

## **KREDİ NOTU ELEŐTİRİLERİNİ TEST EDEN MEKANİZMA: CDS PRİMLERİ**

### **TESTING THE CREDIT RATING CRITICISM: CDS PREMIUMS**

**Ahmet ULUSOY**

Beykent Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, İSTANBUL  
(ahmetulusoy@beykent.edu.tr)

**Hikmet YILMAZ**

Karadeniz Teknik Üniversitesi, SBE, Maliye Teorisi Anabilim Dalı, TRABZON  
(hikmetyilmaz@ktu.edu.tr)

### **ÖZ**

1900'lü yıllardan itibaren özellikle yabancı yatırımcılara, ülke ekonomileri ve tahvil ihraç eden kurumlar hakkında temiz bilgi sunma amacıyla örgütlenen kredi derecelendirme kuruluşları 1980'lerden sonra daha da etkili bir yapıya bürünmüştür. Ancak derecelendirme kuruluşları fonksiyonlarını icra ederken barındırdıkları birtakım özelliklerden dolayı eleştirilerin odağı olmaya başlamışlardır. Eleştirilerin ana odağında bu kuruluşların en önemli ilkelerinden de biri olan tutarlılık yatmaktadır. Bu çalışmanın amacı kredi derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen eleştirilerin haklılığını değerlendirmektir. Bu kapsamda CDS primleriyle kredi derecelendirme notları karşılaştırılarak bir yargıya varmaya çalışılmıştır.

**Anahtar Sözcükler:** Kredi derecelendirme kuruluşları, CDS primleri, Kredi notu

### **ABSTRACT**

*Since the 1900's, credit rating agencies, which are organized to provide reliable information, especially for the foreign investors, about the country's economy and bond issuing institutions, have become more influential after the 1980s. However, when performing rating agency functions they have become the focus of criticism because of the features they have. Consistency, which is one of the most important principles of these organizations, has been the main focus of the critics. The purpose of this study is to assess the justification of the criticisms directed at the credit rating agencies. In this regard, it was aimed to reach a judgment by comparing CDS Premiums and Credit rating notes.*

**Keywords:** Credit rating agencies, The CDS premium, Credit note

## 1. Giriş

1970'li yılların sonunda başlayan ve 1980'lerde hız kazanan finans piyasalarının serbestleşme hareketleriyle birlikte sermaye daha mobil bir faktör haline gelmiş ve hem yatırımcıların sermayelerini en verimli piyasada değerlendirme isteği hem de ülkelerin yabancı sermayeyi kendi sınırları içine çekebilme arzusu doğmuştur.

Bu süreçte sermaye sahiplerinin, ellerinde bulunan kaynağı doğru kullanabilmeleri için dinamik ve karmaşık yapıda olan dünya finans piyasalarını iyi bilmeleri ve yabancı ülkelerin ileride yaşayabilecekleri olumsuz ekonomik koşulları önceden tahmin edebilme kabiliyetine sahip olmaları gerekmektedir. Fakat bu süreç çok uzun zaman alacağından ve maliyetli olacağından dolayı yatırımcıların bu işi kendilerinin başarabilmeleri gerçekçi görünmemektedir. Bu çerçevede 1900'lü yılların başlarından itibaren faaliyet gösteren kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi son yıllarda daha da artmış ve dünya ekonomisini yönlendirebilecek etkinliğe ve kapasiteye ulaşmışlardır.

Ancak son dönemlerde kredi derecelendirme kuruluşları taşıdıkları birtakım özelliklerden dolayı eleştirilere maruz kalmış, 2008 küresel ekonomik krizinin ardından ise bu eleştirilerin dozu bir hayli artmıştır. Avrupa'nın önemli kurumlarına bu kuruluşların bağımsızlıklarını sorgulayan raporlar verilmeye başlanmıştır. Bu çerçevede de yatırımcılar sıkça eleştirilen kredi derecelendirme kuruluşlarına alternatif olabilecek araçlar bulma arayışına girmişlerdir.

Bu çalışmanın ilk kısmında literatür bilgisi ile birlikte derecelendirme kavramının tanımı yapılarak dünya ekonomisine yön verebilecek seviyeye gelen önemli derecelendirme kuruluşlarına, bu kuruluşların özelliklerine ve hangi konularda eleştiriye maruz kaldıkları hakkında değerlendirmelere yer verilmiştir. İkinci kısımda kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarının alternatifi olarak kullanılabilir olan CDS Primi kavramı açıklanmış ve söz konusu kavramın hangi noktalarda kredi notlarından ayrıldıklarına vurgu yapılmıştır. Üçüncü kısımda gelişmekte olan ülkelerin kredi notları ile CDS primleri belirli dönemler itibarıyla karşılaştırılmış ve derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen eleştirilerin haklılığına yanıt aranmıştır. Çalışma, elde edilen bilgi ve veriler ışığında genel değerlendirmenin yapıldığı sonuç bölümüyle tamamlanmıştır.

## 2. Literatür

Kredi derecelendirme kuruluşları ve bu kuruluşların verdikleri notlar özellikle ülke ekonomileri üzerinde yarattıkları derin etkiler neticesinde son çeyrek asırda gerek kamuoyunda gerekse de akademik çalışmalarda bir hayli tartışılmıştır.

Alexe vd. (2003), derecelendirme kuruluşlarının not verme süreçlerinin kara bir kutuya benzeterek bu kuruluşları şeffaf olmadıkları yönünde eleştirmektedirler.

Utzig (2010), 2007'de başlayan finansal krize ilişkin kredi derecelendirme kuruluşlarının da sorumluluk taşıdığını belirtmiş, bu kuruluşların derecelendirme yöntemlerindeki eksikliklere vurgu yapmıştır. De Santis (2012), kredi notlarının tahvil getirileri üzerinde önemli derecede etkilerinin olduğunu söyleyerek Avrupa Borç Krizinin yayılmasındaki etkenlerden biri olarak bu notları göstermiştir. Ryan, (2012)'de yine 2008 finansal krizini derecelendirme kuruluşlarıyla ilişkilendirerek söz konusu kuruluşların kriz sonrası dönemde de hatalı notlar vererek krizin şiddetlenmesine katkı sağladıklarını belirtmektedir. Haspolat (2015), Kredi derecelendirme kuruluşlarının 2008 yılında ABD'de başlayıp daha sonra tüm Avrupa'ya yayılan krizi

öngörememeleri daha sonraki süreçte ise ani not değişimleri ile krizi daha da derinleştirdiklerini öne sürmüştür.

Tusa (t.y.), derecelendirme kuruluşlarına yönelttiği eleştiri özellikle bu kuruluşların gelirlerinin önemli bir kısmını tahvil ihraççısı kurumlardan sağlamaları üzerine yoğunlaştırmıştır.

De Haan & Amtenbrink (2011), çalışmalarında söz konusu kuruluşların yeterli düzenlemelere tabi olmadıklarına vurgu yaparak, derecelendirme kuruluşlarının performanslarının bağımsız bir kurum tarafından izlenmesinin faydalı olacağı sonucuna ulaşmışlardır.

Hasbi (2012), Derecelendirme kuruluşlarının önemli bir kısmının ABD kökenli olması ve objektiflikten uzak olmaları neticesinde kuruluşlara olan güveni sarıştığını söylemektedir.

Kılıçarslan & Giter (2016), derecelendirme kuruluşlarının varlığının gerekliliğine vurgu yapmakla birlikte ülke notu değerlendirmelerinde sübjektif davrandıklarını aktarmış, Türkiye ile Yunanistan'ın kredi notlarına ilişkin Yunanistan'ın Türkiye'den pozitif ayrıştırılmaya çalışıldığını belirtmişlerdir.

Ayrıca, derecelendirme kuruluşlarının pozitif hata yapma eğiliminde olmaları, isimlerinin Enron, World.Com, Merrill Lynch gibi skandallara karışmış olmaları, bu kuruluşlarda çalışan uzmanların mobilitele ve söz konusu kuruluşların oligopolistik yapıları literatürde eleştirilen diğer önemli noktaları oluşturmaktadır (Ulusoy, 2016; Çevik, 2011).

Görüldüğü üzere literatürde derecelendirme kuruluşlarına yönelik eleştiriler odakları farklı olmakla birlikte bir hayli tartışılmaktadır. Bu çalışmada ise söz konusu eleştirilerin geçerliliği incelenmiştir. Söz konusu incelemede referans olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarına alternatif olarak kullanılabilir CDS primlerinden yararlanılmıştır.

### **3. Derecelendirme Kavramı ve Kredi Değerliliği**

Kelime anlamı olarak derecelendirme, şirketlerin taşınır değerlerinin ticari riskine, ülkelerinde siyasi risklerine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenip sıralanmasını ifade etmektedir (TDK, 2016). Derecelendirme aslında bir çeşit kıyas yapma aracıdır. Gerek ülkeler gerekse kurumlar, birbirlerine ya da standartlara karşı süreçler veya sonuçlar karşılaştırılarak bir sonuca varılmaya çalışılır (Vitkovic & Kopanyi, 2014: 266-267).

Kısaca derecelendirme, birtakım kriterler baz alınarak çeşitli kurum ya da kuruluşların veya ülkelerin kategorize edilmesi, sınıflandırılması ve sıralandırılması işlemi olarak tanımlanabilir.

Kredi değerliliği ya da kredi derecelendirme ise borçlu tarafın yükümlülüklerini yerine getirme yetkinliğini ölçen değerlendirmeler bütünüdür (Çevik 2011: 3). Tanımı biraz daha genişletecek olursak, Kredi derecelendirme faaliyeti; firmanın veya bireyin ya da borç kâğıdı ihraç eden herhangi bir kurumun geçmiş ve bugünkü verilerine dayanarak geleceğine ilişkin tahmin yapılması işlemidir. Yapılan sınıflandırmanın kolay anlaşılabilir olması için elde edilen sonuçlar genel geçer sembollere dönüştürülmüştür (Yazıcı, 2009: 2). Ancak derecelendirme işlemi sadece geleceğe ilişkin öngörüler olarak görülmemelidir. Derecelendirme aynı zamanda bir performans analizidir (Haspolat, 2015: 7).

Kredi derecelendirmede tarafsızlık, bağımsızlık, tutarlılık, güvenilirlik ve uzman bilgisi temel ilkeler olarak benimsenmiştir. Para ve sermaye piyasalarında etkinliğin sağlanması, kredi

değerliliğinin ölçülmesi, şeffaflığın sağlanması, tarafsız bilgi üretimi ve yönetim performansının ölçülmesi kredi derecelendirme faaliyetinin başlıca amaçları olarak sıralandırılabilir (Ulusoy, 2016: 212). Yani derecelendirme işlemi söz konusu piyasalar ya da kuruluşlar hakkında şeffaf ve tarafsız bilgi üretimi sağlayarak bilhassa yatırımcıların sahip oldukları asimetrik bilgiyi ortadan kaldırmayı hedeflemektedirler. Derecelendirme faaliyeti sonucunda üretilen bilginin yukarıda bahsedilen temel ilkelere bağlılığı kapsamında yatırımcılar doğru yönlendirilmiş olacaktır.

#### 4. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Daha çok finans sektörü ile ilgili olan kredi derecelendirme işleminin tarihsel arka planına bakıldığında ilk olarak reel sektörde ortaya çıkmış olması ilginçtir. 1837 yılında ABD ekonomisinde yaşanan büyük çöküşün ardından 1841 yılında New York'lu kuru mal ve ipek tüccarı olan Lewis Tappan ticari bilgi temini konusunda uzmanlaşma kararı alarak müşterilerinin kredibilitesi hakkında kapsamlı kayıtlar derlemiştir. Daha sonra Tappan oluşturduğu bu bilgileri üçüncü şahıs ve kurumlara satmak amacıyla bir Ticaret Ajansı kurmuştur. Üreticiler bankalar ve sigorta şirketleri dahil olmak üzere Tappan'ın kurduğu şirketin aboneleri, 1870'lerde 7.000, 1890'larda 40.000 ve 1900'lü yıllardan itibaren bir milyona ulaşmıştır (Sylla, 2011: 7-8).

Daha modern ve kavramsal anlamda derecelendirme ise 1900'lü yılların başında John Moody'nin ABD demiryolu şirketleri tarafından ihraç edilen tahvillerin kredibilitesini ölçen bir "değerlendirme kılavuzu" yayınlamasıyla ortaya çıkmıştır (White, 2013: 10).

Günümüzde Moody's le birlikte derecelendirme piyasasında baskın diğer iki firma Standard and Poor's (S&P) ve Fitch'tir. Bu üç kredi derecelendirme kuruluşu finansal sistemdeki derecelendirme sektörünün tamamına yakın bir bölümüne hakimdir. Söz konusu kuruluşların kısa bir değerlendirmesinin yapılmasında fayda vardır.

*Moody's*; John Moody 1909 yılında demiryolları şirketlerinin menkul değerleri ile ilgili istatistiksel bir kitap yayınladı ve bu kitap ile yatırımcılara güvenlik değerliliği olan bir analiz sundu (Moody's, 2016a). Moody's ayrıca yayımladığı "Moody's Manual of Industrial and Corporation Securities" isimli el kitabı ile ilk defa harflendirme sistemini kullanarak firma borçları için derecelendirme yapmıştır. Ancak Moody'nin yayımladığı kitapçıkta ilk defa kullanılan harflendirme sistemi günümüzdeki sisteme kıyasla daha basittir ve üç dereceden oluşmaktadır. Bu sisteme göre yüksek kaliteli borçlar "A", orta kaliteli borçlar "B", düşük kaliteli borçlar ise "C" harfi ile ifade edilmekteydi (Haspolat, 2015: 10). Moody's 2014 yılında 10.200 kişi istihdam etmekte ve 3.3 milyar dolarlık gelire sahip bulunmaktadır (Moody's 2016b). Moody's dünyada 130 ülkede sahip olduğu 11.000 ihraççı şirket, 21.000 kamu finansmanı ihraççısı ve 76.000 yapılandırılmış finansal tahvilini kapsayan borçları izlemekte ve derecelendirme faaliyetini sürdürmektedir (Moody's 2016c).

*Standard and Poor's (S&P)*'da Moody's gibi ABD kökenli ve merkezi New York'ta bulunan (Sinclair, 2005) uluslararası bir kredi derecelendirme kuruluşudur. S&P, tarihi yaklaşık 160 yıla dayanan bir kuruluştur. 1860 yılında Henry Varnum Poor tarafından kurulmuştur. Hızlı bir şekilde büyüyen firma 1914 yılında Standard Statistics Anonim Şirketi adını almıştır. 1941 yılına gelindiğinde Standard Statistic Company'nin Poor's Publishing Company adlı şirketle birleşmesi sonucunda bugünkü adıyla Standard and Poor's derecelendirme kuruluşu kurulmuştur (Karagöl & Mıhçıokur, 2012: 11-12). S&P'ye göre derecelendirme, bir borçlunun genel güvenilirliğinin ya da herhangi bir finansal yükümlülüğe sahip borçlunun söz konusu yükümlülüğü ile ilgili risk faktörünün güvenilirliğinin değerlendirilmesidir (Standard and Poor's, 2014: 4).

*Fitch Ratings*; dñyananın üç büyük uluslararası derecelendirme kuruluşundan biridir. Dünya çapındaki 50 ofisi ile 150 ÷lkede 5.000'e yakın banka, portföy yönetim şirketi ve finans kurumlarına ve 2.000'den fazla kurumsal şirkete 1.400 sigorta şirketi ve 100'den fazla ÷lkeye kredi derecelendirme hizmeti vermektedir. Fitch ayrıca bono, kredi, fon, proje finansmanı ve yapılandırılmış finansman ürünlerine özgü kredi risklerini derecelendirmektedir (Fitch Ratings, 2016). John Knowles Fitch tarafından 1913 yılında "Fitch Publishing Company" adıyla kurulan Fitch Ratings, kredi notlarının harflendirilmesinde AAA'dan D'ye kadar geniş bir yelpaze sunarak kredi derecelendirme alanına yeni bir boyut kazandırmıştır (Haspolat, 2015: 11). Başlangıçta New York Borsasında işlem gören şirketlere yönelik performans istatistikleri yayınlayan şirket, daha sonra şirket ve kamu tahvillerine ilişkin analizler hazırlamaya başlamıştır. 1924 yılında ise ilk defa şirket tahvillerine kredi notu vermiştir (Ulusoy, 2016: 212).

Duff & Phelps Credit Rating Co (DCR), Economist Intelligence Unit (EIU), Japan Credit Rating Agency Ltd (JCRA), Thomson Bank Watch Ind. yukarıda bahsi geçen üç önemli derecelendirme kuruluşunun yanında uluslararası çapta faaliyet gösteren diğeri bazı derecelendirme kuruluşlarındandır. Türkiye'de Standard and Poor's, Moody's ve Fitch Ratings' in Sermaye Piyasası Kurulu'nca derecelendirme faaliyetinde bulunması kabul edilmiştir.

Yukarıda bahsi geçen ve uluslararası alanda faaliyet gösteren kredi derecelendirme kuruluşları mali hizmet sunarken aşağıda belirtilen amaçlar çerçevesinde hareket ederler.

Uluslararası ve ÷lke içi ekonomik durumu çeşitli sembollerle ortaya koymak, para ve sermaye piyasalarında etkinliği sağlamak (bu amacı piyasalarda mevcut olan asimetric bilgiyi en aza indirerek gerçekleştirmeye çalışırlar), gerek ÷lke gerekse de borç kâğıdı ihraç eden kurumların kredi değeriğini ortaya koymak (karmaşık yapıda olan ÷lke piyasalarını yatırımcılar için daha basit bir yapıya indirgemeyi ve ekonomiler arası karşılaştırma yapmayı kolaylaştırmayı hedeflerler, böylece yatırımcının üstleneceği risk ve ÷lkenin ya da kurumun temerrüde düşme olasılığı net bir şekilde ortaya konmaya çalışılır), doğrudan yatırım yapmak isteyen sermaye yatırımcılarına ÷lke ekonomileri hakkında en doğru bilgiyi sunmak. Tüm bu amaçlara hizmet edilirken şeffaf ve tarafsız bilgi üretimi hedeflenir.

Bu amaçlar doğrultusunda derecelendirme kuruluşlarının tarafsızlık, bağımsızlık, tutarlılık, güvenilirlik ve uzman bilgisi ilkelerinden hareket etmeleri gerekliliği unutulmamalıdır.

Kredi derecelendirme kuruluşları yukarıda sayılan amaçlar çerçevesinde faaliyetlerini devam ettirebilmek için gerek duyacakları gelirin önemli bir kısmını derecelendirme yaptıkları ÷lke veya kuruluşlardan ve bu derecelendirme sonuçlarını paylaştıkları şahıs veya kurumlardan karşılarlar. Gelirlerinin bir kısmını ihraççı kurumlardan sağlamaları eleştirilere yol açmaktadır. Yüz yıl öncesine gidildiğinde böyle bir sorun ortada yoktu. Çünkü gelirlerinin neredeyse tamamını yayınlarının satışından elde ettikleri ücret ile karşılamaktaydılar (Smith & Walter, 2002).

## **5. Derecelendirme Şekli ve Süreci**

Derecelendirme kuruluşları notlarını açıklarken çeşitli sembollerden yararlanır ve bu sembollerin her biri ayrı bir anlam ifade eder. Bu semboller çoğu zaman harflerden oluşurken bazen de harf ve rakamların yan yana kullanılmasıyla oluşabilmektedir. S&P, Moody's ve Fitch Ratings kuruluşlarının notlama sistemleri ve aynı zamanda bu notların ifade ettikleri anlamlar Tablo 1'de gösterilmiştir.

**Tablo 1.** Kredi Derecelendirme Notları ve İfade Ettikleri Anlamlar

	<b>S&amp;P</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>
<b>Yatırım Yapılabilir Seviye</b>			
"En yüksek" seviye	AAA	Aaa	AAA
"Yüksek" seviye	AA	Aa	AA
"Güçlü" ödeme kapasitesi	A	A	A
"Yeterli" ödeme kapasitesi	BBB	Baa	BBB
<b>Spekülatif Seviye</b>			
Belirsizlikler olmasına karşılık ödeme yapma olasılığı yüksek	BB	Ba	BB
Finansal koşullarda ciddi bozulma	B	B	B
Borç ödeme gücüne ilişkin kırılganlıklar mevcut, ödemeler olumlu ekonomik konjonktüre bağlı	CCC	Caa	CCC
Borç ödeme gücüne ilişkin "yüksek" kırılganlıklar mevcut	CC	Ca	CC
Temerrüde düşme olasılığı yüksek, ödemelerini yerine getiremeyebilir	C	C	C
Yükümlülüklerini yerine getirmemiş	D	D	D

**Kaynak:** S&P, Moody's, Fitch Ratings.

Tablo 1'de yer alan derecelendirme kuruluşlardan S&P ve Fitch, herhangi bir seviyedeki notun yanına "+", "-" sembollerini koyarak veya boş bırakarak; Moody's ise "1", "2", "3" rakamlarını kullanarak, notu aynı seviye içinde farklı gruplara ayırabilmektedir.

Ayrıca Tablo 1'de, derecelendirme kuruluşlarının ülkeleri ve kurumları temelde iki ayrı kategoriye ayırdıkları görülmektedir. Bunlardan ilki yatırım yapılabilir seviyedeki ülkeler veya kuruluşlar grubu olurken ikincisi ise spekülatif grupta yer alan ülke ya da kuruluşlardır. Yatırım yapılabilir grup, yükümlülüklerini yerine getirebilme bakımında spekülatif gruba göre daha güçlü, temerrüt yani iflas olasılığı çok daha düşük olan gruptur. Yazının bu bölümünden sonra ülke veya kurumlar yerine sadece ülkeler baz alınarak analiz yapılacaktır.

Derecelendirme kuruluşları not açıklamanın yanı sıra notlarda kısa vadede oluşabilecek değişim tahminlerini de notun görünümünü vasıtasıyla açıklamaktadırlar. Eğer bir kuruluş notun görünümünü "pozitif" olarak açıklamış ise notun kısa dönemde yukarı yönlü bir artış gösterebileceğini, "negatif" olarak açıklamışsa notun kısa vadede düşüş kaydedebileceğini; eğer not "durağan" olarak belirlenmiş ise de kredi notunda kısa vadede herhangi bir değişimin olmayacağını göstermektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları not verirken çeşitli risk faktörlerini göz önüne alırlar. Bu faktörler temelde benzerlik gösterse de derecelendirme kuruluşları arasında bazı ufak farklılıklar olabilmekte veya bu faktörlerin önem sırası değişebilmektedir. Borcu geri ödeme gücü ve isteği bu faktörlerin temelini oluşturmaktadır.

S&P' ye göre bir ülkenin kredibilitesinin belirlenmesi için beş ana faktör kullanılmaktadır. Bunlar; politik skor, ekonomik skor, harici skor, mali skor ve parasal skor (Dimitrijevic, 2012: 4).

Politik skor bir devletin kurumlarının ve politikalarının o ülkenin kredi temellerini sürdürülebilir kamusal finansman alanı oluşturmak, dengeli ekonomik büyümeyi desteklemek ve ekonomik veya siyasi şoklara cevap vermek açısından nasıl etkilediğine dair bakışı ile birlikte

verilerin ve kurumların Őeffaflılıđının ve güvenilirliğinin yanı sıra potansiyel jeopolitik risklere bakışı da yansıtılmaktadır. Bir ülkenin ekonomik skorunda ele alınan üç önemli faktör ise gelir seviyesi, büyüme perspektifi ve ekonomik çeşitliliği ile volatilitelerini kapsamaktadır. Ülkenin harici skorunu etkileyen  faktör; bir ülkenin para biriminin uluslararası işlemlerdeki statüsüne ait görüş, ülkenin harici likiditesi ve vatandaşlarının varlıkları ile borçlarının dünyanın geri kalanıyla kıyaslandığındaki halini gösteren dış borçluluğa olan bakıştır. Mali skor devletin bütçe açıklarının ve borç yükünün sürdürülebilirliğine dair bakışı yansıtılmaktadır. Bu lt, mali esnekliği, uzun vadeli mali eğilimleri ve hassasiyetleri, borç yapısını, fonlama erişimini ve koşullu finansal yükümlülüklerden doğan potansiyel riskleri göz önüne alır. Bu skor birçok boyutu kapsadığından dolayı, analizler "mali performans ve esneklik" ile "borç yükü" adlı iki bölümden oluşmaktadır. Parasal skorda söz konusu olan ana faktörler ise bilhassa para arzını ve yurtiçi likidite Őartlarını kontrolü suretiyle parasal karar otoritelerinin para politikalarıyla yurtiçi ekonomik sorunlara eğilme kabiliyeti, enflasyon eğilimlerinde ölçüldüğü Şekilde para politikalarının kredibilitesi ve büyük ölçüde yurtiçi finans sistemi ile sermaye piyasaları derinliği ve çeşitliliğinin bir işlevi olan, para politikası kararlarının etkisini reel ekonomiye aktaran mekanizmaların etkinliğidir (Dimitrijevic, 2012: 4).

Fakat Standard and Poor's un 2012 yılında yayınladığı "lkelerin Kredi Notunu Nasıl Belirliyoruz" adlı raporunun satır araları incelendiğinde Şöyle bir ayrıntı göze çarpılmaktadır. "İleriye yönelik bu skorların verilmesi için bir dizi niceliksel faktör ve niteliksel düşünce temel oluşturur." Burada "niceliksel faktörler" objektif kriterlere dayandırılabileninden çok fazla eleştiri konusu yapımları dşnlmemekle birlikte asıl sorunun "niteliksel düşünce" faktöründen kaynaklandığı ve bu kuruluşlara tarafsız ve tutarsız davranımları konusunda yöneltilen eleştirilerin de temelini bu faktörün oluşturduğu söylenebilir. Zira "niteliksel düşünce" kavramının ölçülemeyen, sayılamayan, miktarı tespit edilemeyen değerlerden oluştuğu göz önüne alındığında bu kriterin ülke notuna nasıl yansıtıldığı, yansıtılma aşamasında objektif davranılıp davranılmadığı, ülkeler nezdinde bu faktör doğrultusunda pozitif yahut negatif bir ayrımcılığa gidilip gidilmediği bu makalenin temel konusunu oluşturmuş ve ilerleyen kısımlarda buna cevap aranmuştır.

## **6. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yöneltilen Eleştiriler**

Derecelendirme kuruluşlarının notlarını bu kadar önemli yapan faktör bu notların sadece notun verildiği ülkenin borçlanma maliyetini etkilemekle kalmayıp bunun yanında ülkeye girecek olan sıcak parayı ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını da direkt etkileyen faktörler arasında bulunmasıdır. Bu faktörler konunun gerek ülke ekonomileri gerekse de yatırımcıyı doğru yönlendirme bakımından ne kadar önemli olduğunu, kredi derecelendirme kuruluşlarının not verirken ne kadar hassas objektif ve tutarlı davranımları gerektiğini göstermektedir.

Ancak akademik çerçevelerde ve siyasi otoritelerde kredi notlarına yönelik olarak řu ana kadar birçok eleştiri dile getirilmiştir. Geçmiş dönemlerde kredi notlarına duyulan rahatsızlık daha sınırlı iken, yakın dönemde kredi derecelendirme kuruluşlarına ve bu kuruluşların verdikleri notlara getirilen eleştiriler daha sistematik hale gelmiştir. KDK'lara yönelik birçok ülke ve uluslararası kuruluş/organizasyon sistematik çalışmalar yürütmekte ve daha uzun soluklu projelere imza atmaktadırlar (Gr & ztrk, 2011: 75).

Avrupa Konseyi ve Avrupa Komisyonuna kredi derecelendirme kuruluşları üzerine hazırlanarak sunulan bir raporda řu eleştirilere dikkat çekilerek dikkat çözüm önerilerinde bulunulduğu grlmektedir (Commission of the European Communities, 2008: 4):

- Kredi derecelendirme sürecinde, kuruluşlarının faiz uyumsuzluklarına etkisi önlenmeli,
- Kaliteli notlar verilmesi açısından kaliteli bir metodoloji geliştirilmeli,
- Şeffaflığın artırılması için bilgilendirme yükümlülüğünün konulması gerekliliği.

ABDTemsilciler Meclisi Başkanı ve Kongre'nin etkili isimleri, dünyanın en büyük derecelendirme kuruluşları olan Moody's, Standard and Poor's ve Fitch'in mortgage destekli menkul değerler için bilerek, kasten yüksek not verdiğini ısrarla iddia etmektedirler. Her üç derecelendirme kurumundaki tepe yöneticilerini sorgulayan ve resmî şirket belgelerini inceleyen Başkan, bu kuruluşların güveni kötüye kullandıklarını açıkça ifade etmiştir. Anlaşıldığına göre, mortgage destekli kağıtları derecelendirmekle görevli komitelerdeki uzmanlar, kişisel paralarını yatırdıkları menkul kıymetlere aşırı notlar vermişler, yani yatırımcıyı değil, kendi yatırımlarını düşünmüşlerdir (Tutar vd., 2011: 17).

Nitekim bu raporda da derecelendirme kuruluşlarının metodoloji eksikliklerine ve yeterince şeffaf olmadıkları konularına dikkat çekilmektedir. Burada metodolojiden kasıt notun verilmesi sürecinde göz önünde bulundurulacak faktörler ve bunların değerlendirilmesi olarak düşünülebilir. Ülke notlarının nasıl belirlendiğiyle ilgili yukarıda yaptığımız nicel – nitel tartışmasının özellikle nitel yönünün bu metodoloji eksikliğinin temelinde yatan sebep olduğu düşünülmektedir.

Burada çözüm aranan çeşitli eleştiri konularından bazılarına değinmek gerekirse; derecelendirme kuruluşları not verme sistemine ilişkin raporlar yayınlanmasına rağmen notun son halini nasıl aldığı konusunda belirsizlikler devam etmektedir. Kredi notları ve kıyaslamaya ilişkin faktörler adeta bir kara kutu çıktısı gibi durmaktadır (Alexe vd., 2003: 3). Gelirlerinin önemli bir bölümünü not verdikleri kurumlardan karşılama için çeşitli kurumlara karlı anlaşmalar imzalayan derecelendirme kuruluşlarının not verirken taraflı davranabileceği eleştirisini beraberinde getirmektedir. Denetim ve yaptırım mekanizmasının olmayışı; kredi derecelendirme kuruluşlarının hatalı sonuçlara imza atmaları durumunda bu kuruluşlara yasal yaptırımlar uygulayacak mekanizmanın bulunmayışı da tartışılan konular arasındadır. Piyasadaki dalgalanmaları geç fark etmeleri (Alexe vd., 2003: 4), olacak olana göre değil olana göre not verdikleri eleştirisini de beraberinde getirmektedir. Bu husus derecelendirme faaliyeti için tanımlanan “geleceğe ilişkin yapılan tahminlerdir” ibaresiyle çelişmektedir.

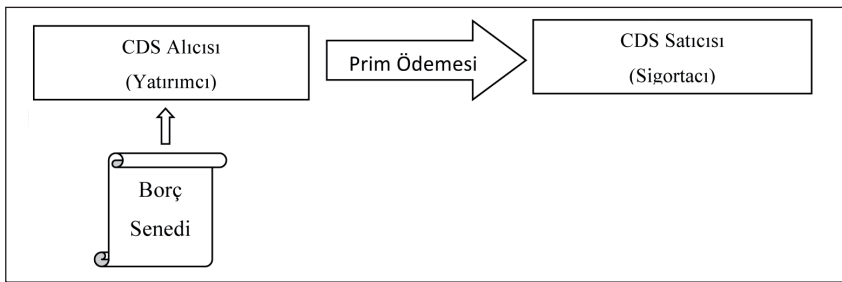
Ayrıca derecelendirme kuruluşlarının içinde bulunduğu piyasanın oligopolistik yapısı ve dünya piyasalarının çok önemli bir kısmının S&P, Moody's ve Fitch Rating adlı ABD kökenli üç büyük derecelendirme kuruluşunun etkisinde olması ülkelere verilen notların bağımsızlığı yönünde eleştirilere yol açan diğer faktörlerdendir.

Finansal piyasalar içinde düzenleme, denetim ve yatırım aktivitelerinin gerçekleşmesi konusunda önemli bir role sahip olan kredi derecelendirme kuruluşları son dönemde özellikle ABD'deki konut kredisi piyasasında yaşanan balonun tahmin edememiş ve notlandırmalarına yansıtamamış olmalarından dolayı, derecelendirme kuruluşları önemli eleştirilere maruz kalmışlardır. Uluslararası yatırımcılar, özellikle 2008 sonrasında ülkelerin kredibilitesine ilişkin yeni bilgi kaynakları aramaya başlamışlardır. Bu arayışların en belirginini olarak kredi temerrüt takası (CDS) primi karşımıza çıkmaktadır.

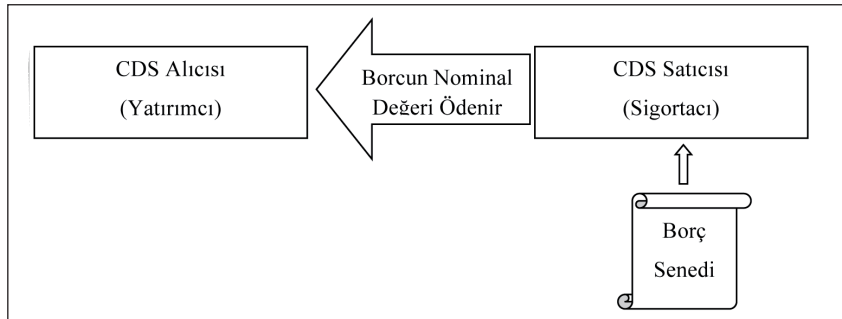


## 7. Kredi Derecelendirme Notlarına Alternatif Olarak CDS Primleri

Bir borcun temerrüt olasılığına karşı üçüncü kişilerle yapılan anlaşma sonucu sigortalanması (Skora, 1998: 1) anlamına gelen Credit Default Swap kelimesinin baş harfleri kullanılarak kısaltılan CDS primleri Türkçeye kredi risk takas primi / kredi temerrüt takası oranı şeklinde çevrilmiştir. Bu sigortalatma işlemi karşılığında sigortacıya dönemsel olarak ödenecek ücrete CDS primi denmektedir. Borç kağıdını sigortalatan yatırımcı, temerrüdün gerçekleşmesi durumunda sigortacı şirketten borç kağıdının nominal değerini tahsil etme hakkını kazanır (Hull & White, 2000: 3). Bu sözleşmeleri anlamak açısından en basit yol CDS sözleşmelerinin işlevsel olarak sigorta sözleşmeleri ile eş değer düşünülmesidir (Stulz, 2009: 2). Şekil 1 ve Şekil 2'de bu sigortalatma işlemi gösterilmiştir.



Şekil 1. Riskin Gerçekleşmediği Durum



Şekil 2. Riskin Gerçekleştiği Durum

Tipik bir CDS sözleşmesinin, yatırımcıya belli bir şirket tarafından koruma yani sigorta sunulması anlamına geldiği yukarıda belirtilmişti. Sigorta karşılığında CDS alıcısı (yatırımcı), sigortalı tahvilin nominal değeri üzerinden CDS satıcısına (sigortacı) üçer aylık dönemler itibarıyla prim öder. Şayet risk gerçekleşirse üçer aylık ödemeler kesilir ve CDS satıcısı borçlanma kağıdının üzerindeki nominal değeri ödeyerek bu kağıdı yatırımcıdan alır. Risk gerçekleşmez ise prim ödemeleri sözleşmedeki vade tarihine kadar devam eder (Giglio, 2011: 5).

1995 yılında JP Morgan tarafından finansal piyasalara tanıtılan CDS primleri (Çevik, 2011: 5), kredi derecelendirme kuruluşlarının 1990'lı yıllardaki Asya krizi ve özellikle 2008 küresel krizinde gösterdikleri zayıf performansın ardından sıklıkla eleştirilmeye başlanmış olmasından dolayı kredi notlarının alternatifi olarak değerlendirilmeye ve daha fazla ilgi görmeye başlamıştır.

Ülkelerin belirli zaman periyotlarında yapılacak CDS primi karşılaştırmalarıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notların piyasada oluşan risk algısına eşdeğer olup olmadığı veya ülkeler arasında pozitif veya negatif yönde bir ayrımcılık yapıp yapılmadığı değerlendirilebilir.

Bu noktada Kredi derecelendirme kuruluşlarının notları ve CDS primlerini karşılaştırarak aralarındaki benzerlik ve farklılıkları ortaya koymakta yarar vardır;

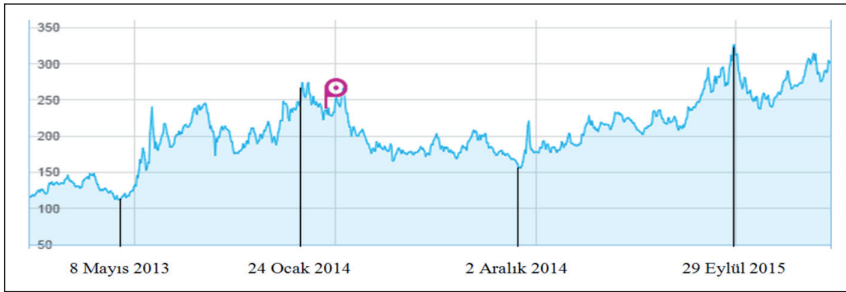
CDS Primleri rakamsal ifadelerdir. Ülkenin risk priminin artması yani rakamın büyümesi o ülkenin temerrüde düşme olasılığının arttığına göstergesi olarak kabul edilir. Söz konusu bu primler derecelendirme kuruluşlarının notlarının aksine son derece hareketli, dinamik piyasa koşulları altında oluşabilecek ekonomik, sosyal veya politik değişkenlere karşı çok daha hassas ve anında tepki gösterebilme kabiliyetine sahiptirler.

CDS'ler bir ülkeye ilişkin piyasa algısını daha hassas yansıtabilmektedir (Çevik, 2011: 11). Kredi derecelendirme kuruluşları notlarını harf cinsinden açıkladıklarından dolayı aynı nota sahip birden fazla ülke olabilmektedir. Fakat bu aynı not grubunda yer alan ülkelerin ekonomik şartlarının veya taşıdıkları riskin aynı düzeyde olduğu anlamına gelmemektedir. Oysa CDS primleri rakamsal ifadeler olduklarından ve bu rakamlar küsuratlar halinde bile değişiklik gösterebildiğinden, aynı nota sahip ülkelerin arasında daha doğru bir kıyas yapma olasılığına imkân sağlamaktadırlar.

Gerek oligopolist piyasa yapıları gerekse de büyük çoğunluğunun tek bir ülke kökenli oluşu dolayısıyla sıklıkla bağımsızlıkları konusunda eleştiriye maruz kalan kredi derecelendirme kuruluşlarının aksine CDS Primleri serbest piyasa şartları altında oluştuğu için ülkelerin risk durumlarını adeta bağımsız birer kuruluşmuş gibi ölçtükleri ve daha güvenilir yapıda oldukları söylenebilir.

## 8. Ülke Bazında CDS Primi ve Kredi Notu Karşılaştırılması

Makalenin bu kısmında Türkiye'nin yıllar itibarıyla CDS prim hareketliliği ve kredi notu karşılaştırmaları ile gelişmekte olan ülkelerin CDS spreadleri karşılaştırılarak kredi derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen eleştirilerin haklılığı irdelenmeye çalışılacaktır.



**Grafik 1.** Türkiye'nin CDS Prim Hareketliliği (2013-2016)

*Kaynak: Bloomberg HT*

Türkiye'nin 2013-2016 yılları arası CDS prim hareketliliğini gösteren Grafik 1'de risk priminin dalgalı olmakla birlikte yukarı yönlü bir görünüm çizdiği anlaşılmaktadır. Ancak grafik üzerinde belirtilen bazı noktalarda CDS primleri arasında büyük oranda farklılıklar göze çarpmaktadır. İşaretli ilk nokta olan 8 Mayıs 2013 tarihi Türkiye'nin 5 yıllık CDS primlerinin en düşük düzeyde

olduğu (111 baz puan) dönemi göstermektedir. Diğer işaretli noktalar olan 24 Ocak 2014'te 274, 2 Aralık 2014'te 155, 29 Eylül 2015'te ise 327 baz puandadır. Söz konusu dönemde Türkiye'ye önemli kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlar ise Tablo 2'de gösterilmiştir.

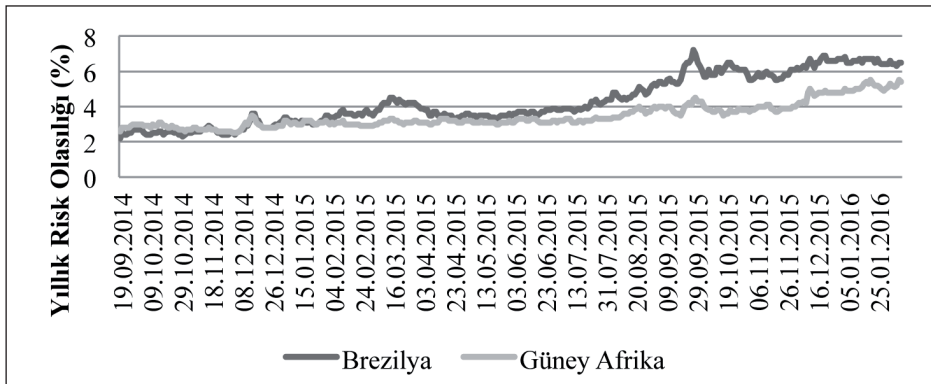
**Tablo 2.** Türkiye'nin Kredi Notu Değerliliği

Tarih/Kredi Notu	S&P	Moody's	Fitch
2012 Sonu	BB (dr.)	Ba1 (pz.)	BBB- (dr.)
27.03.2013	BB+ (dr.)	-	-
16.05.2013	-	Baa3 (dr.)	BBB- (dr.)
2013 Sonu	BB+ (dr.)	Baa3 (dr.)	BBB- (dr.)
07.02.2014	BB+ (ng.)	-	-
11.04.2014	-	Baa3 (ng.)	-
2014 Sonu	BB+ (ng.)	Baa3 (ng.)	BBB- (dr.)
2015 Sonu	BB+ (ng.)	Baa3 (ng.)	BBB- (dr.)

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı (2016).

Tablo 2'ye göre; kredi derecelendirme kuruluşları tarafından Türkiye'ye verilen notlar 2013 yılından itibaren hiç değişmemiş ancak not gorunumlerinde S&P ve Moody's tarafından aşağı yönlü değişiklikler yapılmıştır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta bir anlamda serbest piyasanın ülkelere verdikleri notlar olan CDS primlerinde 2013 yılında Türkiye'nin risk primi 2016 yılına nazaran olduğua duşuk bir seviyede dalgalanırken, kredi derecelendirme kuruluşlarının söz konusu dönem ile gunumuzdeki notları arasında herhangi bir farklılaşmanın olmayışıdır. Bu farklılaşmanın olmaması yoruma açıktır. şoye ki; 2013 yılında kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye'ye olması gerekenden daha duşuk bir not vererek pozitif hata yapmış, yani iyi olan bir durumu kötü olarak göstermişlerdir. Türkiye'nin CDS primlerinin en duşuk düzeye ulaştığı tarih olan Mayıs 2013'te sadece Moody's tarafından ülke kredi notu bir basamak artırılmıştır.

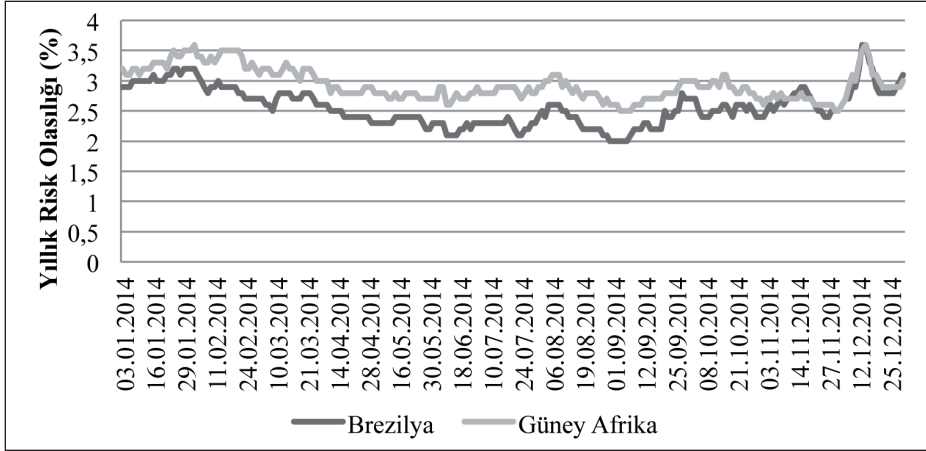
Grafik 2'de ise iki gelişmekte olan ülke olan Brezilya ve Güney Afrika'nın CDS primlerinden oluşturulmuş risk düzeyi gösterilmektedir.



**Grafik 2.** CDS Spreadlerinden Oluşturulmuş Yıllık Risk Olasılığı

**Kaynak:** Deutsche Bank

Grafik 2 incelendiğinde, karşılaştırılan 2 ülkeden Brezilya'nın risk düzeyi 2014 yılı sonlarına kadar Güney Afrika'nın risk düzeyinden daha düşük iken, 2015 yılı itibarıyla durum tersine dönmüş ve özellikle 2015 yılı ortalarından sonra Brezilya'nın risk düzeyi G. Afrika'nınkinden çok daha hızlı bir şekilde artmıştır. Ancak en büyük ve etkili derecelendirme kuruluşlarından biri olan S&P'nin 9 Ekim 2015 tarihinde bu iki ülke için vermiş olduğu BB+ notu, serbest piyasadaki risk algıları farklı olan iki ülkenin ekonomik gelişimini doğru olarak yansıtmamaktadır. Söz konusu iki ülke için yapılan kredi notu değerlendirmelerindeki tutarsızlık 2014 yılında daha belirgindir (Grafik 3).



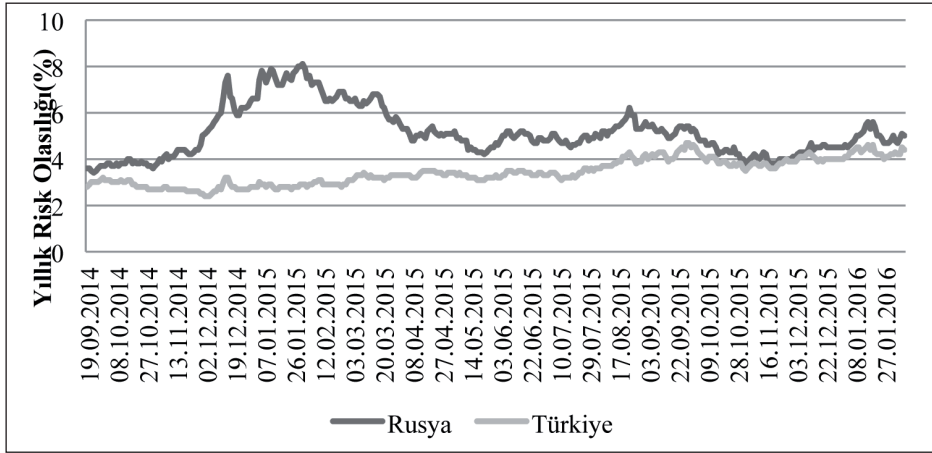
**Grafik 3.** CDS Spreadlerinden Oluşturulmuş Yıllık Risk Olasılığı

*Kaynak: Deutsche Bank*

Brezilya ve Güney Afrika'nın 2014 yılı CDS spreadlerinden yararlanılarak oluşturulmuş risk düzeyini gösteren Grafik 3'te 2 ayrı sonuç karşımıza çıkacaktır. Birinci sonuç 2014 yılında S&P ve Moody's'e göre aynı not düzeyine sahip iki ülkenin CDS primleri açısından birbirinden farklılaşmasıdır. İkinci sonuç ise; ilk sonuca bağlı olarak aynı kategoride değerlendirilen ülkelerin CDS primleri incelenerek yapılan değerlendirmenin iki ülke arasında daha etkili bir sonuç vereceği yönünde olacaktır.

2014 yılında S&P tarafından BBB – ve Moody's tarafında Baa2 notlarına sahip olan Brezilya ve G. Afrika'nın risk oranı incelendiğinde 2014'ün son iki ayı haricinde Brezilya'nın CDS primlerinin G. Afrika'dan devamlı olarak düşük seyrettiği anlaşılmaktadır. Yılın son iki ayında ise CDS primlerinin benzeştiği göze çarpmaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının aynı notu vermelerine rağmen CDS piyasasında Brezilya'nın G. Afrika'dan daha güvenilir bir algı oluşturduğu söylenebilir. Burada tezat olan diğer bir husus ise Moody's'in bu iki ülke için belirlediği not görünümleridir. CDS spreadleri G. Afrika'dan daha olumlu olan Brezilya'ya Moody's tarafından 2014 yılında verilen Baa2 notunun görünümü negatif iken aynı nota sahip G. Afrika'nın not görünümünün durağan olması yine kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik yapılan eleştirileri haklı gösterir niteliktedir.

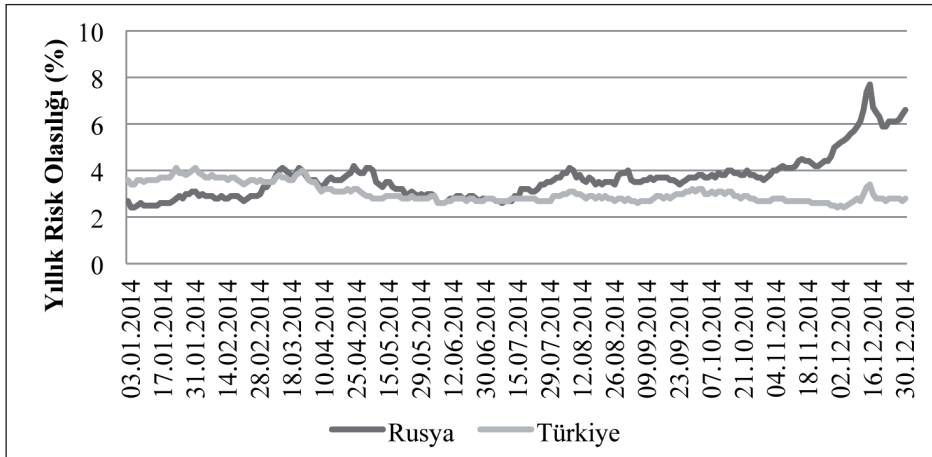
Grafik 4'te ise Türkiye ve Rusya'nın 2014 yılı sonu ve 2016 yılı başları aralığındaki CDS spreadlerinden oluşturulan risk düzeyi gösterilmektedir.



**Grafik 4.** CDS Spreadlerinden Oluşturulmuş Yıllık Risk Olasılığı

*Kaynak: Deutsche Bank*

Grafik 4'te ayrıca; Türkiye'nin CDS primleri Rusya'ninkinden daha düşük seviyede dalgalandığı, 2015 yılı sonlarında fark kapansa da yine Türkiye'nin serbest piyasada risk algısının daha düşük olduğu görölmektedir. Bu noktada Türkiye'nin kredi notunun Rusya'nın notuna göre daha iyi seviyede olması beklenirken S&P (BB+) ve Fitch'e (BBB-) göre aynı not düzeyine sahiptirler. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından bu iki ülkeye verilen notlar ile söz konusu ülkelerin piyasadaki risk algısı arasındaki tezat Grafik 5'te daha net görülebilmektedir.



**Grafik 5.** CDS Spread'lerinden Oluşturulmuş Yıllık Risk Olasılığı

*Kaynak: Deutsche Bank*

Grafik 5'e göre 2014 yılı Mart ayı ortalarından itibaren Türkiye'nin CDS primlerinden yararlanılarak hesaplanan risk oranı Rusya'nın risk oranının daima altında seyretmeye başlamış, Temmuz ayı itibariyle de aradaki fark açılmaya başlamıştır. Yani piyasa algısına göre Rusya'nın temerrüde düşme (yükümlülüklerini yerine getiremeyecek duruma gelme) olasılığı artmaya

ve Türkiye'nin üzerinde seyretmeye başlamıştır. Ancak bu ülkelerin 2014 yılındaki kredi notları karşılaştırıldığında (Tablo 3) durum aksini göstermektedir.

**Tablo 3.** Türkiye ve Rusya'nın 2014 Yılı Kredi Notları

	<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>Fitch</b>
<b>Rusya</b>	Baa2 (neg.)	BBB – (neg.)	BBB (neg.)
<b>Türkiye</b>	Baa3 (neg.)	BB + (neg.)	BBB – (stb.)

**Kaynak:** Moody's, S&P, Fitch Ratings.

2014 yılında üç derecelendirme kuruluşuna göre Türkiye'nin kredi notu Rusya'nın bir basamak altındadır. S&P'nin 27 Mart 2013'te Türkiye'ye vermiş olduğu BB+ (durağan) notunun görünümünü 7 Ocak 2014'te negatif olarak değiştirmiştir. Aynı derecelendirme kuruluşu 25 Nisan 2014'te Rusya'ya BBB- (durağan) notunu vermiş (bir üst not), 23 Mayıs 2014'te görünümünü negatife çevirmiştir. Bu tarihlere dikkat edilerek grafik tekrar incelendiğinde şöyle bir değerlendirme yapılabilir;

Ocak 2014 tarihinde S&P'nin Türkiye için açıkladığı negatif görünüm piyasada karşılık bulmamış, aksine genel eğilime bakıldığında Türkiye'nin risk primi düşmeye devam etmiştir. Oysa Rusya'nın not görünümünün Mayıs 2014'te negatife çevrilmesine piyasa doğru yönlü bir tepki vererek CDS primlerinin yükselmesine bununla birlikte ülkenin risk algısının da artmasına sebep olmuştur. Daha açık bir deyişle piyasa Türkiye'nin kredi notu görünümünde meydana gelen negatif yönlü değişikliği gerçekçi bulmamış ve benimsememiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen eleştirilerin haklılığı Çevik (2011)'in yaptığı ekonometrik çalışmada da kendini göstermiştir. Söz konusu çalışmada BBB + ile BB – aralığında benzer kredi notuna sahip 25 ülke çeşitli kriterler açısından incelenmiştir. Modelde IMF tarafından açıklanan; GSYH büyümesi, enflasyon ve işsizlik oranı, kamu borcunun GSYH'ya oranı, cari dengenin GSYH'ya oranı verilerinin 2010 ve 2011 yılındaki ortalama değeri ile ülkelerin 5 yıllık hazine tahvillerinin CDS spreadlerinin son 1,5 yıldaki ortalama değeri kriterleri kullanılmıştır. Ayrıca, Birleşmiş Milletler tarafında oluşturulan "İnsani Gelişmişlik endeksi" ile Economist Intelligence Unit'in hazırladığı "Demokrasi endeksi" birlikte değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, 6'sı ekonomik olmak üzere, toplamda 7 kriter göz önünde bulundurulmuştur (Çevik, 2011: 13).

Yapılan çalışmanın neticesinde pozitif yönde haksızlığa uğrayan ve negatif yönde haksızlığa uğrayan ülkeler olmak 2 farklı sonuç ortaya çıkmıştır.

**Tablo 4.** Kredi Notu Ülke Skoru Karşılaştırması

<b>Kredi Notunun Ülke Skoruna Kıyasla Aşırı Yüksek Olduğu 3 Ülke</b>		<b>Kredi Notunun Ülke Skoruna Kıyasla Aşırı Düşük Olduğu 3 Ülke</b>	
<b>İrlanda</b>	2-3 Basamak	<b>Vietnam</b>	2-3 Basamak
<b>G. Afrika</b>	2 basamak	<b>Kosta Rika</b>	2 Basamak
<b>Tayland</b>	1 Basamak	<b>Türkiye</b>	1-2 Basamak

**Kaynak:** Çevik, 2011: 14.

2011 yılında yapılan ekonometrik çalışmada göze çarpan en önemli sonuç Tablo 4'te net bir şekilde gösterilmiştir. 2011'de S&P'nin verdiği notlar göz önüne alınarak yapılan çalışmada

İrlanda, G. Afrika ve Tayland'ın notları bu ülkelerin mevcut durumlarına göre diğerk ülkelerden pozitif yönde ayrıştırılırken, bunun aksine Vietnam, Kosta Rika ve Türkiye'nin kredi notları ise aynı derecelendirme kuruluşu tarafından negatif yönde ayrıştırılmış ve bu üç ülke aleyhine hatalı sonuçlara imza atılmıştır.

## 9. Sonuç

1900'lü yılların başlarında kurulmaya başlanan kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi 1980'li yıllardan itibaren piyasaların serbestleşmesi ve dışı açılmasıyla birlikte bir hayli artmıştır. Ülkelere verdikleri notlar sayesinde yatırımcıların ülke ekonomileri ve piyasaları hakkında uzman bilgisine ulaşmayı kolaylaştırmış ve ülkeler arası karşılaştırmalar yapabilmeyi sağlamışlardır. Ancak bu kuruluşların bünyesinde taşıdıkları bazı özellikleri onlara yönelik eleştirileri de beraberinde getirmeye başlamıştır. Eleştirilerin dozu 2008 küresel ekonomik krizin ardından artmış ve uluslararası arenada tartışılmaya başlanmıştır. Eleştirilerin odak noktasında kurumların bağımsızlık ve tutarlılıklarına duyulan şüpheler yatmaktadır.

Bu çalışmada da bazı göstergeler ışığında yapılan ülke karşılaştırmalarında birtakım hatalı değerlendirmeler yapıldığı kanısı oluşmuştur. Burada karşılaştırma yapılırken yararlanılan en temel araç, özellikle 2008 krizinden sonra derecelendirme kuruluşlarının notlarına alternatif olarak düşünölmeye başlanılan ülke CDS primleri olmuştur. CDS primlerinin ülke piyasalarını analiz etmede daha bağımsız ve tutarlı oldukları, özellikleri dolayısıyla da kredi notlarından daha avantajlı bir yapıya sahip oldukları söylenebilir. Şöyle ki; CDS primleri gerek serbest piyasada oluşan risk algısını yansıtmaları, gerekse de sosyo – ekonomik koşullara daha hızlı tepki vermeleri bakımından kredi derecelendirme kuruluşlarından daha avantajlıdırlar.

Çalışmada, karşılaştırılan ülkelere kredi derecelendirme kuruluşları tarafından dönemsel olarak piyasadaki risk algısını yansıtmayan notlar verildiği, bazı durumlarda ise risk algısı farklı olan ülkelere aynı kredi notunun verildiği gözlenmiştir. Bu sonuçlar özellikle Brezilya-Güney Kore ve Rusya-Türkiye örneklerinde somut olarak ortaya konulmuştur. 2014 yılında Brezilya'nın CDS primleri G. Afrika'dan daha iyi olmasına rağmen, kredi derecelendirme notları aynıdır. Hatta Moody's'e göre Brezilya'nın not görünümü negatif iken G. Afrika'nınki durağandır.

Aynı durum Türkiye ile Rusya karşılaştırması yapıldığında da söz konusu olmaktadır. 2014-2016 yılları arasında Türkiye'nin CDS primleri Rusya'ya göre daha düşük seviyede seyrederken, kredi notları aynıdır. Hatta sadece 2014 yılı incelendiğinde ise Rusya'nın kredi notunun Türkiye'nin notundan daha iyi olması eleştirileri haklı kılmaktadır. Ayrıca Çevik (2011)'in çalışmasında da göröldüğü gibi derecelendirme kuruluşlarına yönelik eleştirilerin haklılığı ampirik çalışmalarda da ortaya konulmuştur.

## Kaynakça

- Alexe, S., Hammer PL., Kogan A. & Lejeune, M.A. (2003). A non-recursive regression model for country risk rating. *RUTCOR-Rutgers University Research Report*, No: 9.
- Bloomberg HT. (2016). *Turkey CDS usd sr 5y corp*. Erişim Tarihi: 10.02.2016, <http://www.bloomberght.com/cds/turkiye-cds>
- Commission of the European Communities (2008). Regulation of the european parliament and of the council on credit rating agencies, *Brussels*. 704 final.
- Çevik, B. (2011). *Kredi notları ve CDS ilişkisi sona mı erdi?*. Erişim Tarihi: 12.01.2016, [https://ekonomi.isbank.com.tr/userfiles/pdf/ar\\_03\\_2011.pdf](https://ekonomi.isbank.com.tr/userfiles/pdf/ar_03_2011.pdf)

- De Haan, J. & Amtenbrink, F. (2011). Credit rating agencies. *DNB Working Paper*, No. 278, Amsterdam.
- De Santis, R. A. (2012). The euro area sovereign debt crisis safe haven, credit rating agencies and spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal. *European Central Bank Working Paper Series*, No.1419.
- Deutsche Bank Research (2016). *Emerging markets/coutry risk*. Erişim Tarihi: 11.02.2016, <https://www.dbresearch.com/servlet/reweb2.reweb>
- Dimitrijevic, A. (2012). Ülkelerin kredi notunu nasıl belirliyoruz?. Erişim Tarihi: 13.01.2016, <http://docplayer.biz.tr/241357-ulkelerin-kredi-notunu-nasil-belirliyoruzmart-2012.html>
- Fitch Ratings (2016). *Fitch ratings hakkında*. Erişim Tarihi: 12.01.2016, <https://fitchratings.com.tr/tr/>
- Giglio, S. (2011). Credit default swap spreads and systemic financial risk. *Harvard University*, Erişim Tarihi: 18.01.2016, [http://faculty.chicagobooth.edu/workshops/finance/past/pdf/giglio\\_jmp.pdf](http://faculty.chicagobooth.edu/workshops/finance/past/pdf/giglio_jmp.pdf)
- Gür, T. H. & Öztürk, H. (2011). Ülke riski, derecelendirme kuruluşları, aksaklıklar ve yeni düzenlemeler. *Sosyo Ekonomi Dergisi*, (2), 69-92.
- Haspolat, F. B. (2015). Ülke kredi notlarının belirleyicileri: Türkiye'nin kredi notunun ülke karşılaştırmalı analizi. *Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi*, T.C. Kalkınma Bakanlığı.
- Hasbi, D. T. (2012). Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan not değerlendirmelerinin ülke ekonomileri üzerine etkileri: Türkiye örneği. *Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Yayımlanmamış yüksek lisans tezi.
- Hazine Müsteşarlığı (2016). *Kamu borç yönetim raporu*. Erişim Tarihi: 06.02.2016, <https://www.hazine.gov.tr/tr-tr/rapor-sunum-sayfasi?mid=614&cid=22&nm=40#>
- Hull, J. & White, A. (2000). Valuing credit default swaps I: no counterparty default risk. *University of Toronto*, Ontario, Canada, Erişim Tarihi: 04.02.2016, <http://www-2.rotman.utoronto.ca/~hull/downloadablepublications/creddefsw1.pdf>
- Karagöl, E. T. & Mişciokur, Ü. İ. (2012). Kredi derecelendirme kuruluşları: alternatif arayışlar. *SETA Rapor*, No:7 Eylül 2012.
- Kılıçarslan, H. & Giter, M. S. (2016). Kredi derecelendirme ve ortaya çıkan sorunlar. *Maliye Araştırmaları Dergisi*, 2(2), 61-81.
- Moody's (2016a). *Moody's history: a century of market leadership*. Erişim Tarihi: 12.01.2016, <https://www.moody's.com/pages/atc001.aspx>
- Moody's (2016b). *Moody's analytics*. Erişim Tarihi: 12.01.2016, <https://www.moody's.com/pages/atc003.aspx>
- Moody's (2016c). *Moody's investors service*. Erişim Tarihi: 12.01.2016, <https://www.moody's.com/pages/atc002.aspx>
- Ryan, J. (2012). The negative impact of credit rating agencies and proposals for better regulation. *SWP Working Paper FG 1*, 2012/Nr.01, Berlin.
- Sinclair, T. J. (2005). The new masters of capital. *Cornell University Press*, Ithaca, New York, 14850.
- Skora, R. K. (1998). *The credit default swap*. Erişim Tarihi: 13.01.2016, <http://pages.hmc.edu/evans/cdf.pdf>
- Smith, R. C. & Walter, I. (2002). *Rating agencies: is there an agency issue?*. Erişim Tarihi: 13.01.2016, [http://link.springer.com/chapter/10.1007%2F978-1-4615-0999-8\\_18#page-1](http://link.springer.com/chapter/10.1007%2F978-1-4615-0999-8_18#page-1)
- Standard & Poor's (2014). *Standard & poor's ratings definitions*. Erişim Tarihi: 12.01.2016, [https://www.standardandpoors.com/en\\_eu/delegate/getpdf?articleid=16637\\_24&type=comments&subtype=regulatory](https://www.standardandpoors.com/en_eu/delegate/getpdf?articleid=16637_24&type=comments&subtype=regulatory)
- Stulz, R. M. (2009). Credit default swaps and the credit crisis. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper: 15384, Cambridge.
- Sylla, R. (2001). A historical primer on the business of credit ratings. *The World Bank*, Washington DC, Mart 1-2.
- TDK (2016). *Derecelendirme*. Erişim Tarihi: 12.01.2016, [http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com\\_bilimsanat&arama=kelime&guid=tdk.gts.580f70334eac60.90438697](http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bilimsanat&arama=kelime&guid=tdk.gts.580f70334eac60.90438697)



- Tusa, F. (t.y.). *Credit Rating Agencies*. Erişim Tarihi: 06.02.2016, [http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/international\\_economics/shared/international\\_economics/courses/courses\\_unprotected/Spring%202012%20E809\\_International\\_fin\\_mon\\_system/Class%2010%20May%203/Tusa%20Credit%20rating%20agencies%20memo.pdf](http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/international_economics/shared/international_economics/courses/courses_unprotected/Spring%202012%20E809_International_fin_mon_system/Class%2010%20May%203/Tusa%20Credit%20rating%20agencies%20memo.pdf)
- Tutar, E., Turar, Tutar, F. & Eren, M. V. (2011). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının rolü, güvenilirlik açısından sorgulanması ve Türkiye. *Akademik Bakış Dergisi*, (25), 1-24.
- Ulusoy, A. (2016). *Devlet Borçlanması*. 9.Baskı, Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Utzig, S. (2010). The financial crisis and the regulation of credit rating agencies: a european banking perspective. *ADBI Working Paper Series*, No. 188.
- Vitkovic, C. F. & Kopanyi, M. (2014). *Municipal finances*. The World Bank, Washington.
- White, L.J. (2013). *Credit rating agencies: an overview*. Erişim Tarihi: 12.01.2016), [http://webdocs.stern.nyu.edu/old\\_web/economics/docs/workingpapers/2013/white\\_crasarfe\\_jun2013.pdf](http://webdocs.stern.nyu.edu/old_web/economics/docs/workingpapers/2013/white_crasarfe_jun2013.pdf)
- Yazıcı, M. (2009). *Kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi ve denetimi*. Erişim Tarihi: 12.01.2016), <http://earsiv.arel.edu.tr/jspui/bitstream/1/415/2/415.pdf>

