecelendirme faaliyetlerine başlayan Moody's, 1900 yılında demiryolu yatırımlarının analizini yapan Moody tarafından kurulmuştur. 1909 yılında demiryolu şirketleriyle alakalı yaptığı çalışmayı ilerleterek analizlerini bir kitapta toplamıştır. 1913 yılında Moody's demiryolu şirketleri yanında sanayi şirketlerinin de değerlendirmesini yapmaya başlamış, 1914 yılında faaliyetlerini daha da genişleterek ABD tahvil piyasasının neredeyse tamamının analizlerini yapan derecelendirme kuruluşu haline gelmiştir.

Uluslararası derecelendirme kuruluşlarından olan Moody's'in amacı; Yatırımcıya kredi notları, araştırmalar, araçlar ve analizler sağlayarak, mali piyasaların şeffaf ve güvenilir çalışmasına katkıda bulunmak, küresel sermaye piyasalarının önemli bir unsuru olmaktadır (www.moodys.com).

Dünyanın en eski derecelendirme kuruluşu Moody's, şuanda 26 ülkede ofisi bulunan, 1500 şirket ile ortaklığı olan ve 110 ülkenin analizini yapan ve dünya derecelendirme pazarının %40 kadar oranına sahip uluslararası bir derecelendirme kuruluşudur. Moody's derecelendirme faaliyetini gerçekleştirirken Tablo1'de gösterilen dokuz derecelendirme sembolünü kullanmaktadır.

Tablo 1: Moody's'in Uzun Dönem Derecelendirme Tanımları

Aaa	En yüksek kaliteyle derecelendirilmiş menkul kıymetleri ifade etmektedir. Bu dereceye sahip menkul kıymetlerin anapara ve faizlerinin geri ödenmeme riski en düşük olan gruptur.
Aa	Yüksek kaliteyle derecelendirilmiş menkul kıymetleri ifade etmektedir. Bu dereceye sahip menkul kıymetlerin anapara ve faizlerinin geri ödenmeme riski çok düşüktür. Bu gruptaki menkul kıymetlerin Aaa grubundaki menkul kıymetlerden farkı; piyasada olabilecek değişikliklerin bu gruptaki menkul kıymetleri daha çok etkilemesidir.
A	Orta düzeyin üzerinde dereceye sahip bu menkul kıymetler aynı Aaa ve Aa grubundaki menkul kıymetler gibi yatırım açısından güvenilir olarak değerlendirilmektedir. Bu gruptaki menkul kıymetlerin anapara ve faizlerinin geri ödeme riski düşük de olsa bulunmaktadır. Bunun anlamı; ileride piyasa koşullarında ortaya çıkabilecek bir değişiklikten etkilenebilecekleri anlamına gelmektedir.
Baa	Orta dereceli menkul kıymetler olarak ifade edilen bu grup yatırım açısından uygun olmakla birlikte bu gruptaki menkul kıymetlerin anapara ve faizlerinin geri ödeme riski orta dereceli olarak ifade edilir. Yani piyasa koşullarında ortaya çıkabilecek bir olumsuzluğun bu gruptaki menkul kıymetlerin geri ödeme riskini etkilemesi çok yüksek ihtimaldir. Bununla birlikte bu gruptaki menkul kıymetler spekülasyon özelliklerine de sahiptir.
Ba	Bu grupta yer alan menkul kıymetlerin gelecekteki akıbetleri tahmin edilemeyeceğinden önemli derecede geri ödeme riski sahip aynı zamanda spekülasyon özellik barındırmaktadır.
B	Ba grubundaki menkul kıymetler gibi spekülasyon özellikler barındırmanın yanında gelecekteki akıbetine bakılmaksızın geri ödeme olasılığı oldukça düşük menkul kıymetlerdir.
Caa	Kötü spekülasyon halindeki ve çok yüksek kredi riskine sahip menkul kıymetlerdir.
Ca	Yüksek derecede spekülasyon ve anapara ile faiz geri ödeme ihtimali neredeyse hiç olmayan menkul kıymetlerdir.
C	En düşük derecelendirme oranıdır. Anapara ve faiz geri ödeme ihtimali küçük olmakla birlikte neredeyse geri ödenemez durumdaki menkul kıymetlerdir.

Kaynak: Moody's Investors Service, Rating Symbols and Definitions, June,2012, s.5

Aaa ve Aa notları yüksek dereceyi, A ve Baa notları orta dereceyi, Ba ve B notları spekülasyon dereceyi, Caa, Ca ve C notları da borçların ödeme riskinin çok yüksek olduğu dereceyi ifade eder (Tutar ve diğ., 2011: 7).

Tablo 2: Moody's'in Kısa Dönem Derecelendirme Tanımları

Aaa	}	Prime 1
Aa1		
Aa2		
Aa3		
A1		
A2	}	Prime 2
A3		
Baa1		
Baa2	}	Prime 3
Baa3		
Ba1, Ba2, Ba3	}	Not Prime
B1, B2, B3		
Caa1, Caa2, Caa3		
Ca, C		

Kaynak: Moody's Investors Service, Rating Symbols and Definitions, June,2012, s.6

Moody's ayrıca kısa dönemde derecelendirmeyi 1,2 ve 3 sayıları ile sınıflandırmaktadır. Kısa dönemde Prime 1 (P1) derecelendirme grubunda yer alan menkul kıymetler kısa dönemde en iyi kaliteye sahip borçları ifade eder, Prime 2 (P2) derecelendirme grubundaki menkul kıymetler ise anapara ve faiz geri ödemelerini zamanında yerine getirme konusunda oldukça başarılı olarak kabul edilirler ve orta dereceli olarak adlandırılmaktadırlar. Son olarak Prime 3 (P3) derecelendirme grubundaki menkul kıymetlerin anapara ve faiz geri ödemeleri oldukça zayıftır ve piyasalarda ortaya çıkacak değişikliklerden etkilenmektedir. Bir de Not Prime olarak ifade edilen bir grup vardır ki; ilk üç gruba girebilecek vasıflara sahip olmayan ve kısa dönemde yatırım açısından uygun olmayan menkul kıymetleri ifade eder.

Moody's kısa dönem uzun dönem ayrımı yaparken bir ve daha uzun yıl vadeye sahip mali yükümlülükleri uzun dönemli olarak, on üç ay ve daha aşağısı vadeye sahip mali yükümlülükleri ise kısa dönem olarak nitelendirmektedir. Moody's' in yaptığı derecelendirme hizmetlerinde dikkat ettiği nokta borcun geri ödenmemesi durumunda yaşanacak kaybın büyüklüğüdür. Moody's beklenen kaybı şu denklemle ifade eder (Ertürk, 2008: 2):

Le (beklenen kayıp) ; $p(d)$ (ödememe olasılığı) ; re (beklenen kurtarma oranı) olduğu durumda;

$Le = p(d) \cdot (1 - re)$ şeklinde ifade edilir.

4.2. Standart&Poor's Derecelendirme Kuruluşu

Derecelendirme kuruluşu tarihine demiryolu şirketlerinin analizini yaparak başlayan ve tarihi 1860 yılında temelleri Henry Varnum Poor tarafından atılmış bir diğer uluslararası derecelendirme kuruluşu Standart and Poor'dur. Henry ve John Poor kardeşlerin kurduğu demiryolu şirketlerinin analizini yapan Poor's Publishing Company ile pek çok şirketin istatistiklerini düzenleyen ve analizlerini yapan Lethur Lee Blake'in sahip olduğu Bond Card System ve Edward Shattuch'un Bobson Stock şirketleriyle 1913 yılında birleşmiş ve bir yıl sonra Standart Statistics adını almıştır. Daha sonra büyümesi hız kesmemiş ve nihayet 1941 yılında Standart Statistics Company ile Poor's Publishing Company şirketlerinin birleşmesiyle bugünkü adı Standart and Poor's' u almıştır. İkinci Dünya Savaşı sırasında faaliyetlerine devam eden S&P, büyümeye devam etmiş ve 1946 yılında analizlerini bilgisayar ortamına taşımıştır. 1966 yılında McGraw Hill adlı şirketi de bünyesine katarak büyümesini sürdürmüştür.

Yüz elli yıllık geçmişe sahip S&P, günümüzde 23 ülkede ofisi bulunan ve dünya ekonomisine yaptığı analizlerle yön veren Amerika kökenli önemli uluslararası bir derecelendirme kuruluşudur.

S&P'nin derecelendirmede kullandığı kredi notları Moody's'in kullandığı kredi notlarıyla benzerlik göstermektedir. S&P'nin kredi derecelendirme faaliyetinde kullandığı kredi notları; AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C ve D şeklinde sıralanmaktadır. Görüldüğü gibi Moody's'in kredi notların farklı olarak D grubu bulunmaktadır. Bu notlardan AAA en kaliteli ve riski en düşük borcu tanımlarken, D ise riski en yüksek ve geri ödemesi neredeyse imkansız olan borcu tanımlamaktadır. Bu derecelendirme iflas durumlarında da kullanılmaktadır. En yüksek kredi notu olan AAA'dan BBB'ye kadar verilen kredi notları o ülkelerin yatırım yapılabilir ülke olduğunu gösterirken, BBB'den düşük kredi notları yüksek ülke riskine sahip ülkeleri ifade eder. S&P's notları kendi içinde ayrıca + ve - ile alt kategorilere ayırmaktadır. BB ya da 60 üzeri değerlendirme yatırım yapılabilir kabul edilmektedir(Çalışkan, 2002: 10). Ancak + ve - ile alt derecelendirmeyi AA'dan CCC'ye kadar olan derecelendirme sembolleri için kullanır. Örneğin AA+ derecesi, AA derecesinden biraz daha iyi ve AAA dercesine daha yakın bir derecelendirme grubudur. S&P'nin kısa vadeli menkul kıymetleri derecelendirmek için kullandığı kredi notları Tablo 3'te gösterilmiştir;

Tablo 3: S&P'nin Kısa Vadede Kullandığı Derecelendirme Tanımları

A-1	En yüksek kategori olarak yükümlülüklerin zamanında ödeme güvenilirliğinin oldukça kuvvetli olduğunu göstermektedir.
A-2	Zamanında ödeme derecesinin yeterince tatmin edici olduğunu gösteren bu kategori A-1 kategorisinden biraz daha düşük seviyeyi göstermektedir.
A-3	Bu gruba dahil menkul kıymetlerin, yükümlülüklerin zamanında ödemesi açısından yeterli bir kapasiteye sahip olduğunu göstermektedir. Ancak önceki iki kategori ile kıyaslandıklarında koşullarda meydana gelen değişimlerden biraz daha fazla etkilenebilmektedirler.
B	Bu dereceyi alan menkul kıymetler, anapara ve faizlerini zamanında ödeme kapasitesi yeterli düzeyde olmakla birlikte, koşullarda meydana gelebilecek kısa vadeli değişimlerden biraz daha fazla etkilenebilmektedirler.
C	Kısa vadeli yükümlülüklerin yerine getirilmesinin şüpheli olduğu menkul kıymetler genellikle bu not ile derecelendirilmektedir.
D	Bu kategoriye dahil edilen borçların ödeme olasılığı yok denecek kadar düşüktür. Bu norm genellikle vadesinde ödenmeyen ve ödeme süresi verilmemiş borçlar için verilmektedir. S&P's ödeme süresi verilmesi halinde bu borçların ödeneceğine inanmaktadır.

Kaynak: Erkan Eren, "Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği", BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, 4(2), 2010, ss.111-144.

Ayrıca derecelendirme sembollerinden AAA, AA, A ve BBB yatırım yapılabilir menkul kıymetleri ifade ederken, BB, B, CCC, CC ve D spekülasyon özellik gösteren borç ve yükümlülükleri yerine getirme riski yüksek olan menkul kıymetleri ifade eder.

Tüm bu derecelendirme sembolleri yanında S&P'nin kullandığı başka semboller de vardır. Sembollerden biri olan '**R**' finansal durumun düzenleyici denetim altında olduğunu ifade eden derecelendirme sembollerindedir. Düzenleyici danışmanlığı askıya alındığı zamanlarda, düzenleyiciler bir takım yükümlülükleri diğer yükümlülüklerle tercih edebilirler ya da bazı borçlarını öderken diğerlerini ödemeyebilirler. Diğer bir sembol '**SD (selective default)**' ise tercihli temerrüt anlamında kullanılır ve vadesi geldiği halde yükümlülüklerin yerine getirilemediği durumu ifade eder. Bu durumu şu şekilde yorumlayabiliriz; borçlu yükümlülüklerinde bazı seçilmiş spesifik konulara sahiptir fakat diğer yükümlülüklerini zamanında yerine getirmeye devam etmektedir. Yani yükümlülüklerin yerine getirilmesinde sıkıntılı bir alım satım teklifi söz konusudur. Borçlarını ya değerinden daha düşük ve olması gerekenden farklı enstrümanlarla değiştirir ya da bir miktar nakit parayla ödeyecektir. Örneğin Yunanistan'ın girdiği borç krizi sonrasında 206 milyar euroluk borç yapılandırmasına gitmesi üzerine, Şubat 2012 tarihinde S&P Yunanistan'ın uzun vadeli kredi notunu CC'den tercihli temerrüt olarak ifade edilen SD'ye indirmiştir.

4.3. Fitch Derecelendirme Kuruluşu

1913 yılında John Knowles Fitch tarafından New York'ta ilk olarak 'Fitch Yayıncılık Şirketi' adı altında şirketlerin performansı ile ilgili çalışmalar yaparak faaliyete başlamış ilk Avrupa kökenli derecelendirme kuruluşudur. Günümüzde hala kullanılan AAA'dan D'ye kadar üç harfli derecelendirme sistemini 1924 yılında ilk kez kullanan derecelendirme şirketi, 1975 yılına geldiğinde 'ulusal kabul görmüş istatistikî derecelendirme kuruluşları (NRSRO) arasına girerek üç lider derecelendirme kuruluşundan biri olmuştur.

Hemen hemen bin çalışana sahip, Amerika, Asya ve Avrupa'da ofisleri bulunan dünya çapında bir kuruluş olan Duff&Phelp's' i ve Londra merkezli IBCA şirketini 2000 yılında bünyesine katarak uluslararası alanda varlığını iyiden iyiye hissettirmiştir. Bugün ise dünya çapında 50 çalışma ofisi ve 2000 çalışanı bulunan uluslararası derecelendirme kuruluşu haline gelmiştir.

Eylül 2008 itibarıyla NRSRO statüsüne sahip 10 kredi derecelendirme kuruluşu, Moody's Investor Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings, A. M. Best Company, Dominion Bond Rating Service Ltd., Japan Credit Rating Agency Ltd., R&I Inc., Egan-Jones Ratings Company, LACE Financial, Realpoint LLC'dir (<http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/20626051.asp>).

4.4. Dagong Global Credit Rating Co. Ltd

Beş yıllık hazırlık döneminden sonra 1994 yılında Çin Halk Bankası ve eski Devlet Ekonomik ve Ticaret Komisyonu ortak onayıyla özel bir derecelendirme ve risk analizi araştırma kurumu olarak kurulmuştur. Bunun yanı sıra kredi bilgileri ve kredi çözümlemesi için de hizmet vermektedir.

Dagong, Çin hükümeti tarafından verilen bütün franchasinglere sahip olup tüm menkul kıymet ihraç edenler için resmi olarak hizmet vererek Çin endüstrisinde ve piyasasında kredi derecelendirme hizmetlerinde kurucu rol oynamıştır. Ayrıca sanayi bölgelerinde ve endüstrilerde standartların belirlenmesinde de öncü rol oynayan Dagong, iç borçlanma senetlerinin popüler hale gelmesinde ve düzenlenmesinde, şirket tahvilleri, finansman bonusu ve yapılandırılmış finansman bonusu derecelendirmesinde de öncüdür.

Günümüzde 500 çalışanı ile 6 bölgesel merkezde 34 şube ile hizmetini sürdürmektedir. Asya'da Kredi Derecelendirme Kuruluşları Derneği(ACRAA) üyesi olarak ve Kore, Japonya, Çin kredi derecelendirme kuruluşu işbirliğinin savunucusu olarak, Asya kredi sisteminin inşasında önemli bir rol oynar ([www.dagong.com/about us](http://www.dagong.com/about-us)).

Dagong tarihsel gelişimini şu şekilde sınıflandırmıştır;

1989-1994	Hazırlık Dönemi
1994-1997	Kuruluş Dönemi
1998-2001	Büyüme Dönemi
2002-	Gelişim Dönemi

Dagong, tıpkı diğer uluslararası derecelendirme kuruluşları gibi uzun dönem ve kısa dönem olmak üzere iki ayrı derecelendirme sembolü kullanır. Uzun dönemde AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC ve C kredi derecelendirme sembollerini kullanır. Bu semboller Tablo 1’de ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Ayrıca Tablo 5’te Dagong’un sembollerinin Moody’s’in sembollerine göre karşılığı rahatça anlaşılmaktadır.

AAA, AA ve A yüksek kaliteli kredileri ifade ederken yatırımı yapılabilecekleri ifade eder. BBB, BB ve B ise orta ve düşük kaliteli kredileri ifade ederken az da olsa spekülasyon risk barındırmaktadır. CCC, CC ve C ise çok düşük kaliteli ve yüksek riskli kredileri ifade eder. Aynı S&P, Fitch’de olduğu gibi Dagong derecelendirme kuruluşu da sembollerini + ve – ile alt kategorilere ayırır. Kısa dönemde kullandığı derecelendirme sembollerini ise Tablo 4’te açıklanmıştır.

Tablo 4: Dagong’un Kısa Vadeli Kullandığı Derecelendirme Tanımları

A-1	-En İyi Kaliteli Kısa Vadeli Kredi Yükümlülükleri ile ilgili mali taahhütleri yerine getirme kapasitesinin oldukça güçlü olduğunu ve güvenilirliğinin yüksek olduğunu ifade eder.
A-2	-Yüksek Kaliteli Kısa Vadeli Kredi Borçlunun yükümlülükleri ile ilgili mali taahhütleri yerine getirme kapasitesinin nispeten güçlü ve zamanında ödeme yapmada içsel kapasitesinin iyi olduğunu ve güvenilirliğinin nispeten yüksek olduğunu ifade eder.
A-3	-İyi Kaliteli Kısa Vadeli Kredi Borçlu, mali taahhütlerini zamanında ödenmesi için yeterli içsel kapasiteye sahip olduğunu ifade eder. Ancak olumsuz ekonomik koşullar ve değişen koşullara yükümlülükleri ile ilgili mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesini zayıflatacağı ve ‘A’ kategorisindeki diğer sembollerden daha yüksek risk barındırır.
B	-Önemli Spekülasyon Riski Kısa Vadeli Kredi Borçlu önemli spekülasyon özelliklerine sahiptir ve mali taahhütlerini zamanında ödemesi için minimum kapasiteye sahip olduğunu ifade eder. Mali ve ekonomik koşullardaki olumsuz değişiklikler borçlunun yükümlülüklerini yerine getirmedeki kapasitesini yetersiz kılacaktır ve ‘A’ kategorisindeki sembollerden daha yüksek risk taşır.
C	-Borcunu Geri Ödememe Riski Yüksek Kısa Vadeli Kredi Borçlunun yükümlülüklerini zamanında yerine getirmeme ihtimali çok yüksektir ve riskleri bu nedenle oldukça yüksektir. Borçlunun yükümlülüklerini zamanında yerine getirmesi içinde bulunduğu finansal ve ekonomik koşullara bağlıdır.
D	-Temerrüt(Borcunu Geri Ödeyememe Durumu) Borçlunun kısa vadeli bir yükümlülüğünü zamanında yerine getiremediğini ifade eder. Borçlunun yükümlülüğünü yerine getirmesi

	de mümkün değildir. Bu sembol aynı zamanda iflas durumları için de kullanılır.
--	--

Kaynak: www.dagong.com

Dagong kurulduğu günden itibaren vizyonunun sadece ulusal bir derecelendirme kuruluşu olmaktan ziyade uluslararası düzeyde kabul görmüş ve dünya ekonomisine yapacağı çalışmalarla katkıda bulunacak bir kuruluş haline gelmek olduğunu vurgulamıştır. Bu doğrultuda kendine prensip olarak; dürüstlük üzerine kurulu doğru ve profesyonel değerlendirme yaparken yatırımcısına en iyi şekilde hizmet edeceğini, tarafsız ve doğru olacağını vurgulamıştır. Sorumluluklarının bilincinde olduğunu ve çalışanlarına verdiği eğitim ile güvenilirliği kendine bir disiplin haline getirdiğini söyleyen Dagong, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının tecrübelerini dikkate alarak kendini sürekli yenileyeceğine vurgu yapmıştır. (Ayrıntılı bilgi için bkz. Dagong.com.tr)

4.5. Japon Kredi Derecelendirme Kuruluşu

'JCR, Japonya'nın önde gelen kurumsal yatırımcı grupları tarafından 1975 yılında Tokyo'da kurulmuş ve Japonya Maliye Bakanlığı tarafından yetkilendirilmiş ve SEC (Securities and Exchange Commission) tarafından tanınan uluslararası bir derecelendirme kuruluşudur (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 12).' JPR'nin diğer önemli özelliği kamu otoritesiyle ortak yarı kamusal şirket halinde çalışıyor olmasıdır. Kısa vadeli, orta vadeli, varlığa dayalı menkul kıymetler ve uzun vadeli borçları derecelendiren JCR, yerli ve yabancı finansal piyasalar ve endüstri trendlerini incelerken, dış politika ve ekonomik konjonktürü dikkate alır. Sermaye akımlarının uluslararası dolaşımı ile Çin de ortaya çıktığı gibi Japonya'da da derecelendirme kuruluşunun varlığına ihtiyaç ortaya çıkmıştır. Bu nedenle 1975 yılında kurulmasına rağmen liberalizm söylemlerinin arttığı 1980'li yıllarda adını duyurmaya başlayan Japon Kredi Derecelendirme Kuruluşu, daha çok ülke ekonomilerinin derecelendirilmesiyle ilgilenmektedir.

4.6. İslami Uluslararası Derecelendirme Kuruluşu (Islamic International Rating Agency, IIRA)

IIRA, kurum ve araçların risk profilini değerlendirerek kredi riskinin ya da göreceli yatırımın belirlenmesiyle bölgesel ve ulusal finans piyasalarının gelişimine katkıda bulunmak amacıyla Temmuz 2005 tarihinde kurulmuştur. IIRA'nın en önemli özelliği ağırlıklı olarak İslam ülkelerinde sermaye piyasaları ve bankacılık sektörünün gelişimini sağlamak ve artırmak amacıyla kurulan tek derecelendirme kuruluşu olmasıdır. Ayrıca dış kredi derecelendirme kuruluşu olarak Bahreyn Merkez Bankası tarafından onaylanan IIRA, İslami Kalkınma Bankası tarafından da onaylanan Kredi derecelendirme kuruluşları arasına girmiştir.

Tablo 5: Uluslararası Derecelendirme Kuruluşlarının Derecelendirme Tanımları

Dagong	Moody's	Standard & Poors	Fitch	
				Yatırım yapılabilir - Yüksek Kredibilite
AAA	Aaa	AAA	AAA	Maksimum Güvenilirlik
AA+	Aa1	AA+	AA+	
AA	Aa2	AA	AA	Çok Yüksek Derece, Yüksek Kalite
AA-	Aa3	AA-	AA-	
A+	A1	A+	A+	
A	A2	A	A	Üst Orta Derece
A-	A3	A-	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	BBB+	
BBB	Baa2	BBB	BBB	Alt Orta Derece
BBB-	Baa3	BBB-	BBB-	
				Oldukça Spekülatif - Düşük Kredibilite
BB+	Ba1	BB+	BB+	
BB	Ba2	BB	BB	Düşük Derece, Spekülatif
BB-	Ba3	BB-	BB-	
B+	B1	B+	B+	
B	B2	B	B	Yüksek Oranda Spekülatif
B-	B3	B-	B-	
				Çok Spekülatif –Yüksek risk, taahhüdünü yerine getirememe
CCC+		CCC+		
CCC	Caa	CCC	CCC	Zayıf Durum, Yüksek Risk
CCC-		CCC-		
CC	Ca	CC	CC	Çok Yüksek Oranda Spekülatif
C	C	C	C	Yukarıdakilerden de Spekülatif
		C1		Faiz ödemesi yapamıyor
			DDD	Taahhütlerini yerine getiremiyor
			DD	
D		D	D	

Kaynak: www.finhat.com/index.php?p=RatingNotlari

5. Literatür Taraması

Demez ve diğ. (2010) yaptığı çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P ve Moody's'in Türkiye'de ortaya çıkan krizleri öngörebilme özelliğini Lee Stratizicich yapısal çift içsel kırılma ve Zivot Andrews yapısal tek içsel kırılma birim kök testleriyle araştırılmış ve kredi derecelendirme kuruluşlarının krizleri öngörebilmesinde güvenilir bir kaynak olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kraussl (2003) çalışmasında faiz oranları ile ülkelere verilen kredi notları arasındaki negatif yönlü ilişkiyi ele alarak, incelediği 28 ülkenin kredi notlarının düşmesinin veya yükselmesinin gelişmekte olan ülkelerde krizi tetiklediği sonucuna varmıştır. Erbaş (2005) Kraussl'in (2003) bu çalışmasına getirdiği eleştiride, gelişmekte olan piyasaların olgun piyasalara göre daha düşük kurumsal kaliteye ve daha yüksek belirsizliğe sahip olduğu; bu nedenle verilen notlara daha duyarla olduklarını vurgulamıştır. Ayrıca kredi notunun düşürülmesi durumunda verilen tepkinin notların yükseltilmesi durumunda verilen tepkiden daha az olacağı söylenmiştir.

Birdişi (2011) çalışmasında küresel ekonomik sistem içerisinde kredi derecelendirme kuruluşlarının işlevini tarihsel ve betimsel yollarla açıklamış ve kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasaları yönlendirmek ya da krizleri önceden tahmin etmek için değil piyasaları bilgilendirmek amacıyla işlevlerini gerçekleştirmesinin kredi derecelendirme kuruluşlarınca genel kabul görüldüğü dile getirilmiştir.

Bannier ve Hirsch (2010) çalışmasında Moody's'in 1991 yılına ait resmi liste (watchlist) prosedürünün tanıtımının kredi derecelendirme bilgilendirme içeriğini etkileyip etkilemediğini ve finansal piyasalarda derecelendirme kuruluşlarının olası rolünü artırıp artırmadığı incelenmiş ve watchlist prosedürünün tanıtımından sonra yapılan derecelendirmenin piyasayı daha çok etkilediği sonucuna varılmıştır.

Gupta vd. (2010) yaptığı çalışmada karşılaşılan finansal krizde kredi derecelendirme kuruluşların rolünü ele almıştır. Hem CDO'ların (Collateralized debt obligations-teminatlı borç yükümlülüğü) hem de MBS'nin (Mortgage backed securities- ipoteye dayalı menkul kıymetler) yapılandırılmasında, kredi derecelendirme kuruluşlarının önemli rol alarak, derecelendirilen menkul kıymetlerin ihracının kredibilitesinde büyük paya sahip olduklarını dile getirmiştir. Ayrıca yaptıkları yanlış derecelendirmelerin notların daha da düşmesine neden olmasının kriz döneminde ayyuka çıkmasıyla bu kuruluşlarda kalite boşluğu olduğu anlaşılmış ve kredi derecelendirme kuruluşlarına duyulan güvenin sarsıldığını dile getirmiştir.

Katz vd. (2009)'nin yaptığı çalışmada kriz döneminde Amerika ve Avrupa'da kredi derecelendirme kuruluşlarının krizi tetikleyici rol oynadığı ve bunu engellemek için gerçekleştirilen reformlardan bahsedilmiştir.

Erkan ve Demircioğlu (2010) yaptığı çalışmada uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarını güvenilirlik açısından ele almış ve bu çerçevede Türkiye'yi değerlendirmişlerdir. Gür ve Öztürk (2011) ise kriz döneminde

kredi derecelendirme kuruluşlarıyla ilgili düzenlemelerin eksikliğine vurgu yapmışlardır.

Haan ve Amtenbrink (2011) çalışmasında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olan Moody's, S&P ve Fitch'i AB standartlarına göre incelemiş ve özellikle ülke kredi notları ve yapılandırılmış finansal araçların notlandırılması üzerinde durulmuştur. Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşlarının AB standartları çerçevesinde nasıl düzenlenebileceği sorusuna yanıt aranmıştır. Benzer bir çalışma White (2010) tarafından yapılmış ve bu üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme tutumu daha ziyade finansal piyasalarda faaliyet gösteren ekonomik birimler bazında irdelenmiştir.

Çalışkan (2002) çalışmasında kredi derecelendirme kuruluşlarını ve risk değerlendirme kriterlerini ele alarak genel bir gözlem sunmuştur. Yazıcı (2009) kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal sistem içerisindeki öneminden bahsederek finansal krize etkileri üzerinde durmuş ve krizden sonra ABD'de, AB'de ve Türkiye'de kredi derecelendirme kuruluşlarıyla ilgili düzenleme ve denetimleri ele almıştır.

Stolper (2009) çalışmasında kredi derecelendirme kuruluşlarının neden olduğu şişirilmiş kredi notlamasına engel olacak ve asil-vekil sorununu çözecek bir model geliştirmeye çalışmıştır. Model kredi derecelendirme kuruluşlarının şişirilmiş not vermelerini engellemek için piyasa düzenleyicileri tarafından tek taraflı anlaşma yapmayı öngörmektedir.

6. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması

Dünya ile entegrasyon sağlama amacına yönelik olarak ikinci Dünya savaşıdan sonra IMF, Dünya Bankası, GATT, OECD gibi kuruluşlara üye olan, 1987 yılında Avrupa Birliği'ne tam üyelik başvurusunda bulunan Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Kuruluşları ile ilişkisi 1990'lı yıllarda başlamıştır. Tablo 6'da Türkiye'nin kredi notunun tarihsel gelişimi görülmektedir. 1992 yılında Türkiye'nin kredi notunu S&P BBB, Moody's ise Baa3 (alt orta derece) olarak belirlemiştir. Türkiye, 1990'lı yıllar boyunca hem ekonomik olarak hem de siyasal olarak istikrarsız bir dönem geçirmiş ve bu durum da Türkiye'nin kredi notuna yansımıştır. Ekonomik olarak yüksek enflasyon, yüksek kamu borcu, yüksek bütçe açığının bir arada bulunduğu, dış şoklara karşı dirençsiz; siyasal olarak kısa ömürlü koalisyonlar dönemi olarak tanımlanabilen ve 28 Şubat süreci ile askeri vesayetin hissedildiği 90'lı yıllarda ve 2000'li yılların başlarında (1993-2002 dönemi) Türkiye'nin kredi notunun düşük olması son derece doğaldır. 1992 yılından 2002 yılına kadar üç büyük kredi kuruluşunun (S&P, Moody's ve Fitch) Türkiye notu dalgalanmakla birlikte aşağıda doğru seyir izlemiştir. Özellikle 2001 yılında %9,5'lik küçülme, yüksek cari açık ve devalüasyon Türkiye'nin kredi notunun dip yapmasına sebep olmuştur. 2002 yılından sonra 2008 yılına kadar ekonomik ve siyasal istikrar sonucu Türkiye'nin kredi notu yükselme trendini sürdürmüştür. 2008 küresel finansal krizin Türkiye'ye yansması reel sektörde olmuş, ihracattaki azalma sonucu 2009 yılında Türkiye yaklaşık %4,7 küçülmüştür. Bu durum Türkiye'nin kredi notuna yansımış ve geçici olarak notu düşürmüştür. 2010 yılından yüksek oranda büyüyen Türkiye, takip eden

yıllarda da büyümesine devam etmiş ve 2012 yılında yatırım yapılabilir ülke konumuna yükselmiştir. 2013 yılı itibariyle Türkiye'nin Kredi notu; S&P BB+ (Durağan), Fitch BBB- (Durağan) ve Moody's Baa3 (Durağan) şeklindedir.

Tablo 6: Türkiye'nin Kredi Notunun Tarihsel Gelişimi

TARİH	MOOD'YS	FİTCH	S&P
04.05.1992			BBB (Durağan)
05.05.1992	Baa3		
05.03.1993			BBB (Negatif)
08.10.1993	Baa3		
14.01.1994			BBB- (Negatif)
02.06.1994	Ba3		
10.06.1994		B	
19.08.1994			B+ (Durağan)
24.07.1995			B+ (Pozitif)
26.09.1995		BB-	
17.07.1996			B- (Negatif)
20.12.1996		B+	
09.01.1997	Ba3		
10.08.1998			B (Pozitif)
21.01.1999			B (Durağan)
30.11.1999	B1 (Pozitif)		
27.04.2000		BB-	
05.12.2000			B+ (Durağan)
21.12.2000	B1 (Pozitif)		
04.06.2001	B1 (Negatif)		
07.04.2001			B- (Durağan)
02.08.2001		B (Negatif)	
05.02.2002		B (Durağan)	
09.07.2002			B- (Negatif)
10.07.2002	B1 (Negatif)		
28.07.2003			B (Durağan)
06.08.2003		B- (Pozitif)	
25.09.2003		B (Pozitif)	
16.10.2003			B+ (Durağan)

21.10.2003	B1 (Durağan)		
09.02.2004		B + (Durağan)	
08.03.2004			B + (Pozitif)
17.08.2004			BB – (Durağan)
25.08.2004		B + (Pozitif)	
13.01.2005		BB – (Durağan)	
11.02.2005	B1 (Pozitif)		
06.12.2005		BB – (Pozitif)	
14.12.2005	Ba3 (Durağan)		
23.01.2006			BB (Pozitif)
27.06.2006			BB (Durağan)
10.05.2007		BB – (Durağan)	
03.04.2007			BB – (Negatif)
31.07.2008			BB – (Pozitif)
13.11.2008			BB – (Negatif)
17.09.2009	Ba3 (Pozitif)		
18.09.2009			BB – (Durağan)
27.10.2009		BB – (Pozitif)	
03.12.2009		BB + (Durağan)	
08.01.2010	Ba2 (Durağan)		
19.02.2010			BB (Pozitif)
05.10.2010	Ba2 (Pozitif)		
24.11.2010		BB + (Pozitif)	
23.11.2011		BB + (Durağan)	
01.05.2012			BB (Durağan)
20.06.2012	Ba1 (Pozitif)		
27.03.2013		BBB- (Durağan)	
28.04.2013			BB+ (Durağan)
16.05.2013	Baa3 (Durağan)		

Kaynak: www.standardandpoors.com, www.moodys.com ve www.fitchratings.com'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Türkiye'nin 1992 yılındaki kredi notu ile 2013 yılındaki kredi notunun aynı olmasını izah etmek mümkün değildir. 1992 Türkiye'si ile 2013 Türkiye'si arasındaki hem ekonomik hem de siyasal olarak büyük farkı-gelişmeyi kredi notuna yansıtmayan derecelendirme kuruluşlarının objektiflik kriterlerini ihlal ettikleri görülmektedir. Subjektif uygulamaların yaygınlaşması da kredi

derecelendirme kuruluşlarına güveni her geçen gün azaltmakta, piyasayı sonradan takip eden ve notlamada ülke ayırımı yapan bu kuruluşların not değişimlerine itibarı azaltmaktadır.

Tablo 7’de 1990-2013 dönemi için kredi kuruluşlarının dikkate aldığı Türkiye’nin başlıca makroekonomik göstergeleri görülmektedir. 1990 yılında Türkiye’de GSYH 150 milyar dolar ve kişi başına düşen gelir 2790 dolardır. 2013 yılına gelindiğinde ise Türkiye’de GSYH 5,5 kat artarak 820 milyar dolara, kişi başına düşen gelir ise 3,9 kat artarak 10945 dolara yükselmiştir. Özellikle 2002 yılı sonrası Türkiye ortalama %4,7 büyümüştür. Bu kadar yüksek üretim artışının-büyümenin yaşandığı bu dönemde Türkiye’nin kredi notunun yeterince artmamasını salt ekonomi teorisiyle açıklamak mümkün değildir. Kamu borcunun milli gelire oranı 1990 yılında %10,8 iken sürekli artarak 2001 yılında %74,1’e yükselmiş, daha sonra azalma eğilimine girerek 2013 %36,3’e düşmüştür. Maastricht kriterlerinde kamu borcunun milli gelire oranının %60’ı geçmemesi kriteri dikkate alındığında yüksel oranda büyüyen Türkiye’de kamu borcunun milli gelire oranının oldukça düşük olduğu görülmektedir.

Tablo 7: Türkiye’nin Makro Ekonomik Göstergelerinin Tarihsel Gelişimi

Yıllar	GSYH (Milyar \$)	Kişi Başına GSYH (\$)	Kamu Borç/GSMH	Enf. Oran	Bütçe Açığı /GSMH	İşsizlik Oran
1990	150	2790	10,8	60,3	-2,2	8,3
1991	151	2750	11,5	66	-3,8	8,1
1992	159	2850	13,2	70,1	-3,2	8,5
1993	180	3181	13,4	66,1	-5,0	9,0
1994	130	2268	15,3	105,2	-2,8	8,6
1995	169	2896	13,1	89,1	-3,0	7,5
1996	181	3052	33,4	80,4	-6,2	6,5
1997	189	3144	32,9	85,7	-5,8	6,8
1998	269	4392	30,9	84,6	-5,4	6,9
1999	249	4012	39,7	64,9	-8,7	7,6
2000	266	4219	38,1	54,9	-8,0	6,5
2001	196	3057	74,1	54,4	-12,2	8,3
2002	232	3576	69,2	45	-11,5	10,3
2003	303	4595	62,1	21,6	-9,0	10,5
2004	392	5866	56,6	8,6	-5,4	10,8

2005	482	7129	51,1	8,2	-1,2	10,6
2006	530	7736	45,4	9,6	-0,8	10,1
2007	647	9312	39,5	8,8	-1,8	10,3
2008	730	10379	40,1	10,4	-2,0	11,0
2009	614	8626	46,3	6,3	-5,6	14,0
2010	731	10135	42,8	8,6	-3,8	11,8
2011	774	10604	39,4	6,5	-1,5	9,8
2012	789	10660	36,5	8,9	-2,2	9,2
2013	820	10945	36,3	7,5	-1,2	9,7

Kaynak: www.worldbank.org ve www.oecd.org'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tablo 7’de enflasyon oranına bakıldığında, 1990 yılında Türkiye’de enflasyon oranının %60,3 olduğu görülmektedir. 1994 yılında en yüksek değeri olan %105 seviyesine yükselen enflasyon oranı sonraki yıllarda azalma eğilimine girmiş, özellikle 2002 yılından sonra dezenflasyon sürecinin hızlanması sonucu 2004 yılında tek haneli rakamlara inmiş, 2013 yılında ise %7,5 olarak gerçekleşmiştir. 1992 yılında %70 oranında enflasyon ile yaşayan Türkiye’nin kredi notu ile 2013 yılında %7,5 enflasyon oranına sahip Türkiye’nin kredi notunun çok yakın olması salt iktisat teorisiyle açıklanamamaktadır.

Bu dönemde Türkiye’de bütçe açığının milli gelire oranına bakıldığında ise bu oranın 1990 yılında %2,2, 2001 yılında %12,2 ve 2013 yılında %1,2 olduğu görülmektedir. Maastricht kriterlerinde bütçe açığının milli gelire oranının %3’ü geçmemesi kriteri dikkate alındığında, bu oranın Türkiye’de çok düşük olduğu görülmektedir.

İşsizlik oranına bakıldığında 1990 yılında %8,3, 2009 yılında %14 ve 2013 yılında %9,7 olduğu görülmektedir. 2009 yılında işsizlik oranının yükselmesi 2008 finansal krizi sebebiyle Türkiye’nin AB pazarına ihracatının azalmasından kaynaklanmıştır.

1990 yılı ile 2013 yılı arasındaki yukarıda açıklamasını yaptığımız ekonomik gelişmelerin göz ardı edilerek kredi notuna yansıtılmaması Türkiye’nin daha yüksek maliyet ile dış finansman ihtiyacını karşılaması anlamına gelmektedir. Özellikle Türkiye’nin cari açığının yüksek olduğunu ve bu yüzden kırılğan olduğunu iddia eden derecelendirme kuruluşları aslında Türkiye’nin notunu düşük tutarak Türkiye’de cari açığın artmasına sebep olmuşlardır. Türkiye’nin kredi notu hak ettiği A’lı seviyelere çıkarılmış olsaydı, dış borçlanma maliyeti (faiz oranı) daha düşük olacağından, daha düşük faiz oranıyla borçlanan Türkiye’nin cari açığı da düşük olacaktı. Bütün bunlara rağmen yüksek oranda büyüyen Türkiye’nin cari açık vermesi son derece normal, cari açığın milli gelire oranı makul seviyededir.

Kredi derecelendirme kuruluşları ülkeleri değerlendirirken ekonomik göstergelerin yanında siyasal göstergeler de bakmaktadırlar. Türkiye son 12 yılda ekonomik istikrarın yanında siyasal istikrarı da sağlamıştır. 2014 yılı

itibariyle koalisyon hükümetleri dönemini, askeri darbeler dönemini geride kalmış, darbeci generallerin yargılandığı, AB ile tam üyelik müzakerelerine başlamış bir ülke konumuna yükselmiştir.

Tablo 8: AB Üyesi Olan ve Olmayan Bazı Ülkelerin Kredi Notlarının ve Makro Ekonomik Göstergelerinin Türkiye İle Karşılaştırılması (2013)

	S&P	Fitch	Moody's	Kişi Başına GSYH (\$)	Büy. Oran	Enf. Oran	İşsz. Oran	Cari Açık / GSYH	Bütçe Açığı / GSYH	Kamu Borcu / GSYH
Türkiye	BB+	BBB-	Baa3	10945	4,0	7,5	9,2	-6,1	-1,2	36,3
İspanya	BBB-	BBB	Baa2	29117	-1,2	1,4	25,2	-1,1	-10,6	84,1
İrlanda	BBB+	BBB+	Baa3	47399	-0,3	0,5	14,7	4,4	-8,1	117,1
İtalya	BBB	BBB+	Baa2	34619	-1,9	1,2	10,7	-0,4	-2,9	126,9
İzlanda	BBB-	BBB-	Baa3	45262	3,3	3,9	6,0	-5,4	-8,4	99,1
Litvanya	BBB	BBB+	Baa1	13946	3,4	2,3	14,9	-2,5	-1,3	36,4
Meksika	BBB+	BBB+	A3	10307	1,1	3,8	4,9	-1,2	-2,4	43,5
Romanya	BB+	BBB-	Baa3	9499	3,5	4,0	7,0	-4,4	-3,0	37,1
Slovak C.	A	A+	A1	16892	1,8	1,4	13,9	2,2	-4,5	52,3
Slovenya	A-	BBB+	Ba1	22058	-2,5	1,8	8,8	3,3	-4,0	52,6

Kaynak: www.standardandpoors.com, www.moodys.com, www.fitchratings.com, www.worldbank.org ve www.oecd.org' dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tablo 8'de kredi notu Türkiye'den daha iyi olan AB üyesi olan ve olmayan bazı ülkelerin makroekonomik göstergeleri Türkiye ile karşılaştırılmıştır. AB üyesi olan İspanya'nın kredi notu her üç kuruluşa göre Türkiye'den daha iyidir. İspanya'nın makroekonomik göstergelerine bakıldığında ise aynı şeyi söylemek mümkün değildir. Türkiye 2013 yılında %4 büyürken İspanya %1,2 küçülmüştür. Özellikle İspanya'da işsizlik oranı, bütçe açığının milli gelire oranı ve kamu borcunun milli gelire oranı son derece kötüdür. Türkiye'de işsizlik oranı %9,7 iken İspanya'da %25,2, bütçe açığının milli gelir oranı Türkiye'de %1,2 iken İspanya'da 10,6, kamu borcunun milli gelire oranı Türkiye'de %36,3 iken İspanya'da %84,1'dir. Sadece bu göstergeler bile Türkiye'nin kredi notunun İspanya'dan birkaç basamak daha yüksek olması gerektiğini göstermektedir.

İrlanda ile Türkiye karşılaştırıldığında ise İrlanda'da büyüme oranı (%-0,3), işsizlik oranı (%14,7), bütçe açığının milli gelire oranı (%8,1) ve kamu borcunun milli gelire oranı (%117,1) Türkiye'den oldukça kötüdür. İtalya ile Türkiye karşılaştırıldığında ise İtalya'da büyüme oranı (-%1,9), işsizlik oranı (%10,7), bütçe açığının milli gelire oranı (%2,9) ve kamu borcunun milli gelire oranı (%126,9) Türkiye'den oldukça kötüdür.

İzlanda ve Litvanya, Türkiye ile karşılaştırıldığında; İzlanda'da bütçe açığının milli gelire oranı (%8,4) ve kamu borcunun milli gelire oranı (%99,1) Türkiye'den kötüdür. Litvanya'da ise işsizlik oranı (%14,9) ve kamu borcunun milli gelire oranı (%36,4) Türkiye'den kötüdür.

Moody's tarafından A3 notu verilen Meksika'da kişi başına gelir (10307 \$), büyüme oranı (%1,1), bütçe açığının milli gelire oranı (%2,4) ve kamu borcunun milli gelire oranı (%43,5) Türkiye'den daha kötüdür. Kredi notu Türkiye'den yüksek olan Romanya'da ise kişi başına gelir (9499 \$), büyüme oranı (%3,5), bütçe açığının milli gelire oranı (%3) ve kamu borcunun milli gelire oranı (%37,1) verileri Türkiye'nin verilerinden kötüdür.

Üç kredi kuruluşunun A'lı not verdiği Slovak Cumhuriyeti'nde büyüme oranı (%1,8), işsizlik oranı (%13,9), bütçe açığının milli gelire oranı (%4,5) ve kamu borcunun milli gelire oranı (%52,3) verileri Türkiye'nin verilerinden kötüdür. Yine A'lı notlara sahip olan Slovenya'da büyüme oranı (%-2,5), bütçe açığının milli gelire oranı (%4) ve kamu borcunun milli gelire oranı (%52,6) Türkiye'den daha kötüdür.

SONUÇ

Türkiye; 820 milyar dolar GSYH'si, 11 bin dolara yaklaşan kişi başına düşen geliri, %4'lük büyüme oranı, %7,5'lik enflasyon oranı, %9,7'lik işsizlik oranı, %6,1 cari açık oranı, %1,2 bütçe açığı oranı ve %36,3 kamu borcu oranı ile ve yakaladığı siyasi istikrar ile A seviyesinde not almayı hak etmektedir. Kredi kuruluşlarının politik davranarak Türkiye'ye ve diğer bazı ülkelere gerekenin altında not vermeleri kalkınma çabasında olan ülkelerin kalkınmasının önündeki engeller arasındadır. Politik iktisat literatüründe "tarihsel blok" içinde yer alan kredi derecelendirme kuruluşlarının bu subjektif davranışları sonucu piyasanın verdiği not, derecelendirme kuruluşlarının verdiği notun giderek daha da üstünde yer almaktadır.

Türkiye uygulamasında olduğu gibi subjektif tutumların devam etmesi, bu kuruluşların kredibilitesini azaltmakta ve küresel piyasa aktörlerinin derecelendirme kuruluşlarına güvenini zedelemektedir. Diğer taraftan kredi derecelendirme kuruluşlarını, iyi not verdikleri ama performansı kötü çıkan finans kurumlarının sebep oldukları zararlara ve ekonomiye getirecekleri yüklerle ortak etme düşüncesi giderek yaygınlaşmaktadır.

Enerjide dışa bağımlılığı azaltacak projeler üreten, montaj sanayiinden ileri teknoloji üretimine geçmeye çalışan, yüksek ve sürdürülebilir büyüme oranlarını yakalamış, kronik enflasyon gibi terör gibi yapısal problemleri büyük oranda çözmüş, askeri darbeler dönemini geride bırakmış, Avrupa Birliği'ne daha çok yaklaşmış, siyasi ve ekonomi istikrarı yakalamış, yani ekonomik ve siyasi yönden bir çok AB ülkesinden daha iyi durumda olan Türkiye'nin önümüzdeki dönemde kredi notunun yükselmesi beklenmektedir.

KAYNAKÇA

- Babuşçu, Şenol (1997), Bankacılıkta Risk Değerlendirmesi (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara
- Bannier, Christina E., Christian W. Hirsch (2010), “The economic function of credit rating agencies – What does the watchlist tell us?”, *Journal of Banking & Finance*, Volume 34, Issue 12, December 2010, ss. 3037–3049.
- Birdişli, Fikret (2012), “Küresel Ekonomik Sistemin İşleyişi İçinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının İşlevi”, Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi II, Malatya, İnönü Üniversitesi, (19-21 Nisan 2012). ss.445-459.
- Bodur, Çağlayan, Teker, Suat (2005), “Ticari Firmaların Kredi Derecelendirmesi: İMKB Firmalarına Uygulanması”, *İtüdergisi/b Sosyal Bilimler*, 2(1), ss.25-36.
- Çalışkan, Ö. Veysel (2002), “Kredi derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri”, *Gazi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(1)
- Çelik, Pelin (2004), Bankaların Risk Derecelendirmesi, TCMB Bankacılık ve Finans Kuruluşları Genel Müdürlüğü (Uzman Yeterlilik Tezi), Ankara, Kasım 2004, (Erişim: www.tcmb.gov.tr)
- Dagong Global Credit Rating Co. Ltd., “Rule Code of Conduct”, www.dagongcredit.com, 12.07.2012.
- Demez, Selim, Tayfur Bayat ve Çetin Doğan (2010), “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Krizleri Öngörebilirliği: Türkiye Örneği”, <http://web.inonu.edu.tr/~ozal.congress/pdf/78.pdf>, s.1356-1372, 12.11.2012.
- Erkan Eren, Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu, Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2010, s.44.
- “Enron Skandalı ve Finansal Piyasalar”, http://www.ekodialog.com/Makaleler/enron_skandalı_sermaye_piyasa_salari.html, 12.07.2012.
- Erbaş S. Nuri (2005), “Comment on “Do Credit Rating Agencies Add to The Dynamics of Emerging Market Crises?” by Roman Kraussl”, *Journal of Financial Stability* 1, s.438-446, 12.11.2012.
- Erkan, Mustafa, M. Yaşar Demircioğlu (2010), “Ülke Derecelendirmesinin Ekonomik Kamu Düzeni Üzerindeki Etkisi”, *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt:1 Sayı:1, s.107-132, 15.11.2012.
- Ertürk, Hakan, “Türkiye Ekonomisi Analizi: S&P ve Türkiye’nin Kredi Değerlendirilmesi”, http://www.yatirimfinans.net/resources/kredi_der_ecelendirme.pdf, 14.08.2012.

- Gupta, Vandana, R. K. Mittal ve V. K. Bhalla (2010), “Role of The Credit Rating Agencies in The Financial Market Crisis”, *Journal of Development and Agricultural Economics Vol., 2(7)*, <http://www.academicjournals.org/JDAE>, s. 268-276, 15.11.2012.
- Gür, Timur Han, Hüseyin Öztürk (2011), “Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler”, *Sosyo Ekonomi*, Temmuz-Aralık 2011-2, ss.70-92, 15.07.2012.
- <http://data.worldbank.org/indicator>
- <http://stats.oecd.org/>
- [Haan, Jakob de, Fabian Amtenbrink \(2011\)](#), “Credit Rating Agencies”, DNB Working Paper, No. 278, January 2011
- “Kredi Derecelendirmenin 170 Yıllık Tarihi”, <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/20626051.asp>, 13.11.2012
- Japan Credit Rating Agency Ltd., (2012), JCR’s Rating Methodology, www.jcr.com, 08.07.2012.
- Karaca, Nil (2005), “Kredi Derecelendirme Kuruluşları”, *Maliye Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı Rapor No:2*, 15 Mart 2005, 13.11.2012.
- Karagöl, E. Tanas, Ü. İstiklal Mihçioğur (2012), “Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar”, *SETA Rapor*, 02.10.2012.
- Katz, Jonathan, Emanuel Salinas ve Stephanou Constantinos (2009), “Credit Rating Agencies”, *Crisis Response*, The World Bank Group, <http://rru.worldbank.org/PublicPolicyJournal>, 12.11.2012.
- Kraussl, Roman (2005), “Do CreditRating Agencies Add to the Dynamics of Emerging Market Crises?”, *Journal of Financial Stability* 1, www.elsevier.com/locate/jfstabil, s.355-385, 12.11.2012.
- Moody’s Investors Service, “Moody’s Rating System in Brief”, www.moodys.com, 08.07.2012.
- Moody’s Investors Service, (2012), “Rating Symbols and Definitions”, www.moodys.com, 08.07.2012.
- “Rating Notları”, <http://www.finhat.com/index.php?p=RatingNotlari>, 13.10.2014
- Stolper, Anno (2009), “Regulation of credit rating agencies”, *Journal of Banking & Finance*, Volume 33, Issue 7, July 2009, ss.1266–1273.
- Şirvan, N. (2004), Kredi Derecelendirmesi ve Türkiye Ekonomisi, <http://gunaycaymaz.googlepages.com/krediderecelendirme.pdf>, 13.07.2012.
- Tutar, Erdiç, Filiz Tutar ve M. Vahit Eren (2011), “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye”, *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı: 25 Temmuz – Ağustos 2011, 17.08.2012.

- White, Lawrence J. (2010), “The Credit Rating Acenties”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 24, Number 2, Spring 2010, ss. 211–226.
- Yazıcı, Mehmet (2009), “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi”, *Maliye ve Finans Yazıları Hakemli Dergisi*, 08.07.2012.