

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
İŞLETME BİLİM DALI

**ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME
KURULUŞLARININ NOT DUYURULARI İLE PAY
SENEDİ GETİRİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ:
BANKACILIK SEKTÖRÜ ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Aykut USAL

Tez Danışmanı: Doç. Dr. ERKAN ALSU

GAZİANTEP
HAZİRAN 2022

ÖZET

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ NOT DUYURULARI İLE PAY SENEDİ GETİRİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ: BANKACILIK SEKTÖRÜ ÖRNEĞİ

USAL, Aykut

Yüksek Lisans Tezi,

İşletme Anabilim Dalı

İşletme Bilim Dalı/Program

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Erkan ALSU

Haziran, 2022, 113 sayfa

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından duyurulan kredi notları hem sermaye piyasası hem de pay senedi piyasasını doğrudan etkilemektedir. Yatırımcılar yatırım kararı alırken kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafsız ve bağımsız olarak adil bir şekilde gerçekleştirdiği analizler sonucunda belirlediği kredi notlarına büyük bir önem vermektedir. Çünkü kredi derecelendirme sürecinde derecelendirilen kuruluşun finansal yapısı bütün yönleriyle ele alınmaktadır. Bunun sonucunda da kredi riski belirlenmekte ve ilgili kuruluşun finansal istikrara sahip olup olmadığı anlaşılabilir. Kredi derecelendirme faaliyeti yürüten kuruluşlar arasında üç tanesi piyasanın %80'inden fazlasına hâkimdir. Bunlar Moody's, Standard&Poors ve Fitch Ratings'dir. Bu kuruluşlara getirilen temel eleştiri kredi derecelendirme faaliyetlerini gerçekleştirirken kullandıkları metodoloji hakkında herhangi bir bilgi paylaşmamalarıdır. Söz konusu kredi derecelendirme kuruluşları özellikle finansal kriz dönemlerinde yoğun eleştirilere maruz kalmıştır. Ancak hâlen birçok yatırımcının yatırım kararı alırken esas aldığı temel faktör bu üç kuruluşun kamuoyuna duyurduğu kredi notlarıdır. Pay senetleri işletmelerde ortaklığı temsil etmektedir. İşletmenin kâr elde etmesi durumunda bu kâr pay senedi sahiplerine dağıtılmaktadır. Pay senetleri, oluşan ekonomik refahın geniş halk kitleleriyle paylaşılmasını sağlamaktadır. Pay senedinin değerini etkileyen mikro ekonomik ve makro ekonomik birçok etken bulunmaktadır. Bu çalışmada ise uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının duyurduğu kredi notlarının pay senedinin değeri üzerindeki etkisi incelenmektedir. Bu etki bankacılık sektörü özelinde ele alınmaktadır. Çalışmanın kapsamı 4 özel (Akbank, Garanti Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, İş bankası) ve 2 kamu bankası (Vakıfbank ve Halk Bankası) olmak üzere toplam 6 bankadan oluşmaktadır. Çalışmada üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu olan Standard&Poor's, Moody's ve Fitch'in 2014-2019 yılları arasında Türkiye için duyurduğu notların yukarıdaki bankalara ait pay senetlerinin değeri üzerindeki etkisi olay çalışması yöntemiyle analiz edilmiştir. S&P'nin Türkiye'nin kredi notunu BB+ olarak açıkladığı 06.05.2016 tarih

sonrasında Halkbank ve Vakıfbank hariç tüm şirketlerin negatif anormal getiriye sahip olduğu, Moody's'in Türkiye'nin kredi notunu Baa3 olarak açıkladığı 18.07.2016 tarih sonrasında Halkbank ve Vakıfbank hariç tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu, Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu BBB- olarak açıkladığı 18.08.2016 tarih sonrasında Yapı Kredi, Halkbank ve Vakıfbank hariç tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu ve Moody's'in Türkiye'nin kredi notunu Ba1 olarak açıkladığı 23.09.2016 tarih sonrasında tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Kredi, Derecelendirme, Finansal, Yatırım



ABSTRACT**THE RELATIONSHIP BETWEEN GRADE ANNOUNCEMENTS OF
INTERNATIONAL CREDIT RATING INSTITUTIONS AND SHARE
RETURNS: BANKING SECTOR EXAMPLE**

USAL, Aykut

MA Thesis

Department of Business Administration

Department of Business

Supervisor: Assoc. Dr. Erkan ALSU

June, 2022, 113 Pages

The credit ratings announced by the credit rating agencies directly affect both the capital market and the stock market. While making investment decisions, investors attach great importance to the credit ratings determined by the credit rating agencies as a result of the analyzes they carry out in an impartial and independent manner. Because, in the credit rating process, the financial structure of the rated institution is handled in all its aspects. As a result, credit risk is determined and it can be understood whether the relevant institution has financial stability. Among the institutions that carry out credit rating activities, three of them dominate more than 80% of the market. These are Moody's, Standard & Poors and Fitch Ratings. The main criticism brought to these institutions is that they do not share any information about the methodology they use while performing their credit rating activities. These credit rating agencies have been subjected to intense criticism especially during the financial crisis periods. However, the main factor that many investors take as a basis when making investment decisions is the credit ratings announced to the public by these three institutions. Shares represent partnerships in businesses. If the business makes a profit, this profit is distributed to the shareholders. Share certificates ensure that the resulting economic prosperity is shared with large masses of people. There are many micro economic and macro economic factors that affect the value of the stock. In this study, the effect of credit ratings announced by international credit rating agencies on the value of the stock is examined. This effect is handled specifically in the banking sector. The scope of the study consists of a total of 6 banks, 4 of which are private (Akbank, Garanti Bank, Yapı ve Kredi Bankası, İşbank) and 2 public banks (Vakıfbank and Halk Bank). In the study, the effect of the ratings announced for Turkey between 2014-2019 by the three major international credit rating agencies, Standard & Poor's, Moody's and Fitch, on the value of the stocks of the above banks is analyzed using the event study method. After 06.05.2016, when S&P announced Turkey's credit rating as BB+, all companies except Halkbank and Vakıfbank had negative abnormal returns, and after 18.07.2016, when Moody's announced Turkey's credit rating as Baa3, all companies except Halkbank and Vakıfbank. After 18.08.2016, when Fitch announced Turkey's credit

rating as BBB-, all companies except Yapı Kredi, Halkbank and Vakıfbank had positive abnormal returns and Moody's declared Turkey's credit rating as Ba1 at after 23.09.2016, it is seen that all companies have positive abnormal returns.

Keywords: Credit, Rating, Investment, Financial



İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iii
İÇİNDEKİLER	v
TABLolar LİSTESİ.....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ	x
KISALTMALAR	xi
GİRİŞ	1
A- Araştırmanın Konusu ve Problemi.....	1
B- Araştırmanın amacı ve önemi.....	3
C- Araştırmanın yöntemi.....	4
D- Sayıtlılar	4
E- Hipotezler	5
F- Sınırlılıklar	5
G- Tanımlar	5
H- Konu ile İlgili Ulusal ve Uluslararası Tezler/Çalışmalar	6
BÖLÜM I.....	9
KURAMSAL ÇERÇEVE	9
1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı	9
1.2. Kredi Derecelendirme Faaliyetinin Önemi	11
1.2.1. Şirketler Açısından	14
1.2.2. Sermaye Piyasası Açısından	14
1.2.3. Finans Kurumları ve Şirketler Açısından	15
1.2.4. Ülkeler Açısından	16
1.3. Kredi Derecelendirme Süreci	16
1.4. Kredi Derecelendirme Notları ve Derecelendirme Ölçekleri.....	21
1.5. Kredi Derecelendirme Notunun Kullanıcıları	23
1.6. Kredi Derecelendirme İhtiyacının Sebepleri	28
1.7. Kredi Derecelendirme Türleri	29

1.7.1. Vadelerine Göre Derecelendirme	29
1.7.1.1. Uzun Vadeli Kredi Derecelendirme.....	29
1.7.1.2. Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme	29
1.7.2. Döviz Cinsine Göre Derecelendirme.....	30
1.7.2.1. Uluslararası Döviz Cinsinden Derecelendirme.....	30
1.7.2.2. Uluslararası Yerel Para Cinsinden Derecelendirme	30
1.7.2.3. Ulusal Yerel Para Cinsinden Derecelendirme	30
1.7.3. Kurumlara Göre Derecelendirme	30
1.7.4. Ülke Derecelendirmesi	30
1.7.5. Kurumsal Derecelendirme	31
1.7.6. İhraç Derecelendirmesi.....	31
1.7.7. Proje Derecelendirmesi.....	31
1.8. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	31
1.8.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ortaya Çıkışı.....	31
1.8.2. Uluslararası Kabul Görmüş Kredi Derecelendirme Kuruluşları	32
1.8.2.1. Moody's Investors Service	34
1.8.2.2. Standard & Poor's.....	35
1.8.2.3. Fitch Ratings	37
1.9. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Prensipleri.....	38
1.10. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Kredi Notu Uygulama Kriterleri	39
1.11. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Kredi Notu Değerlendirme Farklılıkları.....	41
1.12. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Getirilen Eleştiriler	44
1.12.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Aşırı Bağlılık.....	46
1.12.2. Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rekabeti Önleyici Davranışları ve Derecelendirme Pazarındaki Oligopol Piyasa.....	46
1.12.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Bölgesel Olarak Önyargılı Davrandığı	48
1.12.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkinliği ve Verdikleri Notların Yerindeliği	49
1.12.5. Olası Çıkar Çatışmaları.....	50
1.12.6. Krizleri Öngörememeleri.....	53
1.12.7. Büyük Not İndirimleri ve Krizleri Derinleştirilmesi	55
1.12.8. Kamuya Açıkladıkları Bilgilere ve Şeffaflığa İlişkin Diğer Hususlar..	58

1.13. Pay Senetleri.....	59
1.14. Pay Senedi Türleri	61
1.15. Pay Senetlerinin Ekonomik Açıdan Önemi.....	61
1.16. Pay Senedinin Geliri.....	62
1.16.1. Kâr Payı (Temettü) Geliri.....	62
1.16.2. Sermaye Kazancı	63
1.17. Pay Senedi Getirileri Üzerinde Etkileri Olan Faktörler	63
1.17.1. Pay Senedi Getirileri Üzerinde Etkileri Olan Mikro Ekonomik Faktörler	63
1.17.2. Pay Senedi Getirileri Üzerinde Etkileri Olan Makro Ekonomik Faktörler	64
BÖLÜM II.....	69
BULGULAR VE TARTIŞMA	69
2.1. Bulgular	69
BÖLÜM III	88
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	88
KAYNAKLAR	90

TABLOLAR LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1. NRSRO Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	32
Tablo 2. Moody's' in Kredi Derecelendirme Gösterge Çizelgesi.....	34
Tablo 3. Moody's' in Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme Gösterge Çizelgesi.....	35
Tablo 4. S&P'nin Kredi Derecelendirme Gösterge Çizelgesi.....	36
Tablo 5. S&P'nin Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme Gösterge Çizelgesi.....	36
Tablo 6. Fitch Kredi Derecelendirme Gösterge Çizelgesi.....	37
Tablo 7. Fitch Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme Gösterge Çizelgesi.....	38
Tablo 8. Kredi Derecelendirme Kuruluşların Duyurduğu Kredi Notlarının Anlamlarına İlişkin Farklar	41
Tablo 9. S&P, Moody's ve Fitch'in 2014-2019 Yılları Arasında Türkiye'nin Kredi Notunu Tablosu.....	68
Tablo 10. 06.05.2016 - S&P'nin Türkiye'nin Kredi Notunu BB+ Olarak Açıklaması	69
Tablo 11. Açıklama Tarihi Öncesi Dönem İçin Açılan Olay Pencereleleri.....	70
Tablo 12. Açıklama Tarihi Sonrası Dönem İçin Açılan Olay Pencereleleri.....	70
Tablo 13. Birleşik Dönem İçin Açılan Olay Pencereleleri.....	70
Tablo 14. Şirket Bazında Abnormal Getiriler	71
Tablo 15. Açıklama Öncesi Şirket Bazında CAR Değerleri	71
Tablo 16. Açıklama Sonrası Şirket Bazında CAR Değerleri	72
Tablo 17. 18.07.2016 – Moody's'in Türkiye'nin Kredi Notunu Baa3 Olarak Açıklaması.....	72
Tablo 18. Açıklama tarihi öncesi dönem için açılan olay pencereleleri	73
Tablo 19. Açıklama Tarihi Sonrası Dönem İçin Açılan Olay Pencereleleri.....	73
Tablo 20. Birleşik dönem için açılan olay pencereleleri.....	73
Tablo 21. 18 Temmuz 2016 Tarihi İçin Bir Olay Penceresi	74
Tablo 22. Açıklama Öncesi Şirket Bazında CAR Değerleri	74
Tablo 23. Açıklama Sonrası Şirket Bazında CAR Değerleri	75
Tablo 24. 18.08.2016 – Fitch'in Türkiye'nin Kredi Notunu BBB- Olarak Açıklaması	75
Tablo 25. Açıklama tarihi öncesi dönem için açılan olay pencereleleri	76
Tablo 26. Açıklama tarihi sonrası dönem için açılan olay pencereleleri	76
Tablo 27. Birleşik dönem için açılan olay pencereleleri.....	76
Tablo 28. Şirket Bazında Anormal Getiriler	77
Tablo 29. Açıklama Öncesi Şirket Bazında CAR Değerleri	77
Tablo 30. Açıklama Sonrası Şirket Bazında CAR Değerleri	78
Tablo 31. 23.09.2016 – Moody's'in Türkiye'nin Kredi Notunu Ba1 Olarak Açıklaması.....	78
Tablo 32. Açıklama tarihi öncesi dönem için açılan olay pencereleleri	79
Tablo 33. Açıklama tarihi sonrası dönem için açılan olay pencereleleri	79
Tablo 34. Birleşik dönem için açılan olay pencereleleri.....	79
Tablo 35. Şirket Bazında Anormal Getiriler	80
Tablo 36. Açıklama Öncesi Şirket Bazında CAR Değerleri	80

Tablo 37. Açıklama Sonrası Şirket Bazında CAR Değerleri	81
Tablo 38. 04.11.2016 – S&P’nin Türkiye’nin Kredi Notunu BB Olarak Açıklaması	81
Tablo 39. Açıklama tarihi öncesi dönem için açılan olay pencereleri	82
Tablo 40. Açıklama tarihi sonrası dönem için açılan olay pencereleri	82
Tablo 41. Birleşik dönem için açılan olay pencereleri	82
Tablo 42. Şirket Bazında Anormal Getiriler	83
Tablo 43. Açıklama Öncesi Şirket Bazında CAR Değerleri	83
Tablo 44. Açıklama Sonrası Şirket Bazında CAR Değerleri	83



ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yüzdelik Pazar Dağılımı.....	33
Şekil 2. Yıllara Göre Kredi Notu Açıklama Sayıları	69



KISALTMALAR

AAR	: Ortalama Anormal Getiriler
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme Ve Denetleme Kurulu
BIST	: Borsa İstanbul
CAAR	: Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler
CAPM	: Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
CAR	: Kümülatif Anormal Getiri
Fitch	: Fitch Derecelendirme Kuruluşu
GSMH	: Gayrisafi Milli Hasıla
JCR	: Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
LTR	: Long Term Rating
Moody's	: Moody's Yatırım Hizmetleri
NRSRO	: Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Kredi Derecelendirme Kuruluşları
S&P	: Standard & Poor's
s.	: Sayfa
SEC	: Amerikan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
STR	: Short Term Rating
TMK	: Türk Medeni Kanunu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
Vb.	: Ve Benzeri
Vd.	: Ve Diğerleri

GİRİŞ

A- Araştırmanın Konusu ve Problemi

Bu çalışmanın konusu uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının not duyuruları ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkinin bankacılık sektörü açısından incelenmesidir. Bu kapsamda öncelikle kredi derecelendirme kavramı her yönüyle ele alınmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarını belirlerken yürüttüğü analiz sürecine de bu çalışmada yer verilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının not duyurularına ilişkin esasları tespit etmek çalışmanın konusu açısından oldukça önemlidir. Pay senedi getirilerinin ve kredi derecelendirme kuruluşlarının not duyuruları arasındaki ilişkiyi daha iyi anlamak için pay senetleri konusuna da geniş bir yer verilmiştir. Son olarak Bölüm II’de uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının not duyurularının ve bu notların bankaların pay senetlerine olan etkisi incelenmiştir.

Çalışmanın çözüm bulmak istediği sorun kredi derecelendirme kuruluşlarının not duyurularının pay senetleri üzerindeki etkilerini anlamaktır. Bu konuyu anlamak için bankacılık sektörü konu edilmiştir. Çünkü kredi derecelendirme kuruluşlarının not duyurularından en çok bankalar etkilenmektedir.

Şirketlerin faaliyet alanı genişlediği için finansal kaynağa olan ihtiyaçları da artmıştır. Şirketler bu ihtiyaçlarını halka arz işlemlerini arttırarak, finans kuruluşlarından kredi temin ederek ve yeni yatırımcılar tarafından desteklenerek karşılamaktadır. Ancak bu yöntemlerle kaynak temini yapabilmek için şirketlerin finansal istikrara sahip olduğunu çeşitli araçlarla ortaya koyması gerekmektedir. Söz konusu araçlardan biri olan kredi derecelendirme faaliyeti büyük önem arz etmektedir. Çünkü kredi derecelendirme faaliyeti bağımsız ve tarafsız kuruluşlar tarafından, alanında uzman kişilerce ve adil bir şekilde yapılmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları kredi notunu belirlemek için analiz yaparken hem kamuya açık hem de

kamuya açık olmayan verileri göz önünde bulundurmaktadır. Bu nedenle de kredi derecelendirme faaliyetinin sonucunda ilgili kuruluşlarca belirlenen nota piyasada herkes tarafından güven duyulmaktadır.

Kredi derecelendirme faaliyeti sadece şirketler açısından değil aynı zamanda sermaye piyasası, finans kurumları ve ülkeler açısından da büyük önem taşımaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarınca analiz edilen kuruluşlar sadece daha çok borçlanma imkânı elde etmemektedir. Aynı zamanda finansman maliyetini de oldukça azaltmaktadırlar. Çünkü finansal kaynak sağlanacak kuruluşun kredi notu, finansman maliyeti açısından belirleyici bir etken olmaktadır.

Uluslararası alanda kabul görmüş ve sektörde hakimiyete sahip olan üç adet kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Pazarın %80'ini elinde bulunduran üç kuruluş şunlardır:

- S&P (Standard & Poor's)
- Moody's
- Fitch

Bu kredi derecelendirme kuruluşları farklı gösterge çizelgeleri kullanarak gerçekleştirdikleri analizler sonucunda kredi notunu açıklamaktadır. Bu çalışmada uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının not duyuruları ile pay senedi getirileri arasındaki ilişki bankacılık sektörü açısından incelenirken bu üç kuruluşun duyurduğu kredi notları analiz edilmektedir. Kredi notları analiz edilirken bu notların pay senetlerinin getirilerine olan etkileri de bankacılık sektörü açısından ele alınmaktadır.

Pay senedi, kuruluşların finansal kaynak sağlamak amacıyla çıkardıkları kıymetli evrak niteliğine sahip olan belgelerdir. Bu belgeleri elinde bulunduran kişi veya kurumlar ortaklık hakkına sahip olmaktadır. Ayrıca söz konusu pay senetleri ikincil piyasalarda alınıp satılabilmektedir. Bu noktada pay senedinin değerine değinmek gerekmektedir. Pay senedinin değerine etki eden birçok faktör bulunmakla birlikte bunlardan biri büyük önem arz etmektedir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının pay senedi çıkaran şirket hakkında açıkladığı not duyuruları pay senetlerinin değerini doğrudan etkilemektedir. Bu çalışmada bankaların çıkardığı pay senetlerinin değeri ile uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının bankalar hakkındaki not duyuruları arasındaki ilişki incelenmektedir.

B- Araştırmanın Amacı ve Önemi

Kredi derecelendirme kuruluşlarınca belirlenen kredi notu hem sermaye piyasalarında hem de hisse senedi piyasasında alınacak kararları doğrudan etkiler. Yatırımcılar hisse senetlerine yatırım yaparken kredi derecelendirme kuruluşlarının hazırlamış olduğu detaylı raporları göz önünde bulundurur. Yatırımcılar bu raporları inceleyerek birçok konu hakkında fikir edinmekte ve geleceğe dair riskleri oldukça azaltabilmektedirler. Çünkü bu raporlar yatırım yapılacak şirkete ve şirketin bulunduğu ülkeye ilişkin çok çeşitli bilgileri içermektedir. Bu raporları inceleyen yatırımcı şu konular hakkında güvenilir ve tarafsız bilgilere ulaşır:

- Yatırım yapılacak şirketin bulunduğu ülkenin makro ekonomik koşulları
- Kanuni ve hukuki öngörülebilirlik
- Politika yapıcıların güvenilirliği
- Siyasi ve ekonomik potansiyel riskler
- Şirketin aktiflerinin yeterliliği
- Şirketin faaliyet gösterdiği sektördeki hacmi

Bu çalışmanın asıl amacı uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının not duyuruları ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkiyi bankacılık sektörü açısından incelemektir. Ayrıca bu çalışma kredi derecelendirme kuruluşlarının niteliğinin ve işlevinin daha iyi anlaşılmasını sağlamak ve literatüre katkı sunmak amaçlarını da taşımaktadır.

Bu araştırma ile derecelendirme kuruluşlarının duyurduğu notların pay senetleriyle arasındaki ilişkinin bankacılık örneği açısından incelenerek daha iyi anlaşılması hedeflenmektedir. Pay senetleri ve not duyuruları arasındaki ilişkinin incelenmesi hem kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı analizlerin önemini ortaya koyacak hem de pay senetlerinin değerindeki artış ve azalışların nedenleri daha iyi anlaşılacaktır.

C- Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışmada, kredi notu açıklamalarının getiriler üzerindeki etkisini araştırmak amacıyla Olay Çalışması yöntemi kullanılacaktır. Olay Analizi, belirli bir olayın firmaların hisseleri üzerindeki anormal etkisini ölçmek amacıyla literatürde sıkça kullanılan bir yöntemdir. Anormal getiri ise, menkul kıymetler ya da portföyler sayesinde elde edilen olağandışı karları tanımlar. Bu anormal getiriler pozitif ya da negatif olabilir. Anormal getirileri Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM), arbitraj fiyatlama modeli, piyasa modeli, faktör modeli ya da sabit ortalama getirili modeller ile tahmin edilebilir (Neslihanoglu ve Aksoy, 2020). Bu çalışmada ise piyasa modeli kullanılacaktır. Piyasa modeli için anormal getiriler:

$$AR_{it} = R_{it} - (a + \beta R_{mt})$$

şeklinde formülize edilebilir. Burada,

AR_{it} : i. hissenin t. günündeki anormal getirisini

R_{it} : i. hissenin t. günündeki beklenen getirisini

R_{mt} : Piyasa endeksinin t günündeki gerçekleşen getirisini

a, β : Model parametrelerini

temsil etmektedir. Bu çalışmada piyasa endeksi olarak BIST100 seçilmiştir. Anormal getirilerin hesaplanmasının ardından, olay pencereleri kapsamında kümülatif anormal getiriler hesaplanacaktır. Tahmin penceresi olarak en çok kredi notu açıklamasının yapıldığı dönem olan 2016 yılı seçilmiştir. 2016 yılındaki her bir kredi notu açıklamasının olay penceresi -20 ve +20 aralığı olarak seçilmiştir. Buna göre olay pencereleri, olay öncesi; (-20, -1), (-10, -1), (-5, -1) ve (-3, -1) olay sonrası; (+20, 1), (+10, 1), (+5, 1) ve (+3, 1) olay öncesi ve sonrasını kapsayan (-20, +20), (-10, +10), (-5, +5) ve (-3, +3) şeklinde belirlenmiştir. Her bir olay penceresi için elde edilen anormal getiriler aracılığıyla ortalama anormal getiriler ve kümülatif ortalama anormal getiriler hesaplanacaktır.

D- Sayıtlar

Olay penceresi dahilinde bulunan ve analizi yapılan tüm olay günleri için yani S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye'nin kredi derecelendirme notunu açıkladığı günlerde getirileri etkileyecek kayda değer başka bir olay yaşanmadığı bir diğer deyişle diğer her şeyin stabil olduğu varsayımı altında analizler gerçekleştirilmiştir.

E- Hipotezler

Çalışma kapsamında kullanılacak hipotezler,

H_1 : S&P'nin Türkiye'nin kredi notunu düşürmesinin getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi vardır

H_2 : S&P'nin Türkiye'nin kredi notunu sabit tutmasının getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi vardır

H_3 : S&P'nin Türkiye'nin kredi notunu düşürmesinin getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi vardır

H_4 : Moody's'in Türkiye'nin kredi notunu düşürmesinin getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi vardır

H_5 : Moody's'in Türkiye'nin kredi notunu sabit tutmasının getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi vardır

H_6 : Moody's'in Türkiye'nin kredi notunu düşürmesinin getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi vardır

H_7 : Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu düşürmesinin getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi vardır

H_8 : Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu sabit tutmasının getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi vardır

H_9 : Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu düşürmesinin getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi vardır

Şeklinde tanımlanmıştır.

F- Sınırlılıklar

Bu çalışma uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının not duyuruları ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkinin belirlenmesi amacıyla ele alınmış ve Türkiye'de faaliyet gösteren 4 özel (Akbank, Garanti Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, İş Bankası) 2 Kamu (Vakıfbank ve Halk Bankası) olarak sınırlandırılmıştır.

G- Tanımlar

Kredi: Bir kişiye belirli bir süre sonrasında geri alınması şartı ile satın alma gücünün sağlanması ya da bu gücün devredilmesidir.

Pay Senedi: Pay senedi ortaklarına sermaye paylarını belgelendirmek amacı ile verilen ve sahibine şirketin yıllık kârından pay alma hakkı veren kıymetli evraktır.

Sermaye: Bir işletme hesabı içerisinde tutulmuş olan ya da bir finansman kaynağının elde edildiği fonlar gibi finansal varlıkların tanımlanmasına yönelik kullanılan kavramdır.

H- Konu ile İlgili Ulusal ve Uluslararası Tezler/Çalışmalar

Tekin (2016) ele aldığı bir çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının önemini, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bunların ön göremedikleri kriz ve iflasları incelemiştir. Bu bağlamda kredi derecelendirme kuruluşlarının yerine geçebilecek bağımsız kuruluşlar olmaması dolayısıyla bunların notlarını ele alırken, yatırımcıların o not bağlamında yatırım kararı verdikleri ve kredi notları kapsamında finansman sağlama maliyetlerinin oluşabileceği göz önünde bulundurularak piyasanın yönlendirildiği bilinci ile derecelendirmeleri gerektiği vurgulanmıştır.

Weinstein (1977), kredi derecelendirme duyuru döneminde ilgili kuruluşlar tarafından ihraç edilen tahvillerin fiyat değişimlerini araştırmıştır. Araştırmanın temel dayanağı, bu bilgilerin kredi notu açıklanmadan önce piyasaya sızdırıldığı, dolayısıyla not duyurusunun ardından tahvil fiyatlarında büyük bir hareket beklenmemesi gerektiğidir. Nitekim, analize göre (olay anında) derecelendirme duyurusunun ardından tahvil fiyatlarında istatistiksel olarak önemli bir değişiklik fark edilmemiştir.

Griffin ve Sanvicente (1982), kredi notlarındaki değişiklikler ile hisse senedi fiyatları arasındaki bağlantıyı araştırmıştır. Çalışma, derecelendirme duyurusundan 11 ay önce ve bir ay sonra olmak üzere bir yıllık dönemde hisse fiyatlarındaki dalgalanmayı incelemiştir. Çalışma, kredi notu düşüşleri ile hisse fiyatı düşüşleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki keşfetmiştir. Ancak not artışı ile hisse fiyatı arasında bir ilişki kurulamamıştır.

Holthausen ve Leftwich (1986), Moody's ve S&P'nin kredi notunu düşürmesi ile hisse senedi getirisi arasında negatif bir ilişki olduğunu belirlemişlerdir. Literatürde ilk kez günlük hisse senedi getirilerinin kullanıldığı çalışmada, reyting beyanı ile aynı anda haber taşıyan gözlemler hariç tutulduğunda dahi negatif anormal getirilerin olduğu tespit edilmiştir.

El ve ark. (1992), ABD piyasasında kredi notunun düşürülmesinin yatırımcılara yeni bilgiler sağladığını, ancak not revizyonlarının duyurudan önce fiyatlandırıldığını, dolayısıyla hisse fiyatları üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını keşfetmiştir.

Schweitzer ve ark. (1992) tarafından ele alınan bir çalışmada 77 düşürme notu bulunan banka incelenmiştir. Bu bağlamda 22 derecelendirme notu duyuru penceresinde ortalama-%1,5; duyuru gününden 60 işlem günü öncesindeki

dönemlerdeyse-%7 oranında anormal getiri olduğu belirlenmiştir. Yükseltme notu alan bankalardaysa duyuru penceresinde ortalama +%1,1 anormal getiri; duyurudan önce %3'e doğru yükselen anormal getiriler olduğu tespit edilmiştir.

Steiner ve Heinke (2001) Alman Eurobond verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada, kredi notunun düşürülmesinin olay günü sonrasında negatif tahvil getirisi ürettiğini bulmuşlardır. Öte yandan, not artışı karşısında anormal bir getiri olmadığı belirlenmiştir.

Elayan ve ark. (2003), Yeni Zelanda merkezli işletmelerin hisse senedi fiyatlarının istatistiksel olarak önemli ölçüde düştüğünü ve olumlu derecelendirmelerin anormal piyasa getirileri sunduğunu keşfetmiştir. Araştırma sonucunda, kredi notu açıklamalarının yatırımcılar için değerli bir bilgi kaynağı olduğu belirlenmiştir.

Sipahi (2010), hisseleri İMKB Bankalar endeksinde işlem gören bankalar üzerinde yaptığı araştırma ve toplamda yaptığı değerlendirme sonucunda, 9 olayın çeşitli dış haberlerle kirletildiğini ve 29 olayda derecelendirme beyanı ile hisse fiyatları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna varmıştır. İncelenen on vakada, derecelendirmedeki bir artış, hisse fiyatlarında anormal getirilere neden olmuştur.

Harmanç (2013) kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarının Türkiye'nin BİST 100 endeksi üzerindeki etkisini değerlendirmiştir. Soruşturma sonucunda, olumlu not duyurularının etkinlik gününden önce fiyatlandığı ve bu duyurudan önce piyasa bilgisi olarak değerlendirildiği tespit edilmiştir. Olay günü ve sonrasında hisse fiyatlarında istisnai bir getiri olmamıştır.

Yıldırım ve ark. (2018), 2012-2016 yılları arasında Türkiye'ye verilen kredi derecelendirme kuruluşu notlarının altı BİST göstergesi üzerindeki etkisini değerlendirmiş ve derecelendirmelerin endeksler üzerinde hiçbir etkisinin olmadığını elde etmişlerdir.

Kuzu (2019), 2002-2018 yılları arasında Türkiye'de kredi derecelendirme kuruluşu duyurularının BİST-100'de yer alan 9 sektör üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırmada Vaka Çalışması yaklaşımı kullanılmış ve kredi notu açıklamalarının tüm sektörlerde hisse senetleri üzerinde etkili olduğu ancak bu etkinin sınırlı olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca araştırma sonuçları, kredi notu açıklamalarının hisse senedi getirileri

üzerinde en düşük etkiye sahip olduğunu, kimya sektörünün ise en büyük etkiye sahip olduğunu göstermektedir.



BÖLÜM I

KURAMSAL ÇERÇEVE

1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı

Şirketlerin faaliyetleri çeşitlenip büyüdüğü için kurucuların hem yönetici hem de hissedar olduğu geleneksel yönetim anlayışı terkedilmiştir. Böylelikle şirketler daha profesyonel bir şekilde yönetilmeye başlanmıştır. Bununla birlikte şirketlerin faaliyet alanı genişlediği için finansal kaynağa olan ihtiyaçları da artmıştır. Şirketler bu ihtiyaçlarını halka arz işlemlerini arttırarak, finans kuruluşlarından kredi temin ederek ve yeni yatırımcılar tarafından desteklenerek karşılamaktadır. Ancak bunu yapabilmek için şirket istikrarlı bir finansal yapıya sahip olmak zorundadır. Aksi halde şirkete yatırım yapılması, finans kuruluşlarından kredi temin edilmesi mümkün olmamaktadır. Hatta şirket halen elindeki yatırımları bile kaybedebilmektedir. Bu sebeple şirket, finansal istikrarını bağımsız ve tarafsız kuruluşlarca hazırlanan raporlarla göstermesi gerekmektedir. Bu durum hissedarlar, alacaklılar ve yatırımcılar için oldukça önemlidir. Çünkü yatırımcılar aldığı riski karşılayabilecek şirketlere yatırım yapmak istemekte ve finansal kuruluşlar da ödeme aşamasında bir sorunla karşılaşmayacağı şirketlerle çalışmak istemektedir.

Her ne kadar kredi derecelendirme kavramı farklı şekillerde tanımlanmış ise de burada mevzuattaki tanıma yer verilmiştir. SPK (Sermaye Piyasası Kurulu) tarafından 12.07.2007 tarih ve 26580 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin (Seri: VIII, No:51) 5’inci maddesine göre kredi derecelendirme kavramı:

“Kredi derecelendirmesi;

MADDE 5 – (1) Kredi derecelendirmesi;

a) *İşletmelerin risk durumları ve ödeye bilirlüklerinin*

veya

b) *Borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılana bilirlüğünün derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir” (Resmî Gazete, 2007).*

BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) tarafından 17.04.2012 tarih ve 28267 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik’in 5. Maddesinin 1. Fıkrasında kredi derecelendirme faaliyeti şöyle tanımlanmıştır: MADDE 5 – (1) “Derecelendirme faaliyeti, bu maddenin üçüncü fıkrasında yer alan ana ve alt varlık kategorilerinin kapsamına giren müşterilerin, yapılacak inceleme ve analiz sonucuna dayanılarak kredi değerliliğinin ve dolayısıyla derecelendirme notunun belirlenmesi sürecini içerir.” Kredi değerliliğinin ölçülmesi ise söz konusu yönetmeliğin 5’inci maddesinin 2’nci fıkrasında şöyle tanımlanmıştır: “Kredi değerliliğinin belirlenmesi, müşterinin;

a) *Kullanacağı krediyi geri ödeyebilme gücünün veya*

b) *Borçluluğunu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerini vadelerinde yerine getirememe riskinin,*

yetkili derecelendirme kuruluşu tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi, sınıflandırılması ve uygun derecelendirme notunun verilmesi faaliyetidir.” (Resmî Gazete, 2012)

S&P (Standard&Poor’s) ise kredi derecelendirme faaliyetini ihraççının güvenilebilirliği hakkındaki geleceğe dair görüş olarak tanımlamıştır. Kredi derecelendirme faaliyeti sonucunda yatırımcılar, ihraççının ödeme yaparken bir sorunla karşılaşp karşılaşmayacağını öngörebilmektedir. Bunun sonucunda yatırımcılar daha sağlıklı kararlar alabilmektedir. Bununla birlikte kredi derecelendirme faaliyeti tüm dünyada anlaşılabilir bir dile sahiptir. Ancak kredi derecelendirme faaliyetinin yatırımcıların aldığı kararları etkileyen etmenlerden

sadece biri olduğu unutulmamalıdır (S&P, 2020). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından biri olan Fitch Ratings'e göre kredi derecelendirme faaliyeti şöyle tanımlanmıştır: Menkul kıymet ihracının neden olduğu finansal yükümlölüklerin (faiz, imtiyazlı kâr payı dağıtımı ve anapara) yerine getirilip getirilemeyeceğine ilişkin bir değerlendirmedir (Boyacıoğlu, 2005, s. 43)

Yapılan tanımların içeriğı bazı farklılıklar içerse de aralarında büyük farklılıkların olduğunu söylemek güçtür. Kısaca kredi derecelendirme kavramı borçlunun borcunu ödeyememe riskiyle doğrudan ilgilidir. Ayrıca ilgili şirketin veya kamu otoritesinin finansal itibarını da büyük ölçüde belirler. Kredi derecelendirme faaliyeti yatırımcılar ve finansal kuruluşlar için büyük bir öneme sahip olsa da doğrudan bir tavsiye olarak görülmemektedir. Başka bir ifadeyle kredi derecelendirme faaliyeti yapıldıktan sonra bilgi talep edenlere fon sağlama konusunda herhangi bir telkinde bulunulmamaktadır (S&P, 2019, s. 5). Bu yüzden kredi derecelendirme faaliyeti ilgililerin karar verirken göz önünde bulundurmaları gereken etmenlerden sadece biridir.

1.2. Kredi Derecelendirme Faaliyetinin Önemi

Kredi derecelendirme faaliyeti alanında uzman kişiler tarafından bağımsız ve tarafsız kurumlarca adil bir şekilde yapılır. Bu sayede ilgili kuruluşun finansal istikrarı açısından güvenilir bir bilgiye sahip olunur. Bu nedenle kredi derecelendirme faaliyeti piyasalar, yatırımcılar ve kredi derecelendirme hizmeti alan kurumlar için birbirinden farklı işlevlere sahiptir (Kılıçaslan ve Giter, 2016).

Kredi derecelendirme faaliyeti yatırımcıları oldukça yakından ilgilendirmektedir. Çünkü yatırımcılar riskleri değerlendirmekte ve risk oranı en düşük ve getiri oranı en yüksek olan yatırımı tercih etmektedirler. Bununla birlikte yerleşik olmadıkları ölkelerde yatırım kararı alırken bazı bilgilere ihtiyaç duyarlar. Bunların başında yatırım koşulları, vergi mevzuatı ve diğerk hukuki düzenlemeler gelmektedir. Bir diğerk husus ise yatırım yapılacak ölkede konuşulan ve yazılan dilin farklı olmasıdır. Bu da yatırım yapma maliyetini oldukça artırır ve yatırım yapma kararını almak güçleşir. Bu aşamada açık ve sağlıklı bilgi edinmek amacıyla kredi derecelendirme kuruluşlarına başvurulur. Kuruluşlar alanında uzman kişiler tarafından yürütölen detaylı incelemeler sonucunda ihtiyaç duyulan bilgileri elde ederler ve bu bilgileri küresel bir dil kullanarak açıklarlar. Bu sayede yatırımcılar zaman ve emek kaybına uğramadan isabetli kararlar alabilmektedirler (S&P, 2019, s.6-7). Bir başka

husus da şudur ki yatırımcılar kredi derecelendirme için ihtiyaç duyulan bütün bilgilere sahip olsalar dahi bu bilgileri inceleyerek doğru bir karara varmaları olası değildir.

Kredi derecelendirme faaliyeti yatırımcılara karar alma konusunda olduğu kadar devam etmekte olan yatırımların takibinde de yol göstermektedir. Çünkü derecelendirme faaliyeti hakkında rapor hazırlanan kuruluşun geleceğe dair hedef ve stratejilerini de analiz etmektedir. Derecelendirme faaliyetinin öznesi olan kuruluş, bu kuruluşun içinde bulunduğu sektör ya da ülke devamlı olarak izlenmektedir. Derecelendirme notunu etkileyebilecek olan hususlar da hesaba katılarak dinamik ve devamlı bir analiz süreci yürütülmektedir (S&P, 2020a). Bunun sonucunda hakkında derecelendirme faaliyeti yapılan kuruluş, oluşan veya oluşma ihtimali olan sorunlarla daha kolay mücadele etme imkânına erişmektedir. Ayrıca şirketin geleceğe dair hedef ve stratejileri daha isabetli hale gelmektedir. Yatırım kararı alındıktan sonra şirketin kredibilitesinde bir değişiklik meydana gelebilmektedir. Bu durumda kredi derecelendirme kuruluşları bu gelişmeyi de kamuya açıklamaktadır.

Kredi derecelendirme faaliyeti sadece yatırımcılar için değil hakkında derecelendirme faaliyeti yürütülen kuruluşlar için de oldukça önem arz etmektedir. Çünkü kredi derecelendirme faaliyeti sonucunda yatırım arayışı içinde olan kuruluşlar uluslararası piyasalardan da yatırım alabilir hale gelmiştir. Ancak uluslararası piyasalardan yatırım almak için şirketlerin kredi notunun belirli bir düzeyin üzerinde olması gerekmektedir. Finansal istikrarını kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı analizler sonucunda ispatlayabilen kuruluşlar kaynak temini için daha geniş imkânlarla sahip olmaktadır. Buna ek olarak uluslararası piyasalardaki tanınırlıkları da artmaktadır. (Babuşcu ve Hazar, 2007, s. 9). Bu husus bilhassa KOBİ'ler (Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler) açısından oldukça önem arz etmektedir. Çünkü kurumsal işletmeler finansman ihtiyacı konusunda çok fazla sorunla karşılaşmazken KOBİ'ler oldukça zorlanmaktadır. KOBİ'lerin finansal sağlıklarını ispatlayamamaları fon kaynaklarına erişimlerini büyük ölçüde kısıtlamaktadır. Bu yüzden kredi derecelendirme faaliyeti sonucunda yüksek bir kredi notuna sahip olmaları finansman ihtiyaçlarını karşılamaları açısından oldukça önemli hale gelmiştir (Tekin, 2016).

Kredi derecelendirme kuruluşlarınca analiz edilen kuruluşlar sadece daha çok borçlanma imkânı elde etmemektedir. Aynı zamanda finansman maliyetini de oldukça azaltmaktadırlar. Çünkü finansal kaynak sağlanacak kuruluşun kredi notu, finansman

maliyeti açısından belirleyici bir etken olmaktadır. Kuruluş kredi derecelendirme faaliyeti sonucunda finansal istikrara sahip olduğunu ispatlarsa finansman maliyeti de buna bağlı olarak düşmektedir. Çünkü kredi notu yüksek olan kuruluş uluslararası piyasalardan kaynak temin ederken pazarlık gücüne sahip olmakta ve bu sayede hem finansman maliyetini düşürmekte hem de borçlanma koşullarını belirleyebilmektedir.

Kredi derecelendirme faaliyeti aynı zamanda kuruluşun daha sistemli bir şekilde yönetilmesini sağlamaktadır. Çünkü yapılan analizlerin sonuçlarının ilgililere duyurulacak olması yönetimi daha dikkatli olmaya itmekte ve önemli kararlar alırken daha hassas davranmalarını sağlamaktadır. Kredi notunun düşürülmesi ihtimalini göze alamamaktadırlar. Çünkü yüksek bir kredi notuna sahip olmanın sağladığı olanaklardan vazgeçmeyi ve piyasadaki itibarlarının zarar görmesini istememektedirler.

Kredi derecelendirme faaliyeti piyasaları olumlu etkilemektedir. Yatırım yapma kararı almak için şirketlerin finansal istikrarı hakkında bilgi edinme ihtiyacı duyulmaktadır. Bu açıdan da kredi derecelendirme faaliyeti büyük bir öneme sahiptir. Özellikle sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde kredi derecelendirme faaliyetlerine oldukça büyük bir önem verilmektedir. Piyasadaki kuruluşların bağımsız ve tarafsız bir şekilde analiz edilmesi hem belirsizliği azaltmakta hem de kuruluşların kredi değerliliğini artırmaktadır. Bununla birlikte risk düzeyi istikrara kavuşmakta ve bu da uzun vadeli yatırımların artmasına yol açmaktadır. Ayrıca bu sayede ülkenin ihtiyaç duyduğu uluslararası sermaye de ülke ekonomisine kazandırılmış olmakta ve ülke ekonomisi uluslararası piyasaya dâhil olmaktadır. Kredi derecelendirme faaliyetinin diğer etkileri şunlardır (Babuşcu ve Hazar, 2007, s. 12):

- Makro ekonomik risk seviyesinin istenilen seviyeye getirilmesini sağlamaktadır
- Finansal işlemlerin daha etkili bir şekilde yürütülmesini sağlamaktadır
- Büyüme sonucunda ortaya çıkan finansman ihtiyacının sağlanmasını kolaylaştırmaktadır

Ülkedeki denetleyici ve düzenleyici kamu kurumları da kredi derecelendirme faaliyetini bağımsız bir kriter olarak değerlendirmektedir. Finansal piyasaları düzenleme ve denetleme yetkisine sahip olan kamu otoriteleri, denetim ve gözetim yükünü üstlenmektedir. Kredi derecelendirme faaliyeti kamu otoritelerinin üzerindeki

bu yükü azaltmaktadır. Şöyle ki kamu otoriteleri finansal kaynak teminine, sermaye piyasalarında menkul kıymet ihracına, halka arz işlemlerine asgari bir kredi notuna sahip olma koşulu getirerek bunu sağlayabilmektedirler. Bu ayrıca hem yatırımcıları korumakta hem de bankaların portföy kalitesinin düşmesini engellemektedir (Ayaz, 2016).

1.2.1. Şirketler Açısından

Uluslararası piyasalarda yatırım yapan kuruluşlar aldıkları riskin değerini bilmek istemektedirler. Bu yüzden de yatırım yaptıkları kuruluşların finansal yapısı hakkında bilgi edinmeleri gerekmektedir. Ancak bu bilginin profesyoneller tarafından üretilmesi, bağımsız ve tarafsız olması son derece önemlidir (Günel, 2019). Yatırımcıların tecrübe konusundaki ihtiyacı kredi derecelendirme kuruluşları tarafından karşılanmaktadır. Yatırımcılar kredi derecelendirme faaliyetinin tarafsız olmasına, söz konusu kuruluşun tüm boyutları ile değerlendirilmesine büyük önem vermektedirler. Ayrıca verilen notun yatırımcıları yanıltmaması gerekmektedir (Kılıçaslan ve Giter, 2016).

Yatırım yapılmak istenen kuruluşa ait bilgiler edinildikten sonra bu bilgileri kullanarak getiri ve risk hesabı yapılmaktadır. Kredi derecelendirme faaliyeti özetle bu anlama gelmektedir. Yatırımcılar yatırım kararı alırken kuruluşun derecelendirme faaliyeti sonucunda hangi risk sınıfı içinde yer aldığını göz önünde bulundurmaktadır. Kredi derecelendirme faaliyetleri uluslararası piyasalarda sadece yatırımcı için değil aynı zamanda yatırım yapılan kuruluş için de maliyetleri ve riskleri oldukça azaltmaktadır. Yatırım yapılan kuruluşun risk durumunu değerlendirmesi yatırımın daha sağlıklı olmasına yol açmaktadır (Tekin, 2016).

1.2.2. Sermaye Piyasası Açısından

Kredi derecelendirme faaliyeti sonucunda sermaye piyasalarının geliştiği ve derinlik kazandığı görülmektedir. Derecelendirme faaliyetinin bağımsız ve tarafsız bir şekilde alanında uzman profesyoneller tarafından yapılması yatırımcılara daha güvenilir ve uygun şartlarda yatırım yapma imkânı sunmaktadır. Bu şartlara sahip olan yatırım ortamında hem piyasalar derinlik kazanmakta hem de spekülasyon işlemlerin sayısı oldukça azalmaktadır. Sermaye piyasaları açısından kredi derecelendirme faaliyetinin önemi kısaca şöyle ifade edilebilir (Babuşcu ve Hazar, 2008).

- Menkul kıymetlere ilişkin alınacak kararlarda ve risk analizinde derecelendirme faaliyeti anlaşılması kolay bir referans sunmaktadır.
- İkincil piyasalarda alım satımı yapılan menkul kıymetler açısından dikkate değer bir gösterge fonksiyonu taşımaktadır.
- Analiz sonucu elde edilen bilgiler geniş bir kitleyle paylaşıldığı için finansman kaynaklarının çeşitliliğinin artmasını sağlamaktadır.
- Derecelendirme faaliyeti sonucunda kurumsal yatırımcılar da yatırım kararı aldığı için sermaye piyasasının derinleşmesini sağlamaktadır.
- Yatırıma ilişkin kararlar daha tarafsız ve kredibilitesi yüksek bir gerekçeye sahip olmaktadır.
- Menkul kıymet fiyatlarında ani iniş-çıkışların meydana gelmesini engellemektedir.
- Finansman bonusu ve tahvil gibi araçlara şirketler tarafından verilen faiz oranlarının daha uygun bir ortamda belirlenmesini sağlamaktadır.
- Uluslararası piyasalarla bütünleşmeyi sağlamaktadır.

1.2.3. Finans Kurumları ve Şirketler Açısından

Küreselleşme sonucunda bankalar ve diğer finans kuruluşlarının ülke ekonomileri içindeki payları artmıştır. Bu yüzden finansal altyapının gelişmiş olması ülke ekonomisinin işleyişi açısından da oldukça önemlidir. Finansal altyapının geliştirilmesi ve yürütülmesi derecelendirme faaliyetiyle doğrudan ilişkilidir (Gürel, Bulgurcu ve Demir, 2012, s. 16). Kredi derecelendirme faaliyetleri aynı zamanda bankaların kaynak maliyetlerinin azalmasını sağlamaktadır. Derecelendirme faaliyetleri sonucunda bankalar şu olanakları elde eder (Küçükçolak, 2020):

- Sermaye piyasalarına erişme ve işlem yapma,
- Bankalar arası işlemlerde kredi maliyetlerinin azaltılması,
- Finansman kaynağına erişmede kolaylık,
- Ülke içindeki ve dışındaki bankalarla rekabet avantajı,
- Uluslararası piyasalarda faaliyetler gerçekleştirebilmek.

1.2.4. Ülkeler Açısından

Ülkeler açısından risk analizlerinin yapılmaya başlanması 1970’li yıllarda meydana gelen petrol krizleriyle birlikte olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğu petrol krizlerinden sonra dış borçlarını ödemeyecek hale gelmiştir. 1982 yılında Meksika borçlarını ödeme imkanının olmadığını duyurduktan sonra borç krizi çıkmıştır. Bunun sonucunda uluslararası piyasalarda ülkelere ilişkin riskin belirlenmesinin önemi artmıştır (Şen, 2014, s. 8).

Kredi notları hem yatırımcıların hem de uluslararası sermaye dolaşımının gelişmekte olan ülkelere yönelmesi açısından yadsınamayacak bir önem arz etmektedir. Çünkü ülkenin kredi notları ile o ülkeye yapılacak dış yatırımların boyutu ve niteliği birbiriyle doğrudan bağlantılıdır. Ayrıca yatırımcılar için belirlenen faiz oranları büyük ölçüde ülkenin kredi notlarından etkilenmektedir. Kredi derecelendirme faaliyetleri ülkelerin ekonomisine şöyle katkılarda bulunmaktadır (Babuşcu ve Hazar, 2008, s. 357):

- Kredi derecelendirme faaliyeti sonucunda ülke istikrarlı ve kredibilitesi yüksek mali piyasalara sahip olmaktadır.
- Kredi derecelendirme faaliyeti ülke piyasalarının milletlerarası piyasalara entegre olmasını sağlamaktadır.
- Kredi derecelendirme faaliyeti ülke ekonomisindeki genel risk düzeyini sınırlandırdığı gibi büyümenin finansmanını da kolaylaştırmakta ve finansal işlemlerin etkinliğini artırmaktadır.

1.3. Kredi Derecelendirme Süreci

Derecelendirme hizmeti almak isteyen şirket derecelendirme faaliyetini yürüten kuruluşa başvurmaktadır. Kuruluşun talep ettiği ücreti ödemekte ve sözleşme imzalanmaktadır. Ayrıca SPK tarafından 12.07.2007 tarih ve 26580 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin (Seri: VIII, No:51) 4. Maddesine göre derecelendirme faaliyetinin kapsamı şöyle belirtilmektedir:

“Derecelendirme faaliyetinin kapsamı

MADDE 4 – (1) Derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsar.

(2) İşletmelerce derecelendirme yaptırılması ihtiyaridir. Ancak, Kurul tarafından gerekli görülen durumlarda derecelendirme yaptırılması zorunlu tutulabilir.

(3) Derecelendirme kuruluşları, işletmelerin talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilirler. Derecelendirme kuruluşları, talebe bağlı olmayan derecelendirme çalışması ve sonuçları hakkında kamuya açıklama yapmadan önce ilgili işletmelere bilgi vermek zorundadırlar. Derecelendirme çalışmasında işletmeler hakkında esas alınan bilgilere ilişkin olarak ilgili işletme tarafından yapılan değerlendirmeler, derecelendirme kuruluşlarınca titizlikle dikkate alınır.

(4) Talebe bağlı olmayan derecelendirme çalışmasına bu Tebliğde belirlenen ilke, usul ve esaslara uygun olarak ilgili işletmenin birbirini izleyen 3 hesap dönemi süresince devam edilir. Verilen derecelendirme notu, en fazla 6 aylık dönemler itibariyle gözden geçirilerek, kamuya açıklanır.

(5) Talebe bağlı olmayan derecelendirmelerde, müşteriden veya diğer kişi, kurum ve kuruluşlardan varsa sağlanan veya sağlanması öngörülen ücret ve benzeri menfaatlerin, derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirme notu ile birlikte kamuya açıklanması zorunludur.”

Belirtildiği üzere kredi derecelendirme faaliyeti herhangi bir talep ve sözleşme olmadan da yapılabilmektedir. Ancak bu durumda kredi derecelendirme kuruluşu bir ücret talebinde bulunamamaktadır. Bankalar için ise farklı bir düzenleme söz konusudur. BDDK tarafından 17.04.2012 tarih ve 28267 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik’in 23’üncü maddesinin 1’inci fıkrasının (ğ) bendine göre “Bankalar hakkında talep edilmemiş derecelendirme notu verilemez.” Kredi derecelendirme kuruluşları, banka tarafından herhangi bir talepte bulunulmamışsa banka hakkında kredi derecelendirme faaliyetini yürütememektedir. Bu yüzden kredi derecelendirme faaliyetinin öznesi bankalar olduğunda bankanın talebi zorunlu şart olarak aranmaktadır.

Kredi derecelendirme faaliyetinin gerçekleştirilmesi talep edildikten ve taraflar arasında sözleşme yapıldıktan sonra kredi derecelendirme kuruluşu analiz konusunda uzman olan çalışanlarını bu iş için atamaktadır. Bu uzmanlar şirketin faaliyetlerini gerçekleştirdiği sektörü de göz önünde bulundurarak özenli ve titiz bir

inceleme yürütmektedir (Moody's, 2020). Analiz faaliyetini gerçekleştiren uzmanların ihtiyaç duyduğu veriler şu şekilde sıralanabilmektedir:

- Kuruluşun faaliyet konusu,
- Kuruluşun içinde yer aldığı sektör,
- Düzenleyici ve denetleyici yetkiye sahip kamu otoritelerinin kuruluş hakkında hazırladığı raporlar,
- Kuruluşa ilişkin finansal ve operasyonel veriler,
- Kuruluşun bulunduğu ülke ekonomisine ilişkin raporlar
- Derecelendirme faaliyetine etkide bulunacak diğer bilgiler

Uzmanlar ancak bu verileri elde ettikten sonra analiz çalışmasına başlayabilmektedirler (Fitch Ratings, 2020). Buna ek olarak kuruluşun faaliyetlerini yerinde izleyerek ve kuruluşun yönetim organı ile toplantılar yapılarak analiz süreci beslenmektedir. Kamu otoritelerinin mevzuata uyumu, öngörülebilir olması, yolsuzluğu engelleme gücü analiz sürecinde önem verilen faktörlerdendir. Bununla birlikte hakkında kredi derecelendirme faaliyeti gerçekleştirilen kuruluşun kamu kurumlarına güveni de son derece önemlidir (Moody's, 2019, s. 7).

Ödeme gücü hesaplanırken kuruluşun sermaye yapısı ve kârlılığı dikkate alınmaktadır. Likidite riski hesaplanırken ise finansman kaynaklarına erişim olanakları göz önünde bulundurulmaktadır. Toplam krediler içindeki sorunlu kredilerin oranı incelenerek aktif kalitesi belirlenmektedir (Selimler ve Kale, 2018). Adi hisse senetlerini (tangible common equity) (Toplam öz kaynaklardan, maddi olmayan varlıklar, şerefiye ve imtiyazlı hisse senetlerinin çıkarılarak ölçülür) risk ağırlıklı varlıklara oranlayarak da sermaye yapısı belirlenebilmektedir. Net geliri maddi varlıklara oranlayarak ise kârlılık performansı hesaplanmaktadır. Likidite yapısı hakkında inceleme yapılırken yabancı kaynakların maddi varlıklara oranlanması gerekmektedir. Likidite kaynakları incelenirken ise likit varlıkların dönen varlıklara oranı göz önünde bulundurulur (Yenisu, 2019). Niteliğe ilişkin yapılacak incelemede ise bankanın faaliyet gösterdiği alanlar (bireysel bankacılık, yatırım bankacılığı, ticari ve kurumsal bankacılık), uluslararası piyasalardaki faaliyetleri, şube ağının genişliği, bankanın yönetimi ve politikaları, bankanın amaç ve stratejileri göz önünde bulundurulmaktadır. Ayrıca bankanın genel yapısına ilişkin belirsizlik düzeyi de

hesaba katılmaktadır. Çünkü bütün bu etmenler bankanın risk profilini doğrudan etkilemektedir (Moody's, 2019, s. 10-12).

BDDK tarafından 17.04.2012 tarih ve 28267 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “*Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik*”in 23’üncü maddesinin 1’inci fıkrasının (c) bendindeki düzenlemeye göre “*Kredi değerliliğinin derecelendirmesinde, bağımsız denetim kuruluşlarınca veya 1/6/1989 tarihli ve 3568 sayılı Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik ve Yeminli Mali Müşavirlik Kanununa göre ruhsat almış, denetim yetkisine sahip meslek mensupları tarafından Türkiye Muhasebe Standartları Kurulunca belirlenmiş muhasebe ilkelerine uygunluğu onaylanmış finansal tablolar esas alınmalıdır.*”

Bankalar hakkında derecelendirme faaliyeti gerçekleştirilirken ayrıca bankanın faaliyetlerini yürüttüğü ülkede son kredi merciinin (lender of last resort) bulunup bulunmadığı da değerlendirilir. Çünkü bankanın risk seviyesinin yükselmesi ve ödeme yapma gücünü yitirmesi halinde kamu otoritelerinin bu durum karşısındaki tutumu büyük önem arz etmektedir. Bu durumdaki bankaya kamu otoriteleri tarafından finansal kaynak temin edilip edilmeyeceği analistler tarafından değerlendirilmektedir (JCR Eurasia Rating, 2020).

Kredi derecelendirme kuruluşları hem kamuya açık hem de kamuya açık olmayan verileri göz önünde bulundurmaktadır. Bununla birlikte elde ettiği bilgilerin derecelendirme faaliyetini gerçekleştirmek açısından yeterliliğini değerlendirmektedir (S&P, 2020b). Derecelendirme faaliyeti gerçekleştirilirken sahip olunan bilgilerin yetersiz olduğunun anlaşılması durumunda işlem sona erdirilmekte ve not açıklaması yapılmamaktadır. Aynı zamanda hakkında derecelendirme faaliyeti yürütülen kuruluşun finansal yapısı karmaşık bir yapıya sahipse ya da kuruluşun temel olarak nitelendirilebilecek bir ekonomik hedefi bulunmadığı anlaşılırsa kredi derecelendirme kuruluşu tarafından “tarama komitesi” kurulmaktadır. Bu komite kredi derecelendirme faaliyetinin yapılıp yapılmaması noktasında incelemelerde bulunmaktadır (Fitch Ratings, 2020).

Analiz işlemini yapan uzmanların elde ettiği veriler yeterli ve güvenilirse bu noktadan sonra verilerin değerlendirilmesi süreci başlamaktadır. Yapılan değerlendirme sonucunda derecelendirme faaliyetine ilişkin taslak rapor

düzenlenmektedir. Bu raporda hizmet alan kuruluşa verilmesi gereken kredi notu gerekçeleriyle birlikte bulunmaktadır. Fakat bu taslak rapor sadece tavsiye niteliği taşımaktadır. Daha sonra kredi derecelendirme kuruluğu bünyesinde “derecelendirme komitesi” kurulmaktadır. Bu komite, hazırlanan taslak raporu detaylı bir şekilde incelemekte ve herhangi bir eksiklik tespit etmesi durumunda yeniden hazırlanması talebiyle raporu analiz işlemini gerçekleştiren uzmanlara geri göndermektedir. Hazırlanan taslak raporun derecelendirme komitesinin onayından geçmesi halinde hazırlanan rapor derecelendirme faaliyetinin öznesi olan kuruluşa gönderilmektedir. Kuruluş tarafından getirilen öneri ve görüşler de göz önünde bulundurularak rapora son şekli verilir ve kredi notu kamuya paylaşılır. Kredi notu açıklandığı tarihten itibaren 1 yıl süreyle geçerli olmaktadır (JCR Eurasia Rating, 2020).

SPK tarafından 12.07.2007 tarih ve 26580 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “*Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği*”nin (Seri: VIII, No:51) 4’üncü maddesinin 3’üncü fıkrasındaki düzenlemeye göre “*Derecelendirme kuruluşları, işletmelerin talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilirler. Derecelendirme kuruluşları, talebe bağlı olmayan derecelendirme çalışması ve sonuçları hakkında kamuya açıklama yapmadan önce ilgili işletmelere bilgi vermek zorundadırlar. Derecelendirme çalışmasında işletmeler hakkında esas alınan bilgilere ilişkin olarak ilgili işletme tarafından yapılan değerlendirmeler, derecelendirme kuruluşlarınca titizlikle dikkate alınır.*” Bununla birlikte söz konusu Tebliğ’in 21’inci maddesinin 1’inci fıkrasının (e) bendinde; “*...Derecelendirme kuruluşu tarafından, her bir derecelendirme için müşterinin bu sürece katılıp katılmadığı hususu kamuya açıklanır. Talebe bağlı olmayan derecelendirmelerde, derecelendirmenin ilgili işletmenin talebi olmaksızın yapıldığı hususu da kamuya açıklanır. Talebe bağlı olmayan derecelendirmelere ilişkin politika ve süreçlerin de kamuya açıklanması şarttır.*” düzenlemesi bulunmaktadır. Bu sayede kredi derecelendirme faaliyetinin talep dahilinde mi yoksa talep olmaksızın mı gerçekleştirildiği hususunda kamuoyu aydınlatılmış olmaktadır. Ayrıca derecelendirme faaliyetine dair metodolojinin kredi derecelendirme kuruluşu tarafından kamuoyuyla paylaşılması gerekmektedir.

Kredi derecelendirme süreci dinamik bir süreç olması nedeniyle derecelendirme faaliyetine ilişkin raporun kamuya duyurulmasından sonra izleme süreci başlamaktadır. Kamuya duyurulan kredi notu en fazla 6 ay içerisinde tekrar

değerlendirilmektedir. Fakat kredi notunu etkileyebilecek finansal, makroekonomik veya operasyonel bir olayın gerçekleşmesi halinde 6 aylık süre beklenmeden kredi notu derhal yeniden değerlendirilmektedir. Bununla birlikte kamuya duyurulan kredi notu yılda en az bir defa derecelendirme kuruluşunun bünyesinde yer alan derecelendirme komitesi tarafından yeniden değerlendirilmektedir (Fitch Ratings, 2020).

1.4. Kredi Derecelendirme Notları ve Derecelendirme Ölçekleri

Hizmet alan kuruluşun finansal sağlamlığını ve kredibilitesini gösteren kredi notu, kredi derecelendirme faaliyeti sonucunda belirlenmektedir. Bununla birlikte birden çok kredi notu türü bulunmaktadır. Çünkü çok sayıda derecelendirme kriteri vardır. Ayrıca ilgilileri daha detaylı ve şeffaf bir şekilde bilgilendirme amacı güdülmesi de birden çok kredi notu türü olmasının sebeplerindendir. Not türleri vadelerine ve milli para ya da döviz birimine göre olmak üzere iki grupta incelenmektedir (Kaya vd., 2015).

Kredi derecelendirme faaliyeti kısa vadeli derecelendirme (Short Term Rating - STR) ve uzun vadeli derecelendirme notu (Long Term Rating - LTR) vadelerine göre belirlenmektedir. Uzun vadeli kredi derecelendirme notu, bankaların 1 yıldan daha fazla vadeye sahip yükümlülüklerinin gereğini yapabilme imkanını ifade eder. Şu uzun vadeli yükümlülükleri eksiksiz ve zamanında karşılayabilme potansiyelini uzun vadeli kredi derecelendirme notunu inceleyerek anlamak mümkündür:

- Bankaların uzun vadeli mevduatları
- Sermaye benzeri kredileri
- Sendikasyon kredileri
- İhraç edilen tahvilleri
- Diğer sermaye piyasası borçlanma araçları

Şirketin uzun vadeli nakit akışı ve finansal kapasitesi uzun vadeli kredi derecelendirme notu belirlenirken göz önünde bulundurulmaktadır. Ayrıca değerlendirme faaliyetinin uzun vadeli olması da şu faktörlerin analiz edilmesini gerektirmektedir (Demren, 2015, s. 24):

- Kuruluşun ekonomik konjonktür ile uyum içinde faaliyet gösterme durumu,
- Rekabet koşulları,
- Ülkedeki yasal mevzuata uygunluk,
- Teknolojik gelişmelere uyum,
- Yönetimin liyakati.

Bankaların kısa vadeli yükümlülüklerini (bono ve diğer kısa vadeye sahip ihraç edilen menkul kıymetler, kısa vadeli mevduatlar) eksiksiz ve herhangi bir gecikme olmadan yerine getirebilme potansiyeli hakkında kısa vadeli kredi derecelendirme notu gereken bilgiyi içermektedir. Bu kredi derecelendirme notu, özetle hakkında derecelendirme faaliyeti yapılan kuruluşun kısa vadeli nakit akışıyla doğrudan ilişkilidir (Demren, 2015, s. 24). Kısa vadeli derecelendirme notu, sadece vadesinin sona ermesine 12 ay veya daha az bir süre kalan yükümlülüklerle ilgilidir. Burada özellikle bankanın borçlarını ödeyememe durumu hakkında bir değerlendirme yapılmaktadır. Ayrıca sözleşmeler sonucunda ortaya çıkan finansal yükümlülükler de göz önünde bulundurularak kredi notu belirlenmektedir (Moody's, 2020a, s. 5).

Kısa ve uzun vadeli kredi derecelendirme notları hem milli para birimine hem de dövizde göre alt kırıma sahiptir. Örneğin bankanın kısa vadeli ve milli para birimine bağlı olan yükümlülüklerini yerine getirebilme gücünü kısa vadeli milli para kredi derecelendirme notu ortaya koymaktadır. Bankanın kısa vadeli dövizde bağlı olan yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesini ise kısa vadeli döviz notu ortaya koymaktadır. Ayrıca dövizde bağlı olarak verilen kredi notu söz konusu kuruluşun döviz cinsinden yükümlülüklerini yerine getirebilme gücünü orta koymaktadır. Bu yüzden para birimlerine dair kredi notları bankanın ilgili para birimi açısından likidite yeterliliğini de ifade etmektedir. Genel olarak derecelendirme faaliyetinin döviz cinsinden yapılması tercih edilmektedir (Demren, 2015, s. 25).

Vade döviz cinsine göre kredi notlarına ek olarak Ulusal Yerel Para Cinsi Derecelendirme Notu da kullanılmaktadır. Yapılan analizler sonucunda Ulusal Yerel Para Cinsi Derecelendirme Notu belirlenirken ülkeye ilişkin riskler göz önünde bulundurulmamaktadır. Başka bir deyişle kuruluşun milli para cinsinden yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti yalnızca kuruluşun faaliyet gösterdiği ülkenin kriterleri açısından ortaya konulmaktadır (Babuşcu ve Hazar, 2007, s. 15).

Her ne kadar uygulamada bankalar bakımından uzun vadeli kredi derecelendirme notları göz önünde bulundurulsa da finansal kapasite notu (viability rating), teminatsız borçlanma notu, sermaye benzeri tahvil notu, temel kredi değerlendirmesi notu gibi notlar da mevcuttur. Bir bankanın herhangi bir kamu otoritesinin finansal desteğine ihtiyaç duymaksızın finansal sağlamlığını koruyabilmesi temel kredi değerlendirmesi notu (Baseline Credit Assessments) ile ortaya konulmaktadır. Başka bir deyişle bu not, bankanın borçlarını ödeyemeyecek hale gelmesi durumunda olağandışı bir desteğe gerek duyup duymayacağını ifade etmektedir. Temel kredi değerlendirme notu ne kadar yüksekse kuruluşun olağandışı bir desteğe ihtiyacı olma ihtimali o kadar azdır (Moody's, 2020a, s. 24).

Bankanın kredi itibarı, başarısız olma olasılığı ve iflas riski finansal kapasite notu (Viability rating) ile değerlendirilmektedir. Finansal kapasite notu, bankanın kamu otoritesi dışında kalan alacaklılarına ilişkin yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğini değerlendirmektedir. Bununla birlikte yine temel kredi değerlendirme notunda olduğu gibi olağandışı bir desteğe ihtiyaç duyma olasılığı ölçülmektedir (Fitch Ratings, 2020a, s. 22).

Özel sermayeli kuruluşlar hakkında kredi derecelendirme faaliyeti yapıldığı gibi merkezi yönetimler (ülkeler) hakkında da kredi derecelendirme faaliyeti yapılır ve söz konusu ülkeye ait kredi notu tespit edilir. Kredi derecelendirme faaliyeti hazine bonusu, devlet tahvilleri vb. gibi borçlanma araçları için ayrı merkezi yönetim (ülke) için ayrı bir şekilde yürütülmektedir. Ayrıca borçlanma aracı ihraç etme yetkisine sahip olan kamu kuruluşları da kredi derecelendirme faaliyetinin öznesi olmaktadır. Türkiye'de ilk kredi derecelendirme faaliyeti ihraç edilen devlet tahvilleri için 1991'de yapılmıştır (Tanör, 1999, s. 361). Ülke kredi notu ilk kez 1992'de Moody's ve S&P tarafından verilmiştir (Ovalı, 2014, s. 59).

1.5. Kredi Derecelendirme Notunun Kullanıcıları

Yatırımcılar, kredi riskini ölçme ve farklı kuruluşları karşılaştırma imkanı bulunması sebebiyle yatırım kararı alma aşamasında derecelendirme notlarından yararlanmaktadır. Örnek olarak bireysel yatırımcılar yerel belediyenin ihraç ettiği tahvil ile ticari bir şirketin ihraç ettiği tahvili karşılaştırarak risk seviyeleri açısından değerlendirme yapabilmektedir. Kurumsal yatırımcılar (sigorta şirketleri, yatırım fonları, bankalar, emeklilik fonları) ise kredi derecelendirme notunu bir kuruluş ya da

ihraç edilmiş tahvil hakkında yaptıkları risk ölçümünü desteklemek amacıyla kullanılmaktadırlar (Küçükçolak, 2020).

Kredi derecelendirme notu bireysel yatırımcılar açısından birincil kaynak niteliğine sahipken kurumsal yatırımcılar için tamamlayıcı bir kaynak niteliğindedir. Çünkü bireysel yatırımcılar profesyonel anlamda kredi risk değerlendirmesi yapamazlar. Buna ek olarak yatırım kararına varmak için kredi derecelendirme notu yeterli bir kaynak olarak görülmemektedir. Aracı kurumlar da karar alma aşamasında kredi derecelendirme notlarını kullanmaktadır. Aracı kurumlar için kredi notu ihraçların kredi risk seviyesini ölçmek için önemli bir unsurdur (Ovalı, Kocabıyık ve Geyikçi, 2019). Bununla birlikte aracı kurumların yapılandığı borçlanma aracı niteliği taşıyan ihraçların değerlemesini yapmak ve faiz miktarını belirlemek için kredi derecelendirme notlarından yararlanılmaktadır. Aracı kurumlar, şirketler tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin halka arz işlemine aracılık yaparlar. Bu sayede aracı kurumlar derecelendirme kuruluşlarınca belirlenen kredi derecelendirme notuna ait metodolojiyi ve kriterleri de görebilmektedirler. Yatırımcılar ve ihracı yapan kuruluş arasındaki sermaye akışı da aracı kurumlar tarafından sağlanmaktadır. Bununla birlikte ihraç işlemleri için aracılık faaliyeti yürüten aracı kurumlar yüksek olarak nitelendirilebilecek bir kredi notuna sahip olan menkul kıymetin ilgili yatırımcılara pazarlanması bakımından belirli bir avantaj sunmaktadır. Başka bir deyişle aracı kurumlar kredi derecelendirme notunu pazarlama unsuru olarak kullanmaktadır. Ayrıca bu not yatırımcılara referans olarak sunulmaktadır (Kayalı ve Doğan, 2018).

Menkul kıymet ihracı yapan kuruluşlar kredi derecelendirme notuna sıklıkla başvurumaktadırlar. Çünkü sermaye ihtiyacı içinde olan kuruluşlar (kamu otoriteleri, bankalar ve diğer finansal kurumlar vb.) sermayeye daha kolay bir şekilde erişmek ve kaynak kullanırken ortaya çıkan olası maliyetleri azaltmak istemektedirler. Bu yüzden de kredi notlarının alanında uzman analistler tarafından bağımsız ve tarafsız bir şekilde belirlenmesini istemektedirler. Ayrıca herhangi bir talep olmadan yapılanlar hariç tutulacak olursa kredi derecelendirme süreci menkul kıymet ihraç eden kuruluşun talebi doğrultusunda gerçekleştirilmektedir (Yılmaz, 2019). Bu durum da kredi notunun menkul kıymet ihraç eden kuruluş bakımından ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Özel kuruluşlar ya da kamu otoriteleri ödeme güçlerinin yüksek ve risk seviyelerinin ise düşük olduğunu ispatlamak istemektedirler. Çünkü bu şekilde daha geniş bir yatırımcı ağından yatırım alabilmek ve kaynak temininin maliyetini de

düşürmek mümkün olabilmektedir. Aksi halde yatırımcılar daha yüksek risk nedeniyle haklı olarak ihraççıdan daha yüksek oranda faiz talebinde bulunacaktır (Kayalı ve Doğan, 2018).

Kredi derecelendirme notuna ticari olarak birlikte iş yapacak olan şirketler tarafından da başvurulur. Bilhassa mal veya hizmete ilişkin ücretin vadeli olarak ödenmesi söz konusu ise mal veya hizmeti sunan şirket kararını verirken söz konusu şirketin kredi derecelendirme notundan faydalanmaktadır (Güneş ve Uzunali, 2021). Kredi talebinde bulunan kuruluşlar ilk kez kredi kullanmaları ya da kullandıkları kredileri yeniden yapılandırma (faiz oranında değişiklik, ödeme planında değişiklik vb.) işlemlerinde söz konusu kuruluşun derecelendirme notu bankalar ve diğer finansal kurumlar tarafından göz önünde bulundurulmaktadır. Bununla birlikte kredi kullanılırken bir tüzel kişiliğin kefaleti teminat olarak gösterilmiş ise bu durumda söz konusu tüzel kişiye ilişkin kredi derecelendirme notu da karar verirken dikkate alınmaktadır (S&P, 2019, s. 8-9).

Bankalar kredi talebinde bulunan kuruluşların kredi derecelendirme notunu inceleyerek kredi portföyüne ilişkin riski analiz edebilmektedirler. Bu durum da riskin daha etkin bir şekilde yönetilmesine katkıda bulunmaktadır. Bununla birlikte kredi portföyüne ilişkin risk seviyesinin bankanın yönetim organlarınca belirlenen limitleri aşması da engellenmektedir (Babuşcu ve Hazar, 2007, s. 8). Bankalar krediye ilişkin faiz oranını hesaplarken ve krediyi fiyatlama işlemini gerçekleştirirken de söz konusu kuruluşun kredi notunu göz önünde bulundurmaktadır. Çünkü kredi notu düşük olan bir kuruluşa kullanılacak kredi, risk seviyesinin yüksek olması nedeniyle daha yüksek bir faiz oranına sahip olacaktır. Bu yüzden her ne kadar diğer unsurlar (kredinin türü, kredinin boyutu, kredinin vadesi, gösterilen teminatlar, kefiller vb.) aynı olsa dahi kredi notu birbirinden farklı olan kuruluşların kullandıkları kredinin maliyeti de değişiklik göstermektedir. Örneğin Türkiye’de “Findeks Notu” adı verilen kredi notu da bu fonksiyona sahiptir. Bankalar bu notu göz önünde bulundurarak kredi kullandırırken müşterilerine farklı faiz oranları uygularlar (Yılmaz, 2019).

Finansal piyasalarda düzenleyici ve denetleyici yetkilere sahip olan kamu otoriteleri de kredi derecelendirme notundan yararlanmaktadırlar. Örneğin SPK sermaye piyasasında yatırım yapanları korumak amacıyla kredi derecelendirme notunu göz önünde bulundurur. Yine BDDK da kredi sisteminin etkinliğinin

artırılması ve bankaların kredi portföyünün niteliğinin düzeyini korumak için kredi derecelendirme notunu kullanmaktadır (Küçükçolak, 2020).

SPK, 07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Borçlanma Araçları Tebliği’nin (Seri: VII, 128.8) 9’uncu maddesindeki düzenleme şöyledir: “*c) Bu fıkranın (a) ve (b) bentleri çerçevesinde hesaplanacak ihraç limitleri, derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek ilk üç kademesine denk gelen uzun vadeli derecelendirme notu alan bankalar için yüzde yüz oranında artırılır. Söz konusu ihraççıların derecelendirme notunun bu bentte yer alan notun altına düşmesi durumunda, ihraççı tarafından ihraç tavanının güncellenmesi amacıyla Kurula bildirimde bulunulması zorunludur.*” Fakat kredi derecelendirme notu söz konusu seviyenin altında ise menkul kıymet ihracına ilişkin limit tekrar belirlenmektedir. Bu sayede yüksek kredi notuna sahip bankaların, sermaye piyasalarından yüksek hacimli finansal kaynak elde etmesi mümkün olmaktadır (İnançlı ve Demir, 2020)

09.01.2014 tarih ve 28877 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği’nin (Seri: III, 58.1) 9’uncu maddesinin 3’üncü fıkrasındaki düzenleme şu şekildedir: “**(3) (Değişik:RG-11/11/2018-30592)** *Halka arz edilecek VİDMK için derecelendirme kuruluşları tarafından kredi derecelendirilmesinin yapılması ve derecelendirme notunun Kurulun sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde güncellenmesini gerektiren durumlarda düzenli olarak gözden geçirilmesi zorunludur.*” Burada amaç hem gelecekteki yatırımcılara hem de mevcut yatırımcılara menkul kıymet ihracının kredi değerliliğine ilişkin veri sağlayarak yatırımcıları korumaktır (Topaloğlu, 2016).

21.01.2014 tarih ve 28889 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği’nin (III-59.1) 11’inci maddesindeki düzenlemeye göre “*(1) Aşağıda sayılan şartları taşımak kaydıyla, toplam yükümlülüklerin karşılanabilmesi veya teminat varlıklar ile TMK arasındaki durasyon açığının giderilmesi amacıyla faiz veya kur riskine karşı koruma sağlayacak forward, future, opsiyon ve swap sözleşmelerinden kaynaklanan hak ve yükümlülükler teminat defterine kaydedilebilir:*

a) **(Değişik:RG-5/9/2014-29110)** *Türev aracın borsalarda alım satıma konu olması veya karşı tarafının kurulduğu ülke yetkili otoritesi tarafından yetkilendirilmiş bir banka, kredi kuruluşu, sigorta şirketi, merkezi takas kuruluşu veya uluslararası finans kuruluşu olması ve sözleşme tarihi itibarıyla kredi derecelendirme kuruluşlarınca belirlenen yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen uluslararası uzun vadeli derecelendirme notuna sahip olması”*

Bununla birlikte bahsedilen tebliğin 5. maddesinin 9. Fıkrası da şu şekildedir: **“(Değişik:RG-14/5/2020-31127)** *Derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak, notlandırma ölçeğine göre yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek ilk üç kademesine denk gelen uzun vadeli derecelendirme notu alan bankalar ve 5411 sayılı Bankacılık Kanununda tanımlanmış olan finansal kuruluşlar ile finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketlerinin, yedinci fıkra çerçevesinde hesaplanacak tedavül limitleri yüzde yüz oranında artırılır.”* Bu şekilde daha yüksek kredi notuna sahip olan kuruluşlar yüksek hacimli krediler kullanabilmektedir.

01.11.2006 tarih ve 26333 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Bankaların Kredi İşlemlerine İlişkin Yönetmelik’in 8’inci maddesinin 3’üncü fıkrası şu şekildedir: **“(Ek:RG-25/1/2019-30666)⁽³⁾** *Kurulca kapsamı belirlenecek krediler için 17/4/2012 tarihli ve 28267 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik kapsamında yetkilendirilmiş bir kuruluşun verdiği kredi derecelendirme notunun alınması zorunludur.”* Bu kapsamda Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu’nun 10.09.2020 tarih ve 9133 sayılı kararında belirtildiği üzere, bankacılık sektöründeki toplam risk oranı, şirketler (bankalar ve finansal kuruluşlar hariç olmak üzere) tarafından talep edilen kredi de dâhil olmak üzere 500 milyon TL ve üzerinde ise söz konusu şirketlerin finansal kaynak temin edebilmesi için kredi derecelendirme notuna sahip olması zorunludur (<https://www.bddk.org.tr>). Bu sayede banka bilançosunda dikkate değer bir önem taşıyan krediler için BDDK’nın yapacağı denetimlerde, kredi derecelendirme kuruluşlarınca yapılacak olan analizler krediyi kullanan kuruluşa ilişkin önemli veriler sağlamaktadır. Bununla birlikte yüksek montanlı kredilere ilişkin risk seviyesinin sürekli bir şekilde izlenmesi de mümkün olmaktadır. Bir başka deyişle denetim yetkisine sahip olan kamu otoriteleri, kredi derecelendirme faaliyetinden hem veri kaynağı olarak hem de destekleyici bir unsur olarak yararlanmaktadır (Kılıçaslan ve Giter, 2016).

1.6. Kredi Derecelendirme İhtiyacının Sebepleri

Şirketler, menkul kıymet ihracı gerçekleştiren kuruluşlar, ülkeler, bankalar kredi derecelendirme kuruluşlarından derecelendirme hizmeti satın alarak onlara fon sağlamış olmaktadır. Bu yüzden derecelendirme hizmeti satın alanları “fon sağlayıcı” olarak adlandırabilmek mümkündür. Kredi derecelendirme faaliyetinden birincil derecede yararlanan yatırımcılar ise “tüketici” olarak adlandırabiliriz. Bunu yapmak derecelendirme faaliyetine ilişkin sürecin daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır. Tüketiciler hem risk oranı düşük hem de en yüksek kazancı getirecek olan yatırımı bulmak için kredi derecelendirme notlarını değerlendirirler. Fon sağlayıcılar ise kredi temin ederken mümkün olabilecek en düşük maliyetle karşılaşmak için kredi derecelendirme kuruluşlarının duyurduğu notlara başvururlar (Baker ve Mansi, 2002).

Yatırımcının elde etmek istediği en önemli veri yatırım kararı alacağı kuruluş ya da finansal aracın vadesi geldiği zaman geri ödeme yapıp yapmayacağı hususudur (White, 2010). Bu hususa ilişkin en temel unsurlardan biri “asimetrik bilgi” sorunudur. Asimetrik bilgi sorunu da “ters seçim” ve “ahlaki tehlike” olmak üzere iki alt dala ayrılmaktadır. Borçlunun yükümlülüklerini yerine getirememesi sorunu ahlaki tehlike olarak adlandırılmaktadır. Borçluların, borçlarını ödeyebilme gücüne ilişkin yatırımcılardan daha fazla veriye olmasının sebep olduğu ve bu durumdan dolayı yatırımcıların borçlu konusunda isabetli bir seçim yapamamasından kaynaklanan sorun ise ters seçim olarak adlandırılmaktadır (White, 2016). Asimetrik bilgiye ilişkin sorunu çözebilmek için yatırımcılar borçlulara ilişkin daha fazla bilgiye ihtiyaç duymaktadırlar. Bu durum da onları kredi derecelendirme notlarını incelemeye sevk etmektedir.

Kredi derecelendirme notları, asimetrik bilgi sorununu azaltmak ve piyasalarda şeffaflığı sağlamak için finansal piyasalar tarafından hem yatırımcılar hem de borçlanma talebinde bulunanlar bakımından iki taraflı bir gereklilik haline getirilmiştir (Hau vd., 2012). Bu kapsamda kredi derecelendirme kuruluşları yatırımlara ilişkin mevcut ve gelecekteki risk durumunu ölçer. Bu sayede kredi derecelendirme kuruluşları finansal piyasalara arzı gerçekleştirilen fonları ve getirilerini gecikmeksizin almak isteyen yatırımcılar ile düşük maliyetle finansal kaynak sağlamak isteyenler arasında veri akışı fonksiyonunu yürütür (Coşkun, 2016).

Finansal piyasalar karmaşık bir yapıya kavuşmuştur. Buna bağlı olarak finansal tablolar ve finansal ilişkiler de karmaşık bir hale gelmiştir. Bu yüzden yatırımcıların yatırımda bulunacakları şirketlere ilişkin bilgilere ulaşması ve anlaması zorlaşmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları, ölçek ekonomileri kapsamında bilgi talebinde bulunan yatırımcılara oldukça düşük bir maliyetle talep ettikleri bilgiyi bir derecelendirme notu aracılığıyla özet olarak verebilmektedir (Gavras, 2012). Kredi derecelendirme notları yatırımcılar tarafından bağımsız, tarafsız ve güvenilir veriler olarak değerlendirilmektedir. Her ne kadar literatürde bu konu hakkında bir görüş birliğine varılamamış oluns da yatırımcılar yatırım kararı alırken kredi notlarına birincil derecede önem vermektedir.

1.7. Kredi Derecelendirme Türleri

Kredi derecelendirme faaliyeti kullanıldıkları alanlar dikkate alınarak bazı sınıflandırmalar sonrasında gruplandırılmaktadır. Değerlendirme işlemi yapılan menkul kıymetin yapısı, bulunduğu kuruluş ve değerlendirme işleminin gerçekleştirildiği döneme göre çeşitlere ayrılmaktadır. Başlıklar altında sıraladığımızda ise döviz cinsine göre derecelendirme, vadelerine göre derecelendirme ve notun verildiği kuruluşa göre derecelendirme olarak sınıflandırmak mümkündür (Günel, 2019). Bu başlıkta kredi derecelendirme türleri kısaca açıklanacaktır.

1.7.1. Vadelerine Göre Derecelendirme

Uzun vadeli derecelendirme ve kısa vadeli derecelendirme vadelerine göre derecelendirme türünün alt başlıklarıdır. Risk unsurunun süresi ve gelecekte beklenen duruma göre bahsedilen iki derecelendirme türü arasındaki fark ortaya konulmaktadır.

1.7.1.1. Uzun Vadeli Kredi Derecelendirme

Uzun vadeli derecelendirme faaliyeti gerçekleştirilirken şirkete ya da ülkeye ilişkin temel ekonomik şartlar, yasal mevzuat, ülkedeki toplumsal koşul dikkate alınır ve anapara ve faiz yükümlülüklerinin yerine getirilip getirilmeyeceği hususu açıklığa kavuşturulmaktadır.

1.7.1.2. Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme

Kısa vadeli derecelendirmede bir yıldan daha kısa bir zaman aralığında para ve sermaye piyasalarına erişim değerlendirilmekte ve likidite unsuru da dikkate alınarak anapara ve faize ilişkin yükümlülüklerin karşılanıp karşılanmayacağı hususu açıklığa kavuşturulmaktadır.

1.7.2. Döviz Cinsine Göre Derecelendirme

Borçlunun küresel anlamda kredi yeterliliğinin ülkeden ya da ekonomiden kaynaklanan risk unsurlarından etkilenmesine ilişkin yoruma döviz cinsine göre derecelendirme adı verilmektedir. Dövizin cinsine göre uluslararası döviz cinsinden derecelendirme, uluslararası milli para cinsinden derecelendirme ve ulusal milli para cinsinden derecelendirme olarak sınıflandırılmaktadır.

1.7.2.1. Uluslararası Döviz Cinsinden Derecelendirme

Ülkeye ilişkin tüm riskler dikkate alınarak kuruluşun döviz cinsinden yükümlülüklerini yerine getirebilme gücünün ölçülerek uluslararası döviz cinsinden derecelendirme faaliyeti gerçekleştirilmiş olmaktadır.

1.7.2.2. Uluslararası Yerel Para Cinsinden Derecelendirme

Uluslararası yerel para cinsinden derecelendirme, konvertibilite haricindeki ülke risklerinin tamamı dikkate alınarak ve uluslararası değerlendirmeler incelenerek kuruluşun yerel para cinsinde yükümlülüklerini yerine getirebilme gücünün ölçülmesi faaliyetidir.

1.7.2.3. Ulusal Yerel Para Cinsinden Derecelendirme

Ülke riskleri göz önünde bulundurulmaksızın ülkeye ilişkin ulusal analizleri dikkate alarak kuruluşun yerel para cinsinden yükümlülüklerini yerine getirebilme gücünü ölçme faaliyeti ulusal yerel para cinsinden derecelendirme olarak adlandırılmaktadır.

1.7.3. Kurumlara Göre Derecelendirme

Kurumlara göre kredi derecelendirmesi, kurumsal derecelendirme, proje derecelendirmesi, ihraç derecelendirmesi, ülke derecelendirmesi olmak üzere analiz edilen kuruluşa göre sınıflandırılmaktadır.

1.7.4. Ülke Derecelendirmesi

Ülkenin politik, sosyal ve ekonomik risk durumu dikkate alınarak ülkenin kredibilitesinin değerlendirilmesi ülke derecelendirilmesi olarak adlandırılmaktadır. Ülkeye ilişkin kredi notları, ülkenin risk durumunu oluşturan unsurlar arasındaki bağlantı ve etkileşimin analiz edilmesi sonucu açıklanmaktadır.

1.7.5. Kurumsal Derecelendirme

Kurumsal derecelendirme, kurumların faaliyet gösterdiği sektörün piyasadaki durumu, kurumun yönetim ve mali yapısı dikkate alınarak kurumu oluşturan yapıların analiz edilmesi faaliyetidir. Bankalara, sigorta şirketlerine ve belediyelere ilişkin kredi notları açıklanırken bu kredi derecelendirme türü kullanılmaktadır.

1.7.6. İhraç Derecelendirmesi

İhraç derecelendirmesi, ihraççıya ilişkin tüm borç ve yükümlülükler göz ardı edilerek sadece değerlendirme işlemi yapılan borcun faiz ve anapara ödemesinin analiz edilmesidir.

1.7.7. Proje Derecelendirmesi

Proje derecelendirmesi, projenin tamamlanması için verilen süre, projenin teknik yapısı ve projeye ilişkin taahhütler dikkate alınarak yürütülen bir faaliyettir.

1.8. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları

1980’li yıllardan sonra küresel anlamda kredi derecelendirme kuruluşlarının sayısı artmıştır. Ayrıca faaliyet gösteren şirketlerin sayısı da artış göstermiştir. Ancak kredi derecelendirme faaliyetlerini gerçekleştiren uluslararası kuruluşlardan Moody’s, Standard and Poor’s ve Fitch sektörde büyük bir paya sahiptir. Bu çalışmada yer alan analizler bu üç kuruluşun duyurduğu kredi notları esas alınarak gerçekleştirilecektir.

1.8.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ortaya Çıkışı

Kavram olarak kredi derecelendirmesi 1800’lü yıllarda ortaya çıkmıştır. ABD’de ekonomik krizin çıktığı 1837 yılında reel sektörde ilk derecelendirme faaliyeti gerçekleştirilmiştir. 1837 yılında başlayıp 1840’lı yılların ortalarına kadar süren bu kriz sürecinde şirketlerin birçoğu yükümlülüklerini yerine getirememiş ve buna bağlı olarak da birçok yatırımcı mağdur olmuştur. Bu krizden doğrudan etkilenenlerden biri olan manifaturacı Lewis Tappan müşterilerinin mali durumunu belirlemeye çalışmıştır. Lewis Tappan’ın bu çalışmalarına diğer iş insanlarının da ilgi duymasıyla birlikte 1841 yılında “Mercantile Agency” adlı tacirler ajansı kurulmuştur. Bu ajans bu alanda faaliyet yürüten ilk şirket olma niteliğine sahiptir. Daha sonra söz konusu şirket Robert Dun tarafından devralınmış ve faaliyetlerini ABD genelinde yaygınlaştırmıştır. Şirketin adı da 1885 yılında “R. G. Dun and Company” olmuştur. 1870’li yıllarda sadece 7.000 müşteriye sahip olan şirket 20. Yüzyılın başlarında bir milyonu aşkın müşteriye sahip olmayı başarmıştır. Bu duruma benzer olarak avukatlık

mesleğini icra eden John Bradstreet, “Bradstreet Company” adlı bir şirket kurmuştur. Firmalara ilişkin derecelendirme faaliyetlerinin sonuçlarını da kitapçıklar şeklinde duyurmuştur. 1933 yılında az önce bahsi geçen R. G. Dun and Company ve Bradstreet Company “Dun and Bradstreet” adı altında birleşmiştir. Son olarak 1909 yılında faaliyete geçen John Moody’ e ait derecelendirme şirketiyle de birleşerek “Moody’s Investors Service” adını almıştır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012).

19. yüzyılın ikinci yarısında demiryollarının önemi artmıştır. Buna bağlı olarak hem demiryollarının inşasını yapmak hem de demiryollarını işletmek önemli bir hale gelmiştir. Birçok şirket bu alanda faaliyet göstermek için girişimde bulunmuştur. Yatırımcılar da şirketlerin güvenilirliğini ve yatırım yapmaya uygun olup olmadığını anlamak için derecelendirme faaliyetine ihtiyaç duymuşlardır. Henry Varnum Poor ve John Poor kardeşler o yıllarda demiryolu sektöründe faaliyet göstermeye başlamıştır. Ayrıca Henry Poor “ABD Demiryollarının ve Kanallarının Tarihi” adlı kitabını 1860 yılında yayınlamıştır. Söz konusu kitap demiryolları şirketlerinin finansal durumuna ve yönetim yapısına ilişkin detaylı bilgiler içermektedir. 1906 yılında aynı zamanda bir analist olan Luther Lee Blake “Standard İstatistik Bürosu” nu kurmuş ve demiryolu faaliyeti yürüten şirketlere ilişkin sıklıkla güncellenen kitapçıklar yayınlamıştır. Bahsi geçen bu iki şirket 1941 yılında birleşmiş ve Standard & Poor’s adını almıştır (Langohr ve Langohr, 2012).

1913 yılında ise John Knowles Fitch tarafından “Fitch Publishing Company” kurulmuş ve New York borsasına ilişkin finansal analizler ve istatistiksel bilgiler duyurmaya başlamıştır.

1.8.2. Uluslararası Kabul Görmüş Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Ulusal ve uluslararası birçok kredi derecelendirme kuruluşu mevcuttur. Ancak bu kredi derecelendirme kuruluşlarından sadece birkaçı uluslararası piyasalarda kendini ispatlamış ve faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.

SEC (Amerikan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu) bazı kuruluşları “Ulusal Kabul Görmüş İstatistik Kredi Derecelendirme Kuruluşları (NRSRO)” olarak nitelendirmiştir. Bu sayede söz konusu şirketler uluslararası faaliyetlerini gerçekleştirebilmektedir. Bahsi geçen kuruluşların başında Moody’s, Standard & Poor’s ve Fitch Ratings bulunmaktadır.

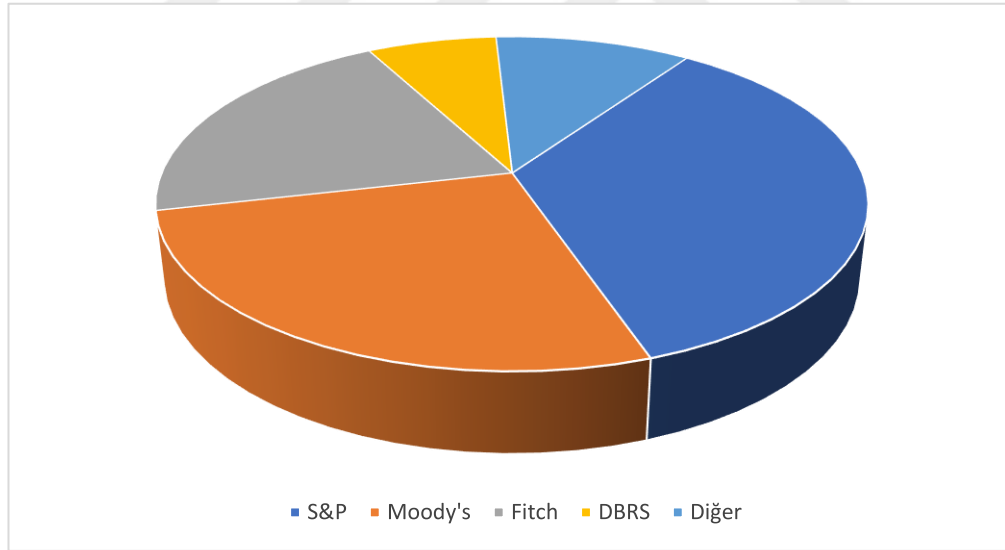
Kredi derecelendirme faaliyetleri yürüten kuruluşlardan dokuz tanesi Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Kredi Derecelendirme Kuruluşları (NRSRO) arasında yer almaktadır. Bu kuruluşlar ve ana ofislerinin bulunduğu ülkeler Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1. *NRSRO Kredi Derecelendirme Kuruluşları*

Kredi Derecelendirme Kuruluşu	Menşei Ülke
A.M.Best Rating Services Inc.	ABD
DBRS, Inc.	ABD
Fitch Ratings, Inc.	ABD
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	Japonya
HR Ratings de Mexico, S.A.de C.V.	Meksika
Moody’s Investors Service, Inc.	ABD
Egan- Jones Ratings Co.	ABD
Kroll Bond Rating Agency, Inc.	ABD
S&P Global Ratings	ABD

Kaynak: SEC 2018 Yıllık Raporu, <https://www.sec.gov/files/2019-annual-report-on-nrsros.pdf>

NRSRO’lar da gerçekleştirdikleri faaliyetlerin boyutu göz önünde bulundurularak büyük ve küçük NRSRO’lar şeklinde sınıflandırılmaktadır.



Şekil 1. *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yüzdelik Pazar Dağılımı* (SEC 2018 Yıllık Raporu, <https://www.sec.gov/files/2018-annual-report-on-nrsros.pdf>)

Moody’s, Fitch ve S&P büyük NRSRO’lar kapsamına girmektedir. Şekil 1 incelendiğinde bu üç kredi derecelendirme kuruluşunun pazar dağılımında büyük bir paya sahip olduğu görülmektedir. Bu kuruluşların pazardaki payları birçok bakımdan düzenleyici bir fonksiyona sahip olduğu için yatırımcılar açısından karar verme aşamasında önemi büyüktür. Ancak bu durum istemeyerek de olsa kredi

derecelendirme kuruluşlarının yürüttüğü rekabetin devlet gücüyle sınırlandırılması gibi bir sonuç da doğurabilmektedir. Buna bağlı olarak da kamuoyuna duyurulacak verilerin engellenmesi de mümkün olabilmektedir. Söz konusu üç kredi derecelendirme kuruluşu pazarın %90'ını elinde bulundurmaktadır (Darbellay, 2013).

1.8.2.1. Moody's Investors Service

Moody's tam adıyla "Moody's Investor Service" dünyadaki en eski ve aynı zamanda da en büyük kredi derecelendirme kuruluşlarından biridir. Kuruluş 1909 yılında John Moody'nin derecelendirme ilişkin analizlerinin sonuçlarını yayımladığı kitapçıklarla faaliyete geçmiştir. Bu kitapçıklar üreticilere, maden faaliyeti yürüten işletmecilere, finans kuruluşlarına ve kamu kuruluşlarına ait menkul kıymetlere ilişkin istatistiki bilgiler içermiştir. John Moody bu girişimleriyle kredi derecelendirme faaliyetinin milyar dolarlık bir endüstriye dönüşmesine önemli katkılar sağlamıştır. Moody's'in 2018 yılına göre yıllık geliri 4,4 milyar dolardır. Ayrıca 44 ülkede şirkete ait ofisler bulunmakta ve toplamda 13.200 personel bu ofislerde faaliyetleri yürütmektedir. Moody's, kredi notları, risk seviyesine ilişkin analizler ve piyasa araştırmaları konusunda güvenilirliği ve itibarı yüksek olan bir kredi derecelendirme kuruluşudur. Moody's'in alanında uzman kişiler tarafından bağımsız ve tarafsız bir şekilde adil olarak yürüttüğü kredi derecelendirme faaliyetleri finansal piyasaların da şeffaf ve güvenilir bir yapıya kavuşmasına önemli katkılar sağlamaktadır. Moody's'in duyurduğu kredi notları ve yapmış olduğu analizler yaklaşık olarak 110 ülkeyi, 12.000 ihracat faaliyeti yürüten şirketi ve 25.000 kamu finansmanı ihracatçısını kapsamaktadır. Ayrıca 106.000 yapılandırılmış finansman tahvilinin borçları da kuruluş tarafından takip edilmektedir.

Moody's uzun dönem kredi derecelendirmesi faaliyetini gerçekleştirirken 1 yıl veya daha uzun bir sürede son bulacak finansal yükümlülüğe ilişkin kredi riskliliğini analiz etmektedir. Finansal yükümlülüğün yerine getirilip getirilmemesi bir iflas durumu söz konusu olduğunda meydana gelecek zararın miktarını belirlemek açısından önemli olacaktır. Moody's kredi derecelendirme notlarını "Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C" biçiminde harflerle duyurmaktadır. Ayrıca Moody's kredi notuna ilişkin her harfin yanına "1, 2, 3" numaraları da eklemektedir. "1" en yüksek seviyeyi, "2" orta seviyeyi, "3" ise en düşük seviyeyi belirtmektedir. Moody's'in kredi derecelendirme faaliyetine ilişkin gösterge çizelgesi Tablo 2 ve Tablo 3'te gösterilmektedir.

Tablo 2. *Moody's' in Kredi Derecelendirme Gösterge Çizelgesi*

Kredi Notu	Değerlendirme
Aaa	Kredi riski en düşük seviyede, yatırım yapılabilir durumda, yüksek kredibiliteye sahip, güvenilir, geri ödemeye ilişkin risk yok
Aa	Kredi riski çok düşük seviyede, oldukça güçlü bir ana para ve faiz ödeme potansiyeli mevcut
A	Kredi riski düşük seviyede, orta-üst düzeyinde dereceye sahip
Baa	Yatırım yapılabilir ancak yatırım seviyesi en düşük düzeyde, göz önünde bulundurulması gereken ılımlı kredi riski mevcut, spekülasyon niteliklere sahip olabilir
Ba	Göz önünde gereken kredi riskine sahip, geri ödemelere ilişkin orta seviyede güvenilirlik, spekülasyon niteliklere sahip, uzun vadede faiz ve anaparada değişken meydana gelebilir
B	Kredi riski yüksek seviyede, spekülasyon niteliklere sahip, yatırıma dair düşük özelliklere sahip, uzun vadede geri ödeme riski son derece yüksek
Caa	Kredi riski çok yüksek seviyede, spekülasyon nitelikler oldukça belirgin, geri ödeme riski son derece yüksek
Ca	Anapara ve faiz ödemesi yapılamayacağı koşullar mevcut, son derece spekülasyon yatırım niteliği taşıyan
C	Tamamen spekülasyon, hiçbir şekilde yatırım özelliği yok

Kaynak: <https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodyRatingSymbolsandDefinitions.pdf>

“Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2” kredi notları Moody's' in derecelendirme gösterge çizelgesine göre yüksek dereceli yatırım yapılabilir seviyesini ifade etmektedir. Orta dereceli yatırım yapılabilir seviyeyi ise “A3, Baa1” notları ortaya koymaktadır. Spekülasyon niteliklere sahip olan düşük yatırım yapılabilir seviye ise “Baa2, Baa3” kredi notlarıyla açıklanmaktadır. Son olarak gerçek bir yatırım kararı alınmasının mümkün olmadığı seviyeyi ise “Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C” kredi notları belirtmektedir.

Tablo 3. *Moody's' in Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme Gösterge Çizelgesi*

P-1 (Prime-1)	Kısa vadede geri ödemeye ilişkin risk çok düşük
P-2 (Prime-2)	Kısa vadede geri ödemeye ilişkin risk düşük
P-3 (Prime-3)	Kısa vadede geri ödemeye ilişkin risk mevcut ancak kabul edilebilir seviyede
NP (NotPrime)	Herhangi bir derecelendirmeye dahil edilmeyen

Kaynak: <https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodyRatingSymbolsandDefinitions.pdf>

1.8.2.2. Standard & Poor's

Pazardaki en büyük paylardan birine sahip olan bir diğer kredi derecelendirme kuruluşu da Standard & Poor's adlı şirkettir. Şirket 1860 yılında faaliyete geçmiştir. Fakat o yıllarda şirketin amacı ekonomik açıdan büyük bir öneme sahip olan demiryoluna ilişkin faaliyetlerini yürüten kuruluşları incelemektir. Bu

incelemeler sonucunda yatırımcılar demiryoluna ilişkin faaliyetleri bir yatırım alanı olarak görmeye başlamıştır. Buna bağlı olarak da “risk” kavramı ortaya çıkmıştır. Yatırımcılar yatırım kararı almadan önce hangi yatırımın daha çok riske sahip olduğunu anlamak istemişlerdir.

Standard & Poor’s, yükümlünün genel finansal yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğine ilişkin görüşlerini ortaya koymaktadır. Bu görüşler borçlunun yükümlülüklerini yerine getirme potansiyeli ve çabasıyla doğrudan ilişkilidir. Standard & Poor’s’ un duyurduğu “BB, B, CCC, CC ve C” kredi notları yatırım seviyesinin spekülâtif niteliklere sahip olduğunu belirtmektedir. En düşük spekülâtif nitelikler taşıyan yatırım seviyesini “BB” notu, en yüksek spekülâtif nitelikler taşıyan yatırım seviyesi ise “C” kredi notu ile gösterilmektedir.

“AA” kredi notu ve “CCC” kredi notu arasında yer alan kredi notlarına “+” ya da “-” işaretleri eklenebilir. Bu işaretlerden “+” bir üstte yer alan kredi notuna yakın olma halini, “-” ise bir altta yer alan kredi notuna yakın olma halini ifade etmektedir. S&P’ye ait kredi derecelendirme gösterge çizelgesi Tablo 4 ve Tablo 5’te gösterilmiştir.

Tablo 4. *S&P’nin Kredi Derecelendirme Gösterge Çizelgesi*

AAA	Geri ödeme riski en düşük seviyede, ana para ve faiz ödemelerinde düşük riske sahip, en yüksek kredi derecesi
AA	Geri ödeme riski düşük seviyede, yüksek kredi derecesi
A	Değişen şartlara uyum sağlayabilen kredi derecesi, geri ödeme riski düşük seviyede, yükümlülüklerini yerine getirme potansiyeli yüksek, yüksek kredi derecesi
BBB	Yatırım yapılabilir düzeyin en altını belirten kredi derecesi, şartların değişmesi durumunda yükümlülüklerini yerine getirme noktasında zorlanabilir
BB	Yüksek seviyede belirsizlik riski, spekülâtif niteliklere sahip, şartların değişmesi durumunda yükümlülüklerini yerine getirirken yetersiz kalabilir
B	Geri ödemeye ilişkin risk mevcut, spekülâtif niteliklere sahip, normal şartlar yükümlülüklerini yerine getirebilir ancak şartların değişmesi durumunda yükümlülüklerini yerine getirmede yetersiz
CCC	Spekülâtif nitelikler belirgin, oldukça yüksek geri ödeme riskine sahip
CC	Geri ödeme riski çok yüksek, belirsizlik ve spekülâtif nitelikler çok belirgin
C	İflasın gerçekleşebilme ihtimali mevcut
D	İflasın gerçekleştiği artık kesin olarak kabul edilmiştir

Kaynak:https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352

Tablo 5. *S&P’nin Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme Gösterge Çizelgesi*

A-1	En yüksek kredi derecesi, kısa vadede geri ödeme riski taşıyor, yükümlülüklerin yerine getirilmesi noktasında son derece güçlü bir yapı mevcut
A-2	Kısa vadede değişen koşullara karşı uyum sağlayabilir, kısa vadede yatırımcılar açısından geri ödeme riski yok
A-3	Kısa vadede değişen şartlara karşı yükümlülükleri yerine getirme seviyesinde azalma ihtimali mevcut, kısa vadede geri ödeme riski bulunmuyor

B	Spekülatif nitelikler görülebilir, kısa vadede koşulların değişmesi geri ödeme düzeyinde belirsizlikler meydana getirebilir
C	Kısa vadede geri ödeme riski mevcut, kısa vadede yükümlülüklerini yerine getirebilmesi şartların değişmesiyle ilişkili
D	Kısa vadede ödeme yükümlülüklerinin vadesi sona ermiştir, kısa vadede geri ödeme riski çok yüksek, ödeme süresinin belirtilmesi durumunda ödemenin yapılacağına inanılır

Kaynak:https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352

1.8.2.3. Fitch Ratings

Küresel çapta kredi derecelendirme faaliyetinin önde gelen kuruluşlarından biri de “Fitch Ratings”’dir. Kurulmasından sonraki ilk süreçte yalnızca New York Borsası’nda işlem gören kuruluşlara ait istatistiki bilgileri analiz etmiş ve kamuoyuna duyurmuştur. Ancak daha sonra derecelendirme faaliyetlerini çeşitlendirerek kamuya şirketlere ait tahvilleri de analiz etmeye ve not duyuruları yapmaya başlamıştır. Not gösterge çizelgesini 1924 yılında “AAA” dan “D” ye kadar belirtmiştir. Aynı zamanda üç harfli not sistemini kullanan ilk kredi derecelendirme şirketi de Fitch Ratings’dir.

Fitch ve bir holding olan Fransa menşeli Firmalac’ın alt şirketi olan Londra IBCA 1990’lı yılların sonlarında birleşmiştir. Bu aşamadan sonra şirketin adı Fitch IBCA olmuştur. Daha sonra aynı pazarda rekabet içinde oldukları Thomson Bank Watch ve Duff & Phelps adlı kredi derecelendirme kuruluşlarıyla da birleşme işlemini gerçekleştirmişlerdir. Bu şekilde küresel çapta kredi derecelendirme faaliyeti yürütmeye ilişkin planlarını büyük ölçüde hayata geçirmişlerdir. Şirketin ismi 2002 yılında bir kez daha değişikliğe uğramış ve Fitch Ratings olmuştur. Buna ek olarak Fitch Solution, Fitch Training ve Fitch Learning adlı yan kuruluşları da bulunmaktadır. Bu yan kuruluşlar veri hizmeti, finans ve sanayi eğitimi ve risk yönetimi konularında faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.

Fitch uzun dönem kredi derecelendirme gösterge çizelgesini “AAA” ve “D” aralığındadır. D kredi notu gerçek bir yatırım imkanının olmadığı en düşük kredi notunu belirtirken AAA ise en yüksek kredi notunu ifade etmektedir. Fitch de Standard & Poor’s gibi derecelendirme faaliyetinin sonucunda belirlenen kredi notlarının yanına “+” ya da “-” işaretleri koyabilmektedir. Bu işaretler kredi notlarının birbirine olan yakınlığını ortaya koymaktadır. Fitch Ratings’e ait kredi derecelendirme gösterge çizelgesi Tablo 6 ve Tablo 7’de gösterilmiştir.

Tablo 6. *Fitch Kredi Derecelendirme Gösterge Çizelgesi*

AAA	Kredi kalitesi en yüksek seviyede, kredi riski çok düşük seviyede, geri ödeme kapasitesi çok yüksek, olumsuz değişikliklerden etkilenmesi söz konusu değil
AA	Kredi kalitesi oldukça yüksek seviyede, kredi riski düşük seviyede, geri ödeme kapasitesi yüksek, tahmin edilebilen olaylardan etkilenme ihtimali mevcut
A	Kredi kalitesi yüksek seviyede, kredi riskine ilişkin beklenti düşük seviyede, geri ödeme kapasitesinin yüksek olduğu düşünülür, gelişen olumsuz şartlar karşısında zorlanma ihtimali söz konusu
BBB	Kredi kalitesi iyi durumda, kredi riskine ilişkin beklenti mevcut şartlarda düşük seviyede, geri ödeme kapasitesinin yeterli düzeyde olduğu varsayılır fakat şartların olumsuz bir şekilde gelişmesi durumunda kapasitede bir bozulma görülebilir
BB	Spekülatif niteliklere sahip, şartların değişiklik göstermesi sonucu varsayılan riske karşı meydana gelebilecek yüksek bir güvenlik açığı mevcut, sahip olduğu yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesi yeterli seviyede olabilir
B	Yüksek oranda spekülatif niteliklere sahiptir, mevcut geri ödemeler yapılabilir ancak sonrasında geri ödeme kapasitesinde bir bozulmanın olacağı muhakkaktır
CCC	Kredi riski yüksek seviyede, finansal yükümlülüklerini yerine getirememe durumu söz konusu
CC	Kredi riski çok yüksek seviyede, finansal yükümlülüklerini yerine getirememe ihtimali oldukça yüksek
C	İflasa yakın durumda, finansal yükümlülüklerin yerine getirilemeyeceğine ilişkin birçok belirti mevcut
D	İflasın gerçekleşmesi söz konusudur

Kaynak: <https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions>

Tablo 7. *Fitch Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme Gösterge Çizelgesi*

F1	Kısa vadeli kredi kalitesi en yüksek seviyede, geri ödeme kapasitesi çok yüksek durumda
F2	Kısa vadeli kredi kalitesi yüksek seviyede, geri ödeme kapasitesi yüksek durumda
F3	Kısa vadeli kredi kalitesi orta seviyede, geri ödeme kapasitesinin yeterli durumda
B	Kısa vadeli kredi kalitesi spekülatif nitelikler taşımakta, geri ödeme kapasitesi oldukça düşük seviyede, gelişen olumsuz şartlardan dolayı güvenlik açığı meydana gelebilir
C	Kısa vadeli kredi kalitesi çok düşük seviyede, oldukça yüksek seviyede geri ödeme riski mevcut, iflas olasılığının belirgin durumda
D	İflasın çok yakın bir zamanda gerçekleşmesi söz konusu

Kaynak: Fitch Ratings, <https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions>

1.9. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Prensipleri

Kredi derecelendirme kuruluşları derecelendirme faaliyetini yürütürken süreç bazı ilkeler çerçevesinde ilerlemektedir. Değişken senaryoları ve riske etki eden etmenleri inceleyip bir değerlendirmeye varmak için şu ilkeler kullanılmaktadır (S&P 2019).

Bu ilkeleri şu şekilde sıralanabilir:

- Küresel adaptasyon: Derecelendirme faaliyeti gerçekleştirilirken global beklentilerin göz önünde bulundurulması,

- Likidite seviyesi ve öngörülebilirliği: İhtiyaç duyulabilecek nakit akışına ilişkin gelecekte temin edilebilme kapasitesinin ortaya konulması,
- Kaliteye özen gösterme: Tarafsız ve bağımsız bir değerlendirme yapmak amacıyla elde edilen bilgilerin sonrasında analistlerle birlikte incelenmesi ve analiz edilmesi,
- Uzun döneme odaklanma: Yükümlülüklerin uzun dönemde yerine getirilip getirilmeyeceğine ilişkin riski ölçüp analizleri bu durumu göz önünde bulundurarak yapmak,
- Faaliyet gösterilen sektöre göre analiz yapmak: Sektörden sektöre değişiklik gösterebilen risklerin ayrı ayrı hesaba katılması
- Birbirine zıt olan senaryoların değerlendirilmesi: Yeni gelişebilecek şartlar için alternatif senaryolar üretilip değerlendirme yapılması
- Yerel muhasebelere ilişkin bilgi edinilmesi: Mevcut durumda ülkelerde uygulanan muhasebe politikaları arasındaki farklar dikkate alınarak değerlendirme yapılması

1.10. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Kredi Notu Uygulama Kriterleri

Kredi notu uygulama kriterleri genel olarak küresel çaptaki yerli ve yabancı kur cinslerinde, finansal sağlamlık, borçlananın ekonomik anlamdaki gelişimi üzerindeki etkiler dikkate alınmaktadır (Beyond Ratings Report, 2019/3). Kriterleri uygularken uzun döneme bakışı temsil eden bir yöntem uygulanır. Bu şekilde de borçlunun kredi değerliliği ölçülmektedir. Çoğu zaman hesaba katılan zaman dilimi içinde bulunulan an ve gelecekteki 2 yıldan ibarettir. Eğer yapılmayacağı belirtilmemiş ise geçmiş 5 yıl da hesaba katılmaktadır (S&P Global Ratings Report, 2019).

Başlıca uygulama kriterleri şöyle sıralanabilir:

- Rekabetçi pozisyon: Borçlunun kar edebilmesine ilişkin devamlılığını inceler. Gerçekleştirilen operasyonların devamlılığı ve pazardaki payı da değerlendirilmektedir. Geniş bir iş portföyüne sahip olup olunmadığını ve ekonomik sorunlara karşı dayanıklılığını ölçmektedir.
- Endüstriyel güvence ve ülkesel risk analizi: Borçlunun faaliyetlerini gerçekleştirdiği ülke üzerinde etkilere sahip olan ekonomik, sosyal ve yönetsel fonksiyonlar ülkesel risk analizini oluşturmaktadır.

Hedeflenen endüstri bölümüne ilişkin kar etme durumu ve bu durumun sürekliliği, ulusal ve global çaptaki piyasa tehditlerine karşı pazarın sahip olduğu değerliliğin düzeyi ve bu değerliliğin geçiciliği gibi unsurlara bakmaktadır.

- Sermaye ve getiriler: Mevcut durumdaki faaliyetlere ilişkin uygulamalar ve uygulamaların işleyişlerinin geri dönüşümü ile yatırımlardan kaynaklanan getirinin uzun vadedeki beklentisini incelemektedir.
- Risk Sergileme: Sermaye ve getiriler analizinde belirgin hale gelmeyen zarar kapasitesini göstermektedir. Ortaya çıkma ihtimali olan ticari anlamdaki kayıpları ve bu kayıpların çeşitliliklerinin boyutunu incelemektedir.
- Fon Yapısı: Maddi olmayan varlıklara ilişkin marka değer ve patent şeklindeki incelemeleri borç üzerinden elde edilen ekonomik kazancı kapsamaktadır. Finansal açıdan güçlükler yaşanması durumunda bunlarla başa çıkma kapasitesi ve esneklik yeteneği borç yükünün yüksek oluşu ve geri ödeme durumundaki nakit akışı tarafından sınırlandırılmaktadır.
- Yönetim Yapısı: Kuruluşun ticari anlamdaki ortakları ve diğer hissedarları arasındaki durumu ve kuruluşa ilişkin risk kültürünü analiz etmektedir. Riski meydana getiren unsurların engellenmesinde takip edilen süreç ve verilen kararların yapısını ve etkisini değerlendirmektedir.
- Likidite: Yürütülen faaliyetlerin durmaması için 12 ay süresince ihtiyaç duyulan finansal yeterlilik anlamına gelmektedir. Birdenbire gelişen gelir ve gider değişimleri ve borçlunun gelecek yıla ait yükümlükleri için finansal kaynak ihtiyacını giderememesinin sonucunda mevcut durumda elindeki kaynakları değerlendirmektedir.

İşe ilişkin risk profilinin borçlunun rekabetçi yönüyle ilgili değerlendirilmesi borçluya ait uzun vadeli kredi derecelendirmesi yoluyla yapılır. Sonrasında ise borçlunun sermaye ve getirileri ile fon yapısı ve risk sergileme kriterlerine başvurularak borçluya ilişkin finansal risk profili ortaya konulmaktadır. Yönetim organının yapısı ve likidite mevcudu bahsi geçen iki profil kullanılarak daha kuvvetli bir hale getirilmektedir (Moody's Investors Service Report, 2016).

Kredi derecelendirme faaliyetine ilişkin analizlerin daha nitelikli unsurları da kapsayacak biçimde gerçekleştirilebilmesi mümkündür. Çünkü niceliğe ilişkin unsurlar risk analizinin bütününe ifade etme noktasında yetersiz kalabilmektedir. Borçlunun finansal sağlamlığı ve elastikiyeti, potansiyel karı ve sıcak paraya ulaşma yeteneği niceliğe ilişkin unsurlar aracılığıyla açıklanabilmektedir. Fakat borçlunun genel durumuna dair riski, faaliyetlerin yürütüldüğü ülkedeki ekonomik gelişmeyi ve endüstriyel sektör karakteri niceliğe ilişkin unsurlarla değerlendirebilmek mümkün olamamaktadır.

1.11. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Kredi Notu Değerlendirme Farklılıkları

Kredi derecelendirme notları borçluya ilişkin değişken risk analizini derece gösterge çizelgesinde duyurmaktadır. Kredi notları, bazı semboller kullanılarak yüksekten düşüğe doğru kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kamuoyuna duyurulmaktadır. NRSRO'lar kredi notu duyurusu yaparken hakkında not duyurusu yapılacak şirketin olağan dışı durumunu da göz önünde bulundurmaktadır. Bu yüzden duyurulan notun yanında geleceğe ilişkin not görünümü ve trendi şeklinde bir değerlendirme de yapılabilmektedir. Not görünümleri şunlardır:

- Pozitif
- Durağan
- Negatif
- Gelişen

Görünüme ilişkin şartların hızla değiştiği bir durum mevcutsa kredi notu artan ve azalan şeklinde duyurulmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının duyurduğu kredi notlarının anlamına ilişkin farklar Tablo 8'de gösterilmiştir.

Tablo 8. *Kredi Derecelendirme Kuruluşların Duyurduğu Kredi Notlarının Anlamlarına İlişkin Farklar*

Kuruluş / Kredi Notu	AAA	BBB	B
Fitch	Yüksek kredi notu. ‘AAA’ notu düşük kredi riskine sahip olduğu anlamına gelmektedir. Finansal yükümlülüklerin tam olarak ve zamanında yerine getirilmesine ilişkin kapasiteye sahip olduğunu göstermektedir. Beklenmeyen durumların ortaya çıkması halinde dahi olumsuz etkiler görülmeyeceği anlamına gelmektedir.	İyi kredi notu. ‘BBB’ notu düşük kredi riski beklentisinin mevcut olduğunu göstermektedir. Finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesi bakımından yeterli kapasiteye sahiptir. Ancak ekonomik koşulların güçleşmesi halinde söz konusu kapasitenin yetersiz kalması mümkündür.	Aşırı spekülatif. ‘B’ notu kredi riskinin mevcut olduğu anlamına gelmektedir.
Moody’s	Finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesi bakımından yüksek kapasiteye ve düşük kredi riskine sahip olduğu anlamına gelmektedir.	Kredi riskinin ortaya çıkma ihtimali söz konusudur. Her ne kadar risk orta düzeyde olsa da bazı spekülatif özellikler içermektedir.	Kredi riski yüksek düzeydedir. Spekülatif özellikler belirgindir.
S&P	Finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesine ilişkin yüksek kapasiteye sahip olduğu anlamına gelmektedir.	Finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesi açısından yeterli düzeyde bir kapasiteye sahip olduğu anlamına gelmektedir. Ancak ekonomik şartların güçleşmesi durumunda söz konusu kapasitede azalma görülecektir.	Borçlunun finansal yükümlülüklerini yerine getirme noktasında yeterli kapasiteye sahip olduğunu göstermektedir. Fakat ekonomik koşulların güçleşmesi durumunda hem kapasitede büyük ölçüde bir zayıflama görülecek hem de borçlunun iş yapabilme yeteneği oldukça azalacaktır.

Kaynak:https://www.sec.gov/files/939h_credit_rating_standardization.pdf

NRSRO'ların kredi derecelendirme faaliyetini gerçekleştirirken yaptığı kredi risk analizi şu konularda farklılıklara sebep olmaktadır:

- Kredi notları
- Semboller
- Dereceler

Örneğin Moody's finansal yükümlülüklerin zamanında yerine getirilip getirilmeyeceği konusunu ve yerine getirilmezse de kredi notuna ilişkin meydana gelebilecek kayıp arasında bağlantı kurmaktadır. Bir diğer derecelendirme kuruluşlarından biri olan S&P ise finansal yükümlülüklerin yerine getirilmeme ihtimalini dikkate almaktadır. İflas zamanı ya da iflasın çözülmesi hakkında araştırma yapmamaktadır. İki kredi derecelendirme kuruluşunun kredi notuna ilişkin yaptığı sınıflandırmada da bu fark bulunmaktadır (SEC Investors Alerts and Bulletin, 2012). "C" kredi notu Moody's tarafından verilen uzun vadeli en düşük kredi notunu temsil etmektedir. Yatırımcı açısından bu not menkul kıymetin iflası anlamına gelmektedir. Ayrıca menkul kıymet için kullanılan anaparanın geri dönüşünün de çok az olabileceğini ifade etmektedir. Yatırımcı açısından önemli etkenlerden biri olan kazanç olasılığını da oldukça az olduğunu bu kredi notu göstermektedir. "D" kredi notu S&P tarafından verilen en düşük not anlamına gelmektedir. Bu not yükümlülüklerin yerine getirilmesinin mümkün olmadığını ifade etmektedir. S&P kendini yatırım uzmanı olarak tanımlamamaktadır. Bu yüzden hangi bononun alınıp hangilerinin satılacağı konusunda tavsiye ve telkinde bulunmamaktadır. Ancak bonolar Moody's tarafından yatırım işlevi olan araçlar olarak görülmektedir. Buna bağlı olarak da yatırımcının ilgili bonodan ne kadar kazanç sağlayabileceğini değerlendirmektedir. Bu nedenlerden dolayı yatırımcılar S&P'nin duyurduğu kısa vadeli olumsuz değerlendirmelere bakarak alım satım kararı almamaktadır. Ancak Moody's duyurduğu notlarla yatırımcıların kararlarını doğrudan etkilemektedir. Fitch de Moody's gibi yatırımcıları yönlendirme fonksiyonuna sahiptir. Fitch kredi derecelendirme faaliyetini gerçekleştirirken iflasın söz konusu olup olmadığını değerlendirmektedir. Ayrıca yatırım yapılması durumunda kazanç elde edilemeyeceği hakkında bilgi vermektedir. Fitch'in duyurduğu kredi notları tamamen gerçek verilere dayanmaktadır. Fitch borçlunun yükümlülüklerinin çeşidini ve bu

yükümlülüklerin değişen koşullardan ne kadar etkilenebileceğini değerlendirmektedir (Ashok Bhatia, 2002).

NRSRO'ların duyurduğu kredi notları çoğunlukla borçlunun kredi riskiyle ilişkilidir. Bu nedenle NRSRO'lar iflas durumunda ya da başka bir kayıp meydana geldiğinde oluşabilecek maddi zarara ilişkin bir değerlendirme yapmamaktadır. S&P duyurduğu kredi notlarının iflas durumundaki hasarı gösteren bir özellik taşımadığını söylemektedir. Bununla birlikte Fitch de duyurduğu kredi notlarının yalnızca bir tahmin niteliğine sahip olduğunu ve kesin yargı içermediğini belirtmektedir. Moody's de derecelendirme faaliyetinin göreceli bir işlem olduğunu ve bu nedenle de kredi notunu izleyerek kesin bir sonuca ulaşmanın mümkün olmadığını belirtmektedir. Özetle Moody's gerçekleşmesi beklenen zararı tahmin etmektedir (Salmon, 2011).

Kredi derecelendirme kuruluşları SEC tarafından denetlenmektedir. Bu nedenle de kredi derecelendirme faaliyetlerinin Amerika Birleşik Devletleri'nin kontrolünde yürütülmesi ihtimali söz konusu olmaktadır. Bu durum çeşitli eleştirilere yol açmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları Asya krizinin olabileceğini tahmin edememiş ve bununla birlikte krizin ortasında bazı ülkelerin kredi notlarını düşürerek krizin daha da derinleşmesine sebep olmuşlardır. Bu durum da kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güveni azaltmaktadır. Yine benzer olarak Avrupa'da borç krizi meydana gelmiştir. Bu borç krizi sırasında da İrlanda, Portekiz, Yunanistan ve İspanya'nın kredi notlarını gerçeklikten uzak bir şekilde düşürmüştür. Sonucunda da Yunanistan iflas etmiştir. O sırada Avrupa Komisyon başkanı kredi notlarının gerçeklerden bağımsız bir şekilde konjonktüre bağlı olarak belirlendiğini söylemiştir (Toraman vd., 2014).

1.12. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Getirilen Eleştiriler

Kredi derecelendirme notlarının doğruluğu tam olarak ölçülememektedir. Kredi derecelendirme notları esasında birçok unsurun göz önünde bulundurulması sonucunda ulaşılan öznel bir değerlendirmedir. Bu notlar geleceğe dönük beklentilerin bir ifadesi niteliğindedir (Schroeter, 2013).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasaların şeffaflığını ve etkin bir şekilde işlemlerini sağlaması beklenmektedir. Ancak küresel finans krizinden sonra kredi derecelendirme kuruluşlarına gelen eleştiriler yoğunlaşmaktadır. Bu eleştirilerin kapsamı şöyle sıralanabilmektedir (Siebert, 2015):

- Finansman kaynaklarının belirsizliği
- Kullandıkları metodolojilerin tutarsızlıklar içermesi
- Finansal krizlerin derinleşmesine katkıda bulunmaları

Bu nedenlerden dolayı söz konusu kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirlikleri konusunda şüpheler yaygınlaşmaktadır (Kılıçaslan ve Giter, 2016). Bazı türev finansal araçların küresel çaptaki finansal krizlerde tetikleyici bir rol üstlendikleri belirtilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından söz konusu türev finansal araçlara ve bu araçların ihraççısı konumunda olan kuruluşlara oldukça yüksek notlar verilmiştir. Bu durum da kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güvene zarar vermektedir (Gür ve Öztürk, 2011).

Bütün bu eleştirilere rağmen küresel çapta birçok kişi ve kuruluş yatırım kararı alırken kredi derecelendirme notlarını dikkate almaktadır. Özellikle gelişmiş ülkelerde bulunan kuruluşlar kredi notlarına büyük bir önem atfetmektedir. Bu durum da kredi derecelendirme notlarının siyasi bir savaşın unsuru haline gelmesine neden olabilmektedir (Coşkun, 2016). Bütün bu eleştiriler göz önünde bulundurularak kredi derecelendirme kuruluşlarının kontrolsüz ve sınırsız bir güce sahip olduğu belirtilmektedir. Bu yüzden de özel sermayeye sahip olan NRSRO'lara alternatiflerin oluşmasının gerektiği belirtilmektedir (Siebert, 2015).

Kredi derecelendirme kuruluşları hakkında yapılan eleştiriler uzun zamandır devam etmektedir. Kredi derecelendirme faaliyetinin gerçekleştirilmesinden sonra yapılacak not indirimlerinin bazı değişkenler göz önünde tutularak geciktirildiği konusu 1994-1995 yıllarında gerçekleşen Meksika krizi ve 1990'ların sonundaki Asya krizi sırasında da belirtilmiştir. O sıralarda da kredi derecelendirme kuruluşlarının duyurduğu kredi notlarının krizleri derinleştirdiği eleştirisi getirilmiştir. Oysa kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarına ilişkin bir değerlendirme yaparken proaktif davranmaları gerekmektedir. Daha sonra kredi derecelendirme kuruluşlarına getirilen bu eleştirilerin haklı olduğu görülmüştür. Çünkü bahsi geçen krizlerden sonra da kredi derecelendirme kuruluşları kriz içinde olan ülkelerin notlarını düşürerek borçlanma maliyetlerini artırmıştır. Bu durum da yaşanan krizin daha da derinleşmesine yol açmıştır (Kiff vd., 2012). 2007-2008 yıllarındaki finans krizi sonrasında da kredi derecelendirme kuruluşları elde ettiği özel verileri abonelerine ücret karşılığında sattığı için yoğun eleştirilere maruz kalmıştır. Bununla birlikte kredi

derecelendirme sisteminin riskleri doğru analiz edip etmediği hususunun sorgulanmasına neden olmuştur (Hau vd., 2012). Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşlarının sahip olduğu güvenilirlik de büyük ölçüde azalmış ve piyasa üzerindeki etkileri tartışılmıştır (Driss vd., 2019).

1.12.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Aşırı Bağlılık

Sürü davranışı, piyasada faaliyet gösteren bir katılımcının finansal hareketlerinin diğer katılımcılar tarafından taklit edilmesi durumudur. Bu durum çoğunlukla piyasa hakkında yeterli seviyede bilgiye sahip olmayan katılımcıların diğer katılımcıların doğru kararlar aldıklarını düşünerek hareket etmesiyle ilişkilidir (Sandalcılar vd., 2019). Kredi derecelendirme notlarının yalnızca borçluya ve borçlanma araçlarına ilişkin kredi riski içerdiği kredi derecelendirme kuruluşları tarafından açıklanmaktadır. Bu açıklamalar yatırımcıların çoğu tarafından yatırım kararı alırken göz önünde bulundurulacak temel unsurlar olarak değerlendirilmektedir. Bu yüzden de normal şartlar altında dikkate alınmaması gereken kredi derecelendirme kuruluşlarına aşırı derecede güven duyulması birçok sorunu beraberinde getirmektedir. Örneğin oluşan bu aşırı güven yatırımcıların aldıkları tüm kararlarda kredi derecelendirme notunu esas almasına ve buna bağlı olarak da sürü davranışında bulunmalarına yol açmaktadır. Ayrıca bu şekilde finansal piyasaların etkin bir şekilde faaliyet göstermesi de mümkün olamamaktadır.

Piyasada katılımcıların kredi derecelendirme kuruluşlarına ve kredi notlarına aşırı güven duyması sonucunda ortaya çıkabilecek olan sorunlardan biri de kredi notlarının hatalı olması halinde finansal sistemin karşılaştığı riskin artmasıdır. Kredi derecelendirme faaliyeti sonucunda duyurulan kredi notlarındaki hatalar ve önyargılı bir şekilde yapılmış incelemeler finansal sistemde “uçurum etkilerinin” oluşmasına neden olmaktadır. Bu durum da var olan krizleri derinleştirmekte ve dahası yeni krizlere de yol açabilmektedir (Hau vd., 2012). Tarih boyunca yaşanan finansal krizlerde kredi derecelendirme kuruluşlarının davranışları incelendiğinde bu durum açık bir şekilde görülmektedir.

1.12.2. Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rekabeti Önleyici Davranışları ve Derecelendirme Pazarındaki Oligopol Piyasa

Küresel çapta yasal mevzuata uygun ve lisanslı olarak faaliyetlerini gerçekleştiren kredi derecelendirme kuruluşlarının sayısı aracı olarak faaliyet gösteren kuruluşların sayısından daha azdır. Aynı zamanda piyasa katılımcıları da olan kamu

otoriteleri, borçlanma talebinde bulunanlar ve yatırımcılar tarafından güven duyulmak kredi derecelendirme sektöründe faaliyet gerçekleştirebilmek için zorunlu bir şarttır (Gavras, 2012). Fakat bu durum piyasaya yeni giren kredi derecelendirme kuruluşları açısından olumsuz bir etki doğurmaktadır. Yeni faaliyet göstermeye başlayan kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasa girmeleri ve piyasada kendilerine yer bulmaları oldukça güçleşmektedir.

Kredi derecelendirme pazarının büyük kısmını elinde bulunduran uluslararası kredi derecelendirme kuruluşların bulundukları konumları korumak amacıyla diğer kredi derecelendirme kuruluşlarıyla rekabet ederken agresif yöntemler kullandığı konusunda eleştiriler mevcuttur. Fakat şu anda bu eleştirilerin haklı olduğuna dair bilimsel olarak bir kanıt getirilememektedir. Ama bu eleştirilerin haklılığına yönelik bilimsel kanıtlar ortaya konulamaması kredi derecelendirme kuruluşlarının rekabet ederken agresif yöntemler kullanmadığı anlamına gelmemektedir. Çünkü bu tarz agresif yöntemler kullanıldığına ilişkin bilimsel kanıtlar ortaya koymak oldukça güçtür. Bu konuda araştırma yapılırken yalnızca belirli yöntemlerin uygulandığını kanıtlamak yeterli olmamaktadır. Ayrıca ilgili yöntemlerin mantıklı olmadığını ve iyi niyetli bir şekilde uygulanmadığını da ortaya koymak gerekmektedir (Frost, 2007).

Düzenleyici ve denetleyici yetkilere sahip olan kamu otoriteleri de piyasaya giriş konusunda güçlüklerle neden olmaktadır. Örneğin SEC, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunu NRSRO olarak belirledikten sonra küresel çapta kredi derecelendirme faaliyeti gerçekleştirmek isteyen kuruluşların pazara girmesine engel olmuştur (White, 2016). Diğer gelişmiş ülkelerde de bu tarz durumlar görülmektedir. Bu durumun en büyük nedeni oldukça büyük bir öneme sahip olan kredi derecelendirme faaliyetinin sistemli bir şekilde ve konu hakkında yeterli tecrübeye sahip olan kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmesinin kamu otoriteleri ve hukuksal mevzuat tarafından istenmesidir. Çünkü aksi halde yeterli tecrübeye sahip olmayan ve piyasaya yeni giren kredi derecelendirme kuruluşlarının pazardan pay alabilmek için olağandışı yöntemlere başvurmaları mümkündür. Bu şekilde kurumsal bir yapıya sahip olmayan kredi derecelendirme kuruluşlarının oldukça önemli bir faaliyet olan kredi derecelendirme faaliyetini gerçekleştirmesi engellenmektedir.

1.12.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Bölgesel Olarak Önyargılı Davrandığı

Gelişmekte olan ülkelerin yöneticileri NRSRO'lar tarafından verilen kredi notlarının bölgesel olarak ayrımcılık içerdiği eleştirisinde bulunmaktadır. Ayrıca kredi notları belirlenirken bazı ülkelere önyargılı davranıldığı ve hakkında not açıklaması yapılan kamu veya özel kuruluşun hak ettiğinden daha düşük notlar aldığı konusu da getirilen eleştiriler arasında sayılabilmektedir. Literatürde bu konuyla ilgili oldukça az sayıda çalışma bulunmaktadır. Yapılan çalışmalar incelendiğinde de kimi çalışmalar eleştirilerin haklı olduğunu ortaya koymaktayken kimi çalışmalar da kredi derecelendirme faaliyeti gerçekleştirilirken bölgesel ayırım yapılmadığını belirtmektedir (Yalta ve Yalta, 2018).

Yalta ve Yalta (2018) tarafından konuyla ilgili bir çalışma yapılmıştır. Bu çalışmada S&P, Fitch ve Moody's'in verdiği ülkeye ilişkin kredi notları incelenmiştir. Çalışma sonucunda ise üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun bu kuruluşların ev sahibi niteliği taşıyan ABD hakkında son derece olumlu bir önyargıya sahip olduğu görülmektedir. Dahası söz konusu olumlu önyargı sadece ABD ile de sınırlı kalmamış aynı zamanda ABD'nin ekonomik ve askeri olarak yoğun ilişkilere sahip olduğu diğer ülkeler hakkında değerlendirme yapılırken de bu ülkelerin lehine olacak şekilde kredi notları belirlendiği çalışmada belirtilmektedir. Ancak belirtilen bu durum dışında kredi derecelendirme faaliyeti yürütülürken bölgesel olarak önyargının bulunmadığı çalışmada ortaya konulmaktadır. Gelişmekte olan sekiz ülke için Moody's tarafından belirlenen kredi notu ile bu ülkelere ilişkin makroekonomik değişkenler arasındaki bağlantı Sandalcılar vd., (2019) tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada incelenmiştir. Bu çalışma sonucunda kredi derecelendirme notu ile tek yönlü nedensellik bağına sahip olan hususlar şöyle sıralanmaktadır:

- Doğrudan yabancı yatırımlar
- Enflasyon oranı
- Ekonomik büyüme oranı

Fakat söz konusu çalışmada çift taraflı nedensellik ilişkisi tespit edilememektedir. Bu yüzden kredi derecelendirme kuruluşlarının bölgesel açıdan önyargılı bir şekilde hareket ettiği konusundaki eleştirilerin kısmen haklı olduğu belirtilmektedir. Gülmez ve Gündoğan (2014) tarafından yapılan bir çalışmada

aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bazı ülkelerin makroekonomik göstergeleri karşılaştırılmıştır. Bu çalışmada uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye ve bazı ülkeler için kredi notlarını siyasi olarak belirlediği ve gerçekte olması gerekenden daha düşük notlar verdiği görülmektedir. Çolak, (2017) tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada ise Moody's'in 2015 ve 2016 yıllarında Türkiye için verdiği kredi notları ile Türkiye'nin o yıllardaki makroekonomik göstergeleri arasındaki bağlantı incelenmiştir. Çalışma sonucunda Moody's'in Türkiye için kredi notu belirlerken tarafsızlıktan uzak olduğu ve siyasi etkenleri göz önünde bulundurarak karar verdiği ortaya konulmaktadır. Moody's tarafından duyurulan notların Türkiye'nin ekonomik koşullarını yansıtmadığı yine yapılan çalışmada ortaya konulmaktadır.

1.12.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkinliği ve Verdikleri Notların Yerindeliği

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından WorldCom ve Enron adlı şirketlere verilen kredi notları piyasadaki katılımcıların kredi derecelendirme kuruluşlarını yoğun bir şekilde eleştirmesine yol açmıştır. Bu konu finansal piyasalar tarihine 2000 ve 2002 skandalları olarak geçmiştir. Enron şirketinin kredi derecelendirme notu iflasına birkaç gün kalmasına rağmen yatırım yapılabilir seviyede kalmıştır (White, 2016). Bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının sahip olması gereken özene sahip olmadıklarını ortaya koymuştur. Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirme faaliyetini yürütme konusundaki yeterlilikleri de sorgulanmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları şirket yönetimine ilişkin veriler hakkında yeterli bir araştırma yürütmemiştir. Ayrıca söz konusu kredi derecelendirme kuruluşlarına Fair Disclosure regülasyonu kapsamında gizli verilere erişme hakkı da tanındığı halde kredi derecelendirme kuruluşları yeterli bir araştırma yapmamışlar ve bu durum da özellikle eleştiri konusu olmuştur. Sonuç olarak kredi derecelendirme kuruluşları Enron hakkındaki gerçeği ilgililere duyuramadığı için bu kuruluşlara olan güven zarar görmüştür.

Kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güvenin azalmasına ve piyasadaki itibarlarının zarar görmesine neden olan olayların konusu olan şirketler şunlardır:

- Enron,
- Orange Country California,

- Mercury Finance,
- Pasific Gas&Electric,
- WorldCom,
- Delphi,
- General Motors
- Ford

Kredi derecelendirme kuruluşlarına 2007-2008 yıllarında gerçekleşen küresel finans krizine kadar getirilen eleştiriler çoğunlukla olay ve şirket temellidir. Bununla birlikte bu eleştirilerin çoğu sistematik bir nitelik taşımamaktadır. Ancak söz konusu krizin başlamasından sonra oldukça yüksek nota sahip borçlanma araçlarının bile sonra derece düşük bir performans gösterdiği görülmüştür. AAA notuna sahip konut ipotegine dayalı menkul kıymetlerin değeri 2007'nin başından 2008'in sonuna kadar %70 oranında düşüş göstermiştir. Bununla birlikte bu yıllarda borçlanma araçlarının ve kuruluşlarının notları kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yüksek oranda düşürülmüştür. Bu durum kriz öncesinde belirlenen notların büyük ölçüde gerçeği yansıtmadığı anlamına gelmektedir. Literatürde derecelendirme enflasyonu olarak adlandırılan bu durum birçok krizin yaşanmasında oldukça büyük bir paya sahiptir. Çünkü yatırımcıların çoğu kredi derecelendirme kuruluşlarının duyurduğu yüksek kredi notlarına dayanarak yatırım yapmaktadır. Fakat buna bağlı olarak ortaya çıkan derecelendirme enflasyonu fiyatların yanlış belirlenmesine ve krizlere yol açmaktadır (Pagano ve Volpin, 2010).

1.12.5. Olası Çıkar Çatışmaları

Özel sermayeye sahip birçok kuruluş gibi kredi derecelendirme kuruluşları da kazançlarını ve pay senedi değerlerini mümkün olan en yüksek seviyeye ulaştırmayı hedeflemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafsız ve bağımsız bir şekilde yapılan analizler sonucunda ilgililere bilgi verilmesi için birçok kamusal desteklemeye sahip olsa da kamu otoritelerinin sahip olduğu sorumluluklara sahip değildir. Kredi derecelendirme kuruluşları özel sermayeli ticari kuruluşlardır. Bu nedenle şirkete ilişkin çıkarların kamusal fayda ile çatışması mümkün olabilmektedir. Bu kapsamda kredi derecelendirme kuruluşunun çıkarları ile kamusal fayda arasındaki ilişkinin incelenmesi gerekmektedir. Çünkü kuruluşun çıkarlarını incelemesi sadece kamunun

zarar görmesine yol açmayacak aynı zamanda kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliği de büyük zarar görecektir (Gavras, 2012). Kredi derecelendirme kuruluşları verdikleri hizmet karşılığında şirketlerinden gelir elde etmektedir. Bu gelir sayesinde de faaliyetlerini devam ettirebilmektedirler. Bu nedenle kredi derecelendirme hizmeti alan şirketlerin varlığını sürdürmesi kredi derecelendirme kuruluşları açısından da büyük önem arz etmektedir. Bununla birlikte şirketlerin varlığını sürdürmesi de kredi derecelendirme kuruluşlarının şirket hakkında duyurduğu notlarla doğrudan ilişkilidir. Bu söz konusu çıkar çatışması yıllardır bir sorun olarak tartışılmaktadır. Literatürde bu sorun “derecelendirme alışverişi (rating shopping)” şeklinde adlandırılmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları öncesinde yatırımcılardan ücret alırken 1960-1970 yılları arasında bu uygulamayı değiştirmiş ve artık yatırımcılardan değil hakkında kredi derecelendirme faaliyeti yapılan şirketten ücret almaya başlamıştır. Derecelendirme alışverişi kavramı bu uygulamanın başlamasından sonra doğmuştur (Hau vd., 2012). Derecelendirme alışverişinin bariz olarak görülebildiği bir durum 2000 yılında yaşanmıştır. S&P kredi derecelendirme faaliyeti sonucunda Meksika hakkında not duyurusu yapmıştır. Ancak bu not duyurusu spekülasyon özellikler taşımaktaydı. Daha sonra Moody’s Meksika’ya ilişkin kredi notunu yükseltmek için izlemeye aldığını açıklamıştır. Bunun sonucunda da Meksika ihraç ettiği tahviller için kredi derecelendirme hizmetini Moody’s’ten almaya başlamıştır (Siebert, 2015). 2016 yılında faaliyet gösteren 10 NRSRO bulunmaktadır. Bu 10 NRSRO’dan 9 tanesi 1960’lı yıllar öncesindeki gibi gelirlerini yatırımcılardan elde etmektedir (White, 2016).

Kredi derecelendirme faaliyeti gerçekleştirilirken duyurulacak kredi notu ile derecelendirilen kuruluşun finansal gücünün doğrudan ilişki içinde olması gerekmektedir. Fakat kredi derecelendirme kuruluşunun kredi notunu belirlerken başka bir unsura dayanmasında kendi çıkarı söz konusu ise çıkar çatışmasının görülmesi mümkün olabilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları da bu çıkar çatışmasının farkındadır ve bunu önlemek amacıyla daha şeffaflıklarını artırmak için çalışmalar yürütmektedir. Bu yüzden çıkar çatışmasının mevcut olup olmadığı değil söz konusu çıkar çatışmasının kredi derecelendirme kuruluşları tarafından uygun bir şekilde yönetilip yönetilmediği literatürde tartışılmaktadır (Frost, 2007). Kredi derecelendirme faaliyetinin unsurları ile finansal aracılık hizmeti veren kuruluşlar

arasında çıkar çatışması bulunmaktadır. Söz konusu çıkar çatışmasından ise en çok kredi derecelendirme kuruluşları etkilenmektedir (Pagano ve Volpin, 2010).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafı olduğu çıkar çatışmaları literatürdeki veriler de göz önünde bulundurularak şu üç konu altında incelebilmektedir:

- Kredi derecelendirme kuruluşlarının, kredi derecelendirme hizmeti almak isteyen potansiyel müşterileri kazanabilmek amacıyla söz konusu müşterilere ilişkin riskleri gerçekte olduğundan daha az göstermek istemesi
- Banka ve kuruluşların borçlanma aracı ihraç ederken söz konusu borçlanma aracına en yüksek notu veren kredi derecelendirme kuruluşundan hizmet almak istemesi
- Yatırımcıların yatırım kararı alırken kredi derecelendirme kuruluşlarının duyurduğu kredi notlarına başka hiçbir veriyi dikkate almaksızın güvenmesi (Bolton vd., 2011).

Moody's'in 1980 ve 2010 yılları arasında gerçekleştirdiği derecelendirme faaliyetleri bir çalışmada çıkar çatışması yönünden incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda kredi derecelendirme kuruluşlarınca borçlanma araçlarına ilişkin duyurulan notlar ile kredi derecelendirme kuruluşunun söz konusu borçlanma araçlarını ihraç eden kuruluştan aldığı ücret arasında doğrudan bir bağlantı olduğu ortaya konulmuştur (Cornaggia vd., 2012). Yine aynı kişiler tarafından gerçekleştirilen bir başka çalışma da söz konusu bağlantının mevcut olduğunu belirtmektedir (Cornaggia vd., 2017).

Çıkar çatışmalarına ilişkin bir diğer önemli konu da kredi derecelendirme kuruluşlarının ortaklık yapılarıyla ilgilidir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ortaklı bir yapıya sahip olması da çıkar çatışmalarına sebep olabilmektedir. Bu konuyla ilgili olarak Cengiz, (2014) tarafından bir çalışma gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada Moody's ve S&P'nin ortaklık yapıları değerlendirilmektedir. Bu çalışmaya göre McGraw-Hill adlı şirket S&P'nin sahibi konumundadır. Ayrıca hedge fonlarının ve bazı büyük finansal kuruluşların da McGraw-Hill adlı şirketin büyük ortakları arasında olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte Moody's'in de büyük ortakları McGraw-Hill adlı şirketin sahibi olduğu kuruluşlarla yakın ilişki içerisinde. Bu kuruluşlar aynı zamanda küresel olarak faaliyet gösteren şu şirketlerin de yatırımcısı konumundadır:

- IBM
- Google
- Mcdonalds
- Coca-Cola
- Apple

Bütün bu nedenlerden dolayı kredi derecelendirme kuruluşlarının ortaklık yapıları çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasında oldukça önemli etkilere sahiptir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının en yüksek kredi notlarına sahip olduğunu duyurduğu finansal kuruluşların ve ürünlerin 2007-2008 yıllarında gerçekleşen küresel krizde büyük bir çöküş yaşaması piyasadaki katılımcıların çıkar çatışması konusunu yeniden gündeme getirmesine neden olmuştur. Yapılandırılmış finansal ürünlerin piyasada sahip olduğu pay 2000-2007 arasında oldukça büyük artışlar göstermiştir. Aynı dönemde Moody's, Fitch ve S&P'nin finansal tabloları incelendiğinde de kâr oranlarının oldukça yükseldiği görülmektedir. Fitch'in 2000 yılındaki net kârı hakkında bilgiye mevcut olmasa da 2007 yılındaki net kârı 32.776 milyon \$'dır. Moody's'in ise 2000 yılındaki finansal tabloları incelenmiş ve net gelirinin 158,5 milyon \$ olduğu görülmüştür. Moody's'in net geliri 2007 yılında ise 701,5 milyon \$'a ulaşmış ve %342'lik bir artış göstermiştir (Moody's, 2020). Bununla birlikte S&P'nin de finansal tabloları incelenmiş ve 2000 yılında 403,8 milyon \$ olan net gelirinin 2007 yılında 1.013,5 milyon \$ (SEC, 2020) olduğu yani net gelirini %151 oranında arttırdığı görülmektedir. Moody's, S&P ve Fitch'in duyurdukları oldukça yüksek olan kredi notlarını 2007-2008 yıllarında yaşanan küresel çaptaki krizden sonra bir anda düşürdüğü ve yaşanan krizi daha da derinleştirdiği bilinmektedir. Ayrıca bu durum daha önce verilmiş olan kredi notlarının güvenilirliğinin de sorgulanmasına yol açmış ve bu notların bir çıkar çatışmasının sonucu olduğunu ve gerçeklikle bağdaşmadığını akla getirmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının yaşadığı çıkar çatışmaları ve buna bağlı olarak duyurduğu kredi notlarının güvenilirliği günümüzde de tartışma konusu olmaktadır.

1.12.6. Krizleri Öngörememeleri

Kredi derecelendirme kuruluşları derecelendirme faaliyetlerini gerçekleştirirken yaşanması muhtemel dönemsel dalgaları engelleyerek istikrarı

sağlamayı amaçlamaktadır. Bu yüzden de bir ülkenin ya da kuruluşun kredi notunu düşürmeyi gerektirecek sebepler ortaya çıktıktan sonra söz konusu sebeplerin kalıcı mı yoksa geçici mi olduğunu anladıktan sonra not düşürme işlemini gerçekleştirmektedir (Siebert, 2015). Finansal istikrarın sağlanması amacıyla hızlı bir şekilde hareket etmemeyi tercih eden kredi derecelendirme kuruluşları bu yüzden de eleştirilere maruz kalmaktadır. Örneğin kredi derecelendirme kuruluşlarının krizleri öngörmesi beklenmekte ama bunun yerine söz konusu kuruluşların krizler bittikten sonra ya da krizlerin başlamasından sonra bir eylemde bulunduğu görülmektedir. Bu durum da literatürde yoğun bir şekilde eleştirilmektedir (Kiff vd., 2012). Finansal stresin yaşandığı dönemlerde kredi derecelendirme kuruluşlarının sahip olduğu kamuoyuna açık olmayan bilgileri de analiz ederek krizleri öngörmesi beklenmektedir. Fakat bunun gerçekleşmemesi kredi derecelendirme kuruluşlarını yine eleştirilerin konusu haline getirmektedir (Gür ve Öztürk, 2011). Denetleyici ve düzenleyici yetkilere sahip olan kamu otoriteleri finansal krizlerin tahmin edilememesi konusunda yasal mevzuat ile denetleme ve düzenleme yöntemlerini sorgulamaktadır. Ancak özellikle kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal kriz anlarında kamuoyunda oluşturduğu etkiler üzerinde durulmaktadır (Gavras, 2012).

Kredi derecelendirme kuruluşları derecelendirme faaliyetinin sonunda notu belirlemektedir. Fakat bu derecelendirme faaliyetinin yeni verilerle tekrarlanması zaman alabilmektedir. Bu nedenle kredi derecelendirme işleminin yavaş işleyen bir süreç olduğu akla gelebilmektedir. Ancak piyasa katılımcılarının çoğu kredi derecelendirme kuruluşları yeni not duyurusu yapmadan önce yeni verilere göre hareket etmektedir. Bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının gerçekleşmesi muhtemel olayları öngörmediğini ve sadece olaylar gerçekleştikten sonra bir değerlendirme yaptığını ortaya koymaktadır. Yapılan çalışmalar sonucunda kredi derecelendirme notları ile yatırımcıların aldığı kararlar arasında dikkate değer bir ilişki olduğu belirtilmektedir. Özellikle not indirimine ilişkin duyurular yatırımcıları doğrudan etkileyebilmektedir. Fakat bu durumun sebebinin kredi derecelendirme kuruluşlarınca yatırımcılara sunulan yeni bilgiler mi yoksa yalnızca ilgili kuruluşun kredi notunun indirilmesi mi olduğu tam olarak bilinmemektedir (White, 2016).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının hem süreci iyi yürütemediği hem de öngöremediği büyük finansal krizler şunlardır:

- Güney Doğu Asya krizi

- Latin Amerika Krizi
- Avrupa Krizi

Ancak kredi derecelendirme kuruluşları bu krizleri öngöremese de krizlerin yaşanmasından hemen sonra ülkelere ilişkin kredi notlarını gözden geçirmiştir. Bu yüzden de güvenilirlikleri büyük zarar görmüştür. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirme faaliyetini yürütürken kullandıkları metodolojileri yalnızca finansal krizlerden sonra gözden geçirmeleri de söz konusu kuruluşlara getirilen eleştirilerin sebeplerindendir. Çünkü bu durum gelecekteki krizleri de öngöremeyeceklerini düşündürmektedir (Gür ve Öztürk, 2011).

2007-2008 yıllarında yaşanan küresel finansal krizden sonra kredi derecelendirme kuruluşlarının bankalar ve diğer finansal kuruluşlarla birlikte bu kuruluşlarca ihraç edilen menkul kıymetlere verilen yüksek kredi notları kamuoyunun dikkatini çekmiştir. Bankalar ve diğer finansal kuruluşlarla birlikte bu kuruluşlarca ihraç edilen menkul kıymetlere kredi derecelendirme kuruluşlarınca verilen kredi notlarının bankalar ve diğer finansal kuruluşların temerrüde düşmelerinden hemen öncesine kadar yüksek seviyede kalması kredi derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen eleştirilerin artmasına sebep olmuştur. Ayrıca bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının temerrüde ilişkin riskleri ölçmede de yetersiz olduğunu ortaya koymuştur. Kredi derecelendirme kuruluşlarınca bu şekilde açıkça görülebilecek hatalar yapılması ve bu hataların süreklilik arz etmesi kredi derecelendirme sisteminin ve neredeyse tamamen kredi derecelendirme notlarına göre faaliyetlerini yürüten bankaların piyasa katılımcıları tarafından sorgulanmasına yol açmıştır. Bununla birlikte kredi derecelendirme sistemine ve bankacılık sektörüne ilişkin uluslararası yasal düzenlemelerin eksik ya da hatalı olduğu da tespit edilmiştir (Hau vd., 2012). Daha sonra bu kapsamda söz konusu yasal düzenlemelere ilişkin titizlikle yürütülen bir çalışma yapılmış ve hem ulusal hem de uluslararası yasal düzenlemelerin çoğu tekrar düzenlenmiştir. Bu düzenlemelerin çoğu köklü değişiklikler içermektedir.

1.12.7. Büyük Not İndirimleri ve Krizleri Derinleştirilmesi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının duyurduğu notların olması gereken düzeyde mi yoksa bilinçli bir şekilde düşük veya yüksek mi gösterildiği hususu birçok çalışmada incelenmiştir. Ancak bütün bu çalışmalara rağmen kredi derecelendirme kuruluşlarının duyurduğu notların verilere %100 uygun olup olmadığı tespit

edilememektedir. Yatırımcılar yatırıma ilişkin kararlarını çoğunlukla kredi derecelendirme kuruluşlarının duyurduğu kredi notlarını dikkate alarak vermektedir. Bu yüzden ekonomik açıdan güçlükler yaşayan bir ülkeye ya da kuruluşa bilinçli olarak düşük kredi notu verilmesi son derece olumsuz sonuçlara yol açmaktadır. Bu sonuçlardan bazıları şunlardır (Behr, 2008):

- Finansal krizin yaygınlaşması
- Finansal krizin derinleşmesi

Ekonomik açıdan güçlükler yaşayan bir ülke veya kuruluşa düşük kredi notu verilmesinden sonra söz konusu ülkenin borçlanma maliyeti önemli oranda artmaktadır. Çünkü ekonomik güçlükler likiditenin azalması ve buna bağlı olarak da borçlanma imkanlarının azalması anlamına gelmektedir. Borçlanma imkanları azaldıkça da borçlanma maliyetleri artış göstermektedir. Bu durum da kredi derecelendirme kuruluşlarının krizleri yaygınlaştırıcı ve derinleştirici etkilere sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler ya da kuruluşlar hakkında yaptığı bazı kredi notu duyuruları da eleştiri konusu olmaktadır. Özellikle ülkenin ya da kuruluşun kredi notunun kredi derecelendirme kuruluşu tarafından birkaç kademe birden düşürülmesi kredi derecelendirme kuruluşunun kredi derecelendirme faaliyetini yürütürken yeterli ve sağlıklı bir analiz gerçekleştiremediğini ortaya koymaktadır (Gür ve Öztürk, 2011).

Kredi derecelendirme kuruluşları ülkelere ilişkin duyurdukları kredi notlarından dolayı yoğun eleştirilerle karşı karşıya kalmıştır. Örneğin kredi derecelendirme kuruluşları Güney Doğu Asya ve Latin Amerika finansal krizlerini öngörememişler ve ayrıca söz konusu krizlerin yaşandığı esnada da ülkelere ilişkin kredi notlarını birden düşürmüşlerdir. Bu durum da yaşanmakta olan finansal krizlerin daha da derinleşmesine yol açmıştır. Sonuç olarak da kredi derecelendirme kuruluşları krizleri derinleştirmekle suçlanmıştır. Yine Euro bölgesi olarak adlandırılan Euro para birimini kullanan ülkelerde yaşanan finansal krizlerde de kredi derecelendirme kuruluşları benzer bir tutum sergilemiş ve finansal kriz yaşayan ülkelerin ekonomik durumlarının daha da kötüleşmesine neden olmuştur. Bu noktada özellikle Moody's'in 2010 yılının haziran ayında yaptığı not duyurusu önem arz etmektedir. Moody's Yunanistan hakkında yaptığı not duyurusunda Yunanistan'ın kredi notunu dört kademe birden düşürmüş ve krizin daha da derinleşmesine sebep olmuştur. Bu durum

piyasa katılımcıları ve diğer Avrupa katılımcıları tarafından şaşkınlıkla karşılanmıştır (Haan ve Amtenbrink, 2011). Ancak Euro bölgesinde yaşanan krizde kredi derecelendirme kuruluşlarının aldığı kararları doğru bulan taraflar da bulunmaktadır. Örneğin IMF, Avrupa krizinde kredi derecelendirme kuruluşlarının aldığı kararların yerinde olduğunu ifade etmiştir (Siebert, 2015).

2007-2008 küresel finans krizinin yaşandığı sırada ABD finansal piyasalarında alınıp satılabilen konut teminatlı yapılandırılmış finansal ürünlerin kredi notu sık sık düşürülmüştür. Bunun sonucunda da finansal piyasalarda belirsizlik artmış ve finansal piyasalarda “uçurum etkisi” meydana gelmiştir. Bununla birlikte hakkında kredi notu duyurusu yapılan şirketlerin finansal kaynak sağlama imkanları da büyük ölçüde zarar görmüştür. Kredi derecelendirme kuruluşları bu yaşananlar konusunda da sorumlu tutulmuş ve yoğun eleştirilere maruz kalmıştır (Kiff vd., 2012).

2007-2008 yıllarında gerçekleşen küresel finans krizi başladıktan sonra menkul kıymet haline getirilmiş finansal araçlar hakkında kredi derecelendirme kuruluşlarınca yapılan kredi notu duyuruları bu ürünlerin piyasalarda sahip olduğu likiditenin azalmasına sebep olmuştur. Ayrıca bu not duyuruları finansal krizin daha da derinleşerek küresel bir boyut kazanmasına da yol açmıştır. Menkul kıymet haline getirilen finansal araçlar hakkında kredi derecelendirme kuruluşlarınca derecelendirme faaliyeti yürütülürken söz konusu finansal araçların dayandığı varlıkların özellikleri oldukça sınırlı bir şekilde göz önünde bulundurulmuştur. Buna bağlı olarak duyurulan kredi notunun da güvenilir olmadığı ve yatırımcıları yanlış yönlendirebileceği belirtilmiştir. Finansal araçların dayandığı varlıkların, kredi derecelendirme faaliyeti yürütülürken sınırlı bir şekilde ele alınması durumu başka bir sonuç daha ortaya çıkarmıştır. Bu konudaki eksik bilgi ile yapılandırılmış araçların oldukça karmaşık olan yapısı ve teminatların heterojenliği ile birleşince karmaşık türev finansal araçlar labirentindeki zehirli varlıklar belirlenememiştir. Bu durumun yol açtığı sonuçlar şu şekilde sıralanabilmektedir (Pagano ve Volpin, 2010):

- Piyasalarda yaygın bir temerrüt senaryosu gerçekleşmiştir
- Finansal ürünler alıcı bulamamıştır
- Finansal piyasalar daha donuk bir yapıya sahip olmuştur

1.12.8. Kamuya Açıkladıkları Bilgilere ve Şeffaflığa İlişkin Diğer Hususlar

Kredi derecelendirme kuruluşlarının kamuoyuna duyurduğu bilgiler ile bu kuruluşların yürüttüğü faaliyetlerin şeffaf olup olmadığı ve kuruluşların sahip olduğu genel yapı hakkında şu eleştiriler yapılmaktadır (Frost, 2007):

- Kredi derecelendirme faaliyetini gerçekleştirirken kullandıkları metodolojiler yeterince açık değildir
- Gelir elde ettiği aboneleriyle daha önemli ve avantaj sağlayabilecek bilgileri paylaşmaktadırlar
- Hakkında kredi derecelendirme faaliyeti yürüttüğü kuruluşların gizli bilgilerini operasyonel nitelikteki hatalar sebebiyle kamuoyuyla paylaşmaktadırlar

2001 yılından beri şu şirketlerin kredi notu hatalı olarak duyurulmuştur:

- Enron
- Worldcom
- Parmalat
- Lehman Brothers

Yanlış verilen kredi notları bunlar gibi büyük ölçekli şirketlerin iflaslarına yol açmıştır. Bu durum da kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirme faaliyetlerini gerçekleştirirken kullandıkları metodolojilerin sorgulanmasına yol açmıştır. Kamuoyunda söz konusu metodolojilerin ne olduğunun paylaşılmamasından kaynaklanan önyargı bu olaylardan dolayı artmaktadır. Söz konusu büyük ölçekli şirketlere iflaslarında sadece kısa bir süre öncesine kadar oldukça yüksek kredi notları verilmiş olması kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirme faaliyetlerini gerçekleştirirken kullandıkları metodolojilere ilişkin şüpheleri arttırmıştır (Gür ve Öztürk, 2011).

Simon ve Simon-András, (2019) tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada Macaristan'ın ülke kredi notu belirlenirken yürütülen süreç ele alınmaktadır. Bu çalışmada kredi derecelendirme faaliyeti gerçekleştirilirken büyük bir önem arz eden subjektif uzman görüşü ile kredi notunun belirlenmesi açısından temel unsurlardan olan objektif kriterler arasında kurulan ilişkinin yeterli olmadığı tespit edilmiştir. Bu

nedenle de sürecin olması gerektiği gibi şeffaf olmadığı ve kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirme faaliyetini yürütürken kullandıkları metodolojilerin yeterli oranda objektif ve şeffaf olmadığı belirtilmiştir.

2007-2008 küresel finans krizinde yaşananlardan dolayı yasal kredi derecelendirme kuruluşlarının hesap verilebilirliği ve şeffaflığı yasal düzenlemelerle artırılmaya çalışılmıştır. Söz konusu yasal düzenlemelerin birçoğu aynı zamanda radikal adımlar niteliğindedir. Ancak bütün bu düzenlemelere ve yaşananlara rağmen kredi derecelendirme kuruluşları yoğun eleştirilere maruz kalmaktadır. Örneğin şeffaflık konusu halen büyük bir sorun teşkil etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal bilgilerine ve pazarda sahip oldukları paylara doğrudan ulaşmak mümkün olamamaktadır. Bir ülkenin borsasına kote olan bir şirket bile şirkete ilişkin birçok bilgiyi kamuoyu ile paylaşmak mecburiyetindedir. Ayrıca bu şirketlere ilişkin bilgilere hem ulusal hem de uluslararası birçok veri tabanından kolay bir şekilde ulaşılabilir. Fakat hem finansal sektörde oluşturduğu etkiler bakımından bir borsadaki bir şirketle kıyaslanamayacak derecede büyük bir önem arz eden kredi derecelendirme kuruluşları finansal yapıları ve kredi derecelendirme faaliyetlerini gerçekleştirirken kullandıkları metodolojiler hakkında oldukça sınırlı bilgiyi kamuoyuyla paylaşmaktadır. Bu durum da şeffaflık açısından büyük bir sorunun mevcut olduğunu ifade etmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirme faaliyetlerini yürütürken kullandıkları metodolojileri kamuoyuyla paylaşmak istememeleri bir dereceye kadar anlaşılabilir. Çünkü ticari sır kapsamındaki bilgilerin kamuoyuyla ücretsiz olarak paylaşılması bir kuruluş açısından son derece olumsuz sonuçlara sebep olabilmektedir. Ancak kredi derecelendirme kuruluşları oligopol bir piyasada faaliyetlerini yürütmektedir. Bu nedenle de söz konusu bilgileri kamuoyuyla paylaşması durumunda bile ticari anlamda bir zarar görmesi mümkün gözükmemektedir (Cengiz, 2014).

1.13. Pay Senetleri

Pay senetleri literatürde çeşitli biçimlerde tanımlanmaktadır. Bu çalışmada söz konusu tanımlardan bazılarına yer verilmektedir.

İşletmelerde ortaklığı temsil eden senet pay senetleri olarak adlandırılmaktadır. Pay senedine sahip olanlar söz konusu şirketten kar payı (temettü)

alabilmektedir. Ayrıca yeni çıkartılacak olan pay senetlerinden de öncelikli olarak satın alma hakkına sahiptirler (Seyitoğlu, 2013, s. 402).

Anonim şirketler ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde sermayenin belirli bir bölümünü temsil eden menkul kıymet pay senedi olarak tanımlanmaktadır. Anonim şirketler pay senedi ihracı yaparak öz kaynak temini yapmaktadırlar (Aydın, 2016, s. 62).

Bir diğer tanıma göre pay senedinin şu özelliklere sahip olduğu belirtilmektedir (Erdem, 2014, s. 60):

- İşletmelerin yatırımlarını finanse etmek amacı ile çıkarılırlar
- Satın alan kişi veya kuruluşa ortaklık hakkı sağlar
- İkincil piyasalarda kolay bir şekilde alınıp satılabilmektedir

Sermaye şirketleri tarafından sermaye payını bir belge ile belirlemek amacıyla sermaye şirketlerinin ortaklarına verilen kıymetli evraklar pay senedi olarak tanımlanmaktadır. Fakat pay senedi çıkarmak için pay senedi çıkarma yetkisine sahip olmak gerekmektedir. Bu yetkiye tüm sermaye şirketleri sahip değildir. Pay senedi çıkarabilmek için SPK'dan izin almış olmak gerekmektedir. SPK'dan gereken izini aldıktan sonra pay senedi çıkarabilen şirketler şunlardır (<https://www.muhasibedersleri.com>):

- Anonim şirketler
- Özel kanunla kurulmuş kurumlar (Kamu İktisadi Teşekkülleri, Sigorta şirketleri, T.C. Merkez Bankası ve bağlı ortaklıklar)
- Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 484 ve 501. Maddeleri arasında pay senetleri düzenlenmektedir. TTK m. 484'e göre *“(1) Pay senetleri, hamiline veya nama yazılı olur.*

(2) Bedelleri tamamen ödenmemiş olan paylar için hamiline yazılı pay senetleri çıkarılamaz. Bu hükme aykırı olarak çıkarılanlar geçersizdir. İyiniyet sahiplerinin tazminat hakları saklıdır.”

Pay senetleri şu özelliklere sahiptir:

- Pay için herhangi bir süre sınırlaması bulunmamaktadır.
- Pay senetleri devamlı bir kaynak olma özelliğine sahiptir.
- Pay senetleri, yatırımcıların tahvile kıyasla daha fazla kâr elde etmelerini sağlamaktadır.
- Pay senetleri enflasyona karşı daha etkili bir koruma aracı olma niteliği taşımaktadır.

Pay senetleri yatırımcılara tahvile kıyasla daha fazla kâr sunsa da tahvile kıyasla daha riskli bir yatırım aracıdır. Çünkü şirketin kâr etmemesi ya da kâr dağıtımını yapmamaya karar vermesi durumunda yatırımcı gelir elde edememektedir (Seyitoğlu, 2013, s. 401).

Pay senedi piyasaları ülkenin ekonomik gelişimi açısından büyük önem arz etmektedir. Şirketler pay senedi piyasaları aracılığıyla pay senedi ihraç ederek önemli oranda öz sermaye temin etmektedir. Şirketin ihtiyacı olan finansal kaynağı öz sermaye şeklinde sağlaması birçok olumlu etkiye sebep olmaktadır. Bunlardan en önemlisi finansman riskinin düşmesidir. Pay senedi piyasalarının bir diğer faydası da ülkelere ilişkindir. Ülkeler uluslararası piyasaları kullanarak ülkeye döviz girdisi sağlamaktadır (Şenol vd., 2018, s. 120).

1.14. Pay Senedi Türleri

Pay senetleri, adi pay senetleri ve imtiyazlı pay senetleri olarak temelde ikiye ayrılmaktadır. Fakat bu ikisinin yanında farklı türde pay senetleri de mevcuttur. Bunlar şu şekilde sıralanabilmektedir:

- Bedelli ve bedelsiz pay senetleri
- Kurucu ve intifa pay senetleri
- Oydan yoksun pay senetleri
- Hamiline ve nama yazılı pay senetleri
- Primsiz ve primli pay senetleri

1.15. Pay Senetlerinin Ekonomik Açıdan Önemi

Pay senetleri ekonomik olarak da birçok fonksiyona sahiptir. Bunlar şu şekilde sıralanabilmektedir (Civan, 2010, s. 100):

- Pay senetleri ekonomik refahtan daha geniş kitlelerin faydalanmasına ve gelir dağılımının daha istikrarlı bir yapıya sahip olmasına neden olmaktadır. Çünkü pay senetleri, şirketlerin ve üretim araçlarının çok sayıda kişiye ait olmasını sağlamakta ve bu sayede de ekonomik refahın dengeli bir şekilde paylaşılmasına neden olmaktadır. Ayrıca bu şekilde gelir dağılımı da daha istikrarlı bir hale gelmektedir.
- Pay senetleri aracılığıyla geniş kitlelerin yaptığı tasarrufların büyük işletmelerce sermaye olarak kullanılması sonucunda kalkınmanın hızlı bir şekilde gerçekleşmesi için gerekli olan sermaye birikimi elde edilmiş olmaktadır.
- Pay senetleri geniş halk kitlelerinin tasarruflarının kullanılarak bunlardan gelir elde edilmesini sağlamaktadır. Bu gelir faiz geliri değil enflasyonla birlikte değerlendirilen bir yatırım sonucunda elde edilmektedir. Bu sayede elde edilen gelir ve yatırımın sahip olduğu değer enflasyona karşı korunmuş olmaktadır.
- Pay senetleri aracılığıyla halk, ekonomik açıdan verilen kararlarda söz sahibi olmaktadır. Bu durum da demokrasinin daha iyi işlemesine olanak sağlamaktadır.
- Pay senetleri diğer araçları ortadan kaldıran bir finansman aracı niteliğindedir. Bir şirketin büyük hacimli fonlara ihtiyaç duyması halinde söz konusu fonları pay senedi ihracı yoluyla temin edebilmektedir. Fon temin etmek için pay senedi ihracı dışında kullanılan yöntemlerde her zaman bir veya birden fazla aracı söz konusudur. Bu araçlar da aracılık maliyetinin oluşmasına neden olmaktadır. Örneğin banka kredisi yoluyla fon edilmesi durumunda bir aracılık maliyeti söz konusudur. Banka kredisi de aracılık maliyeti en yüksek olan finansman çeşididir.

1.16. Pay Senedinin Geliri

Pay senedi, sahibinin kâr payı (temettü) geliri ve sermaye kazancı olmak üzere iki çeşit gelir elde etmesini sağlamaktadır.

1.16.1. Kâr Payı (Temettü) Geliri

Şirketler her yılın sonunda kâr elde etmektedir. Şirketler elde edilen kârı paydaşlarına hisseleri oranında dağıtmaktadır. Bu şekilde kârın dağıtılması sonucunda

elde edilen gelir kâr payı (temettü) geliri olarak adlandırılmaktadır. Bir şirketin pay senetlerinin borsada işlem görmesi durumunda söz konusu şirket elde edilen kârı dağıtıp dağıtmama konusunda kendisi karar vermektedir. Bu şirketler iki elde ettikleri kârı iki yolla dağıtabilmektedir. Bu yollardan ilki kârın nakden dağıtılması, ikincisi ise kâr payının sermayeye eklenmesi sonucunda pay senedi ihraç edilmesidir. Ancak pay senetleri borsada işlem görmeyen fakat halka açık nitelikteki şirketler elde ettikleri kârın yarısını nakden ödemek mecburiyetindedir. Fakat şirket tarafından dağıtılmak zorunda olunan kar dağıtılabılır kârın yarısından az olamamaktadır (Köroğlu, 2009).

1.16.2. Sermaye Kazancı

Pay senedinin değerinde zaman geçtikte artışlar meydana gelmektedir. Bu artışlar sermaye kazancı olarak adlandırılmaktadır. Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde sermaye kazancı ile kâr payı geliri dengeli bir şekilde artış göstermektedir. Türkiye’de kâr payı ödemeleri sermaye kazancına göre daha düşük seviyededir. Bu yüzden Türkiye’de pay senedi yatırımında bulunanlar genellikle sermaye kazancı geliri elde etmektedir (Uğur, 2009, s. 6).

1.17. Pay Senedi Getirileri Üzerinde Etkileri Olan Faktörler

Pay senetleri dinamik bir yapıya sahiptir. Buna bağlı olarak da birçok faktörden etkilenmektedir. Bu unsurlar şu şekilde sıralanabilmektedir (Şenol vd., 2018, s. 121):

- Siyasi faktör
- Sosyal faktör
- Ekonomik faktör

Hem işletme içindeki faktörler hem de işletmenin dışındaki faktörler, pay senedinden elde edilen kazançları etkilemektedir. Pay senedinden elde edilen kazançları etkileyen faktörler mikro ekonomik ve makro ekonomik faktörler olarak iki grupta incelenebilmektedir.

1.17.1. Pay Senedi Getirileri Üzerinde Etkileri Olan Mikro Ekonomik Faktörler

Pay senedinden elde edilen kazançları etkileyen mikro ekonomik faktörler çoğunlukla işletme ile ilgili faktörlerdir. Pay senedi getirilerini etkileyen mikro ekonomik faktörler şu şekilde sıralanmaktadır:

- İşletmenin pay senetlerinin riski

- İşletmenin pay senetlerinin mali değeri
- Risk yönetimi
- İşletme büyüklüğü
- Sermaye artırımı
- Finansal yapı
- Kar dağıtım politikası
- Yatırım kararları

1.17.2. Pay Senedi Getirileri Üzerinde Etkileri Olan Makro Ekonomik Faktörler

Çok sayıda makro ekonomik faktörün pay senedinden elde edilen kazançlar üzerinde etkileri bulunmaktadır. Konu hakkında yapılan çalışmalar tarandığında üzerinde en çok çalışma yapılan makro ekonomik faktörlerin şunlar olduğu görülmektedir:

- GSMH
- Küresel piyasalardaki gelişmeler
- Para arzı
- Cari denge
- Enflasyon oranı
- Sanayi üretim endeksi
- Faiz oranı
- Dış ticaret hacmi
- Altın fiyatları
- Döviz kuru

Gayri Safi Milli Hâsıla

Bir ekonomideki belirli bir zaman zarfında üretimi bitmiş malların ya da hizmetlerin para cinsinden hesaplanması sonucunda GSMH oranı elde edilmektedir. GSMH oranının artması halinde toplam gelir ile birlikte toplam talep de artmaktadır. Bununla birlikte faiz oranlarında ve fiyatlarda da artış görülmektedir. Faiz oranlarında

meydana gelen artış pay senetleri üzerinde olumsuz bir etkiye yol açmaktadır (Yalçın, 2011, s. 63).

Para Arzı

Bir ekonomide işlem görmekte olan para miktarının tamamı para arzı olarak adlandırılmaktadır. Finansal piyasalar para arzından doğrudan etkilenmektedir. Para arzının yüksek olması durumunda faiz oranları da yükselmektedir. Enflasyonun ana sebebi faiz oranları olduğu için faiz oranlarındaki yükseliş enflasyon oranının da artmasına yol açmaktadır. Bununla birlikte enflasyonu kontrol altına almak için çeşitli önlemler alınması gerekmektedir. Bu alınan önlemler de pay senetlerinin değerindeki artış üzerinde olumsuz etkilere sahip olmaktadır (Durukan, 1999, s. 27).

Enflasyon

Enflasyon oranında meydana gelen yükselme faizlerin de yükselmesine neden olmaktadır. Bu yüzden enflasyonun yükselmesi sonucunda yatırımcılar pay senetlerinden daha çok faiz geliri elde etmeyi tercih etmektedir. Bu nedenle enflasyonun pay senetleri üzerinde negatif bir etki oluşturduğu ifade edilmektedir.

Sanayi Üretim Endeksindeki Değişiklik

Ülkedeki ekonomik faaliyetlerin, işletmelerin elde ettiği kazançlar üzerinde doğrudan etkileri bulunmaktadır. Bu nedenle sanayi üretiminde meydana gelen artış ve azalışlar pay senedinin değeri üzerinde etkili olmaktadır. Sanayi üretiminde artış meydana gelmesi durumunda beklentilerdeki nakit akışı artmakta ve buna bağlı olarak da pay senedinin değeri yükselmektedir. Sanayi üretiminde azalış görülmesi durumunda ise beklentilerdeki nakit akışı azalmakta ve buna bağlı olarak da pay senedinin değeri düşmektedir (Durukan, 1999, s. 26).

Faiz Oranı

Pay senedinin değeri ile piyasada geçerli olan faiz oranı arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır. Faiz oranları yükseldikçe pay senedinin değeri düşmekte ve faiz oranları düştükçe de pay senedinin değeri yükselmektedir. Bu yüzden faiz oranlarında meydana gelen değişimler pay senetlerinden elde edilmesi beklenen kazancı doğrudan etkilemektedir (Ercan ve Ban, 2005, s. 179). Faiz oranlarının yükselmesi pay senetlerine olan talebi düşürmektedir. Ayrıca işletmelerin gelecekteki nakit akışı üzerinde de son derece olumsuz bir etki göstermektedir. Bununla birlikte faiz

oranlarının yükselmesi işletmede elde edilmesi beklenen kazançların azalmasına ve finansal kaynak temin ederken oluşabilecek maliyetlerin de artmasına yol açmaktadır. Bütün bu nedenler pay senedinin sahip olduğu değerin azalmasına neden olmaktadır (Durukan, 1999, s. 27).

Yatırımcılar, faiz oranlarının artması sebebiyle yüksek riske sahip pay senetlerine yatırım yapmamaktadır. Yatırımcılar bu durumda hem riski düşük olan hem de kazancı yüksek olan devlet tahvillerine yatırım yapma kararı almaktadır. Pay senedi piyasaları faiz oranlarındaki değişikliklere karşı oldukça duyarlıdır. Faiz oranlarında meydana gelen değişiklikler pay senedinin sahip olduğu değer üzerinde ters yönlü bir etkiye sahiptir. Bu durum faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerin, yatırımcıların yatırımdan elde etmeyi bekledikleri kazanç oranını yansıtmasıyla açıklanabilmektedir (Kanat, 2011, s. 26). Türkiye’de pay senedinden elde edilen kazanç ile faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur. Pay senedinden kazanç elde etmek için yapılan yatırım ile faiz geliri elde etmek için yapılan yatırım birbirine alternatif niteliğine sahip olan yatırım araçlarıdır. Halk kitlelerinin tasarruflarını üzerinden kazanç sağlamak başvurduğu yatırım araçları şu şekilde sıralanabilmektedir:

- Tasarrufun banka hesabına yatırılması ve faiz geliri elde etmek
- Bir şirketin pay senedinin satın alınarak kısa ya da uzun vadede kazanç elde etmek

Bundan dolayı faiz oranlarında düşüş gerçekleşmesi durumunda yatırımcıların pay senetlerine yatırım yapması ve faiz oranlarında yükseliş gerçekleşmesi durumunda yatırımcıların faiz geliri elde etmek için banka hesabına para yatırması ya da devlet tahvillerine yatırım yapması beklenen bir sonuçtur (Atay, 2018, s. 15).

Altın Fiyatları

Pay senedine alternatif niteliği taşıyan yatırım araçlarından olan altın pay senedi üzerine de etkiye sahiptir. Bu etki döviz kurunun pay senedi üzerindeki etkisine benzemektedir. Altın fiyatlarında yükselmenin meydana gelmesi yatırımcıların altına yatırım yapmasına yol açmaktadır. Bu durum da pay senetlerinin değerlerinin düşmesine neden olmaktadır. Aksay ve Topçu, (2013) tarafından yapılan bir çalışmada da bu durumu destekler nitelikte sonuçlar elde edilmiştir. Söz konusu çalışmada pay

senedinden elde edilen kazanç ve altından elde edilen kazanç arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu ilişkiyi incelemek için regresyon analizi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda ise aradaki ilişkinin negatif yönlü olduğu başka bir deyişle altın fiyatlarının düşmesinin pay senetlerinin değerinin yükselmesine neden olduğu ortaya konulmuştur (Aksoy ve Topçu, 2013, s. 76).

Döviz Kuru

Döviz ve pay senetleri rakip mallar olarak nitelendirilmektedir. Çünkü döviz ve pay senetleri birbirine benzer nitelikteki ihtiyaçların giderilmesine hizmet etmektedir. Döviz ve pay senetleri arasındaki ilişki hem negatif yönlü hem de fonksiyoneldir. Bu yüzden döviz kurlarında bir hareketlilik yaşanması durumunda yatırımcı elindeki pay senetlerini dövizle dönüştürmektedir. Bu durum da pay senetlerinin değerlerinde bir düşüş meydana getirmektedir. Ancak döviz kurunun hareketli olmaması ya da düşmesi durumunda yatırımcı sahip olduğu dövizli pay senetlerine dönüştürmektedir. Bunun sonucunda da pay senetleri değer kazanmaktadır. Sonuç olarak döviz kurundaki değişikliklerin pay senetlerine doğrudan etkide bulunduğu anlaşılmaktadır (Kanalıcı, 1997, s. 54). Bununla birlikte döviz kurundaki yükselişler ülkenin para birimi açısından olumsuz sonuçlar meydana getirmektedir. Ülke para biriminin değerinin düşmesi şirketlerin finansal tablolarında olumsuz yönde değişikliklere yol açmaktadır. Bu durum şirketin pay senedi getirilerinin azalması ve mali yapısının bozulması şeklinde ortaya çıkabilmektedir (Kanat, 2011, s. 28).



BÖLÜM II

BULGULAR VE TARTIŞMA

2.1. Bulgular

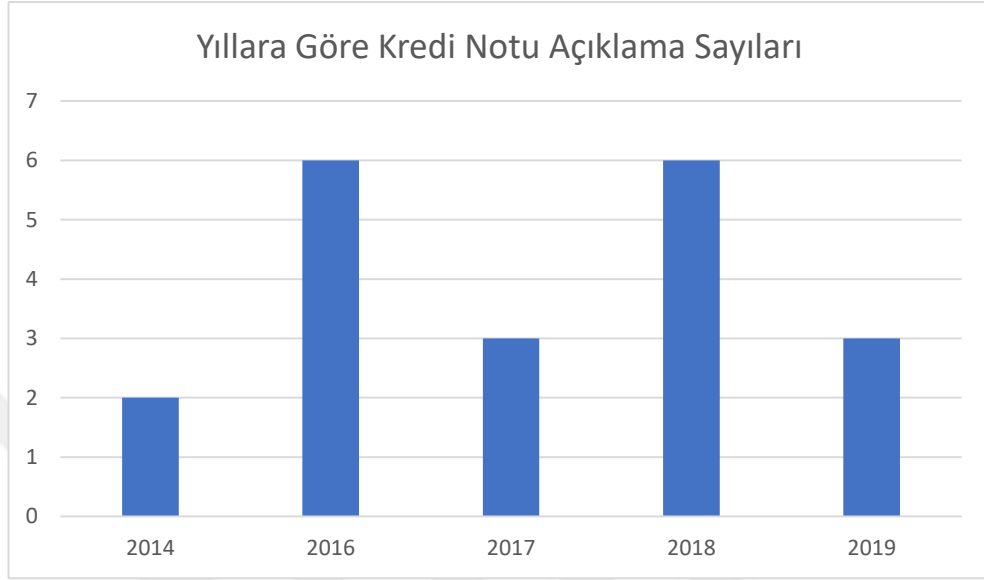
Araştırma kapsamında Türk bankacılık sektöründe faaliyet gösteren 6 banka ve BIST100 Endeksi'nin verileri kullanılmıştır. Olay analizi kapsamında ise S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu açıkladığı günler olay günü kabul edilmiştir. S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu açıkladığı günlerin bilgisi Trading Economics; bankalar ve borsa endeksi için verileri ise Invensting'den temin edilmiştir. Temin edilen verilerin analizi Excel programı aracılığıyla yapılmıştır.

Bu kapsamda S&P, Moody's ve Fitch'in 2014-2019 yılları arasında Türkiye'nin kredi notunu açıkladığı günler Tablo 9'da verilmiştir.

Tablo 9. *S&P, Moody's ve Fitch'in 2014-2019 Yılları Arasında Türkiye'nin Kredi Notunu Tablosu*

Kuruluş	Kredi Notu	Tarih
S&P	BB+	07.02.2014
Moody's	Baa3	11.04.2014
S&P	BB+	06.05.2016
Moody's	Baa3	18.07.2016
S&P	BB	20.07.2016
Fitch	BBB-	19.08.2016
Moody's	Ba1	23.09.2016
S&P	BB	04.11.2016
Fitch	BB+	27.01.2017
S&P	BB	27.01.2017
Moody's	Ba1	17.03.2017
Moody's	Ba2	07.03.2018
S&P	BB-	01.05.2018
Moody's	Ba2	01.06.2018
Fitch	BB	13.07.2018
S&P	B+	17.08.2018
Moody's	Ba3	17.08.2018
Moody's	B1	14.06.2019
Fitch	BB-	12.07.2019
Fitch	BB-	01.11.2019

Tablo 9'a bakıldığında S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye'nin kredi notu açıklamasının, yıllara göre farklılık gösterdiği ve en fazla kredi notu açıklamasının 2016 ve 2018 yıllarında gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum Şekil 2'de daha açık bir şekilde görülmektedir.



Şekil 2. Yıllara Göre Kredi Notu Açıklama Sayıları

Tablo 10. 06.05.2016 - S&P'nin Türkiye'nin Kredi Notunu BB+ Olarak Açıklaması

Tarih	AAR	t-değeri	p-değeri	Tarih	AAR	t değeri	p-değeri
-20	0.00782	1.05376	0.298317	20	-0.00482	-0.64965	0.520
-19	-0.00423	-0.5701	0.5718	19	0.00592	0.797693	0.430
-18	0.005386	0.725784	0.472197	18	0.000443	0.059756	0.953
-17	-0.00076	-0.10279	0.918647	17	-0.00181	-0.24427	0.808
-16	-0.00957	-1.29	0.204457	16	-0.0132	-1.77923	0.083*
-15	-0.00812	-1.09352	0.280708	15	0.001881	0.253478	0.801
-14	-0.00857	-1.15466	0.255081	14	-0.00647	-0.87158	0.389
-13	-0.00316	-0.42574	0.672583	13	-0.00169	-0.22765	0.821
-12	-2.7E-05	-0.0037	0.997067	12	-0.00444	-0.59836	0.553
-11	-0.002	-0.26899	0.789318	11	-0.00421	-0.56724	0.574
-10	0.008697	1.171881	0.248178	10	-0.00944	-1.27203	0.211
-9	0.001363	0.183628	0.855233	9	0.0243	3.274307	0.002***
-8	-0.0121	-1.63056	0.110834	8	-0.00087	-0.11758	0.907
-7	0.005132	0.691555	0.493211	7	-0.00426	-0.57354	0.569
-6	0.000338	0.045499	0.963936	6	0.006473	0.872222	0.388
-5	-0.00097	-0.13108	0.896368	5	-0.00403	-0.54304	0.590
-4	-0.00199	-0.26764	0.790349	4	-0.00289	-0.38928	0.699
-3	-0.00305	-0.41106	0.683225	3	-0.00527	-0.70955	0.482
-2	-0.00807	-1.08698	0.283552	2	-0.00498	-0.67147	0.506
-1	0.016341	2.201809	0.033508**	1	-0.00018	-0.02487	0.980
0	0.01053	1.418835	0.163692	0	0.01053	1.418835	0.164

S&P'nin Türkiye'nin kredi notunu BB+ olarak açıkladığı tarih olan 06.05.2016 tarihi olay günü olarak seçilmiş ve bu olay gününün 20 gün öncesi ve 20 gün sonrası için ortalama anormal getiriler tabloda verilmiştir. Açıklama öncesi ve açıklama sonrası dönemde negatif getirilerin daha fazla olduğu görülmüştür. Anormal getirilerin en düşük olduğu dönem -8. gün iken, en yüksek olduğu dönem +9. gündür.

Çalışmanın devamında, açıklama öncesi dönem, açıklama sonrası dönem ile açıklama öncesi ve açıklama sonrasını kapsayan dönemler için açılan olay pencereleri için kümülatif ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır. Ortalama kümülatif getiriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 11. *Açıklama Tarihi Öncesi Dönem İçin Açılan Olay Pencereleri*

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(-20...-1)	-0.01754***	-47.258	0.000
(-10...-1)	0.005693***	7.670534	0.000
(-5...-1)	0.002264	1.525234	0.225
(-3...-1)	0.005223	2.111313	0.282

Tabloda açıklama öncesindeki dönem için 4 ayrı olay penceresi görülmektedir. En yüksek kümülatif anormal getiriye sahip dönem (-10...-1) dönemi iken, en düşük kümülatif anormal getiriye sahip dönemin (-20...-1) dönemi olduğu görülmektedir. Açıklama tarihinden uzaklaştıkça kümülatif ortalama anormal getirilerin azaldığı söylenebilir.

Tablo 12. *Açıklama Tarihi Sonrası Dönem İçin Açılan Olay Pencereleri*

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(20...1)	-0.02955***	-79.6376	0.000
(10...1)	-0.00115	-1.54817	0.160
(5...1)	-0.01735***	-11.691	0.001
(3...1)	-0.01043	-4.21765	0.148

Tabloda açıklama sonrası dönem için 4 ayrı olay penceresi görülmektedir. Açıklama sonrası dönemde tüm kümülatif ortalama anormal getiriler negatiftir. Açıklamanın getiriler üzerinde negatif bir etkisi olduğu söylenebilir.

Tablo 13. *Birleşik Dönem İçin Açılan Olay Pencereleri*

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(-20...+20)	-0.03656***	-201.964	0.000
(-10...+10)	0.015074***	42.6525	0.000
(-5...+5)	-0.00456***	-6.75751	0.000
(-3...+3)	0.005319***	5.017067	0.004

Tabloda açıklama öncesi ve açıklama sonrası dönemi birlikte inceleyen olay pencereleri görülmektedir. (-20...+20) ve (-5...+5) dönemlerinde kümülatif anormal getiriler negatif iken, (-10...+10) ve (-5...+5) dönemlerinde kümülatif anormal getiriler pozitifdir. En yüksek kümülatif ortalama anormal getiri (-10...+10) döneminde gözlenirken, en düşük kümülatif ortalama anormal getiri (-20...+20) döneminde görülmüştür.

Tablo 14. *Şirket Bazında Anormal Getiriler*

Dönem/Banka	Yapı Kredi	Halkbank	Vakıfbank	Akbank	İş Bankası	Garanti
-4	-0.00972	-0.00499	0.003185	0.002472	0.002514	-0.00538
-3	-0.01728	-0.00055	-0.00871	-0.00066	0.009246	-0.00035
-2	-0.01095	-0.0168	-0.01981	0.010081	-0.01084	-7.3E-05
-1	0.032579	0.012846	-0.00049	0.007864	0.01273	0.032518
0	0.002439	0.017471	0.01683	-0.00336	0.015995	0.013801
1	-0.00758	0.001406	0.018441	-0.00545	-0.00553	-0.0024
2	-0.0067	-0.00114	-0.0243	0.007796	-0.00132	-0.00423
3	-0.00924	-0.00352	-0.01593	-0.00455	0.00116	0.000481
4	-0.00135	-0.0072	0.007783	-0.00793	-0.00584	-0.0028

Anormal getirilere (-4...+4) olay penceresinde şirket bazında bakıldığında ise -1. Günde Vakıfbank hariç tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu, olay gününde Akbank hariç tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu ve +1. günde ise Halkbank ve Vakıfbank hariç tüm şirketlerin negatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 15. *Açıklama Öncesi Şirket Bazında CAR Değerleri*

Şirket/Dönem	(-20...-1)	t	(-10...-1)	t	(-5...-1)	t	(-3...-1)	t
Yapı Kredi	-0.068***	-100.02	-0.002	-1.737	-0.035	-13.022	-0.024	-5.212
Halkbank	0.023***	44.056	0.012***	11.760	-0.010	-4.947**	-0.003	-0.939
Vakıfbank	-0.029***	-35.337	0.045***	27.024	-0.009	-2.721*	-0.022	-3.918
Akbank	-0.048***	-126.60	0.028***	36.239	-0.016	-10.63***	-0.002	-0.868
İş Bankası	-0.029***	-71.558	0.017***	20.861	-0.016	-10.070***	-0.006	-2.101
Garanti	-0.026***	-47.021	0.017***	15.806	-0.017	-7.737***	-0.006	-1.681

(-20...-1) dönemi için yalnızca Halkbank'ın pozitif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok zarar eden banka ise Yapı Kredi Bankası'dır. (-10...-1) dönemi için Halkbank ve Vakıfbank'ın pozitif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok zarar eden banka ise Akbank'tır. (-5...-1) ve (-3...-1) dönemleri için hiçbir bankanın pozitif kümülatif anormal getiri elde edemediği görülmektedir. Bu dönemde en çok zarar eden banka ise Yapı Kredi Bankası'dır.

Tablo 16. *Açıklama Sonrası Şirket Bazında CAR Değerleri*

Şirket/Dönem	(+20...+1)	t	(+10...+1)	t	(+5...+1)	t	(+3...+1)	t
Yapı Kredi	-0.010***	-14.561	-0.007***	11.018	0.015***	21.972	0.004***	6.424
Halkbank	-0.041***	-78.419	-0.002***	-4.117	0.000	-0.556	0.005***	-8.686
Vakıfbank	-0.043***	-50.974	0.008***	9.554	0.028***	33.785	0.029***	34.775
Akbank	-0.006***	-15.739	0.009***	23.351	0.021***	54.596	0.017***	45.477
İş Bankası	-0.008***	-20.005	0.018***	45.174	0.012***	29.033	0.011***	27.396
Garanti	0.002***	3.615	0.009***	15.575	0.024***	44.449	0.032***	58.498

(+20...+1) dönemi için yalnızca Garanti Bankası'nın pozitif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok zarar eden banka ise Vakıfbank'tır. (+10...+1) dönemi için Halkbank ve Yapı Kredi Bankası'nın negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kar eden banka ise İş Bankası'dır. (+5...+1) döneminde Vakıfbank ve Yapı Kredi Bankası'nın negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kar eden banka ise Garanti Bankası'dır. (-3...-1) dönemi için Halkbank ve Vakıfbank'ın negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kar eden banka ise Garanti Bankası'dır.

Tablo 17. 18.07.2016 – Moody's'in Türkiye'nin Kredi Notunu Baa3 Olarak

Açıklaması

Tarih	AAR	t-değeri	p-değeri	Tarih	AAR	t değeri	p-değeri
-20	-0.001	-0.202	0.841	20	0.0013	0.2255	0.8228
-19	-0.005	-0.805	0.425	19	-0.0033	-0.5484	0.5865
-18	-0.005	-0.808	0.424	18	-0.0012	-0.2020	0.8409
-17	0.004	0.588	0.560	17	0.0111	1.8654	0.0695
-16	-0.005	-0.762	0.450	16	-0.0034	-0.5722	0.5704
-15	0.001	0.239	0.812	15	-0.0071	-1.1924	0.2401
-14	-0.004	-0.642	0.525	14	0.0026	0.4446	0.6590
-13	-0.001	-0.207	0.837	13	-0.0075	-1.2618	0.2143
-12	-0.001	-0.122	0.904	12	0.0020	0.3296	0.7434
-11	0.014	2.432	0.020***	11	-0.0051	-0.8576	0.3962
-10	0.009	1.489	0.144	10	0.0080	1.3518	0.1840
-9	-0.005	-0.794	0.432	9	-0.0094	-1.5859	0.1206
-8	0.009	1.443	0.157	8	0.0017	0.2833	0.7784
-7	0.003	0.505	0.617	7	0.0032	0.5341	0.5962
-6	-0.005	-0.858	0.396	6	0.0044	0.7400	0.4636
-5	0.001	0.239	0.813	5	0.0082	1.3783	0.1758
-4	-0.007	-1.118	0.270	4	0.0041	0.6929	0.4924
-3	-0.001	-0.252	0.802	3	0.0003	0.0456	0.9639
-2	0.012	2.071	0.045**	2	0.0105	1.7634	0.0855*
-1	-0.004	-0.599	0.553	1	0.0010	0.1702	0.8657
0	-0.001	-0.101	0.920	0	-0.0006	-0.1015	0.9197

Moody's'in Türkiye'nin kredi notunu Baa3 olarak açıkladığı tarih olan 18.07.2016 tarihi olay günü olarak seçilmiş ve bu olay gününün 20 gün öncesi ve 20 gün sonrası için ortalama anormal getiriler tabloda verilmiştir. Açıklama öncesi ve açıklama sonrası dönemde negatif getirilerin daha fazla olduğu görülmüştür. Anormal getirilerin en düşük olduğu dönem 9. gün iken, en yüksek olduğu dönem -8 ve -10. günlerdir.

Çalışmanın devamında, açıklama öncesi dönem, açıklama sonrası dönem ile açıklama öncesi ve açıklama sonrasını kapsayan dönemler için açılan olay pencereleri için kümülatif ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır. Ortalama kümülatif getiriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 18. Açıklama tarihi öncesi dönem için açılan olay pencereleri

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(-20...-1)	0.010942***	36.76709	0.000
(-10...-1)	0.012653***	21.25741	0.000
(-5...-1)	0.002029	1.704771	0.187
(-3...-1)	0.007266	3.662331	0.170

Tabloda açıklama öncesindeki dönem için 4 ayrı olay penceresi görülmektedir. En yüksek kümülatif anormal getiriye sahip dönem (-10...-1) dönemi iken, en düşük kümülatif anormal getiriye sahip dönemin (-5...-1) dönemi olduğu görülmektedir. Kümülatif ortalama anormal getirilerin dalgalı bir seyir izlediği söylenebilir.

Tablo 19. *Açıklama Tarihi Sonrası Dönem İçin Açılan Olay Pencereleeri*

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(20...1)	0.021455***	72.09021	0.000
(10...1)	0.031986***	53.73717	0.000
(5...1)	0.024109***	20.25179	0.000
(3...1)	0.011781	5.937618	0.106

Tabloda açıklama sonrası dönem için 4 ayrı olay penceresi görülmektedir. Açıklama sonrası dönemde tüm kümülatif ortalama anormal getiriler pozitiftir. Açıklamanın getiriler üzerinde pozitif bir etkisi olduğu söylenebilir. (+10...+1) döneminden açıklama dönemine yaklaşıldıkça kümülatif ortalama anormal getirilerin azaldığı söylenebilir.

Tablo 20. *Birleşik dönem için açılan olay pencereleeri*

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(-20...+20)	0.031794***	218.997	0.000
(-10...+10)	0.044035***	155.3576	0.000
(-5...+5)	0.025535***	47.18821	0.000
(-3...+3)	0.018443***	21.68955	0.000

Tabloda açıklama öncesi ve açıklama sonrası dönemi birlikte inceleyen olay pencereleeri görülmektedir. Tüm dönemlerde kümülatif ortalama anormal getiriler pozitiftir. En yüksek kümülatif ortalama anormal getiri (-10...+10) döneminde gözlenirken, en düşük kümülatif ortalama anormal getiri (-3...+3) döneminde görülmüştür. (-10...+10) döneminden açıklama dönemine yaklaşıldıkça kümülatif ortalama anormal getirilerin azaldığı söylenebilir.

Not: 20 Temmuz 2016 ve 21 Temmuz 2016 tarihleri için olay penceresi açılmamasının sebebi bu tarihlere çok yakın olan 18 Temmuz 2016 tarihi için bir olay penceresi açılmasıdır.

Tablo 21. 18 Temmuz 2016 Tarihi İçin Bir Olay Penceresi

Dönem/Banka	Yapı Kredi	Halkbank	Vakıfbank	Akbank	İş Bankası	Garanti
-4	0.00108	-0.00427	-0.01887	-0.02	0.002592	-0.00047
-3	-0.00499	-0.02386	0.013066	0.002931	-0.0014	0.005262
-2	0.010845	0.013639	0.018372	0.017743	0.011652	0.001725
-1	0.003093	-0.00259	0.001908	-0.00491	-0.01441	-0.00448
0	0.00019	0.003475	0.010444	-0.00847	-0.01228	0.003016
1	0.011387	-0.02376	-0.01594	0.01802	0.005731	0.01065
2	0.009713	0.008411	0.019219	0.012297	0.007425	0.005912
3	0.025363	0.026306	-0.0253	-0.01732	0.009102	-0.01652
4	0.004952	0.005994	0.030021	0.000938	-0.0117	-0.00546

Anormal getirilere (-4...+4) olay penceresinde şirket bazında bakıldığında ise -1. Günde Akbank, İş Bankası ve Garanti Bankası hariç tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu, olay gününde Akbank ve İş Bankası hariç tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu ve +1. günde ise Halkbank ve Vakıfbank hariç tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 22. Açıklama Öncesi Şirket Bazında CAR Değerleri

Şirket/Dönem	(-20...-1)	t	(-10...-1)	t	(-5...-1)	t	(-3...-1)	t
Yapı Kredi	0.078***	160.33	0.077***	79.914	0.059***	30.23	0.046**	14.393
Halkbank	-0.028***	-41.040	0.041***	29.414	0.029***	10.59	0.011	2.375
Vakıfbank	0.055***	81.501	0.010***	7.296	0.011**	4.136	-0.022	-4.917
Akbank	0.035***	71.455	0.049***	50.152	0.026***	13.37	0.013	3.958
İş Bankası	-0.006***	-12.357	-0.003**	-3.178	0.014***	7.674	0.022*	7.078
Garanti	-0.005***	-11.906	0.018***	22.686	0.005*	3.125	0.000	0.015

(-20...-1) dönemi için yalnızca Halkbank, Garanti Bankası ve İş Bankasının negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kar eden banka ise Yapı Kredi Bankası'dır. (-10...-1) dönemi için İş Bankası hariç tüm bankaların pozitif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kar eden banka ise Yapı Kredi Bankası'dır. (-5...-1) dönemi için tüm bankalar pozitif kümülatif anormal getiriye sahiptir, bu bankalar arasında en yüksek pozitif kümülatif anormal getiriye sahip olan banka Yapı Kredi Bankası'dır. (-3...-1) dönemi için Vakıfbank'a hariç tüm bankaların pozitif kümülatif anormal getiri elde ettiği görülmektedir. Bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Yapı Kredi Bankası'dır.

Tablo 23. Açıklama Sonrası Şirket Bazında CAR Değerleri

Şirket/Dönem	(+20...+1)	t	(+10...+1)	t	(+5...+1)	t	(+3...+1)	t
Yapı Kredi	0.079***	163.72	0.032***	66.094	0.010***	21.095	0.014***	29.176
Halkbank	0.032***	46.238	0.020***	29.526	-	-	0.015***	21.004
Vakıfbank	0.029***	42.875	0.025***	37.118	0.025***	37.095	0.031***	45.736
Akbank	-0.030***	60.309	-0.003***	-5.262	0.013***	25.800	0.004***	8.869
İş Bankası	-0.031***	66.169	-0.049***	104.49	0.014***	29.359	0.015***	31.878
Garanti	-0.010***	25.518	-0.006***	16.347	0.005***	13.008	0.000	0.678

(+20...+1) ve (+10...+1) dönemleri için Akbank, İş Bankası ve Garanti Bankası'nın negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Yapı Kredi Bankası'dır. (+5...+1) döneminde Halkbank, Akbank ve İş Bankası'nın negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Vakıfbank'tır. (-3...-1) dönemi için İş Bankası hariç tüm bankaları pozitif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Vakıfbank'tır.

Tablo 24. 18.08.2016 – Fitch'in Türkiye'nin Kredi Notunu BBB- Olarak Açıklaması

Tarih	AAR	t-değeri	p-değeri	Tarih	AAR	t değeri	p-değeri
-20	0.000	0.052	0.959	20	-0.0040	-0.7649	0.4488
-19	0.004	0.790	0.434	19	-0.0003	-0.0642	0.9491
-18	0.008	1.571	0.124	18	-0.0005	-0.1030	0.9185
-17	0.004	0.844	0.404	17	0.0054	1.0309	0.3088
-16	0.003	0.609	0.546	16	-0.0097	-1.8645	0.0696
-15	0.002	0.323	0.748	15	-0.0032	-0.6201	0.5387
-14	-0.009	-1.808	0.078*	14	-0.0082	-1.5745	0.1232
-13	0.008	1.541	0.131	13	0.0003	0.0492	0.9610
-12	-0.005	-0.978	0.334	12	0.0062	1.1824	0.2440
-11	0.002	0.376	0.709	11	-0.0009	-0.1671	0.8681
-10	-0.008	-1.438	0.158	10	-0.0031	-0.5910	0.5578
-9	0.003	0.507	0.615	9	0.0013	0.2535	0.8012
-8	-0.007	-1.359	0.182	8	-0.0118	-2.2690	0.0287
-7	-0.003	-0.652	0.518	7	0.0040	0.7737	0.4437
-6	0.011	2.126	0.040**	6	-0.0055	-1.0450	0.3023
-5	-0.001	-0.230	0.819	5	-0.0051	-0.9722	0.3368
-4	-0.003	-0.625	0.535	4	0.0015	0.2912	0.7724
-3	0.001	0.257	0.798	3	-0.0061	-1.1773	0.2461
-2	-0.001	-0.158	0.875	2	0.0025	0.4862	0.6295
-1	-0.004	-0.750	0.458	1	-0.0005	-0.1009	0.9201
0	-0.0078	-1.491	0.1437	0	-0.0078	-1.4914	0.1437

Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu BBB- olarak açıkladığı tarih olan 18.08.2016 tarihi olay günü olarak seçilmiş ve bu olay gününün 20 gün öncesi ve 20

gün sonrası için ortalama anormal getiriler tabloda verilmiştir. Açıklama öncesi ve açıklama sonrası dönemde negatif getirilerin daha fazla olduğu görülmüştür. Anormal getirilerin en düşük olduğu dönem 16. gün iken, en yüksek olduğu dönem -6. gündür.

Çalışmanın devamında, açıklama öncesi dönem, açıklama sonrası dönem ile açıklama öncesi ve açıklama sonrasını kapsayan dönemler için açılan olay pencereleri için kümülatif ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır. Ortalama kümülatif getiriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 25. *Açıklama tarihi öncesi dönem için açılan olay pencereleri*

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(-20...-1)	0.005202***	19.9259	0.000
(-10...-1)	-0.01213***	-23.232	0.000
(-5...-1)	-0.00787***	-7.53351	0.005
(-3...-1)	-0.0034	-1.95396	0.301

Tabloda açıklama öncesindeki dönem için 4 ayrı olay penceresi görülmektedir. En yüksek kümülatif anormal getiriye sahip dönem (-20...-1) dönemi iken, en düşük kümülatif anormal getiriye sahip dönemin (-5...-1) dönemi olduğu görülmektedir.

Tablo 26. *Açıklama tarihi sonrası dönem için açılan olay pencereleri*

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(20...1)	-0.03784	-144.933	0.000
(10...1)	-0.02272	-43.5078	0.000
(5...1)	-0.00769	-7.36451	0.005
(3...1)	-0.00414	-2.37581	0.254

Tabloda açıklama sonrası dönem için 4 ayrı olay penceresi görülmektedir. Açıklama sonrası dönemde tüm kümülatif ortalama anormal getiriler negatiftir. Açıklamanın getiriler üzerinde negatif bir etkisi olduğu söylenebilir. En düşük kümülatif ortalama anormal getiri (+20...+1) döneminde görülmektedir.

Tablo 27. *Birleşik dönem için açılan olay pencereleri*

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(-20...+20)	-0.04043	-317.412	0.000
(-10...+10)	-0.04264	-171.473	0.000

(-5...+5)	-0.02335	-49.1809	0.000
(-3...-3)	-0.01532	-20.5425	0.000

Tabloda açıklama öncesi ve açıklama sonrası dönemi birlikte inceleyen olay pencereleri görülmektedir. Tüm dönemlerde kümülatif ortalama anormal getiriler negatiftir. En düşük kümülatif ortalama anormal getiri (-10...+10) döneminde gözlenmektedir.

Tablo 28. *Şirket Bazında Anormal Getiriler*

Dönem/Banka	Yapı Kredi	Halkbank	Vakıfbank	Akbank	İş Bankası	Garanti
-4	-0.0044	-0.00684	0.000195	-0.00624	0.000718	-0.00301
-3	0.020256	-0.00495	0.001771	-0.00066	-0.00229	-0.00607
-2	-0.00681	-0.00138	-0.00604	0.010431	-0.00296	0.001806
-1	0.001147	-0.00384	0.000438	-0.00392	-0.01574	-0.00159
0	-0.00877	-0.01237	-0.00982	-0.00892	0.001692	-0.00854
1	-0.00026	-0.00137	0.002966	-0.0064	0.000677	0.001224
2	-0.00065	-0.00084	0.001382	0.006578	0.003545	0.005214
3	-0.00149	-0.0249	-0.0062	0.001435	-0.00276	-0.00298
4	0.000398	-0.01255	-0.00964	0.016696	0.005046	0.009177

Anormal getirilere (-4...+4) olay penceresinde şirket bazında bakıldığında ise -1. Günde Yapı Kredi ve Vakıfbank hariç tüm şirketlerin negatif anormal getiriye sahip olduğu, olay gününde İş Bankası hariç tüm şirketlerin negatif anormal getiriye sahip olduğu ve +1. günde ise Yapı Kredi, Halkbank ve Vakıfbank hariç tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 29. *Açıklama Öncesi Şirket Bazında CAR Değerleri*

Şirket/Dönem	(-20...-1)	t	(-10...-1)	t	(-5...-1)	t	(-3...-1)	t
Yapı Kredi	-0.045***	95.236	-0.030***	32.514	-0.003	-1.586	-0.002	-0.768
Halkbank	-0.097***	168.68	-0.058***	50.283	0.050***	21.952	-0.027**	-7.093
Vakıfbank	-0.049***	82.518	-0.021***	17.810	-0.011**	-4.761	-0.002	-0.465
Akbank	-0.002***	-4.710	-0.002*	-2.304	0.020***	11.964	0.002	0.593
İş Bankası	0.012***	28.050	-0.003***	-3.668	-0.010**	-5.734	0.001	0.503
Garanti	-0.047***	112.60	-0.022***	26.280	0.009**	5.416	0.003	1.251

(-20...-1) dönemi için yalnızca İş Bankası'nın pozitif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en düşük kar eden banka ise Halkbank'tır. (-10...-1) dönemi için tüm bankaların negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir. (-5...-1) dönemi için Akbank ve Garanti Bankası hariç tüm bankalar negatif kümülatif anormal getiriye sahiptir, (-3...-1) dönemi için Yapı Kredi, Halkbank ve Vakıfbank hariç tüm bankaların pozitif kümülatif anormal getiri

elde ettiği görülmektedir. Bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Garanti Bankası'dır.

Tablo 30. Açıklama Sonrası Şirket Bazında CAR Değerleri

Şirket/Dönem	(+20...+1)	t	(+10...+1)	t	(+5...+1)	t	(+3...+1)	t
Yapı Kredi	0.051***	108.52	-0.005***	11.369	0.007***	15.459	0.015***	31.124
Halkbank	-0.018***	31.835	-0.048***	83.286	0.016***	27.333	-0.010***	17.745
Vakıfbank	0.046***	76.804	0.021***	35.152	0.003**	5.217	-0.004***	-6.411
Akbank	0.011***	27.840	-0.010***	23.364	0.001***	2.518	0.006***	14.313
İş Bankası	-0.038***	86.285	-0.015***	34.325	0.023***	52.382	-0.021***	48.059
Garanti	-0.021***	50.528	-0.016***	38.953	0.020***	48.300	-0.006***	14.102

(+20...+1) dönemi için Halkbank, İş Bankası ve Garanti Bankası negatif kümülatif anormal getirilere sahiptir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Yapı Kredi Bankası'dır. (+10...+1) dönemleri için Vakıfbank hariç tüm bankaların negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en fazla zarar eden banka ise Halkbank'tır. (+5...+1) döneminde Halkbank, Garanti Bankası ve İş Bankası'nın negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Yapı Kredi Bankası'dır. (-3...-1) dönemi için Akbank ve Yapı Kredi hariç tüm bankaların negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Yapı Kredi Bankası'dır.

Tablo 31. 23.09.2016 – Moody's'in Türkiye'nin Kredi Notunu Bal Olarak

Açıklaması

Tarih	AAR	t-değeri	p-değeri	Tarih	AAR	t değeri	p-değeri
-20	-0.001	-0.091	0.928	20	-0.0008	-0.1407	0.8888
-19	0.003	0.439	0.663	19	-0.0045	-0.7725	0.4444
-18	-0.006	-1.063	0.294	18	0.0016	0.2710	0.7878

-17	0.002	0.263	0.794	17	-0.0076	-1.3057	0.1991
-16	-0.005	-0.878	0.385	16	-0.0007	-0.1178	0.9068
-15	-0.005	-0.944	0.351	15	-0.0021	-0.3563	0.7235
-14	0.004	0.699	0.489	14	0.0078	1.3436	0.1867
-13	-0.012	-2.049	0.047**	13	-0.0030	-0.5162	0.6086
-12	0.001	0.229	0.820	12	0.0071	1.2242	0.2280
-11	-0.003	-0.534	0.597	11	-0.0002	-0.0411	0.9674
-10	-0.001	-0.151	0.881	10	0.0041	0.7055	0.4846
-9	0.006	1.068	0.292	9	0.0003	0.0466	0.9630
-8	0.000	0.044	0.965	8	0.0076	1.3121	0.1970
-7	-0.008	-1.422	0.163	7	0.0063	1.0877	0.2832
-6	-0.003	-0.560	0.579	6	0.0012	0.2100	0.8347
-5	-0.010	-1.684	0.100*	5	-0.0027	-0.4651	0.6444
-4	0.005	0.931	0.358	4	0.0064	1.1049	0.2758
-3	-0.001	-0.093	0.926	3	-0.0128	-2.2131	0.0327**
-2	0.000	-0.058	0.954	2	-0.0082	-1.4101	0.1662
-1	-0.004	-0.691	0.494	1	0.0111	1.9216	0.0618*
0	0.006	1.095	0.280	0	0.0063	1.0947	0.2802

Moody's'in Türkiye'nin kredi notunu Ba1 olarak açıkladığı tarih olan 23.09.2016 tarihi olay günü olarak seçilmiş ve bu olay gününün 20 gün öncesi ve 20 gün sonrası için ortalama anormal getiriler tabloda verilmiştir. Açıklama öncesi dönemde negatif getiriler daha fazla iken açıklama sonrası dönemde pozitif negatif getirili gün sayısı eşittir. Anormal getirilerin en düşük olduğu dönem -5. gün iken, en yüksek olduğu dönem -1. gündür.

Çalışmanın devamında, açıklama öncesi dönem, açıklama sonrası dönem ile açıklama öncesi ve açıklama sonrasını kapsayan dönemler için açılan olay pencereleri için kümülatif ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır. Ortalama kümülatif getiriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 32. *Açıklama tarihi öncesi dönem için açılan olay pencereleri*

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(-20...-1)	-0.03784	-130.869	0.000
(-10...-1)	-0.01512	-26.1487	0.000
(-5...-1)	-0.00922	-7.97188	0.004
(-3...-1)	-0.00487	-2.525	0.240

Tabloda açıklama öncesindeki dönem için 4 ayrı olay penceresi görülmektedir. Tüm olay pencerelerinde kümülatif ortalama anormal getiriler negatiftir. En düşük kümülatif anormal getiriye sahip dönem ise (-20...-1) dönemidir.

Tablo 33. *Açıklama tarihi sonrası dönem için açılan olay pencereleri*

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(20...1)	0.010922	37.7746	0.000

(10...1)	0.013302	23.00185	0.000
(5...1)	-0.00614	-5.30875	0.013
(3...1)	-0.00984	-5.10484	0.123

Tabloda açıklama sonrası dönem için 4 ayrı olay penceresi görülmektedir. Açıklama sonrası dönemde (+5...+1) ve (+3...+1) dönemleri için kümülatif ortalama anormal getiriler negatiftir. (+10...+1) döneminde en yüksek kümülatif ortalama anormal getiri elde edilmiştir.

Tablo 34. *Birleşik dönem için açılan olay pencereleri*

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(-20...+20)	-0.02059	-145.959	0.000
(-10...+10)	0.004511	16.38104	0.000
(-5...+5)	-0.00903	-17.1753	0.000
(-3...-3)	-0.00838	-10.1398	0.000

Tabloda açıklama öncesi ve açıklama sonrası dönemi birlikte inceleyen olay pencereleri görülmektedir. (-10...+10) dönemi hariç tüm dönemlerde kümülatif ortalama anormal getiriler negatiftir. En yüksek kümülatif ortalama anormal getiri (-10...+10) döneminde gözlenirken, en düşük kümülatif ortalama anormal getiri (-5...+5) döneminde görülmüştür.

Tablo 35. *Şirket Bazında Anormal Getiriler*

Dönem/Banka	Yapı Kredi	Halkbank	Vakıfbank	Akbank	İş Bankası	Garanti
-4	0.003668	0.009618	0.012509	-0.00287	0.012348	-0.00297
-3	-0.00068	-0.00402	-0.00619	0.003823	-0.00098	0.004819
-2	-0.00427	-0.00994	0.001089	0.003567	0.000791	0.00675
-1	-0.00827	-0.00315	-0.03179	0.009588	0.00918	0.000479
0	0.001974	0.006895	0.00999	0.002621	0.005482	0.011024
1	0.006709	0.031222	0.005949	0.00599	0.006058	0.010746
2	-0.00432	-0.00117	-0.01659	-0.0133	-0.00397	-0.00957
3	-0.00844	-0.00308	-0.02528	-0.01314	-0.0188	-0.00805
4	0.006697	-0.00143	0.006843	0.012591	0.005646	0.007992

Anormal getirilere (-4...+4) olay penceresinde şirket bazında bakıldığında ise -1. Günde Akbank, İş Bankası ve Garanti Bankası hariç tüm şirketlerin negatif anormal getiriye sahip olduğu, olay gününde ve +1. günde ise tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 36. *Açıklama Öncesi Şirket Bazında CAR Değerleri*

Şirket/Dönem	(-20...-1)	t	(-10...-1)	t	(-5...-1)	t	(-3...-1)	t
Yapı Kredi	0.028***	76.463	0.034***	46.55	-0.001	-0.44	-0.006	-2.448

Halkbank	0.023***	45.773	0.028***	27.63	0.007**	3.491	0.027*	8.015
Vakıfbank	0.010***	21.242	-0.003**	-2.91	-0.033***	-16.84	-0.036*	-11.106
Akbank	-0.006***	-14.176	0.011***	14.03	-0.006**	-3.893	-0.020*	-7.889
İş Bankası	0.004***	9.958	-0.003**	-3.33	-0.007**	-4.645	-0.017*	-6.648
Garanti	0.006***	15.192	0.012***	16.17	0.003	1.708	-0.007	-2.816

(-20...-1) dönemi için yalnızca Akbank'ın negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Yapı Kredi Bankası'dır. (-10...-1) dönemi için Vakıfbank ve İş Bankası hariç tüm bankaların pozitif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiriye sahip olan banka ise Yapı Kredi Bankası'dır. (-5...-1) dönemi için Halkbank ve Garanti Bankası hariç tüm bankalar negatif kümülatif anormal getiriye sahiptir, bu dönemde en yüksek kümülatif anormal getiriye sahip olan banka Halkbank'tır. (-3...-1) dönemi için Halkbank hariç tüm bankaların negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 37. Açıklama Sonrası Şirket Bazında CAR Değerleri

Şirket/Dönem	(+20...+1)	t	(+10...+1)	t	(+5...+1)	t	(+3...+1)	t
Yapı Kredi	-0.042	-114.50	-0.020	-54.701	-0.008	-20.467	-0.011	-28.537
Halkbank	-0.088	-175.20	-0.026	-51.642	-0.001	-1.181	-0.006	-12.271
Vakıfbank	-0.042	-87.114	-0.020	-41.182	-0.014	-29.658	-0.021	-42.690
Akbank	0.007	18.234	0.008	21.226	0.017	43.004	0.016	40.558
İş Bankası	0.017	45.254	0.016	41.528	0.027	71.156	0.015	40.999
Garanti	-0.037	-100.81	-0.005	-13.954	0.020	54.844	0.018	49.805

(+20...+1) dönemi için Akbank ve İş Bankası'nın pozitif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiriye sahip banka ise İş Bankası'dır. (+10...+1) dönemleri için Akbank ve İş Bankası hariç tüm bankaların negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise İş Bankası'dır. (+5...+1) döneminde Garanti Bankası, Akbank ve İş Bankası'nın pozitif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka İş Bankası'dır. (+3...+1) dönemi için Akbank, İş Bankası ve Garanti Bankası hariç tüm bankaları negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu

görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Garanti Bankası'dır.

Tablo 38. 04.11.2016 – S&P'nin Türkiye'nin Kredi Notunu BB Olarak Açıklaması

Tarih	AAR	t-değeri	p-değeri	Tarih	AAR	t değeri	p-değeri
-20	0.004	0.856	0.397	20	0.001	0.245	0.807
-19	0.000	-0.050	0.960	19	-0.011	-2.345	0.024**
-18	0.007	1.485	0.145	18	0.012	2.475	0.018**
-17	-0.003	-0.626	0.535	17	-0.002	-0.403	0.689
-16	0.008	1.630	0.111	16	-0.006	-1.178	0.246
-15	-0.002	-0.432	0.668	15	0.002	0.458	0.649
-14	-0.001	-0.143	0.887	14	0.008	1.629	0.111
-13	-0.008	-1.584	0.121	13	0.000	-0.037	0.971
-12	0.002	0.329	0.744	12	-0.001	-0.191	0.850
-11	-0.004	-0.937	0.354	11	0.007	1.392	0.172
-10	-0.001	-0.171	0.865	10	-0.001	-0.120	0.905
-9	-0.003	-0.696	0.490	9	0.000	0.029	0.977
-8	0.000	0.019	0.985	8	0.008	1.586	0.121
-7	-0.006	-1.233	0.225	7	-0.004	-0.761	0.451
-6	0.002	0.408	0.685	6	-0.005	-0.986	0.330
-5	-0.003	-0.595	0.555	5	-0.001	-0.144	0.887
-4	-0.006	-1.300	0.201	4	0.001	0.140	0.889
-3	0.000	0.061	0.952	3	-0.006	-1.341	0.187
-2	0.001	0.276	0.784	2	0.005	1.134	0.263
-1	0.004	0.821	0.417	1	0.001	0.302	0.764
0	-0.001	-0.184	0.855	0	-0.001	-0.184	0.855

S&P'nin Türkiye'nin kredi notunu BB olarak açıkladığı tarih olan 04.11.2016 tarihi olay günü olarak seçilmiş ve bu olay gününün 20 gün öncesi ve 20 gün sonrası için ortalama anormal getiriler tabloda verilmiştir. Açıklama öncesi dönemde negatif getiriler daha fazla iken açıklama sonrası dönemde pozitif ve negatif getiri sayısının eşit olduğu görülmüştür. Anormal getirilerin en düşük olduğu dönem 19. gün iken, en yüksek olduğu dönem -16., 8. ve 14. günlerdir.

Çalışmanın devamında, açıklama öncesi dönem, açıklama sonrası dönem ile açıklama öncesi ve açıklama sonrasını kapsayan dönemler için açılan olay pencereleri için kümülatif ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır. Ortalama kümülatif getiriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 39. Açıklama tarihi öncesi dönem için açılan olay pencereleri

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(-20...-1)	-0.00898	-37.6605	0.000
(-10...-1)	-0.01149	-24.1037	0.000
(-5...-1)	-0.00352	-3.68826	0.035
(-3...-1)	0.005516	3.470908	0.179

Tabloda açıklama öncesindeki dönem için 4 ayrı olay penceresi görülmektedir. En düşük kümülatif anormal getiriye sahip dönem (-10...-1) dönemi iken, en yüksek kümülatif anormal getiriye sahip dönemin (-3...-1) dönemi olduğu görülmektedir.

Tablo 40. *Açıklama tarihi sonrası dönem için açılan olay pencereleri*

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(20...1)	0.008993	37.72957	0.000
(10...1)	-0.00076	-1.59455	0.149
(5...1)	0.000437	0.458697	0.678
(3...1)	0.000455	0.286613	0.822

Tabloda açıklama sonrası dönem için 4 ayrı olay penceresi görülmektedir. Açıklama sonrası dönemde (+10...+1) dönemi hariç tüm kümülatif ortalama anormal getiriler pozitifdir. (+20...+1) dönemi kümülatif ortalama anormal getirilerinin en yüksek olduğu dönemdir.

Tablo 41. *Birleşik dönem için açılan olay pencereleri*

Olay Günleri	CAAR	t istatistiği	p-değeri
(-20...+20)	-0.00086	-7.38516	0.000
(-10...+10)	-0.01313	-57.8214	0.000
(-5...+5)	-0.00395	-9.12438	0.000
(-3...+3)	0.005096	7.482507	0.001

Tabloda açıklama öncesi ve açıklama sonrası dönemi birlikte inceleyen olay pencereleri görülmektedir. (-3...+3) dönemi hariç tüm dönemlerde kümülatif ortalama anormal getiriler negatiftir. En düşük kümülatif ortalama getiri (-10...+10) döneminde gözlenmiştir.

Tablo 42. *Şirket Bazında Anormal Getiriler*

Dönem/Banka	Yapı Kredi	Halkbank	Vakıfbank	Akbank	İş Bankası	Garanti
-4	0.002789	-0.01729	-0.00327	-0.0059	-0.00088	-0.01264
-3	-0.0066	-0.0096	0.007968	-0.00177	0.008203	0.003534
-2	0.009376	-0.00781	-0.00445	0.002401	0.000475	0.007893
-1	0.032433	-0.0176	0.000467	0.008347	-0.00303	0.002861
0	0.005785	-0.00571	-0.00091	-0.0068	-0.00748	0.009877
1	0.007474	-0.00627	-0.00932	0.006987	0.000951	0.00882
2	0.001564	0.009297	0.005246	0.003204	0.002183	0.010954
3	0.00617	-0.01049	-0.01827	-0.00401	-0.01045	-0.00131
4	0.00206	-0.01454	0.015993	-0.00219	0.000385	0.002293

Anormal getirilere (-4...+4) olay penceresinde şirket bazında bakıldığında ise -1. Günde Halkbank ve İş Bankası hariç tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu, olay gününde Yapı Kredi hariç tüm şirketlerin negatif anormal getiriye sahip olduğu ve +1. günde ise Halkbank ve Vakıfbank hariç tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 43. Açıklama Öncesi Şirket Bazında CAR Değerleri

Şirket/Dönem	(-20...-1)	t	(-10...-1)	t	(-5...-1)	t	(-3...-1)	t
Yapı Kredi	0.03295***	74.04	0.013027***	14.64	0.0071**	3.97	0.0152	5.126
Halkbank	-0.00311***	-7.78	-0.01804***	-22.57	-	-	-0.0075	-2.801
Vakıfbank	-0.00321***	-7.51	-0.00759***	-8.87	-	-	-	-
Akbank	0.025406***	66.59	0.001921***	2.52	0.0112***	-6.56	0.0223*	-7.838
İş Bankası	-0.02443***	-65.53	-0.01053***	-14.13	0.0111***	7.28	0.0062	2.431
Garanti	-0.02443***	-65.53	-0.01053***	-14.13	-0.0082**	-5.48	-	-
	0.026357***	85.57	0.016649***	27.03	-0.0082**	-5.48	0.0073*	-2.942
	0.026357***	85.57	0.016649***	27.03	0.0184***	14.92	0.0185	8.989

(-20...-1) dönemi için Halkbank, Vakıfbank ve İş Bankası'nın negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde pozitif kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Yapı Kredi Bankası'dır. (-10...-1), (-5...-1) ve (-3...-1) dönemleri için Yapı Kredi, Akbank ve Garanti Bankası hariç tüm bankaların negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kar eden banka ise Garanti Bankası'dır.

Tablo 44. Açıklama Sonrası Şirket Bazında CAR Değerleri

Şirket/Dönem	(+20...+1)	t	(+10...+1)	t	(+5...+1)	t	(+3...+1)	t
Yapı Kredi	0.024***	54.532	0.025***	56.263	0.037***	83.282	0.035***	79.123
Halkbank	-0.070***	-175.71	-0.066***	-165.50	-0.050***	-125.82	-0.035***	-87.613
Vakıfbank	0.027***	62.405	0.003***	7.064	0.007***	16.466	0.004***	9.309
Akbank	0.006***	15.650	0.018***	46.315	-0.003***	-8.244	0.009***	23.517
İş Bankası	-0.020***	-54.668	-0.030***	-79.462	-0.011***	-29.129	0.006***	15.145
Garanti	-0.020***	-65.595	-0.019***	-61.448	-0.001***	-3.015	0.014***	46.388

(+20...+1) dönemi için Halkbank, İş Bankası ve Garanti Bankası'nın negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Vakıfbank'tır. (+10...+1) dönemi için Halkbank, İş Bankası ve Garanti Bankası'nın negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Yapı Kredi Bankası'dır. (+5...+1) döneminde Yapı Kredi ve Vakıfbank'ın pozitif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir, bu dönemde en çok kümülatif anormal getiri elde eden banka ise Yapı Kredi Bankası'dır. (+3...+1) dönemi için Halkbank hariç tüm bankaların negatif kümülatif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir.

BÖLÜM III

SONUÇ VE ÖNERİLER

Yatırımcılar yatırım kararı alırken birçok faktörden etkilenmektedir. Söz konusu faktörlerden biri olan kredi notları yatırım kararı alırken göz önünde bulundurulmuş hususların en önemlisidir. Çünkü kredi derecelendirme kuruluşları tarafından duyurulan kredi notları derecelendirilen kuruluşun veya ülkenin kredi riski, finansal istikrarı ve kredibilitesi hakkında önemli bilgiler sağlamaktadır. Ayrıca kredi derecelendirme faaliyeti tarafsız ve bağımsız kuruluşlar tarafından adil şekilde gerçekleştirilmektedir. Bu nedenle yatırımcıların duyurulan kredi notlarına güvendiği anlaşılmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler hakkında duyurduğu kredi notları ülkedeki birçok sektörü etkilediği gibi bankacılık sektörünü de doğrudan etkilemektedir. Özellikle üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olan Moody's, Standard & Poor's ve Fitch'in ülkeler hakkında duyurduğu kredi notları ülkedeki bankacılık sektörü açısından son derece önemlidir.

Pay senetleri ekonomik olarak birçok işleve sahiptir. Hem yatırım aracı olarak kullanılmakta hem de ülke refahının geniş halk kitlelerince paylaşılmasını sağlamaktadır. Pay senedi piyasasını etkileyen temel unsur şirketlerin finansal performansıdır. Söz konusu finansal performansa ilişkin en doğru ve güvenilir bilgi de kredi derecelendirme kuruluşları tarafından sağlanmaktadır.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarihte birçok kez eleştirilere konu olmuştur. Özellikle kriz dönemlerinde almış olduğu kararlar ve iflas aşamasında olan şirketlere ilişkin duyurduğu yüksek kredi notları bu kredi derecelendirme kuruluşlarının skandallarla gündeme gelmesine sebep olmuştur. Ancak bütün bunlara rağmen yatırımcıların yatırım kararı alırken göz önünde bulundurdıkları temel unsur kredi notları olmaktadır. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler hakkında duyurduğu kredi notları pay senetlerinin değeri üzerinde doğrudan etkilidir.

Çalışmanın kapsamı 4 özel (Akbank, Garanti Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, İş bankası) ve 2 kamu bankası (Vakıfbank ve Halk Bankası) olmak üzere toplam 6 bankadan oluşmaktadır.

S&P'nin Türkiye'nin kredi notunu BB+ olarak açıkladığı 06.05.2016 tarih sonrasında Halkbank ve Vakıfbank hariç tüm şirketlerin negatif anormal getiriye sahip olduğu, Moody's'in Türkiye'nin kredi notunu Baa3 olarak açıkladığı 18.07.2016 tarih sonrasında Halkbank ve Vakıfbank hariç tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu, Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu BBB- olarak açıkladığı 18.08.2016 tarih sonrasında Yapı Kredi, Halkbank ve Vakıfbank hariç tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu ve Moody's'in Türkiye'nin kredi notunu Ba1 olarak açıkladığı 23.09.2016 tarih sonrasında tüm şirketlerin pozitif anormal getiriye sahip olduğu görülmektedir.

Ovalı, vd. (2019) çalışmasında, Kredi Derecelendirmenin Borsa Endeksleri üzerindeki etkileri: T – BRICS Ülkeleri üzerine bir araştırma, konulu çalışmasında Moody's, S&P ve Fitch derecelendirme kuruluşları tarafından 2004 – 2019 yılları arasında T-BRICS ülkeleri hakkında yapmış oldukları derecelendirme not açıklamalarının hisse senedi piyasalarını etkileyip etkilemediği araştırılmış ve araştırma sonucunda çalışmamızdaki sonuçlara benzer negatif ve pozitif anormal getiriler tespit edilmiştir.

Yapılan literatür taraması ve analizler sonucunda uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler hakkında duyurduğu kredi notlarının ülkedeki bankacılık sektörü açısından büyük bir öneme sahip olduğu anlaşılmıştır. Duyurulan kredi notlarının bankaların pay senetlerinin değerini doğrudan etkilediği görülmüştür. Bu durum hem yatırımcılar hem de bankacılık sektörünün işleyişi açısından büyük önem arz etmektedir. Bu nedenle bankacılık sektörünün daha sağlıklı bir şekilde işlemesi için ülkenin finansal durumuna da özen gösterilmesi gerektiği görülmüştür.

Bu çalışma uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelere ilişkin duyurduğu kredi notlarının etkileri konusunda literatüre katkı sağlayacaktır. Özellikle ülkenin kredi notunun bankaların pay senetleri üzerindeki etkisinin daha iyi anlaşılmasını sağlayacak ve gelecekte bu konuda çalışmalar yapılmasına yol açacaktır.

KAYNAKLAR

- Aksoy M. ve Topçu N. (2013). “Altın ile Hisse Senedi ve Enflasyon Arasındaki İlişki”. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve Bilimler Dergisi, Cilt: 27, Sayı: 1, S:
- Angeline, NG. & Ariff, M. (2019). *Does Credit Rating Revision Affect The Price of a Special Class Of Common Stock?*. Borsa Istanbul Review 19 (1). s.44-55.
- Atay, A. (2018). Banka Hisse Senetleri Getirilerinin Makroekonomik Değişkenlerle İlişkisinin Lojistik Regresyon Yöntemiyle İncelenmesi. Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Ayaz, B. H. (2016). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları Ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Roller. Çukurova Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi, Seminer, Adana.
- Aydın, Y. (2016). Finansal Piyasalar ve Kurumlar Teori ve Türkiye Uygulamasına Güncel Bakış. Aysel Gündoğdu (Ed.) Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Babuşcu, Ş. ve Hazar A. (2007). Kredi Derecelendirmesi (Rating) ve Finans, 2. Baskı. Ankara: Akademi Yayıncılık. SPK Lisanslama Serisi:44.
- Babuşcu, Ş., & Hazar, A. (2008). SPK Kredi Derecelendirme Uzmanlığı Sınavlarına Hazırlık. Akademi Kitabevi.
- Baker, H. K., & Mansi, S. (2002). Assessing Credit Rating Agencies by Bond Issuers and Institutional Investors. *Journal of Business Finance & Accounting*, 9&10(29), 1367-1398.
- BDDK,(2020) https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/mevzuat_0979.pdf
Erişim Tarihi: 25.10.2021. (Link bozuk)
- Behr, P. (2008). Bankenkrise: Die Ratingagenturen. Springer 2008.
- Beyond Ratings Report, Sovereign Rating Methodology, 2019/3 <https://beyond-ratings.com/www-site/uploads/2019/03/sovereign-rating-methodology.pdf>
- Bhatia, A. V. (2002). Sovereign Credit Ratings Methodology, IMF Library, 2002/10

- Billet, M. J. & Garfinkel, J. & O'Neal, E. (1998). *The Cost Of Market Versus Regulatory Discipline in Banking*. Journal Financial Economics. 48. s.333-358.
- Bolton, P., Freixas, X., & Shapiro, J. (2011). The Credit Ratings Game. The
- Boyacıoğlu, M. A. (2005). Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma. Doktora Tezi. T.C. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Cengiz, S. (2014). Die Macht der Ratingagenturen und ihre Rolle bei der Entstehung der Finanzkrise. Hamburg, Germany: Diplomica Verlag.
- Civan, M. (2010). Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Cornaggia, J. N., Cornaggia, K., & Hund, J. (2017). Credit Ratings Across Asset Classes: A Long-Term Perspective. Review of Finance, s. 465-509.
- Cornaggia, J., Cornaggia, K. J., & Hund, J. E. (2012). Credit Ratings across Asset Classes: A ≡ A? Ekim 2021 tarihinde https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1910230 adresinden alındı
- Coşkun, M. (2016). Türkiye ile Aynı Kredi Notuna Sahip Ülkelerin Makro Ekonomik Göstergelerinin Karşılaştırılması. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Özel Sayı(Cilt 16), 259-276.
- Credit-Ratings-Methodology-An-Evaluation-16092
- Çolak, Y. (2017). Türkiye'nin Makroekonomik Değişkenleri ile Kredi Notları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Moody's Örneği. Uluslararası Ekonomi, İşletme ve Politika Dergisi, 1(1), 61-74.
- Darbellay, A. (2013). *Regulating credit rating agencies*. Edward Elgar Publishing.
- Demren, O. (2015). Finansal Derecelendirme: Türk Finansman Sistemine Örnek Derecelendirme Kuruluşu Model Önerisi. 1. Baskı. İstanbul: Marmara Belediyeler Birliği Kültür Yayınları.
- Driss, H., Massoud, N., & Roberts, G. (2019). Are credit rating agencies still relevant? Evidence on certification from Moody's credit watches. Journal of Corporate Finance(59), 119-141.

- Durukan, M. B. (1999). “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”. İMKB Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 11, s. 19-47.
- Elayan, F.A. & Hsu, W. H. & Meyer, T. O. (2003). *The Informational Content of Credit Rating Announcements for Share Prices in a Small Market*. Journal of Economics and Finance. 27. s. 337-356.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü.(2005). Değer Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim, Ankara: Gazi Kitap Evi.
- Erdem, E. (2014). Para Banka ve Finansal Sistem. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Fitch Ratings Inc. (2020). Ratings Process. <https://www.fitchratings.com/products/ratings-process> Erişim Tarihi: 25.10.2021.
- Fitch Ratings Inc. (2020a). Rating Definitions. <https://www.fitchratings.com/research/fund-asset-managers/rating-definitions-11-06-2020> Erişim Tarihi: 25.10.2021.
- 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. (2012, Mart). Ratigs Game. Finance and Development, 49, 34-38.
- Griffin, P. A. & Sanvicente A. Z. (1982). Common Stock Returns and Rating Changes: A Methodological Comparison. Journal of Finance. 37. s. 103-119.
- Gülmez, A., & Gündoğan, H. (2014). Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması. Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi, 2(4), 65-90.
- Günel, M. (2019). Kredi derecelendirme kuruluşlarının rolü ve krizlerdeki etkileri. *ODÜ Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi (ODÜSOBİAD)*, 9(1), 147-155.
- Güneş, M., & Uzunali, E. (2021). Uzlaşmanın Etkinliğinin Arttırılmasında Mükellef Kredi Derecelendirme Karnesi Kullanımı. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (32), 125-148.

- Gür, T., & Öztürk, H. (2011). Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler. *Sosyoekonomi*, 2, 69-92.
- Gürel, E., Bulgurcu, B., & Demir, N. (2012). Basel III Kriterleri. *Bankacılık ve Sigortacılık Araştırmaları Dergisi*, 1(3-4), 16-17.
- Haan, J. d., & Amtenbrink, F. (2011). Credit Rating Agencies. Ekim 2021 tarihinde De Nederlandsche Bank: <http://ssrn.com/abstract=1950563> adresinden alındı
- Hand, J. R. M. & Holthausen, R.W. & Leftwich, R.W. (1992). *The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices*. *Journal of Finance*. 47. s. 733-752.
- Harmancı, S. (2013). *Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi ve Borsa İstanbul 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Hau, H., Langfield, S., & Marques-Ibanez, D. (2012). Bank Ratings What Determines Their Quality? European Central Bank Working Paper Series, No 1484.
- Holthausen, R.W. & Leftwich, R. (1986). *The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices*. *Journal of Financial Economics*. 17. s. 57–89.
- <https://www.bddk.org.tr/Mevzuat/DokumanGetir/796> (Erişim Tarihi: 05.11.2021)
- <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Sovereign-Inancılı>
- İnançlı, S., & Albayrak Demir, Ö. (2020). Kredi derecelendirme notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkileri: ülke örnekleri. *Itobiad: Journal of the Human & Social Science Researches*, 9(5).
- JCR Eurasia Rating (2020). Banka Derecelendirme Metodolojisi. <http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=banka-derecelendirme-metodolojisi> Erişim Tarihi: 25.10.2021.
- Journal of Finance*, 67(1), 85-111.
- Kanaat, M. Ş. (2011). Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Analizi: İMKB’ De Bir Uygulama. Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep.
- Kanalıcı, H. (1997). Hisse Senedi Fiyatlarının Tesbiti ve Tesir Eden Faktörler (1. Baskı), Ankara: SPK Yayınları.

- Karagöl, E. T., & Mıhçıokur, Ü. İ. (2012). Kredi derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar, SETA Rapor No: 7., 2012/9 http://file.setav.org/Files/Pdf/20121126124257_seta-kredi_derecelendirme_kuruluslari-_alternatif_arayislar.pdf
- Kaya, B., Kaya, E. Ö., & Yalçın, K. (2015). Türkiye'nin derecelendirme notları ve kredi temerrüt swap primlerinin ekonomik ve sosyal olaylara tepkisinin analizi. *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(103), 85-111.
- Kayalı, N., & Doğan, İ. (2018). Kurumsal yönetim derecelendirme notu ile işletmelerin finansal başarıları arasındaki ilişkinin incelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (78), 111-124.
- Kılıçaslan, H., & Giter, M. S. (2016). Kredi derecelendirme ve ortaya çıkan sorunlar. *Maliye Araştırmaları Dergisi*, 2(1), 61-81.
- Kiff, J., Nowak, S., & Schumacher, L. (2012). Are Rating Agencies Powerful? An Investigation Into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings. Ekim 2021 tarihinde IMF: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Are-Rating-Agencies-Powerful-An-Investigation-Into-the-Impact-and-Accuracy-of-Sovereign-25665> adresinden alındı
- Köroğlu, Y. (2009). Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenlerin Analizi ve Bir Uygulama. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Kuzu, S. (2019). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye için Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi piyasaları Üzerine Etkisi: BIST 100'de Seçili Sektör Endeksleri Üzerine Uygulama*. Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Uygulamalı Bilimler Dergisi 3 (1). s.155-170.
- Küçükçolak, A. (2020). *Kredi Derecelendirme Sektörü*. Hiperlink eğit. ilet. yay. san. tic. ve ltd. sti..
- Langohr, H., & Langohr, P. (2012). *The rating agencies and their credit ratings: What they are, how they work, and why they are relevant*. John Wiley & Sons.

Moody's Investors Service (2019). Rating Methodology: Banks Methodology. https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1147865 Erişim Tarihi: 25.10.2021.

Moody's Investors Service (2020a). Rating Symbols and Definitions. https://assets.website-files.com/5ecda00aba225f3e2cbea3bf/5edeb0cbeb1625059b98b093_Rating%20Disclosures%20-%20Moodys-Rating-Symbols-and-Definitions%20-%2016Jan20.pdf Erişim Tarihi: 25.10.2021.

Moody's Investors Service Report, Rating Methodology, 2016/1 https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_186998

Moody's (2020). 2019 Annual Report https://s21.q4cdn.com/431035000/files/doc_financials/annual/2019/MCO-2019.12.31-10K-3.10.2020.pdf Erişim Tarihi: 25.10.2021.

Neslihanoglu, S., & Aksoy, T. (2020). Bist'teki Ulaştırma Sektörü Firmalarının Ovalı, M., Kocabıyık, T., & Geyikçi, U. B. (2019). *Kredi Derecelendirme ve Borsa İlişkisi*. Eğitim Yayınevi.

Ovalı, S. (2014). Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: AB ile Karşılaştırmalı Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*. 10 (23). s.53- 80.

Örneği, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi

Pagano, M., & Volpin, P. (2010). Credit Ratings Failures and Policy Options. *Economic Policy*, 401-431.

Resmî Gazete (2007). Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği. 82 <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/07/20070712-24.htm> Erişim Tarihi: 25.10.2021.

Resmî Gazete (2012). Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik. <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat?MevzuatNo=16071&MevzuatTur=7&MevzuatTertip=5> Erişim Tarihi: 25.10.2021.

- Resmi Gazete (2013) Borçlanma Araçları Tebliği
<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130607-13.htm> Erişim Tarihi: 25.10.2021
- Resmi Gazete (2014) Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği
<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140121-14.htm> Erişim Tarihi: 25.10.2021
- Resmi Gazete (2014) Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği
<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm> Erişim Tarihi: 25.10.2021
- S&P (2019). Global Ratings Report, Insurers Rating Methodology, 2019/7
<https://www.maalot.co.il/Publications/MT20190702155031.PDF>
- S&P Financial Services (2019). Guide to Credit Rating Essentials: What Are Credit Ratings And How Do They Work?.
https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/guide_to_credit_rating_essentials_digital.pdf Erişim Tarihi: 25.10.2021.
- S&P Financial Services (2020). A Credit Rating is an Informed Opinion.
<https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings> Erişim Tarihi: 25.10.2021.
- S&P Financial Services (2020a). Understanding Credit Ratings.
<https://www.spglobal.com/ratings/en/about/understanding-credit-ratings> Erişim Tarihi: 25.10.2021.
- S&P Financial Services (2020b). Top 10 Investor Questions On Our Ratings Process.
<https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200604-top-10-investor-questions-on-our-ratings-process-11518157> Erişim Tarihi: 25.10.2021.
- S&P, (2019) Global Ratings Report, General Description of the Credit Rating Process, 2019/3,
https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/guide_to_credit_rating_essentials_digital.pdf

- Salmon, F. (2011). The Difference Between S&P and Moody's, Reuters, 2011/8
<http://blogs.reuters.com/felix-salmon/2011/08/09/the-difference-between-sp-and-moodys/>
- Sandalcılar, A. R., Altın, A., & Çolak, Y. (2019). Kırılgan 8'lide Makroekonomik Değişkenler ile Kredi Notları Arasındaki İlişkin. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 23.
- Schroeter, U. (2013). Credit Ratings and Credit Rating Agencies. G. Caprio, & D. W. Arner içinde, *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure* (s. 614-653). Boston: Academic Press.
- Schweitzer, R. & Szewczyk, S. H. & Varma, R. (2001). *Bond Rating Agencies and Their Role in Bank Market Discipline*. *Journal of Financial Services Research*. 6. s. 249–263.
- SEC (2012). Investors Alerts and Bulletin, The ABCs of Credit Ratings, 2012/10
https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_creditratings
- SEC. (2018). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. (SEC, Prodükör) Ekim 2021 tarihinde
<https://www.sec.gov/files/2019-annual-report-on-nrsros.pdf>
- Selimler, H., & Kale, S. (2018). Banka Ve Finansal Kurumların Krediler Ve Sorunlu Krediler Açısından Karşılaştırılması. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 40(2), 274-295.
- Seyitoğlu, H. (2013). *Uluslararası Finans*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Siebert, J. (2015). Ratingagenturen auf den internationalen Finanzmärkten: Ihre Rolle in der Finanz- und Eurokrise. Hamburg, Germany: Igel Verlag.
- Simon, J., & Simon-András, H. (2019). Assessment of the Macroeconomic Risk Analysis of International Credit Rating Agencies against the Principles of Soundness and Credibility. *Public Finance*, 3, 337-349.
- Sipahi, V. (2010). *Kredi Derecelendirme Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: İMKB-Banka Hisse Senetleri Üzerinde Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

Sosyal Bilimler Enstitüsü İstanbul.

Steiner, M. & Heinke, V.G. (2001). *Event Study Concerning International Bond Price Effects of Credit Rating Actions*. International Journal of Finance and Economics. 6. s. 139-157.

Şen, Selçuk (2014), Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Analizi: Moody"s

Şenol Z., Koç S. ve Şenol S. (2018). "Hisse Senetleri Fiyatlarını Etkileyen Faktörlerin Dinamik Panel Veri Analiziyle İncelenmesi". Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Cilt: 9, Sayı: 25, S. 119- 135.

Tanör, R. (1999). Türk Sermaye Piyasası: Taraflar. Cilt:1. Ankara: Beta Basım Yayın.

Tekin, İ. Ç. (2016). Kredi derecelendirme kuruluşlarının öngöremedikleri kriz ve iflaslar. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi, 19(41. YIL ÖZEL SAYISI), 181-205.

Tekin, İ. Ç. (2016). Kredi derecelendirme kuruluşlarının öngöremedikleri kriz ve iflaslar. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 19(41. YIL ÖZEL SAYISI), 181-205.

Topaloğlu, M. (2016) Türkiye'de İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerle İlgili Son Gelişmeler Recent Development Related to Mortgage Backed Securities in Turkey.

Toraman, C. ve Yürük, M. F. (2014). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri, Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 3(1), 2014/6, ss.127-154

Uğur, A. (2009). Hisse Senedi Getirilerinin Panel Veri Analizi İle Tahmini: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Bir İnceleme. İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Malatya.

Verilerinin Modellenmesi Ve Gelecek Tahmini İçin Doğrusal Piyasa Modeli

Weinstein, M. (1977). *The Effect of a Rating Change Announcement on Bond Price*. Journal of Financial Economics. 5. s. 329-350.

White, L. J. (2010, Spring). Markets: The Credit Rating Agencies. Journal of Economic Perspectives, 24(2), 211–226.

- White, L. J. (2016). Credit Rating Agencies: An Analysis Through the Lenses of Industrial Organization, Finance and Regulation. *Pacific Economic Review*, 21(2).
- Yalçın, H. (2011). İMKB’de Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yalta, A. T., & Yalta, A. (2018). Are credit rating agencies regionally biased? *Economic Systems*(42), 682-694.
- Yenisu, E. (2019). Finansal Tabloların Oran Analizi İle İncelenmesi: Adese Örneği. *Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(1), 19-45.
- Yeterli Mi? Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 18(4), 54-72.
- Yıldırım, H. H. & Yıldız, C. & Aydemir, Ö. (2018). *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody’s ve Fitch’in Türkiye için Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi Endeksleri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği 2012-2016*. Maliye ve Finans Yazıları. 1 (109). s.9-30.
- Yılmaz, Y. (2019). *Finansal piyasalarda derecelendirme (rating) kavramı ve derecelendirmenin kredi risk ölçümünde kullanımı: Kobi'ler için bir model tasarımı* (Master's thesis, İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü).