

Kredi Derecelendirmenin Etik ve Sistemik Açmazları

Mehmet Orhan^a

Hami Saka^b

Harun Yüksel^c

Öz

Kredi derecelendirme süreçleri, iş akışı ve önde gelen kredi derecelendirme kuruluşları hakkında öteden beri ortaya atılan eleştiriler son global krizle zirveye çıkmıştır. Çalışmada öncelikle ilgili literatürün özeti ile kredi derecelendirme mekanizması detaylandırılmış ve özellikle üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu, S&P, Moody's ve Fitch, masaya yatırılarak eleştiriler ana başlıklar altında sıralanmıştır. Çalışmada, kredi derecelendirme süreç ve prosedürlerinde var olan ciddi ahlaki sakıncalara dikkat çekilmiş, bu sorunların giderilmesi adına, KDK'ların daha etkin bir şekilde denetlenmesinin ve KDK'lara yönelik yaptırım mekanizmasının bulunmasının gerekliliklerinden bahsedilmiştir. Çalışmanın ana amacı bu eleştirilere yol açan problemlerin giderilebilmesi ve kredi derecelendirme işlemlerinin sağlıklı ve zamanında yapılabilmesi için tekliflerde bulunmaktır. Global finansal krizden en çok zarar gören ülkeler arasında gösterilen Yunanistan, İrlanda ve Güney Kıbrıs'ın bu süreçleri nasıl yaşadığı makroekonomik göstergelerle özetlenerek ilgili derecelendirmelerin isabetsizliğine ve zamanlamadaki aksaklıklara dikkat çekilmiştir. Çözüm önerileri gerek piyasada az sayıda baskın kurumların çalışması gerekse notların isabetsizliği başta olmak üzere bir takım sorunları halletmek üzere sıralanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kredi derecelendirme kuruluşları • Global finansal kriz • Ülke notları • S&P • Moody's • Fitch Derecelendirme • Çıkar çatışması

a Prof. Dr. Mehmet Orhan, Fatih Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Ekonomi Bölümü, Hadımköy Cıvarı 34500 İstanbul
Çalışma alanları: Farklı-varyanslı regresyonlarda tahmin; Zaman serisi ve panel veri uygulamaları; Finansal piyasalar; Makroekonomik göstergeler; Kredi derecelendirme kuruluşları
Elektronik posta: morhan@fatih.edu.tr

b Yetkilendirilmiş yazar
Hami Saka, Fatih Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Ekonomi Bölümü, Hadımköy Cıvarı 34500 İstanbul
Elektronik posta: hamisaka@fatih.edu.tr

c Doç. Dr. Harun Yüksel, Fatih Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Ekonomi Bölümü, Hadımköy Cıvarı 34500 İstanbul
Çalışma alanları: Yerel yönetimler maliyesi; Seçimler; Yolsuzluk ekonomisi; Maliye teorisi
Elektronik posta: hyuksel@fatih.edu.tr

2008 yılında ABD emlak piyasasında patlak veren global finansal kriz çok değişik yönleriyle tartışılırken, artık “Büyük Resesyon” adı verilen bu buhranın en belirgin tetikleyicilerinden biri olarak gündeme gelen Kredi Derecelendirme Kuruluşları (KDK) bir kez daha masaya yatırılmıştır. KDK’lar hem ipoteye dayalı menkul kıymetler (RMBS) hem de teminatlı borç yükümlülüklerine (CDO) ait milyarlarca dolarlık senetlere verdikleri yüksek notlarla önce yatırımcıları ve finans kurumlarını, daha sonra ise ülkeleri ve bütün dünyayı krize sürükleyen sorumlular listesinin üst sıralarında yer almaktadırlar. KDK’lara yönelik benzer eleştiriler 2000’li yılların başlarında, Enron’a iflas etmeden beş gün öncesine kadar verilen “yatırım yapılabilir” notunda ve WorldCom’un iflasında da gündeme getirilmiştir. Verdikleri notların kanunen “görüş ifade etmek” olmasına sığınan KDK’lar, itibarlarını kaybetmenin ağır bir yaptırım olduğunu ifade ederek herhangi bir müeyyideye karşı çıksalar da, KDK’ları sorumlu tutan akademik çalışmalar ve politik inisiyatifler devam etmektedir.

Bu çalışmanın amacı, ülke notları özelinde bazı örneklerle KDK’ların derecelendirme faaliyetlerindeki tutarsızlıklara dikkat çekerek, finans piyasalarında büyük öneme sahip kredi derecelendirme süreçlerinin daha sağlıklı iş akışına sahip olması adına tekliflerde bulunmaktadır.

Özellikle “Büyük Durgunluk” yıllarında KDK’lara odaklanan güncel literatür, bir yandan analitik olarak kredi derecelerinin isabetliliğine yönelirken diğer yandan ise, daha verimli ve sağlıklı mekanizmaların nasıl kurulacağına yoğunlaşmıştır. Çalışmaların bir kısmı mevcut şartlar altında KDK’lar lehine neticelere ulaşırken çok daha büyük bir kısmı ise KDK’lar adına olumsuz sonuçlar ortaya koymuşlardır. Bu çalışmalardan Partnoy (2009), KDK notlarına gereğinden fazla güvenmiş olmanın global finansal krizin ana nedeni olduğunu ifade etmiştir. Wang ve Moore (2012) ise kurduğu modelde, itibar kaybetme kaygısının KDK’ları disipline etmede yeterince etkili olmadığını ampirik olarak göstermiştir. Bunun yanında Wang, basit teorik modeliyle, KDK’lara ödenen teşviklerin uygunsuzluğundan dolayı durgunluklar esnasında ve belli şartlar altında notların daha yüksek verildiğini göstermiştir. Mathis, McAndrews ve Rochet (2009) ve Bolton, Freixas ve Shapiro (2012) gibi çalışmalar, derecelendirme enflasyonunun yaşandığı durumlarda not çıktılarında denge-

nin olabileceğini göstererek, fiili durumun bu şekilde yerleşebileceğini teorik olarak ispatlamışlardır. Griffin ve Tang (2012), “Sübjektiflik KDK’ların CDO derecelendirmelerinde rol oynadı mı?” başlıklı çalışmalarında, 1997-2007 arası teminatlı borç yükümlülüklerini inceleyerek KDK’ların kullandıkları model çıktılarının üzerinde, yani hesaplanandan daha yüksek notlar verdiklerini ispatlamışlardır. He, Qian ve Strahan (2011), notların satın alındığını (rating shopping) ve muhtemel çıkar çatışmalarını ampirik olarak ifade etmişlerdir. Bu çalışmada He ve arkadaşları Moody’s ve S&P’nin kriz öncesi 2004-2006 döneminde ipoteye dayalı menkul kıymetlere haksız yüksek notlar verdiklerini göstermişlerdir. Jiang, Stanford ve Xie (2012), 1971-1978 yıllarına ait derecelendirme verilerini kullanarak ödeyenin değiştiği durumu incelemiş ve bu durumda S&P’nin notlarının arttığını ortaya koymuşlardır.

Bir diğer grup çalışma ise, teorik olarak kurulan matematiksel modellerle KDK’ların sistemini incelemiştir. Bu konudaki teorik çalışmaların ilklerinden biri olan Klein ve Leffler (1981), itibar kaybetme kaygısının notlandırmaya kalite getirebileceğini ifade etmiş ama yeterli bilgi akışı yoksa bu durumun geçerli olmadığını söylemişlerdir. Olaya “vekâlet problemi–principal-agent problem” çerçevesinde eğilen çalışmalardan Peyrache ve Quesada (2011), kredi derecelendirme piyasasında “tezgâh”ın olabileceği dengeyi incelemiş ve aceleci KDK’ların müşteri çekmek adına prensiplerinden tavizler verebileceklerini göstermiştir. Çalışmaya göre derecelendirme için para ödeyen müşteri konumundaki yatırımcılar tezgâhı sonradan öğrenseler de, bu esnada derecelendirme çoktan duyurulduğundan iş işten geçmiş olacaktır. Benzer bir çalışmada Stolper (2009), tekrarlanan vekâlet probleminde düzenleyicilerin dereceleri onayladığı bir kurguda KDK’ların yüksek notlar verebileceklerini teorik olarak göstermiştir. Çalışmada ayrıca, onaylama işleminin düzenlenerek notların isabetli olmaya zorlanabilecekleri de gösterilmiştir. Teorik alandaki bir başka çalışmada ise Skreta ve Veldkamp (2009), “not satın alma (rating shopping)” durumunu inceleyerek KDK’ların mümkün olan en yüksek notu vereceklerini göstermişlerdir. Bolton ve arkadaşları (2012) ise, yatırımcıların tecrübesiz veya itibar kaybetme maliyetinin düşük olduğu durumlarda KDK’ların yüksek notlar verebileceklerini göstermiştir. Bu doğrultuda Mathis ve arkadaşları (2009) itibar kaybetme maliyetini içsel olarak incelemiş ve KDK’ların çeşitli ürünler

derecelendirdikleri ve gelirlerinin büyük kısmını bu şekilde elde ettikleri durumlarda fazladan yüksek notlar verebileceklerini göstermişlerdir. Becker ve Milbourn (2011) özellikle rekabetin arttığı şartlarda KDK'ların müşterilerine daha uygun notlar vereceklerini açıklamışlardır. Seaborn (2011) ise, kredi derecelendirme iş modeli ile notlar arasındaki bağlantıyı inceleyerek kredi derecelendirme literatürüne bu noktada katkıda bulunmayı amaçlamıştır. Bu analiz önemlidir zira güncel strateji literatüründe iş modeli yaklaşımı KDK'ların değerlendirilmesi için uygundur.

Klein ve Leffler'in (1981) iddia ettiği gibi itibar kaybı veya dışardan takip gibi tedbirler KDK'ların daha objektif davranmalarını sağlayabilecektir ama literatürdeki başka çalışmalar bunların objektif değerlendirme için yetmeyeceğini göstermiştir. Bu bağlamda Mathis ve arkadaşları (2009), itibar kaybı iddiasının etkili olması için KDK'ların ana gelir kaynağının başka aktiviteler olması gerektiğini vurgulamıştır. Öte yandan derecelendirilen ürünlerin karmaşık olduğu durumlarda KDK'ların gevşeme ihtimali artar ve KDK yeterince itibarlı ise verilen notlar daha yüksek olur. Kraft (2014), nota dayalı borç kontratları ve derecelendirme ilişkisine odaklanıp 2002-2008 arasındaki verileri kullanarak derecelerin kontratlarda bulunmasının derecelendirme sürecini olumlu etkileyeceğini göstermiştir.

Eleştirilerin odağında ise, 1970'li yıllarda iş modelinin derecelendirme ücretini yatırımcının ödemesinden (investor-pay model) hisse senedi ihraç edenin ödemesine (issuer-pay model) kayması vardır. İlgili literatürde Partnoy (1999), Bolton ve arkadaşları (2012) ve Becker ve Milbourn (2011), bu iş modelinde verilen notların taraflı olduğunu iddia etmişlerdir. Bae, Kang ve Wang (2013) bu durumun derecelendirmede fazladan yüksek not vermeye yol açtığını belirtmişler, Bongaerts (2014) ise söz konusu modelin yasaklanması ya da katı düzenlemelere tabi tutulması gerektiğine vurgu yapmıştır. Benmelech ve Dlugosz (2009) da, yapılandırılmış finansal ürünlerde yükseltilmiş derecelerle uyumlu sonuçlar elde etmişlerdir.

Partnoy (1999) ile Bolton ve arkadaşları (2012) kredi derecelendirmenin iş modelini tartıştıkları çalışmalarında, sürecin ödeyen lehine yönelmesi ile modelin objektiflik ve kalite arasında kaldığını ifade etmişlerdir. Literatürdeki bir diğer boşluk ise teorideki açmazdan kaynaklanmaktadır. Bir yönüyle dereceler, iflas

ihtimalleridir. Herhangi bir ihtimalin doğru hesaplandığını pratikle sınamanın yolu, deneyi çok kere tekrar ederek olayın frekansını hesaplamak ve göreceli frekansı ihtimale eşitlemektir. Lakin ülkeleri derecelendiren KDK'lar için böylesi bir pratik son derece zordur zira iflas olayının çok kereler tekrarlanarak ihtimallerin hesaplanabilmesi neredeyse imkânsızdır.

Bu çalışmanın ana amacı; KDK'ların ve iş modellerinin incelenerek derecelendirme süreçlerine ülke notları odaklı olarak eğilmek, süreci KDK'ların çalışmalarını masaya yatırarak iyileştirme adına incelemek ve gerçekten çok önemli bir konumda bulunan kredi notlarının özellikle etik yönlerine vurgu yaparak ilgili süreci iyileştirme adına tekliflerde bulunmaktır. Çalışmanın bundan sonraki kısmında kredi derecelendirme süreci ve KDK'ların iş modellerinden bahsedilmiş ve KDK'lara yöneltilen ana eleştiriler ele alınmıştır. Ülke notları üzerinden verilen örneklerle KDK'lara yöneltilen eleştiriler desteklenmiş ve çözüm önerileri başlığı altında mevcut sorunlara yönelik yapıcı teklifler sunulmuştur.

Kredi Derecelendirme Süreci ve İş Modeli

Kredi derecelendirme, borç almak isteyen birimin (şirket, kurum veya ülke) kredibilitesinin değerlendirilmesidir. Bu değerlendirmede borçlananın aktifleri ve pasifleri, borç alma-verme sicili ve finansal performansı dikkate alınır. Derecelendirmeden asıl beklenen ise, borçlananın iflas etme ihtimalinin hesaplanmasıdır. Piyasalar için bu boşluğu doldurmak üzere çalışan KDK'lar istenilen bilgileri temin ederler. Borç almak isteyenler, hem yatırımcılara erişebilmek hem de daha uygun şartlarda borçlanabilmek; borç vermek isteyenler ise güvenilir kişi ve kurumlarla çalışmak için KDK'lara ihtiyaç duyarlar. Devletler ve hükümetler de, finans piyasalarının sorunsuz çalışması için kredi derecelendirmeyi desteklerler.

KDK'lar asimetrik bilgi sorununu giderme fonksiyonuyla global finansal piyasalarda çok önemli role sahiptirler (Alsakka ve Gwilym, 2010, s. 80). Temin edilen bilgi borç senedi ihraççıları, yatırımcılar, kanun düzenleyiciler, politikacılar ve kreditorler başta olmak üzere çok geniş kitleler tarafından kullanılır (Cantor ve Packer, 1997; Duff ve Einig, 2009). Son yıllarda finansal piyasaların genişlemesi, finansal araçların çeşitliliğinin ve karmaşıklığının artması ve ka-

nuni olarak kredi derecelerinin kullanılma mecburiyetinin yaygınlaşması sebebiyle kredi derecelendirme faaliyetleri artmıştır (Banner ve Hirsh, 2010).

Notlar, birimin iflas etme olasılığına yönelik bir tür tahmin edicidir ve kredi verenlerin asıl ilgilendikleri nokta da budur. Birimlerin not isteğinin ana nedeni kolay ve ucuz bir şekilde borçlanmak olsa da bazı durumlarda kanuni zorunluluklar da buna sebep olabilir. Notların hesaplanabilmesi için öncelikle analistler ilgili birimi ziyaret edip gerekli verileri temin eder, sonrasında komite toplanır ve bir kısım subjektif değerlendirmeler de yapıldıktan sonra oylamaya geçilerek not kesinleştirilir ve ardından ilan edilir.

Notlandırmalar; kamuya açık hisse senedi ve bonoların, bunları ihraç eden şirket ve kurumların ve ülkelerin derecelendirilmeleri şeklinde üç gruba ayrılabilir. Notlar kesinleştirildikten sonra ilan edilerek halka açık hale getirilir, ücret ise derecelendirme talep edenlerden tahsil edilir. Derecelendirme, talep üzerine yapıldığı gibi (talepli–solicited), firma veya ülke talep etmeden de yapılabilir (talepsiz–unsolicited). Tabi ki talepsiz derecelendirmelerde ücret tahakkuk etmez ve ödenmez. KDK’lar derecelendirme faaliyetlerinin yanı sıra danışmanlık, satış analizleri gibi hizmetlerle de gelir elde ederler. ABD’de finansal piyasaları düzenleyen en etkili ve yasal kurumlardan biri olan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (U.S. Securities and Exchange Commission [SEC]) 1975 yılında aldığı kararla kredi derecelendirme faaliyetlerinde bulunan kurumları sınırlandırmış ve sadece belli kurumları yetkilendirmiştir. Bu kuruluşlar Ulusal Düzeyde Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşları (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations [NRSRO]) olarak tanımlanmışlardır. Bunun sonucunda tabi olarak rekabetten uzaklaşmıştır. Şu anda piyasada baskın hale gelen Büyük Üçlü (Big Three-S&P, Moody’s ve Fitch Derecelendirme) bu karar neticesinde ortaya çıkmıştır.

1970’li yılların başındaki bir başka önemli gelişme ise, iş modelinde “yatırımcı-öder” yaklaşımından “borçlanan-öder” sistemine geçilmesidir. Bu dönüşümle birlikte KDK’lar gelirlerini yatırımcılardan elde etmek yerine, borçlanarlardan elde etmeye başlamışlardır ki sistem hala bu şekilde dönmektedir. Bu sistemle Büyük Üçlü 2008’de 3.7 milyar Dolar dolar gelir elde etmiştir (Deb ve Murphy, 2009).

KDK'lar uzun yıllar boyunca finansal yapının vazgeçilmez bir parçası olmayı başarabilmiştir. Aslında tasarrufların yatırımlara döndüğü rotada borç talep edenlerin güvenilirliklerinin sorgulanması kredi temin eden taraf için çok gereklidir. Bu rotada trafiğin aktif ve sorunsuz çalışması için tam bilgi, resmin temel figürlerinden biridir. Zira en temel makroekonomik modellerde yatırımın tasarrufla desteklenmesi gerekliliği açıkça ifade edilir ve KDK'lar bu süreçte oldukça aktif bir rol oynamaktadırlar. Bu yüzden KDK'ların değerlendirmelerini yansıtan notlar borç verenler için esastır. Borç talebinde bulunanların ise sermaye piyasalarına girmek için kredi notları şart koşulmaktadır. Notlar, kredi alabilme yeterliği için ilk referans noktasını oluşturmaktadır. Aslında kredi sahiplerinin önlerinde duran birçok alternatif arasından seçim yapmalarındaki en etkili referans da bu notlardır. Çok geniş bir yelpazede faaliyet gösteren muhtelif büyüklüklerdeki şirketlerin değişik miktar ve vadelerde borç isteme talepleriyle karar vermekte zorlanan kreditorler bu notları kullanarak rahat ve güvenli hareket edebilmektedirler. Bütün bu çeşitliliklerin bir vektör üzerine yerleştirilmesi ve sistemin bu şekilde işlemesi, tasarrufların yatırıma dönüşmesinde etkili bir rol oynamakta ve makroekonomik göstergelerde arzulan hedeflere ulaşabilmeleri açısından mesafe kat etmeyi kolaylaştırmaktadır.

KDK'lara Yöneltilen Ana Eleştiriler

Gerek şirketlerin gerekse ülkelerin not süreçlerinde karşılaşılan derin problemler, notların verilme prosedürleri ile alakalı potansiyel hataları tartışmaların odağına taşımıştır. KDK'lara yöneltilen en önemli eleştirilerden biri derecelendirmelerin objektif olmadığı yönündedir. KDK'lar tarafsızlığa ve sosyal sorumluluğa sahip kuruluşlar olmalıdır fakat bazı şartlar bu kuruluşların dikkatini asıl amaçlarından daha farklı yönlere çekmektedir (Kavas ve Kalender, 2014, s. 52-53). Kredi notları herhangi bir objektif formüle sahip değildir ve hesaplayan ekibin görüşüne bağlı olarak şekillenmektedir. Buna ilave olarak KDK'ların objektif olacaklarını kabul etsek bile, verecekleri notlar kendilerine takdim edilen verilere göre oluşacaktır ki bu verilerin tam doğru olduğu da ayrı bir varsayımdır. Diğer tarafta ise, her ne kadar notlar birimlerin durumuna göre verilse de notların birimlere etkisi kesindir. Bu tespit, diğer bir deyişle sebep- sonuç ilişkisinin so-

nuç- sebep ilişkisine dönüşmesidir. Aslında KDK notundan beklenen, ülkenin kredibilitelerini ortaya koymaktır lakin verilen yüksek veya düşük notun da söz konusu kredibilitelere olumlu ya da olumsuz yönde etkisi olmakta, bu da notları görüş bildirmenin oldukça ötesine taşımaktadır. Özellikle Büyük Üçlü'nün koordineli hareket ettikleri durumda ülkeler, bölgeler hatta global piyasalar etki altında kalmaktadırlar. Hak edilenden daha düşük verilen bir not fasit dairenin başlangıcını oluşturabilmekte ve eğer bu bir ülke notuysa, ülke adım adım sıkıntılı günlere sürüklenebilmektedir. Her ne kadar ülke notları borçlanma üzerinde direkt etkili olsa da, ülkeye yapılan doğrudan ve dolaylı yatırımlar da notlardan etkilenmektedir. Bu açılardan değerlendirildiğinde KDK'lar çok büyük bir güç taşımaktadırlar. 1996'da New York Times yazarı Jim Lehrer'in dediği gibi, "Dünyada iki süper güç vardır: ABD ve Moody's Kredi Derecelendirme, bazen hangisinin daha güçlü olduğu açık değildir" (Friedman, 1996).

Diğer bir konu ise, notların satın alınmasına getirilen eleştiridir ki ödemenin hisse ihraççısına yapıldığı durumda bu problemin giderilmesi son derece zordur. Bu sorun, 1970'lerden sonra ücretlerin kredi talep eden şirketler tarafından ödenmesi ile başlamıştır. Her ne kadar KDK'lar, notların oluşmasında çalışan ekiplerle kredi talebinde bulunan birimlerin bağımsız olduğunu öne sürerek kendilerini savunsalar da ekipler KDK'ların istihdamındadır ve tam bağımsızlıkları mümkün değildir. Üzerinde özellikle durulması gereken bir başka konu ise, KDK'ların şirketlere danışmanlık hizmetleri vererek yardımcı olmalarıdır. KDK'lar, sahip oldukları deneyim ve birikimin, ihtiyacı olan ve kredi talebinde bulunan şirketlere aktarılacağı iddiasında bulunmaktadır ama bu durum derecelendirmeyi suiistimale daha da açık hale getirmektedir. Mesela bir KDK, bir yandan not talebinde bulunan bir bankaya risk değerlendirmelerini iyileştirmek amacı ile veri, analitik araçlar ve modeller satarken; diğer yandan bankanın kredi notunun hesaplanma süreci devam etmektedir. Böylesi bir durumda bankanın notunun düşürülmesi ihtimali diğer duruma göre daha azdır ki bu kelimenin tam manası ile çıkar çatışmasıdır. Durumu izah etmeye çalışan bir KDK personeli, aktivitelerin bankanın değişik departmanları ile yürütüldüğünü belirtmiş, dolayısı ile suiistimalin olamayacağı yönünde savunmada bulunmuştur. Süreç, bir nevi şüphelilerin hâkimlerin ücretini ödemesine, serbest olarak istediği hâkimi seçmesine ve aynı zamanda hâkimden suçsuz bulunabil-

mesi için parayla tavsiye almasına (Orhan ve Alpay, 2012, s. 122) veya turnu-
vada mücadele eden takımların hakemlere ücret ödemelerine benzemektedir.

Yüksek kredi notu, hem sermaye piyasalarına kolay erişmede hem de daha uygun şartlarda kredi bulmada yardımcı olmaktadır. Not düştükçe kredi için ödenen risk primi artmaktadır. Kredi notlarının finansal piyasalardaki lüzumu tartışan yoktur fakat bu notların isabetli olması da en az var olması kadar önemlidir. Özellikle, birçok yatırımcının kredi verirken bu üç KDK'yı dikkate alması hatanın sistemik olmasına sebep olduğundan finansal yapının tamamını etkisi altına almaktadır. KDK'lar bazı göstergeleri dikkate almakta çok geç davranıp derecelendirme notlarını yenilemekte hantal kalmışlardır. Yani notlar zamanın belli anlarında yanlış yönlendirmiştir. Nitekim bu notları dikkate alan yatırımcılar büyük kayıplara uğramışlardır. Zaten ücretini derecelendirdiği birimden alan ve üstelik de bu birime danışmanlık hizmeti veren KDK'lar bir de rekabet ortamında bulununca, notların isabetli olması için ortada pek bir sebep kalmamaktadır. Diğer yandansa KDK notlarının nasıl hesaplandığı açık değildir. Her ne kadar resmi internet sayfalarında kullanılan ekonomik ve politik bazı değişkenler ve parametreler listelenmiş olsa da bu notların nasıl üretildiğini anlamak oldukça güçtür ve bu bilgiler notları hesaplamak için yeterli olmaktan hayli uzaktır. Öyle ki KDK personeli basit bir hesap hatası ile yanlış not ilan etse bile bunu tespit etmek ve dolayısı ile düzeltmek çok zordur.

KDK'lara yöneltilen çok önemli bir başka eleştiri ise taraflar arasındaki çıkar çatışmasıdır. Buna ilave olarak, notların isabetli olmadığı durumlarda devreye girecek olan etkili bir yaptırım mekanizması da bulunmamaktadır. Kanuni olarak ücret karşılığı verilen notlar sadece bir görüştür. Özellikle ülke derecelendirmelerinde kullanılan siyasi istikrar gibi değişkenler, sonucu etkileyecek çapta sapmalı olabilir. Kaldı ki 1970'lerden sonra ve bilhassa Basel I, II ve III ile KDK'ların etkinliği daha da artmıştır (Frost, 2007). Bütün tarafların gayet iyi bildiği gibi KDK'lar birer şirkettir ve temel amaçları kârlarını maksimize etmektir. Bir yanda isabetli nota göre yatırıma karar verecek olan kredi tarafı, diğer yanda daha fazla not arzu eden ve KDK'lara ücret ödeyen birim ve bunların ortasında ise notları veren ve notların isabeti için hiçbir sorumluluk üstlenmeyen KDK'ların olduğu piyasada çok ciddi bir çıkar çatışması ortaya çık-

maktadır. Dolayısıyla böylesi bir durumda notların objektif olmasını beklemek aşırı iyi niyetlilik olacaktır. Çıkar çatışması, KDK'ların notları liyakatten başka kriterlere göre belirlediklerini göstermektedir. Zaten KDK'ların kendileri de böylesi bir çıkar çatışmasının olabileceğini kabul etmekte ve bunun önlenmesi adına gerekli tedbirlerin alınması lüzumu üzerinde durmaktadırlar.

Çıkar çatışmasına ilave olarak KDK'lara sağlanan kanuni avantajlar (sadece Büyük Üçlü'ye tanınan bazı ayrıcalıklar gibi), piyasanın Büyük Üçlü tarafından yönlendirilmesine sebep olmuştur. Piyasa düzenleyicileri sadece belli bazı KDK'ları tanıyıp yetkilendirmiştir (Stolper, 2009, s. 1266); buna bağlı olarak birçok emeklilik fonu ve yatırım şirketleri de sadece belli KDK'ları muhatap almaktadır. Benzer şekilde Basel II'ye göre bankalar ve finansal kurumlar sermaye gerekliliklerini hesaplarken sadece onaylanmış KDK'ların notlarını kullanabilirler (Alsakka ve Gwilym, 2010). KDK sayısı çok daha fazla olsa da piyasa oligopol özellikleri göstermektedir ki böylesi kritik ve etkili faaliyetin bu tip bir piyasaya sahip olması, Büyük Üçlü çok yüksek bir piyasa gücüne sahip olduğundan fazlasıyla tehlikelidir. European Securities and Markets Authority (ESMA) tarafından 2013 yılında yayınlanan rapora göre pazarın yaklaşık %35'lik iki dilimi Moody's ve S&P'nin elinde bulunurken, %18'lik kısmına da Fitch sahiptir ki bu da üç kuruluşun toplam derecelendirme aktivitelerinin yaklaşık %88'ine hâkim olduklarını göstermektedir.

Notların istikrarı ise son derece önemlidir ve bu konuda muhafazakârlık gereklidir. Çünkü not değişiklikleri beraberinde birçok yeni düzenlemeyi getirmektedir ki not indiriminin gerçekleştiği durumlarda bu düzenlemelerin birçoğu borçlunun aleyhinedir. Özellikle ülke notları global sıcak paranın ülke borsasına akmasında etkili olduğu gibi, uzun soluklu projelerin ve yatırımların ülkeye yönlendirilmesinde de önemli bir faktördür. Bu bağlamda özellikle negatif yönlü not değişikliklerindeki isabetsiz kararlar çok yüksek maliyetlere yol açmaktadır. Frost'a (2007) göre notların en önemli iki özelliğinden birisi istikrarıdır. Notlar çok belirgin sebepler olmadan değiştirilmemelidir ve iş döngüleri dikkate alınarak notlara sık müdahale edilmemelidir. Notların istikrarını belirleyen faktörler arasında değiştirme sıklığının yanı sıra birkaç kademe birden değiştirme ve ters yönlü değiştirme (notlar azalmakta iken artması veya tersi) vardır (Cantor ve Mann, 2003).

KDK'lar için yapılan en ağır eleştiriler verilen notların isabetsizliğinden öte yanlışlığı ile ilgilidir. Reinhart (2001) ve Sy (2004), KDK'ların nakit krizini öngöremediklerini ifade etmişlerdir. Setty ve Dodd (2003) ise KDK'ların hata yapmalarının ana nedeninin kullandıkları metodoloji olduğunu belirtmişlerdir ki metodolojinin yanlış olması sistemik birçok hatanın da kaynağı olabilmektedir. Partnoy (2006) notların siyasi baskı altında olduğuna delil teşkil etmek üzere Moody's'in New York Belediyesi'ne ait kararını başkanla görüşmeden bir saat sonra açıklamasını göstermiştir. Verilen kredi notları büyük ölçüde hangi ülkenin veya şirketin hangi fiyattan ve ne miktarda borç senedi basacağını belirlemektedir. Bundan dolayı ABD'de SEC'nin denetimleri sorguladığı gibi uluslararası platformda IOSCO (International Organization of Securities Commissions) ve Avrupa Parlamentosu KDK'ları mercek altına almıştır (Frost, 2007).

İlk olarak 1909 yılında John Moody'nin verdiği bono notunun üzerinden bir asırdan fazla zaman geçmiş olmasına rağmen kredi derecelendirmedeki derin problemler hala giderilememiştir (White, 2010). Günümüzde sayıları yüzü aşan KDK'lardan ABD orijinli Büyük Üçlü, sahip oldukları kanuni ayrıcalıklara ilave olarak piyasada geniş bir yer tutmaktadırlar ve bu açıdan özel olarak ele alınmalılardır. Mevcut global finansal krize sebep olmakla itham edilen KDK'lar daha önce de benzer suçlamalarla karşılaşmışlardır. Örneğin ABD'de 2000-2002 yıllarında, özellikle WorldCom ve Enron'un tuhaf muhasebe kayıtları ile kârda gösterildiği skandallarda KDK'ların sorumluluğu yüksektir (Katz, Salinas ve Stephanou, 2009). Eğer KDK'lar görevlerini muntazam yaparak Enron'un kredi notunu zamanında düşürmüş olsalardı bu skandal patlamayacaktı. Olaya ne kadar iyi niyetle bakılırsa bakılsın Enron'un iflasından sadece birkaç gün önce notunun yatırım yapılabilir seviyelerde verilmesi KDK'ların yeterliliği sorununu gündeme getirmiştir. Gerçi Enron muhasebecileri profesyonel olarak bilgileri çarpıtmış olsalar da KDK'ların ifadeleri şüpheyle ele almaları ve bu çarpıtmaları yakalayabilmeleri gerekirdi.

Ülke Notları

Cantor ve Packer'a göre (1997), uluslararası piyasalardan borç almak isteyen ülkelerin sayısı arttıkça ülke derecelendirmelerinin ehemmiyeti de artmıştır.

Çünkü yatırımcılar, ülkelerin iflas etme ihtimallerini bilmek istemektedirler. Notlar krediye erişmede kolaylıklar sağlasa da, değerlendirmeler arasındaki ihtilaflar anlaşmazlıklara yol açmıştır. Bundan dolayı, finans piyasaları notlara daha ihtiyatlı yaklaşmaktadır. KDK'ların ülke notları, şirketlerin borçlanma senetlerinin notlarından çok daha fazla değişkenlikler göstermektedir. Bunun bir nedeni, ülkelerdeki siyasi istikrarın hesaplanmasında karşılaşılan zorluklardır. Aynı zamanda ülkelerin ödemek zorunda oldukları risk primleri nispeten daha yüksektir. Piyasaların belirlediği risk ölçüleri KDK'ların belirlediklerinden farklıdır. Özellikle uluslararası finans piyasalarında ülkeler borçlanmak istediklerinde KDK notlarına ihtiyaç duymaktadırlar. Çünkü yatırımcılar böylesi bir durumda güvenilebilecekleri bir referans noktası aramaktadırlar.

Ülke notları hem döviz hem de yerli para birimi ile yapılan borçlanmalar için verilmektedir ki dövize endeksli borçlanma senetlerinin notları daha düşüktür. Her iki para birimi cinsinden yapılan borçlanmalarda kuvvetli geri ödeme riski olması tarih boyunca kaydedilmiş bir gerçektir. “Büyük Buhran”daki dört ülkenin iflasına ilave olarak, 1930-1935 yılları arasında 58 ülkeden 21'i aldıkları borçları ödeyemeyerek iflas etmişlerdir (Cantor ve Packer, 1997; Suter, 1992). ABD'de 1926-1929 arasında çıkarılan ülke borçlanma senetlerinin %70'i 1937'den önce ödenememiştir. Beers'e (1995) göre 1970'ten önce 72 ülkeden 30'u en az bir kere iflas etmiştir. Türkiye bu listeye 1978'de girmiştir.

Şu an “Büyük Durgunluk” olarak yoluna devam etmekte olan global finansal kriz, ülke notlarının incelenmesi için uygun bir zemin oluşturmuştur. Çalışmada, krizden çok fazla etkilenen ve borçlarını ödemekte güçlük çeken ülkelere Yunanistan, İrlanda ve Güney Kıbrıs incelenmiştir. Bu ülkeler, global finansal krizi derinden yaşamaları ve kriz öncesinde aldıkları yüksek kredi notları itibarıyla ortak özelliklere sahiptirler. Bu sebeple söz konusu ülkeler, KDK'lara ülke notları bazında yapılan eleştiriler noktasında önemli birer örnek teşkil etmektedirler ve bunlar, KDK'ların bozulan makroekonomik göstergeleri takipte ne kadar geç kaldıklarının anlaşılabilmesi adına önemlidir. Bunun yanında AB'nin gereken yardımı temin ederek bu ülkeleri iflastan kurtarması bize göstermiştir ki benzer yardımlar diğer ülkelere de geçtiğimiz asır boyunca yapılsaydı, muhtemelen o ülkeler de iflasa sürüklenmeyeceklerdi.

Yunanistan

Yunanistan ekonomisi yakın geçmişte bütçe açığı ve kamu borçlarının yüksekliliğinin yanı sıra kamu sektörünün büyüklüğü, piyasalardaki düşük rekabet gücü ve yabancı yatırımları ülkeye çekememe gibi sorunlarla da karşı karşıya gelmiştir. Bu nedenle, uluslararası mali piyasalarda ortaya çıkan ve zamanla reel ekonomiyi de içine alan küresel ekonomik kriz Yunanistan'ı önemli ölçüde etkilemiş olup, bütçe açığı sürdürülebilir olmaktan çıkarak kamu borçlarında yükselişe sebep olmuştur.

AB mali yardımlarından en çok destek alan ülkeler arasında ikinci sırada yer alan ve 2000-2007 yılları arasında gelen yoğun yabancı sermayenin de katkısıyla ekonomisi yıllık ortalama %4 büyüyen Yunanistan'da, devlet tahvilindeki faizin düşmesiyle yüksek oranlı yapısal borçların çevrilmesi mümkün olabilmıştır. Bununla birlikte kamu sektörü ücretleri, vergi sisteminin zayıflığı, emeklilik ve diğer sosyal güvenlik katkıları sebebiyle kamu borcunun GSYH'ye oranı 1993'ten beri %100'ün üzerinde seyretmiştir (Uçar, 2012). Yunanistan ekonomisindeki büyümeye rağmen, mali dengesizlikler yıllardır yüksek düzeyde kalmıştır. Son altı yıldır üretim nominal olarak %40 ve merkezi hükümetin harcamaları %87 oranında artarken, aynı dönemde vergi gelirleri sadece %31 oranında artmıştır (The Stability and Growth Pact [SGP], 2010). 2009 yılının Kasım ayında iktidara gelen yeni hükümetin mali verilerin çarpıtıldığını açıklaması, Yunanistan'ın ekonomik krizinin resmi başlangıcıdır (Köse ve Karabacak, 2011). Yeni hükümet 2008 yılı bütçe açığını GSYH'nin %5'inden %7,5'ine, 2009 yılı için öngörülen bütçe açığını ise GSYH'nin %3,7'sinden %12,7'sine revize etmiştir. 2010 yılının Nisan ayında ise Avrupa İstatistik Ofisi (EUROSTAT), Yunanistan'ın 2009 yılı bütçe açığının daha önce bildirilen GSYH'nin %12,7'si değil, %13,6'sı olduğunu açıklamıştır. Buna karşılık GSYH'nin %99,6'sı olarak tahmin edilen kamu borç oranı, 2009 yılının sonu itibarıyla GSYH'nin %115,1'i olarak revize edilmiştir (IMF, 2010a). Yeni hükümetin ve istatistik kurumlarının revize edilmiş verileri açıklamaları piyasalarda risk algısının bozulmasına ve derin bir güvensizliğe yol açmıştır. Bunun yanında ekonomik büyüme göstergeleri de kötüye giden Yunanistan, kriz öncesinde ortalama %4 büyürken, 2008 yılından itibaren ortalama %4 küçülmüştür.

Yunan ekonomisindeki bu gelişmeler doğrultusunda 2010 başında açıklanan istikrar programına rağmen ülkenin borç yönetiminde önemli bir kriz baş göstermiştir. Kriz sürecinde uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından sürekli kredi notu düşürülen Yunanistan'ın bu süreçte ülkenin hızla artan borçlanma maliyetlerini yönetmesi sürdürülebilir olmaktan çıkmıştır. Krizle birlikte üst üste beş yıl ekonomisi küçülen Yunanistan'da işsizlik oranı %20'leri aşmıştır.

Tablo 1
Yunanistan'a İlişkin Temel Ekonomik Göstergeler (%)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Reel GSYH Büyüme	3,5	-0,2	-3,1	-4,9	-7,1	-4,8	-4,2
Dış Ticaret Dengesi	-3,1	0,1	3	3	2,4	2,5	2,5
İşsizlik oranı	8,3	7,7	9,4	12,5	17,5	24	27
Brüt kamu borcu / GSYH	107	112	129	148	171	163	178
Enflasyon	4	2	2,6	5,2	2,4	1	-0,8

*Program dâhilindeki rakamlar (IMF, 2013b).

Kriz öncesi ve esnasında KDK'ların Yunanistan'a yönelik yaklaşımları önemlidir. S&P, 2009 yılının başında Yunanistan'a "A" notunu verirken -ki bu not "güçlü ödeme kapasitesine sahip" olduğunu göstermektedir- aynı ay içerisinde notunu bir kademe düşürerek "A-" yapmıştır. 2009 yılı ve sonrası, Yunanistan'ın krize girdiği ve açıklanan ekonomik verilerin yanlışlığına dair çeşitli söylentilerin başladığı dönem olması açısından dikkate değerdir. 2009 yılının Aralık ayında S&P Yunanistan'ın kredi notunu bir kademe daha düşürerek "BBB+"e getirmiştir. Böylece Yunanistan, 10 yıl aradan sonra ilk defa yatırım yapılabilir seviyenin son grubunda yer alan "yeterli ödeme kapasitesine sahip ülkeler" arasına kadar gerilemiştir.

Yunanistan'ın notu S&P tarafından aşağı yönde değiştirilmeye devam etmiş, Nisan 2010'da üç kademe düşürülerek "spekülatif dereceler" grubunda, "BB+"e indirilmiştir. Mart 2011'de "BB-" olarak ilan edilen not, iki ay sonra, Mayıs 2011'de "yüksek kredi riski" sınıfında bulunan "B"ye düşürülmüştür. Notların bundan sonraki seyri Tablo 2'de verilmiştir. Buna göre 2009 yılında geçerli not olan "A"ya göre davranması tabii olan bir yatırımcı, Nisan 2010'da tartışılabilir bir risk notu ile karşılaşmıştır. Kısa zaman aralıkları ile değişen, hatta bazen aynı ay içerisinde birden fazla duyurulan kredi notları, hem yatırımcıyı hem de ülkeyi olumsuz etkilemiştir.

S&P'nin Yunanistan'a verdiği 2009 sonrası uzun vadeli kredi notlarına bakarak, 2009 yılında bu kuruluş tarafından güçlü olarak lanse edilen ve yatırımcılarına hakkında olumlu sinyallerin verildiği Yunan ekonomisinin, "A" notunun verildiği zaman dilimini takip eden aylarda bocaladığı ve ekonomik göstergelerinin hızla aşağıya indiği görülmektedir. Bunun yanında S&P'nin Yunanistan'ın yaşadığı krizi tahmin edemediği, kriz öncesinde yatırımcıyı yüksek kredi notuyla yanlış yönlendirdiği ve bunun yanında kriz sonrasında hızlı ve sürekli not değişiklikleriyle Yunanistan'ı zor durumda bıraktığı görülmektedir.

Aynı zaman diliminde Fitch Ocak 2009'da, "güçlü ödeme kapasitesi" şeklinde yorumlanan "A" notunu vermişken, Ekim 2009'da bu notu iki kademe düşürerek "A-"e getirmiştir. Önce Aralık 2009'da "BBB+"e, sonra Nisan 2010'da "yatırım yapılabilir seviye" içerisindeki en düşük not olan "BBB-"e indirmiştir. Böylece Yunanistan'ın notu 16 ay içerisinde 4 kademe geriye çekilmiştir.

Tablo 2
Yunanistan'a S&P, Fitch ve Moody's tarafından verilen notlar (2011-2012)

Not İlan Tarihi	S&P		Not İlan Tarihi	FITCH		Not İlan Tarihi	MOODY'S	
	Yeni Not	Not Grubu		Yeni Not	Not Grubu		Yeni Not	Not Grubu
Haz.11	CCC	Yüksek Kredi Riski	Oca.11	BB+	Kredi Riski	Mar.11	B1	Yüksek Kredi Riski
Tem.11	CC	Çok Yüksek Kredi Riski	May.11	B+	Yüksek Kredi Riski	Haz.11	Caa1	Çok Yüksek Kredi Riski
Şub.12	SD	Sınırlı Temerrüt	Tem.11	CCC	Çok Yüksek Kredi Riski	Tem.11	Ca	İflasa Yakın
May.12	CCC	Yüksek Kredi Riski	Şub.12	C	İflasa Yakın	Mar.12	C	İflas
Ara.12	SD	Sınırlı Temerrüt	Mar.12	RD	İflas	Kas.13	Caa3	Çok Yüksek Kredi Riski
Ara.12	B-	Kredi Riski	Mar.12	B-	Yüksek Kredi Riski			
			May.12	CCC	Çok Yüksek Kredi Riski			
			May.13	B-	Yüksek Kredi Riski			

Yunanistan'a Fitch tarafından verilen notlar incelendiğinde de S&P'nin tutumuna benzer bir durum göze çarpmaktadır. Ocak 2009'da güçlü kredi notuna sahip olan Yunanistan, Mart 2012'de "RD" notunu alarak temerrüt eşliğine gelmiştir. Oysa bu süreci KDK'ların daha önceden görebilmeleri, yatırımcıyı Yunan ekonomisi konusunda daha hızlı ve net bir şekilde bilgilendirebilmeleri gerekirdi. Uzun dönem kredi notlarının böylesine geniş bir aralıkta değiştirilmesi, KDK'ların yatırımcıyı ya da kreditorleri ülke ekonomisi hakkında doğru ve zamanında bilgilendirme işlevleriyle uyuşmamaktadır.

Yukarıdaki iki KDK'ya ek olarak Moody's için Ocak 2009 itibarıyla Yunanistan'ın notu "güçlü ödeme kapasitesi" anlamına gelen "A1" iken, Haziran 2010'a kadar kısa aralıklarla düşürülmeye devam etmiş ve bu tarihte "Ba1" (devam eden risk) olarak ilan edilmiştir. Tablo 2'de daha detaylı şekilde sunulan değişikliklere bu noktadan bakıldığında, Haziran 2010'dan Haziran 2011'e, Yunanistan'ın kredi notunun toplamda 10 kademe aşağıya düşürüldüğü görülmektedir. Böylesine geniş çapta bir değişiklik tartışmasız yatırımcıyı ve ülkeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Ülke için uzun dönemde verilen söz konusu notların, zaman içerisinde tutarlılığını yitirmeyen ve ülke ekonomisini iyi okuyan bir yapıda olması beklenmektedir. Fakat böylesine kısa zaman aralıklarında ve oldukça şiddetli gerçekleşen bu düşüşler, derecelendirmelerin bahsedilen özelliklerden uzak olduklarını göstermektedir.

Bunlara ilave olarak başta da bahsedildiği üzere, Mart 2012'de Yunanistan'ın özel sektör kreditorleriyle yapmış olduğu anlaşma gerekçe gösterilerek Büyük Üçlü tarafından notu düşürülmüş, ancak aynı ayda S&P ve Fitch tarafından tekrar yükseltilmiştir. Buna benzer şekilde diğer bazı dönemlerde de KDK'lar kısa zamanlı değişiklikler yapmışlardır. Burada KDK'ların verdikleri notlarla ülkelere ve yatırımcılara geleceğe yönelik bir uyarıcı olmaktan ziyade, ekonomide yaşanan değişiklikleri eş zamanlı olarak göstermekten öteye geçemedikleri yönündeki eleştiriler haklılık kazanmaktadır. Üstelik bir ülkenin "uzun dönem kredi notu"nun bu kadar sık ve sert değiştirilmesi o ülkenin ekonomisinde büyük problemlere yol açmakta, dahası ülkenin bir nev-i cezalandırıcısı olmaktadır.

İrlanda

Küresel finansal kriz, tüm ülkelerin ekonomilerine olumsuz yönde ve değişik oranlarda etki etmiştir. Söz konusu olumsuzluklardan şiddetli bir şekilde etkilenen ülkelerden biri de toplamda nominal GSYH'sinde %21'lik bir küçülme yaşayan İrlanda'dır. Şiddetli düşüş ve etki dönemi, 2007'nin son çeyreği ile 2010 yılının üçüncü çeyreği arasında gerçekleşmiştir. Bu sonuçlar çıktı performansı açısından İrlanda'yı krizden en çok etkilenen ülkeler sıralamasında en üstlere taşımaktadır. Kriz, ilgili dönem için sadece İrlanda'ya özgü olmamakla birlikte İrlanda özelinde incelendiğinde derin bir etki oluşturmasında ülkenin bankacılık sisteminin krize girmesi, bu süreci hızlandıran ve derinleştiren bir etki olarak görülmektedir (Lane ve Milesi-Ferretti, 2011). 2007 ve öncesinde bütçe fazlalıkları ve ekonomik büyümelerle 2008'de Kelt Kaplanı (Celtic Tiger) olarak tanımlanan İrlanda, oluşan bu eşanlı krizlerle birlikte çöküşe geçip yaklaşık %10-11'lik bütçe açığı vermeye başlamıştır. Kamu bütçesinde yaşanan bu görülmemiş açıklardan dolayı kamu borçları artmıştır. İrlanda ekonomisindeki bu büyük çöküşün temel nedenlerinden biri, konut sektöründeki büyümenin bankacılık sektöründen aşırı borçlanarak finanse edilmesidir. Konut fiyatlarındaki düşüş ve inşaat sayısındaki azalma bankacılık sisteminin olumsuz etkilenmesine neden olmuştur (Lane, 2011). Ekonomideki çöküşün bir başka nedeni ise, İrlanda'nın dışa açık bir ekonomi olması dolayısıyla dışsal krizlerden fazla etkilenmesidir (Özcan, 2008).

İrlanda ekonomisi, 2008 yılı ilk çeyrekte negatif büyümeye geçmiş olup, 2008 yılı son çeyrekte %7 ve 2009 yılı ilk çeyrekte %6 civarında küçülmüş, 2010 yılı sonlarına doğruysa büyümeye başlamıştır. 2011 yılında GSYH son çeyrekte %2,9 artmış, bununla birlikte iç piyasaya yönelik sektörler ile ihracat odaklı sektörler arasındaki performans farkı devam etmiştir. Bunun yanında İrlanda işsizlik oranı bakımından da krizin en olumsuz etkilerini yaşayan ülkelerinden biri olmuştur. 2007 yılının başlarında %4,5 olan işsizlik oranı, 2008-2013 yılları arasında ortalama %13 seviyelerine ulaşmıştır.

Tablo 3
İrlanda'ya İlişkin Temel Ekonomik Göstergeler

	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Reel GSYH Büyüme	-2,2	-6,4	-1,1	2,2	0,2	0,6
Dış Ticaret Dengesi	1,5	4,6	3	5,7	1,6	0,3
İşsizlik oranı	6,4	12	13,9	14,6	14,7	13,7
Brüt kamu borcu / GSYH	44,2	64,4	91,2	104,1	117,4	123,9
Enflasyon	3,1	-1,7	-1,6	1,2	1,9	1

*Program dâhilindeki rakamlar (IMF, 2013b).

Yukarıda özetlenen söz konusu ekonomik göstergeler ışığında İrlanda'ya verilen kredi notları incelendiğinde çeşitli çarpıklık ve tutarsızlıklar göze çarpmaktadır. 2007'nin son aylarında başlayan bütçe açıkları, negatif büyüme rakamları ve çift hanelere ulaşan işsizlik oranlarına rağmen İrlanda'ya S&P tarafından verilen not 2009 yılının Mart ayına kadar "AAA", yani yatırım yapılabilir seviyedeki en yüksek kredi notudur. Bu notu alan bir ülkenin ekonomik göstergelerinde böylesine kritik ve keskin düşüşler beklenmesi söz konusu değildir. Global finansal kriz esnasında İrlanda'ya S&P tarafından verilen not, en yüksek not olan "AAA" iken, sonraki dönemlerde düşmeye başlamış ve Nisan 2011'de "BBB+" olarak açıklanmıştır. Notlar iki buçuk yılda 7 kademe birden gerileyerek yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek grubundan en düşük grubuna yerleşmiştir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, İrlanda'nın 2008 itibarıyla ekonomisinde kırılmalar meydana gelen ve negatif büyüme oranları gerçekleştiren bir ülke olmasına rağmen, 2009 yılı Mart ayına kadar en yüksek seviyede derecelendirilmesidir.

Benzer bir duruma Fitch'in İrlanda notlarında da rastlanmaktadır. Fitch, Ocak 2009'da "AAA" olan notu kısa aralıklarla düşürerek Aralık 2010'da "BBB+" şeklinde ilan etmiştir. Yani aynı yıl içerisinde kredi notunu, en yüksek not olan ve en yüksek kalite manasına gelen "AAA"dan, yatırım yapılabilir grubun son sınıfında yer alan "BBB+"e getirerek 7 kademe aşağı çekmiş ve bunu söz konusu zaman dilimine ait beşinci not ilanında gerçekleştirmiştir. Bir ülkeye verilen uzun dönem kredi notunun dokuz ayda 7 basamak birden aşağı düşürülmesi, KDK'ların kendi içlerinde çeliştikleri yönündeki görüşleri desteklemektedir. Çünkü belirli bir zamanda ilan edilen uzun dönem kredi notunun sonraki aylardaki ekonomik durumu yansıtması ve uzun vadede değişmemesi beklenir. Burada bu beklentinin aksine Fitch'in, bir önceki notundan farklı bir görüş bildirerek, aynı yıl içerisinde iki not ilanı arasında kalan sürede kendisiyle çeliştiği görülmektedir.

Moody's ise İrlanda'nın Ocak 2009'da "Aaa" olan notunu, Temmuz 2010'da "Aa2"ye ve Temmuz 2011'de "Ba1"e indirmiştir. Başka bir ifade ile İrlanda'nın notu, Temmuz 2010'da "Yüksek Kalite" olan "Aa2" iken, bir yılda sekiz kademe düşerek yatırım yapılabilir seviyenin altına, "Ba1"e inmiştir. Bir ülkenin kredi notunun aynı yıl içerisinde "yatırım yapılabilir" grubunun üst sıralarından "spekülatif" gruba düşürülmesi, ülke ve özellikle yatırımcı açısından büyük bir belirsizlik demektir. Bu da KDK'lara yönelik "ekonomiye ilerisini mi gösterdikleri, yoksa mevcut duruma göre mi not ilan ettikleri" sorusunu beraberinde getirmektedir.

Güney Kıbrıs

Küresel kriz, Güney Kıbrıs ekonomisini gecikmeli olarak 2009 yılının ikinci yarısında etkilemeye başlamıştır. AB uyum süreciyle başlayan ve 2008 yılında euro birliğine katılmayla sonlanan sürecin getirdiği sıkı mali tedbirler ve kur riskine karşı alınan önlemler, Güney Kıbrıs ekonomisinin küresel krizden etkilenmesini geciktirmiştir. Ülke 2004 yılında AB üyesi olduktan sonra en son IMF tahminlerine göre, kişi başına düşen milli gelir \$28,331'dır ve bu gelir AB ortalamasının üzerindedir. Ülkenin yabancı yatırımları çekme potansiyelinin ve konumunun yanında; demokratik yapısı, serbest piyasa ekonomisi, stratejik konumu, modern bankacılık hizmetleri ve uygun vergi rejimi doğrudan yabancı yatırımların ülkeye gelmesinde önemli etkenlerdir.

Tüm bunlara rağmen, ülkenin küçük olmasının yanında çevre ülkelerle yapılan ticaret ve turizmle ekonomik yapısını sürdürmesi, bu ülkelerdeki küresel krizin ister istemez Güney Kıbrıs ekonomisini de etkilemesine yol açmıştır. IMF (2010a) raporuna göre bu etkilenme daha çok Birleşik Krallık ve Rusya gibi ülkelerin buraya olan turizm, konut ve diğer hizmet taleplerindeki düşüşten kaynaklanmaktadır. Sonuç olarak, Güney Kıbrıs ekonomisi 2009 yılında %1,9 küçülmüştür. Bu yıldan sonra toparlanma görünse de kontrolsüz büyüyen ve yabancı yatırımları çekmeyi hedefleyen bankacılık sektörü, ülkenin içinde bulunduğu borç krizinin temel unsurlarıdır. Bankacılık sektöründe yaşanan sorunlar süreç içerisinde daha da derinleşmiş, ülkenin büyük bankaları sermaye yetersizliğinin getirdiği ciddi bir borç krizine girmişlerdir. Yaşanan borç krizi

nedeniyle 2012’de %11,9 olan işsizlik oranının, 2013 yılında %17’ye yükselmiştir (Çapanoğlu ve Özkurt, 2013).

Bununla birlikte ülkenin dışa bağımlılığının getirdiği makroekonomik sorunlar ve finansal yapının çöküşü kamu finansmanını giderek kötüleştirmiştir. Ülkenin artan kamu borcu, AB Maastricht kriterinin sınır haddi olan %60’ın oldukça üzerine çıkmıştır. Piyasalardan ve AB’den fon bulmakta sıkıntı çeken Güney Kıbrıs ekonomisi için finans sektöründe başlayan kriz zamanla tüm ekonomiyi sarmıştır.

Tablo 4
Güney Kıbrıs’a İlişkin Temel Ekonomik Göstergeler

	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Reel GSYH Büyüme	-2,2	-6,4	-1,1	2,2	0,2	0,6
Dış Ticaret Dengesi	1,5	4,6	3	5,7	1,6	0,3
<i>İşsizlik oranı</i>	6,4	12	13,9	14,6	14,7	13,7
Brüt kamu borcu / GSYH	44,2	64,4	91,2	104,1	117,4	123,9
Enflasyon	3,1	-1,7	-1,6	1,2	1,9	1

*Program dâhilindeki rakamlar (IMF, 2013a).

Güney Kıbrıs ekonomisinde meydana gelen söz konusu değişiklikler ve KDK’ların kredi notlarının seyri, Yunanistan ve İrlanda örnekleriyle benzerlikler göstermektedir. S&P, Güney Kıbrıs’ın Mart 2011’e kadar “A” olan ve güçlü ödeme kapasitesine sahip olarak değerlendirilebilecek notunu Ekim 2011’de “BBB”ye düşürmüş ve Ocak 2012’de ilk kez yatırım yapılabilir seviyenin altında, “BB+” olarak ilan edilmiştir. Ağustos 2012’de “BB” ile düşüş devam etmiş, Ekim 2012’de yüksek kredi riski grubunda bulunan “B” notuna dek gerilemiştir. Aralık 2012’de çok yüksek kredi riski grubu notlarından “CCC+”e kadar inen kredi notu, Haziran 2013’te “SD” (temerrüt) olarak ilan edilmiştir.

Burada dikkat edilmesi gereken husus şudur ki, S&P ve aşağıda değinilecek olan diğer iki KDK, Güney Kıbrıs ekonomisi için de zamanında yön gösterici olamamışlardır. 2011 yılının ilk çeyreğinde yatırım yapılabilir grupta yer alan Güney Kıbrıs’ın bir yıl geçmeden spekülâtif gruba dâhil olması ve bununla da kalmayıp devamında çok yüksek kredi riski grubuna düşerek nihayetinde temerrüt eşğine dayanması KDK’ların erken uyarı mekanizmaları hakkındaki tereddütleri artırmaktadır. Çünkü yukarıda verilen çeşitli makroekonomik göstergeler, ülke ekonomisinin 2009 yılı itibariyle, kırılğanlıklar yaşamaya baş-

ladığını göstermekte, makro verileri not hesaplama sürecine dâhil ettiklerini belirten S&P gibi KDK'ların ise ülke ekonomisinde yaşanan negatif yönlü gelişmeleri ancak 2011 yılından itibaren dikkate aldıklarını ortaya koymaktadır.

Yukarıda S&P'nin durumuna benzer şekilde Fitch, Güney Kıbrıs'ın notunu Mayıs 2011'de "AA-"den "A-"e düşürmüş ve devamında Ağustos 2011'de "BBB"ye, Ocak 2012'de ise en düşük yatırım yapılabilir seviye olan "BBB-"e indirmiştir. Haziran 2012'de spekülâtif grupta yer alan "BB+"e düşürülen not, Mart 2013'te 4 kademe birden aşağıya, "B"ye çekilmiştir. Böylece Güney Kıbrıs, Mayıs 2011'den Haziran 2012'ye, bir yılda yatırım yapılabilir durumdan, spekülâtif derecelere gerilemiştir. Tüm bu süreci krizi en derinden yaşayan ülkelerden biri olan Güney Kıbrıs'ın yaşadığı göz önünde bulundurulduğunda Fitch'in de diğer iki KDK gibi yanıldığı ortaya çıkmaktadır.

Ele aldığımız son KDK olan Moody's ise Güney Kıbrıs'ın Ocak 2011'de "Aa3" (yüksek kalite) olan notunu sonraki aylarda düşürmeye başlamış ve Mart 2012'de "Ba1" (spekülâtif grup) şeklinde ilan etmiştir. Sonraki dönemlerde çeşitli seviyelerde aşağı çekilen kredi notu, Ocak 2013 itibarıyla çok yüksek kredi riski grubunda bulunan "Caa3" notuna kadar düşürülmüştür. Not ilan zamanlamalarında ve değişiklik derecelerinde her ne kadar farklılıklar göze çarpsa da, Moody's de S&P ve Fitch ile paralel hareket etmiş, krizin hemen başında dahi yatırım yapılabilir seviyenin üst sıralarında ilan ettiği Güney Kıbrıs'ı, sonraki aylarda spekülâtif gruba kadar düşürmüştür.

Yukarıda değinilen Yunanistan, İrlanda ve Güney Kıbrıs'a ilaveten; İtalya, Portekiz, İspanya ve benzer birçok ülke KDK'ların merkezde olduğu benzer sıkıntıları yaşamışlar ve halen de yaşamaktadırlar. Bu üç ülke örneği, KDK'ların kriz öncesi ve esnasında ülke notlarındaki davranışlarının görülmesi açısından önemlidir zira bu ülkeler krizi çok şiddetli bir şekilde yaşamışlar ve bunun odağına KDK'ları yerleştirmişlerdir. Bu bölümde ısrarla vurgulanan "uzun dönem ülke notları" kavramı, KDK'ların ülkelere verdikleri notların ciddiyetinin anlaşılması bakımından dikkate değerdir. Bu noktaya dikkat çekmek için verilen örneklerde ise, bu kuruluşların krizden önce verdikleri notlarla krizi öngöremedikleri, ancak kriz döneminde ve sonrasında notlarda yaptıkları geniş aralıklı ve sert düşüşlerle piyasayı uyarabildikleri görülmektedir. Bu sert ve zamansız değişiklikler, derece-

lendirme faaliyetlerinden yararlanan tarafları da olumsuz etkilemekte, ekonomilerde telafisi ve tamiri zor hasarlara neden olmaktadır.

Çözüm Önerileri

Gerek ABD gerekse AB bir yandan finansal krizin ağır faturasını hesaplamak-tayken diğer yandan benzer süreçlerin tekrar yaşanmaması adına tartışmalar finansal sistemlerin şeffaflığı, istikrarı ve güvenilirliği üzerine yoğunlaşmakta-dır. Her ne kadar Basel I, II ve nihayet III ile finansal kurumların sermaye ge-rekliliklerinin sağlamlığını garantilemek için tedbirler sıralansa da, KDK'ların finansal piyasalar üzerindeki gözcülük rolü ihmal edilmemelidir. Bu kuruluş-ların görevlerini muntazam ve eksiksiz yerine getirmeleri için yapılması gere-kenler tarafların çıkar çelişkilerini çözmeyi gerektirecektir. KDK'lara yönelik çalışmalara duyulan ihtiyacın temelinde de bu sorunlar yer almaktadır. Söz konusu problemlerin çözümü, politika yapıcılar ve yatırımcılar açısından son derece önemlidir. Zira yaşanan krizlerle iyiden iyiye hassaslaşan finansal pi-yasalarda faaliyet gösteren taraflar için KDK'lar gibi yön gösterici konumdaki kurumların kararları oldukça etkilidir. Bu hususta etik olarak incelenmesi ve çözülmesi gereken ilk problem, iş modelinde derecelendirme isteyen kurumun KDK'lara ücret ödemesidir. Diğer bir konu ise, şirketlerin üzerinde çalıştıkları finansal ürünlerin tasarımında KDK'ların rol almalarıdır. Ülkelerin derece-lendirilmeleri birçok açıdan, şirketlerin borçlanma için not talep etmelerine benzemektedir. Bundan dolayı 2010'lu yılların başlarında AB çevre ülkelerinin karşılaştığı sorunların krize dönüşmesinde de KDK'ların rolü bulunmaktadır. Gavras'ın (2010) Financial Times'tan alıntıladığı gibi, "Bu hafta, Kredi Derece-lendirme Kuruluşları geleneksel kriz çıkarma görevlerini yerine getirmişlerdir. Sıkıntıdaki borçlu ülkelere hiçbir faydalı yeni bilgi katkısında bulunulmadan Yunanistan, Portekiz ve İspanya'nın ülke borçlanma notlarını düşürmüşlerdir."

KDK'ların yapı ve faaliyetlerine yönelik iki önemli düzenleme göze çarpmak-tadır. 2006 yılında Amerikan Senatosu tarafından, kredi notlarının kalitesinin artırılması ve derecelendirme sektöründeki sorumluluğun, şeffaflığın ve rekabetin teşvik edilmesi amacıyla "Kredi Derecelendirme Kuruluşu Reform Ya-

sası” (Credit Rating Agency Reform Act) yürürlüğe konulmuştur. Bu yasa ile birlikte SEC’in KDK’lar üzerindeki etkinliğinin artırılması ve bilgilerin gizliliğinin korunması amaçlanmış fakat KDK’ların derecelendirme faaliyetleri ve iş modelleri üzerine yaptırımlar sınırlandırılmıştır (White, 2013, s. 17). Her ne kadar KDK’lara yönelik önemli düzenlemeler içerse de yasa, KDK’ların metodolojilerine yönelik bir yenilik içermemekte ve bu kuruluşları tüm yönleriyle olası derecelendirme hatalarında sorumlu tutmamaktadır. Yasanın yürürlüğe girmesini takip eden yıllarda başlayan ve “mortgage krizi” olarak patlak veren, ardından dünya çapında etki gösteren finansal kriz, söz konusu düzenlemelerin kayda değer bir yaptırım gücünün olmadığını göstermektedir. Bu noktada Temmuz 2010’da ABD’de “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” adlı, yapısal sorunlara çözüm amacıyla geniş kapsamlı yeni bir yasa yürürlüğe girmiştir. Söz konusu yasa ile SEC bünyesinde yeni bir Kredi Derecelendirme Ofisi kurulmuştur. Yasa kapsamında her bir NRSRO’nun içsel kontrol mekanizmalarına dair yıllık raporlar yayınlaması zorunlu tutulmuş; performans istatistiklerinin ifşası, derecelendirme sembolleri ve analistlerin eğitimi hususunda çeşitli düzenlemelere gidilmiştir (U.S. Securities and Exchange Commission [SEC], 2014). Bunun yanında herhangi bir hukuk ihlalinde SEC’in derecelendirme kuruluşlarını cezalandırabileceği, metodoloji ve kriterlerini inceleyip hatalı derecelendirme yapan kuruluşların yetkilerini iptal edebileceği belirtilmiştir (Avcı, 2012, s. 16-17).

Derecelendirme kuruluşlarını doğrudan ilgilendiren ve son yıllarda yürürlüğe giren bu iki önemli reformun odak noktası, NRSRO’ların derecelendirme metodolojilerinin şeffaflığı, derecelendirme sonuçları ve muhtemel çıkar çatışmaları üzerinedir (White, 2013). Dimitrov, Palia ve Tang (2014, s. 27), yukarı eğilimde verilen notların meydana getirdiği problemlere çözüm olarak sunulan Dodd-Frank Yasası’nın, kredi derecelerinin bilgilendirici ve doğrulukları noktasında herhangi bir olumlu etkiye sahip olmadığı sonucuna ulaşmışlar; bunun yanında yasanın daha düşük notlara, daha az bilgilendirici ve hatalı yönlendirmelere neden olduğunu savunmuşlardır. Temelde doğrudan KDK’ların yapısına yönelik olarak hazırlanan bu iki reform önemli değişiklikler içerse de, gerek KDK’ların yaşanan finansal krize etkileri, gerekse kriz sonrası dönemde sorumluluk üstlenmeyişleri, söz konusu yasaların yaptırım gücünü tartışmaya açmaktadır. Her ne

kadar KDK'lara yönelik cezalar özellikle Dodd-Frank Yasası ile gündeme gelmiş olsa da, KDK'ların derecelendirme faaliyetlerine ilişkin hata tespitinin sınırları net olarak çizilmemiştir. Vaka olarak sunulan ülke derecelendirme örneklerinde, uzun dönem için verilen notların kısa aralıklarla ve geniş çapta değiştirildiğine dair eleştiriler ortaya konarken, KDK'lar verdikleri notların yalnızca bir görüş niteliğinde olduğunu belirterek kendilerini savunmaktadırlar.

KDK'larla ilgili birçok problemin özünde iş modeli yatmaktadır. Bu köklü problemin çözümü için mekanizmanın değiştirilmesi gerekmektedir. Yeni mekanizmada derecelendirme için başvuruda bulunan kurum veya ülke, ödemeyi devletin veya uluslararası saygın bir kuruluşun belirleyeceği resmi birime (otorite) yapmalıdır. Kurumun hangi KDK'nın görev alacağını seçmesi yerine, bu birim şeffaf bir kura yöntemi ile KDK'yı belirlemelidir. KDK'lar danışmanlık hizmeti vermemeli, bunun yerine danışmanlık için bağımsız bazı kurumlar faaliyete geçmelidir. Aynı iş modeli ülke değerlendirmeleri için de benzer şekilde tanımlanmalı, devlet yerine uluslararası saygın bir kuruluş ücreti tahsil ederek hangi KDK'nın görev alacağına şeffaf kura ile karar vermelidir. Lisans verilerek görevlendirme için listeye girecek KDK'lar için de kriterler şeffaf olmalıdır. KDK'ların kriterleri yerine getirmeleri ise sürekli denetlenmelidir.

Notlandırmada kullanılan yöntem objektif ve şeffaf olmalıdır ve her ilgili istediği anda bu yöntemle erişebilmelidir. KDK'lar hangi notu hangi yöntemle ve kurallara göre verdiklerini açıkça ifade etmelidirler. Kriterler ve formüller halka açık kaynaklarda -ki en pratik olanı resmi web sitesidir- detaylıca ifade edilmelidir. Şu an verilen bilgi kullanılan değişkenlerin ekonomik ve politik olmaları ile sınırlıdır, hâlbuki hangi değişkenlerin hangi formüllerle nasıl derecelere dönüştürüldüğü açıklanmalıdır. Her ülke değişken değerlerini ve formülde nasıl yer aldığını ve notunu görebilmelidir.

Çözüm adına bir diğer teklifimiz ise, borçlanmak isteyen tarafın itiraz edebilmesidir. İtiraz durumunda resmi otorite anında notlandırmayı yapan KDK'nın olmadığı liste ile süreci yenileyerek yeni dereceyi elde eder. Not aynı ise itiraz haksız bulunur, değilse üçüncü bir KDK ile not tekrar hesaplanır. Lakin bütün verilerin ve not hesaplama yöntemlerinin herkese açık ve şeffaf olduğu teklifimizde sadece hesaplama hatalarından kaynaklanan itirazlar olabilir.

Şimdiye kadar literatüre yansımayan ve literatürde boşluk oluşturan eleştirilerden biri de, Büyük Üçlü'nün ülkelerin takip ettikleri politikaları etkileyebilecek yorumlarda bulunmalarıdır. Bu tip yorumlar da ülkelere zarar vermektedir. KDK'lar böylesi yorumlarda bulunmamalıdır çünkü onların görevleri sadece derecelendirme notu hesaplamak olmalıdır. Teklif ettiğimiz iş akışındaki otorite, böylesi yorumları cezalandırmalıdır.

Kredi derecelendirmeye yöneltilecek eleştirilerin en öne çıkanlarından bir diğeri ise piyasada az sayıda kuruluşun baskın olmasıdır. “Kredi Derecelendirme Kuruluşu Reform Yasası” bu durumu daha da ileri dereceye taşımıştır zira yeni bir KDK'nın NRSRO grubuna dâhil olabilmek şartları bu yasa ile birlikte daha da ağırlaştırılmıştır. Bütün ülkeler, birlikler ve global organizasyonlar belli KDK'lara ayrıcalık getiren düzenlemelerini gözden geçirerek piyasaya giriş çıkışı serbest bırakmalıdırlar. Gerçi daha fazla KDK'nın olduğu piyasada not satın almanın artacağı tezleri mevcuttur fakat bunun önüne geçmek için başka mekanizmalar çalıştırmak mümkündür ki bizim bu çalışmada teklif ettiğimiz mekanizma sorunu kökten çözebilir.

Sonuçlar

Şu anki haliyle KDK faaliyetlerinde bariz bazı ahlaki sorunlar dikkat çekmektedir. Kanunlar önünde sadece görüşlerini bildiren az sayıda KDK, şirketlerin ve ülkelerin ekonomik ve finansal faaliyetlerine ağır hasarlar verebilmekte, yaptığı hatalardan dolayı hiçbir sorumluluk taşımamakta ve bu işten milyarlarca dolar para kazanmaktadır. Buna ilave olarak global finansal kriz devam etmekte iken üç büyük KDK ülkelerle, finansal ve diğer kurumlarla alâkalı yorumlar yapmakta ve bunu da ilan etmektedir. Bu yorumlar belki ülkeler için bir tavsiye veya ikaz gibi algılanabilir ama diğer yandan ise ülkelerin bu yolla manipüle edildiği de gözden kaçırılmamalıdır.

Özellikle üç büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşu olarak bilinen Standard and Poor's, Moody's ve Fitch tarafından yapılan ülke değerlendirmeleri ve ilan edilen notlar etik olarak sorgulanmalıdır. Bu sorgulama için notların kısa zamanda değiştirilmesinden piyasasının şekillendirilmesine, çıkar çatışmasın-

dan zamanlama hatalarına kadar yeterince sebep literatürde yerini almıştır. KDK'lara yöneltilen bu eleştiriler ülke, bölge ve global bazda yatırımlar için son derece önemli olan kredibilitenin değerlendirilmesinde belirgin ahlaki sorunlar olduğunu ortaya koymaktadır.

Bizim ele aldığımız Yunanistan, Güney Kıbrıs ve İrlanda, global finansal kriz esnasında ülke notlarının sık değiştirilerek, daha önce verilen notların nasıl güvenilir olmadığı gösterilmesi açısından uygun örnekler teşkil etmektedir. Sürecin başında notlara itimat ederek yatırım yapan veya borç verenlerin kısa bir zaman sonra notların düşmesi ile ne hale geldikleri, başta verilen notların güvenilirliğini tartışmaya açmaktadır. Her üç ülkenin ana makroekonomik verilerini raporlayan tablolar incelendiğinde kamu borcu/GSYİH oranının notların istikrarsızlaşmaya başladıktan sonra nasıl arttığı görülecektir.

Kredi derecelendirme süreç ve prosedürlerinde ciddi ahlaki sakıncalar bulunmaktadır. Bu sorunların giderilmesi, KDK'ların daha etkin bir şekilde denetlenmesi ve KDK'lara yönelik yaptırım mekanizmasının bulunmasına bağlıdır. Çalışmada da değinilen derecelendirme başarısızlıklarına yaptırım uygulayabilecek bir mekanizmanın varlığı, KDK'ları metodolojileri konusunda daha şeffaf olmaya zorlayacak, faaliyetlerini daha ayrıntılı izah etmelerini gerektirecektir. KDK'ların kendi notlarındaki ve birbirleri arasındaki çelişkilerin de ortadan kaldırılması, not tespit etme sürecinin daha sağlıklı olmasına bağlıdır. Uzun dönem için verilen notlarda kısa aralıklarla yapılan büyük çaplı değişiklikler, KDK'yı kendi içerisinde çelişir duruma düşürmektedir. Bunun yanında kriz öncesi dönemlerde birbirleriyle tutarlı sayılabilecek notlar veren KDK'ların özellikle kriz dönemlerinde verdikleri notlar arasındaki farkın büyümesi, bu kurumların kendi aralarında bir uyumsuzluk olduğu şeklinde yorumlanabilir. Hâlbuki etkin işleyen bir yaptırım mekanizması, KDK'ları daha az hata yapmaya ve Büyük Üçlü arasındaki rekabeti olumlu yönde etkileyerek "doğru notu" bulmaya zorlayacaktır.

Extended Abstract

Ethical and Systemic Dilemmas of Credit Ratings

Mehmet Orhan^a

Hami Saka^b

Harun Yüksel^c

Abstract

Criticism of credit rating processes and the practices of major credit rating agencies (CRAs) peaked following the latest global financial crisis. Therefore, this study reviews the relevant literature, details the credit rating mechanism, and examines the criticism surrounding the three largest credit agencies: Standard & Poor's Financial Services (S&P), Moody's Investors Service (Moody's), and Fitch Ratings. This study also focuses on the serious moral problems involved in credit rating processes and procedures and calls for more effective oversight of CRAs as well as the establishment of enforcement mechanisms. The overall purpose of this study is to present proposals that can mitigate such criticism and oversee the healthy and timely conduct of credit rating operations. The credit rating processes of Greece, Ireland, and the Republic of Cyprus, which were among the hardest hit by the global financial crisis, are specifically examined (using macroeconomic indicators) in order to highlight the problems of the ratings system. This study concludes by offering solutions to a number of identified problems, foremost among them being the small number of dominant players and the inaccuracies of the ratings.

Keywords: Credit rating agencies (CRAs) • Global financial crisis • Sovereign ratings • S&P • Moody's • Fitch Rating • Conflict of interests

- a** Prof. Mehmet Orhan (PhD), Department of Economics, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Fatih University, Hadımköy Cıvarı İstanbul 34500 Turkey
Research areas: Inference in heteroscedastic regressions; Time series and panel data applications; Financial markets; Macroeconomic indicators; Credit rating agencies
Email: morhan@fatih.edu.tr
- b** **Corresponding author**
Hami Saka, Fatih University, Department of Economics, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Fatih University, Hadımköy Cıvarı İstanbul 34500 Turkey
Email: hami.saka@fatih.edu.tr
- c** Assoc. Prof. Harun Yüksel (PhD), Department of Economics, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Fatih University, Hadımköy Cıvarı İstanbul 34500 Turkey
Research areas: Local government finances; Elections; Economics of corruption; Theory of finance
Email: huksel@fatih.edu.tr

The 2008 global financial crisis, commonly called the “Great Recession,” began in the United States real estate market. This crisis has been discussed from many perspectives, and credit rating agencies (CRAs) have drawn significant attention due to their role in triggering the event. CRAs are on the top of the list of those responsible because of the high ratings that they gave to both residential mortgage-backed securities (RMBSs) and collateralized debt obligations (CDOs), which led investors and financial institutions (and eventually countries and the entire world) into a financial crisis. Similar criticism of CRAs was also voiced following the collapse of Enron in the early 2000s, which kept receiving “investment grade” ratings up until five days before its bankruptcy. Although CRAs defended themselves by stating that their ratings were simply an “expression of opinion” and suggested that their loss of reputation was sufficient punishment, academic studies and political initiatives holding CRAs responsible have not abated. Although the results of some studies are favorable to CRAs, the majority are unfavorable. Partnoy (2009) argued that overreliance on CRA ratings was the main reason behind the global financial crisis, whereas Wang and Moore (2012) empirically showed that CRAs’ loss of reputation was insufficient to discipline them. Studies by Mathis, McAndrews, and Rochet (2009), and by Bolton, Freixas, and Shapiro (2012) focused attention on the phenomenon of inflated ratings and theoretically demonstrated the possibility of rating outputs reaching equilibrium under these conditions. Griffin and Tang (2012) examined CDOs between 1997 and 2007 and showed that CRAs issued ratings that were higher than calculated. He, Qian, and Strahan (2011) found that before the crisis (2004–2006), rating shopping was responsible for Moody’s Investors Service (Moody’s) and Standard & Poor’s Financial Services (S&P) issuing unjustifiably high ratings for RMBSs. Jiang, Stanford, and Xie (2012), using ratings data for 1971–1978, examined the change in S&P’s ratings after its switch to an issuer-pay model, and found that its ratings increased following the switch.

Another group of studies examined CRAs using theoretical mathematical models. Klein and Leffler (1981) found that reputation costs can increase the quality of ratings, assuming that there is a sufficient flow of information. In contrast, Peyrache and Quesada (2011) examined collusion equilibrium in the ratings market and showed that impatient CRAs tend to compromise their

principles in order to attract clients. Stolper (2009) found that in a repeated principal-agent problem wherein a regulator approves ratings, it is theoretically possible for CRAs to assign inflated ratings. In another theoretical study, Skreta and Veldkamp (2009) examined the phenomenon of ratings shopping and showed that CRAs have an incentive to assign the highest possible rating. Bolton et al. (2012) indicated that in the case of naive inspectors and low reputation costs, CRAs tend to inflate ratings. Mathis et al. (2009) internally examined reputation costs and found that CRAs are likely to inflate ratings when they assign ratings to many products and derive most of their income from this activity. Becker and Mibourn (2011) found that CRAs are prone to inflate the ratings of their clients, especially in cases of increased competition. Seaborn (2011) contributed to the credit rating literature by examining the relationship between credit rating business models and ratings. Finally, Kraft (2014) focused on the relationship between rating-based debt contracts and ratings, and using data for 2002–2008, showed that the inclusion of ratings in contracts has a positive effect on the process of rating.

Most of the criticism focuses on the switch from an investor-pay model to an issuer-pay model in CRAs' business models in the 1970s. Partnoy (1999), Bolton et al. (2012), and Becker and Milbourn (2011) argued that CRAs' business models can create biased ratings. Bae, Kang, and Wang (2013) indicated that the models resulted in inflated ratings, while Bongaerts (2014) found that these models should be banned or subjected to strict regulations. Finally, Benmelech and Dlugosz's (2009) results were consistent with inflated ratings in structured finance products.

The purpose of the present study is four-fold: (1) examine CRAs and their business models by focusing on sovereign ratings; (2) analyze CRAs' practices; (3) highlight the ethical issues involved in credit ratings; and (4) develop proposals for the improvement of credit rating processes. In the remainder of the study, credit rating processes and CRAs' business models are explained, and the criticism surrounding CRAs is outlined. Furthermore, sovereign ratings are used to demonstrate the validity of such criticism, and constructive proposals are presented to help solve the current problems in the field.

Credit Rating Processes and CRA Business Models

A credit rating is an evaluation regarding the credibility of a potential debtor (company, organization, or country). This evaluation takes into account assets and liabilities, borrowing and lending records, and financial performance of the debtor. CRAs thus play an important role in global financial markets by mitigating the problem of asymmetric information (Alsakka & Gwilym, 2010, p. 80). The collected information is used by a significant number of players, including issuers of bonds, investors, regulators, politicians, and creditors (Cantor & Packer, 1997; Duff & Einig, 2009). In recent years, the expansion of financial markets, the increase in the complexity and variety of financial instruments, and the spread of the legal obligation to use credit ratings have resulted in an increase in credit rating activities (Banner & Hirsh, 2010).

Credit ratings can be solicited by a firm or country or it can be unsolicited. Naturally, unsolicited ratings do not involve the payment of any ratings fees. In addition to their rating activities, CRAs generate income providing services such as consulting and sales analysis. The U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), one of the most influential government agencies regulating financial markets in the United States, imposed some restrictions to credit rating industry in 1975 and recognized certain agencies as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs). As a result of this decision, the so-called Big Three that currently dominate the market include: S&P, Moody's, and Fitch Ratings.

Another important development in the early 1970s was the switch from an investor-pay model to an issuer-pay model in CRAs' business models. With this switch, CRAs began making their money from borrowers instead of creditors, which is currently how the credit rating system works. With this system, the Big Three generated a total income of 3.7 billion USD in 2008 (Deb & Murphy, 2009).

Main Criticisms of CRAs

As a result of serious problems encountered in the process of rating companies and countries, potential errors in rating procedures have become the subjects of

heated debate. One of the most important criticisms directed at CRAs is that their ratings are not objective. In general, CRAs should be impartial organizations acting with social responsibility, but some conditions encourage CRAs to direct their attention to goals other than their main purposes (Kavas & Kalender, 2014, pp. 52-53). A rating that is lower than deserved can initiate a vicious cycle and in the case of sovereign ratings, it can lead the country in question into deep financial trouble. Although credit ratings only have a direct effect on borrowing, direct and indirect investments in the country are also affected. From this perspective, it is clear that CRAs exercise immense power. As *The New York Times* columnist Jim Lehrer stated in 1996, “There are two superpowers today in the world: The United States and Moody’s Bond Rating Service. It is not clear sometimes who is more powerful” (Friedman, 1996). Gavras (2010) cited a similar criticism voiced by the *Financial Times*: “This week, credit rating agencies filled their traditional crisis role: making matters worse for troubled borrowers without introducing any useful new information. Standard & Poor’s downgraded the ratings of Greek, Portuguese and Spanish sovereign debt.”

Another issue concerns the purchase of ratings, which is difficult to solve as long as the issuer-pay model persists. This problem began when ratings fees started to be paid by debtor companies in the 1970s. Consulting services provided by CRAs to companies is another problem that needs to be discussed. CRAs defend this practice by arguing that it effectively transfers their knowledge and experience to debtor companies who lack similar experience. However, this practice increases the risk of collusion, which is similar to the situation where a defendant selects the judge that will decide his/her case and then purchases advice from the judge on how to win the case (Orhan & Alpay, 2012, p. 122).

Another important criticism directed at CRAs involves the conflicts of interest. In addition, there is no effective mechanism of enforcement or appeals when the ratings are not accurate. For example, variables used in sovereign ratings, such as political stability, can be significantly biased. In general, CRAs have become much more powerful since the 1970s, especially following Basel I, Basel II, and Basel III of the Basel Committee on Banking Supervision (Frost, 2007). Moreover, privileges enjoyed by CRAs (including those exclusively enjoyed by

the Big Three) helped the Big Three dominate the market. Market regulators generally recognize and authorize only certain CRAs (Stopler, 2009, p. 1266) and as a result, many retirement funds and investment firms are exclusively dependent on these authorized CRAs. Similarly, according to Basel II, banks and financial institutions can only use ratings from authorized CRAs when calculating their capital requirements (Alsakka & Gwilym, 2010).

According to Frost (2007), one of the most important characteristics of credit ratings is their stability. Credit ratings should not be changed, unless there is very good justification, and business cycles should not be a reason to alter such ratings. Frequency of changes, frequency of large changes, and frequency of reversals (change followed by another change in the opposite direction) are among the factors that determine ratings stability (Cantor & Mann, 2003).

The harshest criticism directed at CRAs concerns the inaccuracies of their ratings. Reinhart (2001) and Sy (2004) argued that CRAs were unable to predict the liquidity crisis. Setty and Dodd (2003), on the other hand, stated that the main reason why CRAs make mistakes is their methodology, which can be the source of many systemic errors. As evidence that rating decisions are subject to political pressure, Partnoy (2006) provided the example in which Moody's announced its rating for the City of New York just one hour after a meeting with the mayor. In 2010, a comprehensive new law called the "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act" (Dodd-Frank Act) came into effect in the United States, which aimed to solve structural problems. This act required every NRSRO to publish annual reports on their internal control mechanisms, and regulated the disclosure of performance statistics, rating symbols, and the training of analysts (U.S. Securities and Exchange Commission [SEC], 2014). In addition, the SEC can fine rating agencies in case of violations, examine their methodology and criteria, and revoke their licenses if their ratings are erroneous (Avci, 2012, pp. 16-17). Both of these important reforms, which directly concern CRAs (and came into effect in recent years), focused on transparency of the methodologies used by the NRSROs, rating results, and potential conflicts of interest (White, 2013). Dimitrov, Palia, and Tang (2014, p. 27) concluded that the Dodd-Frank Act, promoted as a solution to the problem of inflated ratings,

did not have any positive effect on the accuracy and informativeness of credit ratings. In addition, they argued that the act resulted in lower ratings and erroneous guidance. These two reforms, which directly addressed the structure of CRAs, introduced important changes. However, the role played by CRAs in the financial crisis and their failure to take responsibility following the crisis, creates questions regarding the effectiveness of such laws.

More than a century has passed since the first bond rating was assigned by John Moody, but the credit rating process is far from having solved its major problems (White, 2010). Currently, there are more than 100 CRAs, but the Big Three deserve special emphasis due to the privileges that they enjoy and their dominance of the market. CRAs have faced similar accusations in the past, prior to being held responsible for the latest global financial crisis. For example, in the WorldCom and Enron scandals in the early 2000s in which both companies were made to appear profitable through questionable accounting practices, CRAs played an important role (Katz, Salinas, & Stephanou, 2009).

Sovereign Ratings

According to Cantor and Packer (1997), the importance of sovereign ratings has increased in parallel to the increase in the number of countries borrowing in international markets. Sovereign ratings make access to credit easier, but differences between evaluations can lead to conflicts, which is why financial markets generally treat these ratings with caution. Sovereign ratings are provided for both local currency loans and foreign currency loans, and ratings for bonds denominated in foreign currency are generally lower. Moreover, the risk of non-payment is a historical reality for both types of bonds. For example, in addition to the four countries that went bankrupt during the “Great Depression,” 21 out of 58 countries defaulted on their debts between 1930 and 1935 (Cantor & Packer, 1997; Suter, 1992). In the United States, 70% of the government bonds issued between 1926 and 1929 were not paid until 1937. According to Beers (1995), 30 out of 72 countries defaulted on their debt at least once before 1970 and Turkey was added to this list in 1978.

As stated earlier, the 2008 global financial crisis, also known as the “Great Recession,” creates a suitable environment for the analysis of sovereign ratings. Therefore, this study examines Greece, Ireland, and the Republic of Cyprus, which were among the hardest hit by the crisis and had the greatest difficulty in paying their debts. These countries are similar in two aspects: (1) they were deeply affected by the global financial crisis; and (2) they had high credit ratings prior to the crisis. Furthermore, the experiences of these countries are important in demonstrating the validity of the criticism directed at CRAs’ sovereign ratings, especially the criticism concerning their failure to track deteriorating macroeconomic indicators until it was too late.

The Cases of Greece, Ireland, and Republic of Cyprus

Greece, which was the second highest recipient of European Union (EU) financial assistance, experienced an average growth rate of 4% between 2000 and 2007, partly due to foreign capital inflows. It was also able to service high levels of structural debt thanks to the decline in government bond interest rates. However, public debt ratio, estimated to be 99.6% of the gross domestic product (GDP), was revised as 115.1% of the GDP at the end of 2009 (IMF, 2010a). The ratio of public debt to GDP has been over 100% since 1993 due to public sector wages, weakness of the tax system, and retirement and other social security contributions (Uçar, 2012). Despite the high growth rates achieved by the Greek economy, financial imbalances have remained high for many years. In the last six years, production increased by 40% in nominal terms and central government spending increased by 87%. However, tax revenue increased by only 31% over the same period (The Stability and Growth Pact [SGP], 2010). The announcement by the new government that took over in November 2009 stated that financial data was, in fact, doctored and it marked the official beginning of the economic crisis in Greece (IMF, 2010b; Köse & Karabacak, 2011).

CRAs’ treatment of Greece before and after the crisis is instructive. In the beginning of 2009, S&P assigned Greece the rating of “A” (indicating the, “strong capacity to meet its financial commitments”) and within the same

month, it lowered the country's rating to "A-." The year 2009 and its aftermath are important because this was the time when Greece was hit by the crisis and rumors of inaccuracies in its economic indicators began to spread. Investors who reasonably acted on the "A" rating of 2009 faced, in April 2010, a questionable credit rating in April 2010. Frequent changes in credit ratings, sometimes multiple times in a single month, can have adverse effects both on the creditors and the country. S&P, unable to predict the crisis in Greece, misled investors with high ratings prior to the crisis and created additional problems for the country by making rapid and frequent changes in its ratings during and following the crisis.

During the same period, Fitch Ratings assigned Greece the rating of "A" in January 2009, but lowered the rating by four notches to its lowest investment grade category over a short period of time. This treatment of Greece was in many ways similar to that of S&P. Greece had a strong credit rating in January 2009, but in March 2012, it came to the brink of default with a credit rating of "RD." CRAs are supposed to predict this turn of events and provide investors with accurate information beforehand. Such large swings in long-term credit ratings are inconsistent with CRAs' supposed function of providing investors with timely and accurate information about the country's economy.

Moody's assigned a credit rating of "A1" to Greece in January 2009, which kept being lowered in short increments until June 2010, when Greece's credit rating was announced at "Ba1" (continuing risk). From June 2010 to June 2011, Greece's credit rating was downgraded by 10 notches. Such a large change in ratings certainly had detrimental effects both on investors and on the country. In general, countries' long-term ratings are expected to be stable and reflect its underlying economic conditions. Such large changes over a short period of time indicate that the ratings are far from having these characteristics.

The main reason for the collapse of the Irish economy, which was among the hardest hit by the crisis, was the financing in the housing sector that excessively borrowed from the banking sector. In addition, the decline in house prices and the number of ongoing constructions negatively affected the banking system (Lane, 2011; Lane & Milesi-Ferretti, 2011). Another reason for the collapse was

that the Irish economy was well integrated into the global markets and it was thus vulnerable to external shocks (Özcan, 2008). Indicators also support these explanations, with the Irish economy contracting by approximately 7% in the final quarter of 2008 and 6% in the first quarter of 2009, with growth towards the end of 2010 (IMF 2013a). Furthermore, when Ireland's credit ratings are examined using economic indicators, significant inconsistencies and irregularities emerge. S&P kept Ireland's rating at "AAA" until March 2009 (the highest investment grade rating possible) despite budget deficits that emerged at the end of 2007, negative growth rates, and double-digit unemployment rates. Countries with this perfect rating are not supposed to experience such rapid and dramatic declines in their economic indicators. During the global financial crisis, S&P started to downgrade Ireland's rating from "AAA" to "BBB+" in April 2011. In this case, over a two-and-a-half-year period, Ireland's rating declined by seven notches; that is, from the highest investment grade category to the lowest. What is curious in this entire process is that Ireland kept its perfect rating until March 2009, despite the numerous problems that emerged in its economy from 2008 onwards, not the least of which was the negative growth rate.

A similar situation is observed in the Fitch Ratings assessment of Ireland. Fitch Ratings downgraded Ireland's rating in short intervals from its "AAA" in January 2009 to "BBB+" in December 2010. That is, within the same year, Fitch Ratings downgraded Ireland's rating seven notches from the highest possible rating of "AAA" (perfect creditworthiness) to the lowest investment grade rating of "BBB+" in its fifth rating announcement for the period. A decline of seven notches over a nine-month period supports the criticism that CRA ratings are self-contradictory. The reason being that long-term credit ratings are supposed to be reflective of economic conditions in the coming months at the very least, and not be subject to wild swings over such short periods of time. Contrary to this expectation, Fitch Ratings contradicted itself by announcing widely different long-term ratings within the same year.

Moody's on the other hand, lowered Ireland's rating of "Aaa" in January 2009 to "Aa2" in July 2010, and to "Ba1" in July 2011. In other words, Ireland's rating was downgraded from a high-quality "Aa2" in July 2010 to a less than

investment grade “Ba1” within a single year, which is a decline of eight notches. Downgrading a country’s rating from “investment grade” to “speculative” means considerable uncertainty for the country and for its investors. This raises the question of whether CRA ratings reflect future projections or current conditions.

As the economy was undergoing uncontrolled growth, problems in the banking sector of the Republic of Cyprus led large banks into a serious debt crisis due to capital inadequacy (Çapanoğlu & Özkurt, 2013). In addition, its relatively small economy, combined with the fact that it is dependent on trade and tourism from neighboring countries, means that any crisis in its neighboring countries can affect the Cypriot economy. According to the International Monetary Fund (IMF) (2010a; 2010b), this effect mostly stemmed from the decline in the demand for tourism, housing and other services from countries such as the United Kingdom and Russia. The progress of the Republic of Cyprus’s credit ratings is similar to those of Greece and Ireland. S&P kept Cyprus’s credit rating at “A” until March 2011 and lowered it to “BBB” by October 2011. Then, in January 2012, it twice announced its credit rating as “BB+” (less than investment grade). The decline continued from “BB” in August 2012 to “B” (indicating high risk) in October 2012. The country’s credit rating kept declining to “CCC+” (very high risk) in December 2012 and finally, in June 2013, its rating was announced as “SD” (selective default).

What is important in this process is that S&P and the other two CRAs failed to provide timely information regarding the Republic of Cyprus. The migration of Cyprus from investment grade in the first quarter of 2011 to the speculative group in less than a year, and then from the very high risk category to the brink of default gives rise to legitimate doubts about CRAs’ early warning mechanisms.

Similar to S&P, Fitch Ratings lowered Cyprus’s rating from “AA-” to “A-” in May 2011, to “BBB” in August 2011, and to “BBB-” in January 2012 (the lowest investment grade rating). In June 2012, Cyprus was in the speculative group, with a rating of “BB+,” and by March 2013, its rating was lowered by four notches to a “B.” Within a period of one year (May 2011 to June 2012), Cyprus was downgraded from investment grade to speculative and this experience shows that Fitch Ratings (just like the other two CRAs) failed to provide timely information.

Finally, Moody's, the last CRA to be covered in this section, lowered Cyprus's credit rating from "Aa3" in January 2011 to "Ba1" (speculative group) in March 2012. This decline continued in the following months and as of January 2013, Moody's rating for Cyprus was "Caa3," (very high risk). Although there were differences in the timing and pace of the downgrades, Moody's treatment of the Republic of Cyprus paralleled those of S&P and Fitch Ratings, which lowered its rating from investment grade in the beginning of the crisis to speculative in subsequent months.

Solution Proposals

For actors in financial markets (which became extremely sensitive following the financial crisis), decisions of financial institutions such as CRAs carry tremendous weight. The first problem that requires attention is the issuer-pay system of CRAs' business models. Another issue is CRAs' participation in the design of the financial products of the companies that they rate.

Many of the problems associated with CRAs are based on their implemented business models. For their solutions, a new mechanism needs to be developed wherein the organization or the country to be rated pays an official authority that is established by the state or respected international organization. This authority should then select the SRA that will conduct the rating using a transparent lottery system. Moreover, CRAs should not be allowed to provide consultancy services and instead, such services should be offered by separate independent organizations.

Ratings methods should be objective and transparent, and all stakeholders should have unrestricted access to the methods employed. In addition, CRAs should make the methods and decision criteria used in their ratings accessible to the public, ideally on their respective websites.

It is also recommended that an appeals mechanism be established for borrowers. In case of an appeal, the relevant authority should repeat the procedure without the CRA that provided the original rating. If the second CRA agrees with the

first rating, then the appeal should be overturned. If not, then a third CRA should be tasked with providing another rating. However, since all data and decision criteria are transparent, the number of appeals would be limited and mostly confined to factual or calculation errors.

Besides their domination of the market, the Big Three's position is also problematic since their comments tend to influence countries' policies. Such comments are sometimes detrimental to the countries involved. Thus, CRAs should be barred from making them. Instead, their tasks should be limited to providing credit ratings for their clients. Moreover, the established authority can prevent CRAs from making comments of this type by imposing various sanctions.

Kaynakça/References

- Alsakka, R., & Gwilym, O. (2010). Leads and lags in Sovereign credit ratings. *Journal of Banking and Finance*, 34, 2614–2626.
- Avcı, D. (2012). *Dodd-Frank nedir?* KPMG Yayınları. <https://www.kpmg.com/TR/tr/sectorler/Finansalhizmetler/Documents/KPMGundem-12-FS.pdf> adresinden edinilmiştir.
- Bae, K. H., Kang, J. K., & Wang, J. (2013). Does increased competition affect credit ratings? A reexamination of the effect of Fitch's market share on credit ratings in the corporate bond market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2320244
- Bannier, C. E., & Hirsh, C. W. (2010). The economic function of credit rating agencies – What does the watchlist tell us? *Journal of Banking and Finance*, 34(12), 3037–3049.
- Becker, B., & Milbourn, T. T. (2011). How did increased competition affect credit ratings? *Journal of Financial Economics*, 101, 493–514.
- Beers, D. (1995). *Local currency debt ratings criteria: An update* (Standard and Poor's Criteria, March 27).
- Benmelech, E., & Dlugosz, J. (2009). The alchemy of CDO credit ratings. *Journal of Monetary Economics* 56(5), 617–634.
- Bolton, P., Freixas, X., & Shapiro, J. (2012). The credit ratings game. *The Journal of Finance*, 67(1), 85–111.
- Bongaerts, D. (2014). *Alternatives for issuer-paid credit rating agencies*. Retrieved October 17, 2014 from <http://www.rhsmith.umd.edu/files/BongaertsDion.pdf>
- Cantor, R., & Mann, C. (2003). *Measuring the performance of corporate bond ratings* (Moody's Investors Service, Special Comment, April). Retrieved from <https://www.moodys.com/sites/products/DefaultResearch/2001900000426576.pdf>
- Cantor, R., & Packer, F. (1997). Differences in opinion and selection bias in the credit rating industry. *Journal of Banking and Finance*, 21, 1395–1417.
- Çapanoğlu, S. G. ve Özkurt, Z. (2013). *Küresel gelişmeler ışığında Kıbrıs adasının iki farklı ekonomisi* (İktisadi Kalkınma Vakfı, Değerlendirme Notu, 68). http://ikv.org.tr/images/upload/data/files/degerlendirmenotumayis2013_son.pdf adresinden alınmıştır.
- Deb, P., & Murphy, G. (2009). *Credit rating agencies: An alternative model* (Working Paper, London School of Economics). Retrieved from http://personal.lse.ac.uk/debp/Papers/Ratings_Regulation.pdf
- Dimitrov, V., Palia, D., & Tang, L. (2014). Impact of the Dodd-Frank Act on credit ratings. *Journal of Financial Economics (JFE)*. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=2444990>
- Duff, A., & Einig, S. (2009). Understanding credit ratings quality: Evidence from UK debt market participants. *The British Accounting Review* 41, 107–119.
- Friedman, T. L. (1996, February 13). NewsHour with Jim Lehrer. *Interview*. PBS Television Broadcast.
- Frost, C. A. (2007). Credit rating agencies in capital markets: A review of research evidence on selected criticisms of the agencies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(3), 469–492.
- Gavras, P. (2010). Regulatory abdication as public policy: Government failure and the real conflicts of interest of credit rating agencies. *Southeast European and Black Sea Studies*, 10(4), 475–488.
- Griffin, J. M., & Tang, D. Y. (2012). Did subjectivity play a role in CDO credit ratings? *The Journal of Finance*, 67(4), 1293–1328.
- He, J., Qian, J., & Strahan, P. E. (2011). Credit ratings and the evolution of the mortgage-backed securities market. *The American Economic Review*, 101(3), 131–135.
- International Monetary Fund. (2010a). *Cyprus—2010 Article IV Consultation: Preliminary conclusions*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/np/ms/2010/070510.htm>
- International Monetary Fund. (2010a). *Country report, Greece: Staff report on request for Stand-By Agreement* (No:10/110). Washington D.C. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10110.pdf>

- International Monetary Fund. (2013a). *Cyprus: For Arrangement under the Extended Fund Facility*, 13/125. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13125.pdf>
- International Monetary Fund. (2013a). *Ireland: Twelfth Review under the Extended Arrangement and Proposal for Post-Program Monitoring*, 13/366. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13366.pdf>
- International Monetary Fund. (2013b). *Country report. Greece: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, Request for Waiver of Applicability, Modification of Performance Criteria, and Rephasing of Acces*, 13/20. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1320.pdf>
- Jiang, J. X., Stanford, M. H., & Xie, Y. (2012). Does it matter who pays for bond ratings? Historical evidence. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 607–621.
- Katz, J., Salinas, E., & Stephanou, C. (2009). *Credit rating agencies: No easy regulatory solutions* (World Bank Group, Financial Sector Vice Presidency, Crisis Response Note, No. 8). Grammarians, Inc. Retrieved from <http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/282884-1303327122200/Note8.pdf>
- Kavas, M., & Kalender, S. (2014). Corporate social responsibility in credit rating agencies: How to manage areas of conflict and conflicts of interest in a responsible way. *Turkish Journal of Business Ethics*, 7(1), 36–55.
- Klein, B., & Leffler, K. B. (1981). The role of market forces in assuring contractual performance. *The Journal of Political Economy*, 89(4), 615–641.
- Köse, Y. ve Karabacak, H. (2011). Yunanistan ekonomik krizi: Nedenleri, etkileri ve alınan tedbirlere ilişkin bir değerlendirme. *Maliye Dergisi*, 160, 289–306.
- Kraft, P. (2014). *Do rating agencies cater? Evidence from rating-based contracts*. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1726943>
- Lane, P. R. (2011). *The Irish crisis* (CEPR Discussion Paper No. DP8287). Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1794877>
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2011). *The cross-country incidence of the global crisis*. IMF Economic Review, 59(1), 77–110.
- Mathis, J., McAndrews, J., & Rochet, J. C. (2009). Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies? *Journal of Monetary Economics*, 56(5), 657–674.
- Orhan, M., & Alpay, R. (2012). Towards a more objective credit rating. *İktisat İşletme ve Finans*, 27(317), 115–136.
- Özcan, M. (2008). İrlanda ekonomisi ve küresel ekonomik kriz. *Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi*. <http://www.mfa.gov.tr/uluslararasi-ekonomik-sorunlar--mayis-2008.tr.mfa adresinden edinilmiştir>.
- Partnoy, F. (1999). The Siskel and Ebert of financial markets: Two thumbs down for the credit rating agencies. *Washington University Law Quarterly*, 77, 619.
- Partnoy, F. (2006). *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers* (Legal Studies Research Paper 07-46). University of San Diego School of Law.
- Partnoy, F. (2009). *Overdependence on credit ratings was a primary cause of the crisis* (Legal Studies Research Paper Series, No. 09-15). University of San Diego.
- Peyrache, E., & Quesada, L. (2011). Intermediaries, credibility and incentives to collude. *Journal of Economics & Management Strategy*, 20(4), 1099–1133.
- Reinhart, C. M. (2001). *Do sovereign credit ratings anticipate financial crisis? Evidence from emerging markets*. College Park, MD: Mimeo, School of Public Affairs, University of Maryland.
- Seaborn, P. R. (2011). *Business models and incentives in rating markets: Three essays* (Doctoral dissertation). Retrieved from <https://tspace.library.utoronto.ca/handle/1807/31934>
- Setty, G., & Dodd, R. (2003). Credit rating agencies: Their impact on capital flows to developing countries. *Special Policy Report*, 6, 1–24.
- Skreta, V., & Veldkamp, L. (2009). Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings inflation. *Journal of Monetary Economics*, 56(5), 678–695.

Stolper, A. (2009). Regulation of credit rating agencies. *Journal of Banking & Finance*, 33, 1266–1273.

Suter, C. (1992). *Debt cycles in the world-economy: Foreign loans, financial crisis, and debt settlements, 1820-1990*. Boulder, Colo.: Westview Press.

Sy, A. N. (2004). Rating the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises? *Journal of Banking & Finance*, 28(11), 2845–2867.

The Stability and Growth Pact. (2010). *Update of the Hellenic Stability and Growth Programme*. Athens: Ministry of Finance.

U.S. Securities and Exchange Commission. (2014). *Credit rating agencies*. Retrieved from <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/creditratingagencies.shtml>

Uçar, Ö. (2012). *Yunanistan'ın Euro bölgesinden ayrılmasının olası ekonomik etkileri*. Ankara: AB Bakanlığı.

Wang, P., & Moore, T. (2012). The integration of the credit default swap markets during the US subprime crisis: Dynamic correlation analysis. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(1), 1–15.

White, L. J. (2010). Markets: The credit rating agencies. *The Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211–226.

White, L. J. (2013). Credit rating agencies: An overview. *Annual Review of Financial Economics*, 5(1), 93–122.