

T.C.
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ
KREDİ DERECELENDİRME EYLEMLERİNİN HİSSE SENETLERİNE
ETKİSİ: TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜNDE FAALİYET GÖSTEREN
BANKALAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

BERA AKBULUT

Tez Danışmanı: Prof. Dr. İdil KAYA

Şubat 2021

T.C.
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ
KREDİ DERECELENDİRME EYLEMLERİNİN HİSSE SENETLERİNE
ETKİSİ: TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜNDE FAALİYET GÖSTEREN
BANKALAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

BERA AKBULUT

Tez Danışmanı: Prof. Dr. İdil KAYA

Şubat 2021

ÖNSÖZ

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi derecelendirme notlarına veya borçlunun kredibilitesinin bir göstergesi kabul edilen diğer açıklamalarına ilişkin literatürde yapılan araştırmalarda, piyasalarda ve borsa endekslerinde açıklamanın mahiyetine göre pozitif veya negatif şekilde karşılık bulunduğu gözlemlenmektedir. Geride bıraktığımız son yirmi yıllık süreçte, yaşanan ekonomik kriz ve dalgalanmalar çerçevesinde uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi derecelendirme notlarının sıklıkla değiştirilmesinin, Türk Bankacılık Sektörü'ne ne şekilde etki ettiği ve banka hisse senedi fiyatlarına olası etkilerinin analizi önem kazanmıştır. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının metodolojilerinin şeffaflıkları, farklı ülkelerde faaliyet gösteren kuruluşlara aynı standartlarda yaklaşp yaklaşmadıkları, karar mekanizmalarının politik çerçeveden etkilenip etkilenmediği ve kredi derecelendirme notlarının objektif olarak verilip verilmediği gibi hususlarda literatürde çok sayıda araştırma ve inceleme yapıldığı görülmektedir. Halihazırda bankacılık sektöründe çalışmaya devam etmemin de sağladığı fırsatla, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının Türk Bankacılık Sektörü'ne etkileri Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde geçirdiğim süre boyunca kendimi akademik anlamda geliştirmek istediğim öncelikli konulardan biri konumuna gelmiştir.

Tez çalışmamda, eğitim hayatım boyunca desteklerini esirgemeyen canım annem ve sevgili eşim başta olmak üzere ailem, çalışmalarımın başından beri beni cesaretlendiren, her zaman bana bir telefon kadar yakında olan saygıdeğer hocam Prof. Dr. İdil KAYA ve Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde ufkumu genişleten tüm öğretim üyelerine teşekkürü borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
KISALTMALAR	iv
TABLO LİSTESİ	v
ŞEKİL LİSTESİ	vi
RESUME.....	vii
ABSTRACT	x
ÖZET.....	xiii
GİRİŞ	1
BÖLÜM 1 KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI ve KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI	5
1.1. Kredi Derecelendirme İhtiyacının Sebepleri.....	12
1.2. Derecelendirmenin Ülkeler, Şirketler ve Bankalar Açısından Önemi	13
1.3. Kredi Derecelendirme Türleri	14
1.4. Türk Bankacılık Sektörü ve Kredi Derecelendirmesi	15
1.5. Kredi Derecelendirme Kuruluşları	18
1.5.1. Kısaca Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihsel Gelişimi	19
1.5.2. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Metodolojileri, Karar Verme Süreçleri, Ücret Politikaları ve Prensipleri.....	21
1.6. Literatürde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Getirilen Eleştiriler	24
1.6.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Aşırı Bağlılık	25
1.6.2. Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rekabeti Önleyici Davranışları ve Derecelendirme Pazarındaki Oligopol Piyasa	26
1.6.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Bölgesel Olarak Önyargılı Davrandığı.....	27
1.6.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkinliği ve Verdikleri Notların Yerindeliği.....	28
1.6.5. Olası Çıkar Çatışmaları	30
1.6.6. Krizleri Öngörememeleri	32
1.6.7. Büyük Not İndirimleri ve Krizleri Derinleştirmesi.....	34
1.6.8. Kamuya Açıkladıkları Bilgilere ve Şeffaflığa İlişkin Diğer Hususlar.....	36
2. BÖLÜM 2 KREDİ DERECELENDİRME EYLEMLERİ İLE HİSSE SENEDİ GETİRİSİ İLİŞKİSİNİN LİTERATÜRDEKİ YERİ VE ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİNİN KURULMASI	38
2.1. Fama'nın Tek Endeksli Piyasa Modeli	38

2.2. Kredi Derecelendirme Eylemleri ile Hisse Senedi Getirisi İlişkisinin Literatürdeki Yeri.....	39
2.2.1. Uluslararası Piyasalar Üzerine Yapılan Araştırmalar	39
2.2.1. Türkiye ve BİST Üzerine Yapılan Araştırmalar	43
2.3. Araştırma Hipotezlerinin Kurulması.....	47
BÖLÜM 3 KREDİ DERECELENDİRME EYLEMLERİNİN TBS'DE FAALİYET GÖSTEREN BANKALARIN HİSSE SENETLERİNE ETKİSİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA	49
2.1. Araştırmanın Amacı	49
2.2. Araştırmanın Kapsamı	50
2.3. Araştırmanın Metodolojisi	50
2.3.1. Araştırmada Kullanılan Veri Seti.....	51
2.3.2. Araştırma Yöntemi ve Analiz	52
2.3.3. Tanımlayıcı İstatistikler	56
2.3.4. Araştırmanın Kısıtları.....	61
2.4. Araştırma Bulguları.....	61
2.5. Araştırma Bulgularının Değerlendirilmesi.....	67
2.6. Araştırmanın Sonuçları ve Öneriler	68
SONUÇ	72
KAYNAKÇA.....	75

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BCBS	: Basel Committee on Banking Supervision (Basel Bankacılık Denetimi Komitesi)
BIS	: Bank for International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
BİST	: Borsa İstanbul A.Ş.
CDS	: Credit Default Swap (Kredi Temerrüt Swapı)
EBA	: European Bank Authority
ECB	: European Central Bank
ESMA	: European Securities and Markets Authority (Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Kurulu)
Fitch	: Fitch Ratings
FSB	: Financial Stability Board (Finansal İstikrar Kurulu)
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
Moody's	: Moody's Investors Service
NRSRO	: Nationally Recognized Statistical Rating Organisations (Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Derecelendirme Kuruluşları)
S&P	: Standard & Poor's Global Ratings
SEC	: Securities Exchange Commission (ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu)
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TBS	: Türk Bankacılık Sektörü
TKBB	: Türkiye Katılım Bankaları Birliği

TABLO LİSTESİ

Tablo 1.1:	Yıllar İtibarıyla TBS’de Faaliyet Gösteren Toplam Banka Sayıları.....	16
Tablo 1.2:	2020 Aralık Ayı İtibarıyla TBS’de Faaliyet Gösteren ve Payları BİST’te İşlem Gören Bankalar	16
Tablo 1.3:	BIS Kredi Derecelendirme Notları Eşleştirmeleri.....	23
Tablo 1.4:	EBA Kredi Derecelendirme Notları-Kredi Kalitesi Kademesi Eşleştirmesi.....	23
Tablo 2.1:	Yabancı Piyasalarda Yapılan Benzer Çalışmalar.....	40
Tablo 2.2:	Türkiye Piyasalarında Yapılan Benzer Çalışmalar.....	45
Tablo 3.1:	Araştırmada Kullanılan Veri Setine İlişkin Bilgiler.....	58
Tablo 3.2:	Araştırmada Kullanılan Veri Setine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler-I...	59
Tablo 3.3:	Araştırmada Kullanılan Veri Setine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler-II..	60
Tablo 3.4:	Analiz Sonucunda Ulaşılan Değerler.....	62

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 3.1:	Araştırma Kapsamında Kullanılan Dönemler	54
Şekil 3.2:	Yıllar İtibariyle Yatırımcıların Kredi Derecelendirme Eylemlerine Tepkisindeki Değişim	63
Şekil 3.3:	Kredi Derecelendirme Eylemlerinin Banka Hisse Senedi İşlem Hacimlerine Etkisindeki Değişimler (Banka Bazlı).....	66



RESUME

Les agences de notation de crédit, qui n'ont pas encore une histoire de deux cents ans, fonctionnent comme une institution intermédiaire irremplaçable sur les marchés financiers avec leur fourniture d'informations, de certification et de responsabilités quasi publiques découlant du cadre juridique.

Compte tenu de leur part et de leur niveau d'efficacité sur les marchés financiers internationaux, Moody's, S&P et Fitch sont les trois plus grandes institutions internationales de notation de crédit. Ils définissent les cotes de crédit comme; opinions fondées sur le classement relatif des notations de crédit des emprunteurs, en tenant compte des événements prévisibles pour l'avenir et de la probabilité de défaut des emprunteurs. Cette opinion se compose essentiellement de lettres et de signes faciles à comprendre, et la signification de chaque note est expliquée par des textes courts qui peuvent également être facilement compris par les acteurs du marché.

Dans la littérature, de nombreuses critiques ont été adressées aux agences de notation de crédit qui se sont concentrées sur les périodes de crise et ont atteint leur apogée après la crise financière mondiale de 2007-08. Cependant, les études sur le rôle historique des agences de notation de crédit sur les marchés financiers et leur niveau d'influence sur les marchés et les acteurs du marché dans le cadre de ce rôle n'ont pas encore atteint un niveau suffisant.

L'objectif de cette étude est d'analyser les notations et les perspectives données par les trois grandes institutions de notation entre 2000 et 2020 à 12 banques opérant dans TBS et dont les actions sont négociées sur BIST, afin de déterminer si les actions de notation ont un impact sur les banques. les cours des actions et, dans l'affirmative, s'il y a eu un changement au fil du temps dans la réponse des investisseurs aux actions de notation de crédit, et également s'il y a eu un changement dans le temps de l'effet des notations de crédit sur la liquidité des actions bancaires Avec cette analyse, nous essayons de déterminer si l'effet des agences de notation sur les marchés a évolué dans le temps, dans le cadre des nombreuses critiques qui leur sont adressées et de leur rôle incontesté dans les crises financières.

Les actions de crédit menées par trois grandes agences internationales de notation de crédit sur 12 banques opérant au TBS entre 2000-2020 et dont les actions

sont négociées au BIST ont été analysées avec les rendements boursiers des banques concernées dans la même plage de dates. Dans ce contexte, une méthodologie d'étude d'événement a été utilisée sous l'hypothèse de l'existence d'un marché des capitaux dans lequel l'hypothèse de marché efficient sous forme semi-forte, où les cours des actions négociées sur le BIST s'adaptent rapidement aux nouvelles informations divulguées au public. L'ensemble de données préparé a été analysé selon le modèle de marché indexé unique de Fama avec RStudio, l'un des programmes d'économétrie. Chaque action de notation de crédit (673) sur un total de 12 banques a été évaluée séparément et la plage de dates dans laquelle les actions de notation de crédit ont eu lieu a été divisée en quatre périodes et les rendements anormaux ont été examinés. Dans le cadre des résultats de l'analyse, il a été entendu que les actions de notation de crédit menées par les trois grandes institutions de notation de crédit ont un effet statistiquement significatif sur les cours des actions de 12 banques négociées sur le BIST en 1ère, 2èmes et 3èmes périodes.

Afin de déterminer la relation entre le comportement des investisseurs et les actions de notation de crédit, qui est la deuxième étape de notre recherche, les rendements anormaux calculés sur une base bancaire entre 2000 et 2020 puis consolidés annuellement indiquent qu'il y a eu une baisse des réactions des investisseurs aux actions de notation de crédit. Les résultats de l'analyse ont montré qu'historiquement, les actions de notation de crédit sont évaluées à un taux inférieur, de sorte que les résultats ont été interprétés comme les informations fournies au marché par les agences de notation de crédit ou la confiance dans les agences de notation de crédit a relativement diminué.

En plus de cela, afin de déterminer si l'effet des actions de notation de crédit sur la liquidité de 12 actions bancaires négociées sur le BIST a changé au fil du temps, les variations quotidiennes du volume des transactions bancaires et les événements de notation de crédit ont été analysés ensemble. Dans ce contexte, il a été observé que les moyennes sur trois jours des valeurs absolues des variations des volumes de négociation d'actions de toutes les banques à l'exception de Şekerbank T.A.Ş. Cette situation indique que les effets des actions de notation prises par les agences de notation sur les banques négociées sur BIST, sur les volumes de transactions boursières, c'est-à-dire sur la liquidité des actions, ont diminué avec le temps.

Lorsque ces résultats sont évalués ensemble, cela peut être interprété comme, les critiques croissantes à l'encontre des agences de notation de crédit, en particulier

après la crise financière mondiale de 2007-08, ont provoqué une diminution de la confiance des investisseurs du BIST dans les établissements de notation de crédit et cette situation a entraîné une baisse dans les réactions d'achat / vente des investisseurs aux actions de notation de crédit par rapport aux périodes précédentes. Une autre possibilité est que les informations supplémentaires fournies par les agences de notation de crédit aux acteurs du marché aient diminué en raison de la réduction du problème d'information asymétrique sur les marchés, notamment en raison des développements dans le domaine technologique, et donc du besoin d'agences de notation de crédit. diminué. Les deux résultats montrent que les actions de notation des agences de notation affectent le comportement des investisseurs investissant dans des banques négociées sur BIST et la liquidité des actions à un niveau inférieur par rapport au passé.

Les limites de notre étude sont que le nombre de données est inférieur à celui d'autres banques en raison de la situation bancaire spécifique de certaines banques dans le cadre de l'étude, l'hypothèse que les cours des actions sont directement affectés par les actions de notation de crédit dans le champ d'application des études antérieures de la littérature afin d'éviter de multiples problèmes de connexion, et le fait que le portefeuille des investisseurs peut avoir évolué au fil du temps.

Enfin, notre étude a été une première dans la littérature en termes d'analyse du comportement historique des investisseurs des valeurs bancaires négociées sur BIST en les corrélant avec les notes de crédit. Dans ce contexte, avec des études similaires à mener à l'avenir, des analyses concernant d'autres sociétés du BIST peuvent être effectuées, ainsi que la mesure des changements dans le comportement des investisseurs mondiaux par rapport aux actions de notation de crédit avec des ensembles de données plus volumineux pour les marchés internationaux.

Mots-clés : Agence de notation de crédit, note de crédit, BIST, notation bancaire, prix de la sécurité, liquidité de la sécurité.

ABSTRACT

Credit rating agencies, which do not have a history of two hundred years yet, operate as an irreplaceable intermediary institution in financial markets with their provision of information, certification and quasi-public responsibilities arising from the legal framework.

Considering their share and level of efficiency in international financial markets, Moody's, S&P and Fitch are the three largest international credit rating institutions. They define credit rating scores as; opinions which are based on the relative ranking of credit ratings of the borrowers, taking into account the predictable events for the future, and the borrowers' probability of default. This opinion basically consists of letters and signs that can be understood easily, and the meaning of each rating is explained by short texts that can be also easily understood by market participants.

In the literature, there have been many criticisms towards credit rating agencies that concentrated on crisis periods and reached their peak after the 2007-08 global financial crisis. However, studies on the historical role of credit rating agencies in financial markets and their level of influence on markets and market participants within the scope of this role have not reached a sufficient level yet.

The aim of this study is to analyze the ratings and outlooks given by the three major credit rating institutions between 2000 and 2020 to 12 banks operating in TBS and whose shares are traded on BIST, to determine whether credit rating actions have an impact on banks' stock prices, and if so whether there has been a change over time in the response of investors to credit rating actions, and also whether there has been a change over time in the effect of credit ratings on the liquidity of bank stocks. With this analysis we try to determine whether the effect of credit rating agencies on the markets has changed over time, within the scope of many criticisms brought to them and their undisputed role in financial crises.

Credit actions carried out by three major international credit rating agencies about 12 banks operating in TBS between 2000-2020 and whose shares are traded in BIST has been analyzed together with the stock returns of the relevant banks in the same date range. In this context, an event study methodology was used under the

assumption of the existence of a capital market in which the efficient market hypothesis in semi-strong form, where stock prices traded on BIST quickly adapt to new information disclosed to the public. The data set prepared was analyzed according to the single indexed market model of Fama with RStudio, one of the econometrics programs. Each credit rating action (673) in a total of 12 banks was evaluated separately and the date range in which the credit rating actions took place were divided into four periods and abnormal returns were examined. Within the framework of the analysis results, it has been understood that the credit rating actions carried out by the three major credit rating institutions have a statistically significant effect on the stock prices of 12 banks traded on BIST in the 1st, 2nd and 3rd periods.

In order to determine the relationship between investor behavior and credit rating actions, which is the second stage of our research, the abnormal returns calculated on a bank basis between 2000 and 2020 and then consolidated annually are points out that there has been a decline in reactions of the investors to the credit rating actions. The results of the analysis showed that historically the credit rating actions are priced at a lower rate, so the results were interpreted as information given to the market by the credit rating agencies or the trust in the credit rating agencies decreased relatively.

In addition to this, in order to determine whether the effect of credit rating actions on the liquidity of 12 bank stocks traded on BIST has changed over time, bank-based daily stock transaction volume changes and credit rating events were analyzed together. In this context, it has been observed that the three-day averages of the absolute values of the changes in stock trading volumes of all banks except for Şekerbank T.A.Ş. This situation indicates that the effects of credit rating actions taken by credit rating agencies about the banks traded on BIST, on stock transaction volumes, in other words, on stock liquidity decreased over time.

When these results are evaluated together can be interpreted as, the increasing criticism against credit rating agencies, especially after the 2007-08 global financial crisis, have caused a decrease on the confidence of BIST investors in credit rating institutions and this situation led to a decrease in the buying/selling reactions of investors to credit rating actions compared to previous periods. Another possibility is that the additional information provided by the credit rating agencies to the market participants have decreased due to the reduced asymmetric information problem in the markets, especially due to the developments in the technological field, and therefore

the need for credit rating agencies may have decreased. Both results show that the credit rating actions of credit rating agencies affect the behavior of investors investing in banks traded on BIST and the liquidity of stocks at a lower level compared to the past.

The limitations of our study are that the number of data is less than that of other banks due to the bank-specific circumstances of some banks within the scope of the study, the assumption that stock prices are directly affected by credit rating actions within the scope of previous literature studies in order to avoid multiple connection problems, and the fact that the investor portfolio may have changed over time.

Finally, our study has been a first in the literature in terms of analyzing the historical behavior of investors of bank stocks traded on BIST by correlating them with credit rating grades. In this context, with similar studies to be carried out in the future, analyzes regarding other companies in the BIST can be made, as well as measuring changes in global investor behavior against credit rating actions with larger data sets for international markets.

Keywords: Credit Rating Agency, Credit Rating Score, BIST, Bank Rating, Security Price, Security Liquidity

ÖZET

Henüz iki yüz yıllık geçmişleri bulunmayan kredi derecelendirme kuruluşları, finansal piyasalardaki bilgi sağlama, sertifikasyon ve yasal çerçeveden kaynaklı yarı kamusal görevleriyle finansal piyasalarda yeri doldurulamaz bir aracı kuruluş türü olarak faaliyet göstermektedir.

Uluslararası piyasalardan aldıkları pay ve piyasalardaki etkinlik düzeyleri dikkate alındığında en büyük üç uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu olan Moody's, S&P ve Fitch kredi derecelendirme notlarını, kredi derecelendirmelerinin göreceli sıralama üzerinden, geleceğe yönelik tahmin edilebilir olayları dikkate alarak borçluların ödeme kabiliyeti ve temerrüde düşme olasılığının ifade edildiği bir “görüş” olarak tanımlamaktadır. Bu görüş temel olarak basit şekilde anlaşılabilir harf ve işaretlerden oluşmakta ve her bir notun ifade ettiği anlam yine piyasa katılımcıları tarafından basit şekilde anlaşılabilir kısa metinlerle açıklanmaktadır.

Literatürde kredi derecelendirme kuruluşlarına kriz dönemlerinde yoğunlaşan ve 2007-08 küresel finans krizi sonrasında zirve noktasına ulaşan çok sayıda eleştiri getirilmiştir. Ancak kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihsel olarak finansal piyasalarda oynadığı rolün ve bu rol kapsamında piyasaları ve piyasa katılımcılarını etkileme düzeylerinin araştırılmasına ilişkin çalışmalar henüz yeterli düzeye ulaşmamıştır.

Bu çalışmanın amacı, TBS’de faaliyet gösteren ve payları BİST’te işlem gören 12 bankaya 2000-2020 yılları arasında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından verilen derecelendirme notları ve bankalara yönelik olarak yapılan görünüm açıklamalarının analiz edilerek, kredi derecelendirme eylemlerinin bankaların hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olup olmadığı, kredi derecelendirme eylemlerine yatırımcıların verdiği tepkilerde zaman içerisinde bir değişiklik olup olmadığı ve ayrıca kredi derecelendirme notlarının banka hisse senetlerinin likiditesi üzerindeki etkisinde zaman içerisinde bir değişiklik olup olmadığının belirlenmesi; bu çerçevede kendilerine getirilen birçok eleştiri ve krizlerdeki tartışmasız rolleri kapsamında kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasalardaki etkisinin zaman içerisinde değişikliğe uğrayıp uğramadığının tespit edilmesidir.

Üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu tarafından 2000-2020 yılları arasında TBS’de faaliyet gösteren ve payları BİST’te işlem gören 12 banka hakkında gerçekleştirilen kredi eylemleri; aynı tarih aralığındaki bankaların hisse senedi getirileriyle birlikte analiz edilmiştir. Bu kapsamda BİST’te işlem gören hisse senedi fiyatlarının, kamuya açıklanan yeni bilgilere hızla uyum sağladığı yarı güçlü formdaki etkin piyasa hipotezinin geçerli olduğu bir sermaye piyasasının varlığı varsayımı altında olay analizi (event study) metodolojisi kullanılmıştır. Hazırlanan veri seti ekonometri programlarından RStudio ile Fama’nın tek endeksli piyasa modeline göre analize tabi tutulmuştur. Toplam 12 banka nezdindeki her bir kredi derecelendirme eylemi (673 adet) ayrı ayrı değerlendirilerek kredi derecelendirme eylemlerinin gerçekleştiği dönemler dört periyoda ayrılarak anormal getiriler incelenmiştir. Analiz sonuçları çerçevesinde üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından gerçekleştirilen kredi derecelendirme eylemlerinin, BİST’te işlem gören 12 bankanın hisse senedi fiyatları üzerinde 1, 2, ve 3’üncü periyotlarda istatistiki olarak anlamlı bir etkisi olduğu anlaşılmıştır.

Araştırmamızın ikinci aşaması olan yatırımcı davranışları ile kredi derecelendirme eylemleri arasındaki ilişkinin tespit edilebilmesi için 2000-2020 yılları arasında banka bazlı hesaplanan ve daha sonra yıllık olarak konsolide edilen anormal getiriler, TBS’de faaliyet gösteren ve payları BİST’te işlem gören bankaların yatırımcılarının, zaman içerisinde kredi derecelendirme eylemlerine verdikleri tepkilerde bir azalış yaşandığına işaret etmektedir. Analiz sonuçları; kredi derecelendirme eylemlerinin önceki dönemlere nazaran daha düşük oranda fiyatladığı, dolayısıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasaya verdiği bilginin veya kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güvenin oransal olarak görece düştüğü şeklinde yorumlanmıştır.

Buna ilaveten kredi derecelendirme eylemlerinin BİST’te işlem gören 12 banka hisse senedinin likiditeleri üzerindeki etkisinin zaman içerisinde herhangi bir değişikliğe uğrayıp uğramadığının tespit edilebilmesi için banka bazlı günlük hisse senedi işlem hacmi değişimleri ile kredi derecelendirme eylemleri analize tabi tutulmuştur. Bu kapsamda Şekerbank T.A.Ş. hariç tüm bankaların hisse senedi işlem hacimleri değişimlerinin mutlak değerlerinin “Olay Penceresini” kapsayan üç günlük ortalamalarında tarihsel olarak düşüş olduğu gözlemlenmiştir. Bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının BİST’te işlem gören bankalar hakkında gerçekleştirdikleri kredi derecelendirme eylemlerinin, hisse senedi işlem hacimleri

üzerindeki etkisinin, yani hisse senedi likiditelerine etkisinin, zaman içerisinde azaldığına işaret etmektedir.

Söz konusu sonuçlar bir arada değerlendirildiğinde; özellikle 2007-08 küresel finans krizi sonrasında kredi derecelendirme kuruluşlarına getirilen ve her geçen gün artan eleştirilerin, BİST yatırımcılarının kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güvenini azalttığı ve bu durumun yatırımcıların kredi derecelendirme eylemlerine verdikleri alım/satım tepkilerinin önceki dönemlere göre azalmasına sebep olduğu şeklinde yorumlanabilmektedir. Diğer bir ihtimal ise, analiz yapılan dönemi kapsayan tarih aralığında özellikle teknolojik alanda yaşanan gelişmeler sayesinde piyasalardaki asimetrik bilgi sorunun azalmasıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasaya sağladığı ilave verilerin de azaldığı ve dolayısıyla kredi derecelendirme kuruluşlarına duyulan ihtiyacın da azalmış olabileceğidir. Her iki sonuçta da kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirme eylemlerinin BİST’te işlem gören bankalara yatırım yapan yatırımcıların davranışlarını ve hisse senetlerinin likiditelerini eskiye nazaran daha düşük düzeyde etkilediğini göstermektedir.

Araştırma kapsamındaki bazı bankalara ilişkin verilerin, bankalara özgü durumlar sebebiyle veri sayısının diğer bankalara göre daha az olması, çoklu bağlantı problemi ile karşılaşılmaması için literatür çalışmalarının sonuçları ışığında hisse senedi fiyatlarının doğrudan kredi derecelendirme eylemlerinden etkilendiği varsayımı ile analiz yapılmış olması ve yatırımcı davranışlarının analizi çerçevesinde yatırımcı portföyünün zaman içerisinde değişmiş olabileceğinin dikkate alınmamış olması hususları çalışmamızın sınırlılıklarını oluşturmaktadır.

Son olarak, çalışmamız özellikle BİST’te işlem gören banka hisse senetleri yatırımcılarının tarihsel davranışlarını kredi derecelendirme notlarıyla ilişkilendirerek analiz etmesi açısından literatürde bir ilk olmuştur. Bu kapsamda gelecekte yapılacak benzer çalışmalarla, BİST’te yer alan diğer şirketlere ilişkin analizler yapılabileceği gibi, uluslararası piyasalara yönelik daha geniş veri setleriyle yapılacak analizlerle kredi derecelendirme eylemlerine karşı küresel yatırımcı davranışındaki değişikliklerin ölçülmesi de sağlanabilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Kredi Derecelendirme Kuruluşu, Kredi Derecelendirme Notu, BİST, Banka Derecelendirme, Hisse Senedi Fiyatı, Hisse Senedi Likiditesi

GİRİŞ

Derecelendirme; konusunda uzman olan kişiler tarafından, konu hakkında bilgi sahibi olmak isteyen ancak yeterli teknik bilgi ve deneyime sahip olmayan kişilere, karmaşık bilgileri, özet ve kullanımı basit nitel veya nicel semboller halinde göstermenin bir yoludur. Finansal sektör dışında da derecelendirme önemli bir pazar olarak varlığını sürdürmektedir. Tekil aracılarda yapılan derecelendirme işlemleri genellikle yüksek oranda subjektif olarak kabul edilirken (örneğin; restoranlara verilen Michelin yıldızları), bazı derecelendirmeler kolektif olarak yapılabilmektedir (örneğin; IMDB’de yer alan dizi ve filmlere verilen notlar) (Coffee, 2006).

Finansal piyasalar açısından derecelendirme veya literatürdeki yaygın diğer bir adıyla rating; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi tanımlarıyla karşılık bulmaktadır. Derecelendirme yetkisine sahip, metodolojileri yerel ve/veya uluslararası otoritelerce kabul gören aracı kuruluşlar (kredi derecelendirme kuruluşları) tarafından; ülkelerin, bankaların, firmaların veya bunlar tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarının ve hisse senetlerinin yatırım değerlerinin belirlenmesi ve kredibilitelerinin ölçülmesi amacıyla işletilen süreçler sonucunda çıktı olarak elde edilen not değerleri kredi derecelendirme notunu ifade etmektedir.

Kredi derecelendirmenin temel hareket noktası, küreselleşen para ve sermaye piyasalarının etkinliğini sağlamak üzere piyasalarda var olan asimetrik bilgi sorununu çözmektir. Akredite uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkelere ve firmalara verilen notlar, borçluların kredibilitesini, yani borcunu zamanında ve eksiksiz şekilde ödeyip ödeyemeyeceğini ölçmeyi amaçlamakta bu çerçevede ülke ve firmaların yatırım çekme kapasitelerini ve dolayısıyla borçlanma maliyetlerini etkilenmektedir. Yatırımcılar açısından yüksek kredi derecelendirme notu gösterge olarak düşük risk düzeyini, düşük kredi derecelendirme notu ise yüksek risk düzeyini ifade etmektedir. Ürettikleri çıktıların finansal piyasadaki taraflar arasındaki etkileri göz önüne alındığında, kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme faaliyetlerini yürütürken bağımsız, objektif, güvenilir, şeffaf olması ve inceleme sonuçlarının basit, anlaşılması kolay ve evrensel sembollerle ifade edilmesi beklenmektedir (Kılıçaslan & Giter, 2016). Kredi derecelendirme kuruluşları finansal sistemde oldukça önemli, kilit bir rol üstlenmiş olmasına rağmen, bu kuruluşların

verdikleri derecelendirme notlarının kalitesinin ölçülmesine yönelik yöntemler henüz yeteri kadar geliştirilememiştir (Hau, Langfield, & Marques-Ibanez, 2012).

Tam bir listesi bulunmamakla beraber küresel finansal sektöründe faaliyet gösteren yerel ve uluslararası toplam 100'ün üzerinde kredi derecelendirme kuruluşu olduğu tahmin edilmektedir (White, 2016). Bu kuruluşlar arasından, en büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları olan ABD merkezli Moody's, S&P ve Fitch yıllardır piyasada olmanın verdiği avantaj, bilgi birikimi ve tecrübe ile geliştirdikleri modelleri kullanarak, kredi derecelendirme pazarını domine etmektedir (Nye, 2014). SEC tarafından düzenlenen Ocak 2020 tarihli rapora göre, Moody's, S&P ve Fitch üçlüsünün ABD derecelendirme pazarındaki 2018 yılı payı %93,5'tir¹ (SEC, 2020). Benzer şekilde ESMA tarafından düzenlenen 29 Kasım 2019 tarihli rapora göre, Moody's (%42,09), S&P (%33,39) ve Fitch (%16,62)'in AB derecelendirme pazarındaki 2018 yılı toplam payı %92,10 olarak açıklanmıştır (ESMA, 2019). Söz konusu üç derecelendirme kuruluşunun dünya gelenindeki toplam pazar payına ilişkin açıklanmış net veriler bulunmamakla beraber, gelişmiş ekonomiler olarak kabul edilen ve hali hazırda sayılan üç büyük kuruluş dışında da kurumsal yapıya sahip birçok kredi derecelendirme kuruluşuna ev sahipliği yapan, dolayısıyla görece rekabetin de daha yoğun olduğu ABD ve AB'deki pazar payları göz önüne alındığında dünya genelindeki piyasalarda da benzer şekilde yüksek paylara sahip oldukları değerlendirilmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının mevcut küresel finansal sistemde sahip oldukları kilit rol, sadece kredi derecelendirme notu şeklinde sağlanan kolay anlaşılabilir verilerle yatırımcılar lehine bilgi asimetrisinin azaltılması ve borçluların sertifikasyonu ile sınırlı değildir. Özellikle kredi derecelendirme notlarının bankalar ve diğer finansal kuruluşlar tarafından tutulması gereken yasal sermayenin belirlenmesinde esas alınması nedeniyle yarı-düzenleyici ve dolayısıyla kamusal bir işlevin yerine getirilmesi ile düzenleyici otorite denetimlerinin hayati bir parçası olarak, mikro anlamda kuruluşlar bazında makro anlamda ise finansal piyasalarda istikrarı doğrudan etkilemektedir. Bununla beraber kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelere atadıkları derecelendirme notlarıyla da piyasaları ve ülke

¹ Aynı rapora göre sayılan üç derecelendirme kuruluşunun 2015, 2016 ve 2017 yıllarında toplam gelirden aldıkları paylar sırasıyla %93,7; %94,4 ve %94,1'dir.

ekonomilerini ciddi şekilde etkiledikleri özellikle Asya, Latin Amerika ve Avrupa krizleri kapsamında net şekilde görülmüştür (Haan & Amtenbrink, 2011).

Bu çalışmada, 2000-2020 yıllarını kapsayan dönemde, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından, TBS’de faaliyet gösterip hisse senetleri BİST işlem gören toplam 12 adet bankaya yönelik olarak, yapılan açıklamalar kapsamında ilgili bankaların hisse senedi fiyatlarının nasıl etkilendiği, yatırımcıların bu açıklamalar neticesinde hisse senedi alım/satım işlemleri kapsamında nasıl tepki verdiği, açıklamalara verilen bu tepkilerde zaman içerisinde bir değişiklik olup olmadığı hususlarını gösteren bir araştırmanın ortaya konulması hedeflenmektedir. Bu çalışma; kredi derecelendirme kavramı ve uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, kredi derecelendirme kuruluşlarının gerçekleştirdiği kredi derecelendirme eylemleri ve hisse senedi getirilerinin literatürdeki yeri ve araştırma hipotezlerinin kurulması, kredi derecelendirme eylemlerinin BİST’te işlem gören banka hisse senetleri üzerindeki etkilerine ilişkin araştırma bölümü olmak üzere üç ana bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde; kredi derecelendirme kavramı ve kredi derecelendirmenin önemi, kredi derecelendirmeye ihtiyaç duyulmasının sebepleri, kredi derecelendirme kuruluşları ve metodolojilerine kısaca değinilerek kredi derecelendirme kuruluşlarına literatürde getirilen eleştiriler incelenmekte; bankacılık sektörüne yönelik kredi derecelendirme ve Türkiye’de bankacılık sektörünün kısa tarihsel gelişimi ve hisse senetleri BİST’te işlem gören bankalara ilişkin kısa bilgilere yer verilmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise; kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi fiyatlarına etkisi üzerine yayınlanmış literatür araştırmasına yer verimiştir. Bu kapsamda alanın önemli eserleri derinlemesine ve sistematik olarak araştırılmış ve belirlenmiştir. Bu bölümde ele alınan literatür desteği ile araştırma hipotezleri kurulmuştur. Araştırmamızın temel hipotezi Hipotez 0: “*Kredi derecelendirme eylemlerinin, TBS’de faaliyet gösteren ve hisse senetleri BİST’te işlem gören 12 bankanın hisse senedi getirisi üzerinde önemli bir etki meydana getirmesi ve tarihsel olarak yatırımcı davranışlarını etkileme düzeyinin değişmesi beklenmemektedir.*” şeklindedir.

Son bölümde ise, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından TBS’de faaliyet gösteren ve hisse senetleri BİST’te işlem gören 12 bankaya verilen

kredi derecelendirme notlarının, ilgili banka hisse senedi fiyatlarını ne şekilde etkilediği ve yatırımcı davranışlarının tarihsel olarak ne şekilde değiştiği araştırma konusu edilmiştir. Genel olarak çalışmanın irdelenmesine ve yapılan araştırmanın bulguları konusunda değerlendirmelere yer verilmiştir. Çalışmamız kapsamında, literatürde daha önce Türkiye piyasalarında yapılan araştırmalardan farklı olarak; TBS’de faaliyet gösteren ve payları BİST’te işlem gören 12 bankaya 2000-2020 yılları arasında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun tüm derecelendirme eylemleri dikkate alınarak banka bazlı analizler yapılmış ve akabinde analiz sonuçları toplulaştırılmıştır. Çalışmamız, konuya yönelik daha geniş bir bakış açısıyla yapılan analizler ile BİST’te yer alan banka yatırımcılarının dışsal kredi derecelendirme eylemlerine gösterdikleri davranışlardaki değişimleri incelemesi bakımından, konusunda bir ilk olarak literatüre katkı sağlayacaktır.

BÖLÜM 1

KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI ve KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Kredi derecelendirme özü itibariyle, bir borçlunun borç ilişkisinden kaynaklı yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilme derecesini ölçen süreci; söz konusu ölçüm neticesinde ortaya çıkan derecelendirme notu ise, borç kaynaklı varlıkların risk/getiri dengesine yönelik bir gösterge olması sebebiyle ilgili varlıkların değerini etkileyen çıktıyı ifade etmektedir.

Kredi derecelendirme süreci; bankalar ve şirketler başta olmak üzere finansal kuruluşlar, yerel yönetimler, kamu kuruluşları vb. fon talep eden tüm tüzel kişiler için işletilebileceği gibi, bu süreç ülkeler için de aynı şekilde yürütülebilmektedir (Gülmez & Gündoğan Gör, 2014). Kredi derecelendirmeleri iki ana bileşenden oluşmaktadır; birincisi, genellikle bir harf veya işaret dizisi ile ifade edilen kredi derecelendirme notu, ikincisi ise bu kredi derecelendirme notunun verilmesine esas teşkil eden ve değerlendirilen varlık hakkında detaylı bilgiler içeren derecelendirme raporudur (Schroeter, 2013). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının tamamı kredi derecelendirme notlarını ifade etmek için benzer bileşenlerini kullanmaktadır.

Kredi derecelendirme notları mevcut ve potansiyel yatırımcılara; verilecek borçların/kredilerin veya satın alınacak varlıkların değerliliği konusunda rehberlik ederken özellikle borçlu açısından birer maliyet unsuru olan faiz oranının ve ilgili varlık için ödenmesi gereken fiyatın belirlenmesi gibi hususların kararlaştırılmasında da önemli rol oynamaktadır (Gavras, 2012). Aynı zamanda günümüzde, derecelendirme notu bulunmayan bir borçlanma aracının, yatırımcı talebi ve yasal düzenlemeler nedeniyle, birçok finansal piyasa segmentinde ihraç edilmesi ve satılması neredeyse imkânsız durumdadır (Schroeter, 2013). Kısacası finansal piyasalardan fon sağlamak için en az bir akredite uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu tarafından atanmış bir kredi derecelendirme notuna sahip olmak yazılı olmayan bir kural halini almıştır.

Kredi derecelendirme notları, derecelendirilen ülkeler ve kuruluşlar ile kredi derecelendirme notlarına güvenerek yatırım yapan yatırımcılar açısından oldukça

farklı anlamlar ifade edebilmektedir. Derecelendirilen taraflar mümkün olan en yüksek notu alabilmek için birden fazla kredi derecelendirme kuruluşu tarafından notlanmak isterken, yatırımcılar için yatırım kararı verirken sadece bir adet not yeterli olmaktadır. Benzer şekilde yatırımcılar tarafından borçlulara atanan kredi derecelendirme notlarının, verilecek yeni notların öncekilere göre daha düşük olmasından kaynaklı olarak yatırımcılar için negatif sonuç doğuracak olsa bile, sıklıkla güncellenmesi talep edilirken; derecelendirilen taraflar, özellikle notları yüksek olduğu dönemlerde, kredi derecelendirme notlarının güncellenmesini talep etmezler (Baker & Mansi, 2002).

Kredi derecelendirme süreci ve kredi derecelendirme notları kavramları ile bunların kullanım amaçları üzerine finansal piyasalarda işlem yapan taraflar arasında genel kabul görmüş tanımlar bulunmakla birlikte uluslararası derecelendirme kuruluşlarının tamamının, İngilizce olarak kendi yayımladıkları dokümanlarda bu kavramlar ayrıca tanımlanmaktadır. Moody's kredi derecelendirme kavramını şu şekilde tanımlamaktadır; *“Moody's'in küresel uzun vadeli ve kısa vadeli ölçeklerde atanan derecelendirme notları; finansal olmayan şirketler, finansal kuruluşlar, yapılandırılmış finansal araç kuruluşları, proje finans kuruluşları ve kamu kuruluşları tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarının kredi risklerine ilişkin göreceli ve ileriye dönük görüşlerdir. Moody's kredi riskini, bir işletmenin sözleşmeye dayalı finansal yükümlülüklerini vadesi geldiğinde yerine getirememe riski ve temerrüt veya değer düşüklüğü durumunda karşılaşılabilecek herhangi bir tahmini finansal kayıp olarak tanımlar. Moody's derecelendirmelerinde ele alınan sözleşmeye bağlı mali yükümlülükler, yerine getirilebilirliği dikkate alınmaksızın, standart değişim kaynaklarına (örn. değişken faiz oranları) bağlı olarak değişebilmekle beraber önceden belirli tutarların, önceden belirlenmiş bir tarihe kadar ödenmesini gerektirenlerdir. Moody's derecelendirme notu, borçlunun yükümlülüğünü yerine getirebilmek için yeterli nakit elde etme kabiliyetini ve ödemeyi yerine getirme konusundaki isteğini göstermektedir. Bir borçluya ilk not atanmasına ilişkin yapılan basın açıklamasında aksi belirtilmedikçe Moody's derecelendirmeleri, anapara yükümlülüğünün tutarındaki standart olmayan varyasyon kaynaklarına (örneğin özkaynak endeksli) değinmemektedir. Uzun vadeli derecelendirmeler, orijinal vadesi bir yıl veya daha uzun olan borçlulara veya borçlanma araçlarına atanır ve hem sözleşmeye bağlı finansal yükümlülüklerde temerrüt veya değer düşüklüğü olasılığını hem de temerrüt veya değer düşüklüğü durumunda yaşanabilecek beklenen finansal zararı yansıtır. Kısa vadeli derecelendirmeler, orijinal vadesi on üç ay veya daha kısa*

olan borçlulara veya borçlanma araçlarına atanır ve hem sözleşmeye bağlı finansal yükümlülüklerde temerrüt veya değer düşüklüğü olasılığını hem de temerrüt veya değer düşüklüğü durumunda yaşanabilecek beklenen finansal zararı yansıtır. Moody's borçlu ve borçlanma aracı düzeyinde hem uzun vadeli hem de kısa vadeli ölçekte derecelendirmeler yayınlar. Tipik olarak, derecelendirmeler kamuoyu ile paylaşılır, ancak özel ve yayınlanmamış derecelendirme notları da atanabilir.

Moody's, yapılandırılmış finans derecelendirmelerine (sf) kodu ekleyerek, yapılandırılmış finansman derecelendirmelerini küresel uzun vadeli ölçekte temel derecelendirmelerden (yani finansal olmayan şirketler, finansal kuruluşlar ve kamu sektörü kuruluşlarındaki derecelendirmeler) farklılaştırır. Yapılandırılmış finansman derecelendirmelerine eklenen (sf) kodu, yapılandırılmış finansal araçların aynı harf notuna sahip temel derecelendirmelerle aynı şekilde değerlendirilmesi gerektiği varsayımını ortadan kaldırmaktadır. Yapılandırılmış finansal araç derecelendirmeleri için (sf) göstergesi, benzer şekilde derecelendirilmiş yapılandırılmış finans ve temel menkul kıymetlerin farklı risk özelliklerine sahip olabileceğini gösterir. Moody's'in amacı mevcut metodolojileri aracılığıyla, yapılandırılmış finansal araçlara atanan notlar ile temel derecelendirme notlarının uzun vadede geniş ölçüde denklige ulaşmasını sağlamaktır” (Moody's, 2020).

Fitch tarafından yapılan kredi derecelendirme tanımı; “Fitch Ratings, çeşitli içeriklere sahip görüşlerini kamuoyu ile paylaşmaktadır. Bunlardan en yaygın olanı kredi derecelendirmeleridir, ancak Fitch aynı zamanda finansal veya operasyonel sağlamlıkla ilgili derecelendirmeler, puanlar ve diğer ilgili görüşleri de kamuoyu ile paylaşmaktadır. Örneğin, Fitch konut ve ticari ipotek hizmet sağlayıcılarının, varlık yöneticilerinin ve fonların özel derecelendirmelerini de yayınlar. Her durumda, kullanıcılar, değerlendirmelerde kapsama alınan riskin boyutları hakkında rehberlik için ölçek tanımlarına başvurmalıdır.

Fitch'in borçlulara ilişkin yaptığı kredi derecelendirmeleri, bir işletmenin faiz, temettü, anaparanın geri ödenmesi, sigorta talepleri veya karşı taraf yükümlülükleri gibi finansal taahhütlerini yerine getirme konusundaki göreceli kabiliyetine ilişkin bir görüştür. Bir borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetleri ve yükümlülükleri ile ilgili kredi derecelendirmeleri, bir geri kazanım beklentisi içerebilir (ayrıntılar için lütfen Kredi Derecelendirme Ölçeklerine İlişkin Özel Sınırlamalar bölümüne bakınız). Kredi derecelendirmeleri, yatırımcılar tarafından kendilerine borçlu olunan parayı yatırım

yaptıkları şartlara göre geri alma olasılığının bir göstergesi olarak kullanılır. Fitch'in kredi derecelendirmeleri küresel ölçekte; kurumsal şirketler, devletler, bankalar, sigorta şirketleri ve kamu finans kuruluşlarının (uluslar üstü ve yerel kuruluşlar dahil) ihraç ettikleri menkul kıymetler veya diğer yükümlülükleri ile alacaklar veya diğer finansal varlıklara dayalı olarak ihraç edilmiş olan yapılandırılmış finansal araçları kapsar.

"Yatırım yapılabilir notu" ve "spekülatif not" terimleri, "AAA" ile "BBB" (yatırım yapılabilir notu) ve "BB" ile "D" (spekülatif not) arasındaki kategorileri tanımlamak için zaman içinde kısaltma olarak kullanılmaya başlanmıştır. Yatırım yapılabilir notu ve spekülatif not terimleri piyasa görüşü olup bir menkul kıymete yönelik yatırım tavsiyesi veya onayını ima etmez. Yatırım yapılabilir notu kategorileri, görece düşük ile orta düzeyde kredi riskini gösterirken, spekülatif not kategorilerindeki derecelendirmeler ya daha yüksek bir kredi riski düzeyine ya da bir temerrüdün zaten gerçekleştiğine işaret etmektedir.

Fitch yatırımcılara fayda sağlamak için, derecelendirilmiş bir borçlu ile ilgili konuları kapsamında kendi web sayfasında derecelendirilmemiş kuruluşlara ilişkin bazı değerlendirmeler de ekleyebilir. Bu tür açıklamalar aynı zamanda "NR" olarak da adlandırılmaktadır.

Kredi derecelendirmeleri, risklerin göreceli olarak sınıflandırılmasını ifade eder, yani kredi riskinin ordinal ölçüleri olup, belirli bir temerrüt veya zarar sıklığının öngörüsü değildir. Derecelendirmelerin geçmiş performansı hakkında bilgi için lütfen geçmiş temerrüt oranlarını ve anlamlarını detaylandıran Fitch'in Derecelendirme Geçiş ve Temerrüt çalışmalarına bakınız. Aynı zamanda Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Kurumu da tarihi temerrüt oranlarını içeren merkezi bir bilgi havuzuna sahiptir.

Fitch'in kredi derecelendirmeleri, kredi riski dışında herhangi bir riski doğrudan ele almaz. Derecelendirmeler özellikle; faiz oranları, likidite ve diğer piyasa koşullarındaki değişiklikler nedeniyle derecelendirilmiş bir menkul kıymette piyasa riskinden kaynaklı olarak yaşanabilecek değer kaybı riskini dikkate almaz. Ancak, derecelendirilen borcun ödeme yükümlülüğünü etkilemesi durumunda piyasa riski, borçlunun ödeme yapma kabiliyetini etkilediği ölçüde değerlendirilebilir. Yine de derecelendirmeler, şarta bağlı bir borcun boyutunu veya diğer şartlarını etkileyecek şekilde olan piyasa riskini yansıtmaz (örneğin, endekse bağlı tahviller durumunda).

Bireysel yükümlülüklere veya araçlara tahsis edilen derecelendirmelerin varsayılan bileşenlerinde, Fitch tipik olarak ödeme yapmama veya temerrüde düşme olasılığını söz konusu aracın belgelerinin şartlarına göre derecelendirir. İstisnai durumlarda, Fitch ek hususları dikkate alabilir (Örneğin; yükümlülüğün belgelerinde belirtilenden daha yüksek veya daha düşük bir oran).

Birincil kredi derecelendirme ölçekleri, özel olarak ihraç edilen yükümlülüklerin veya belirli menkul kıymet ihraç programlarının derecelendirmesini sağlamak veya özel derecelendirmeler için kullanılabilir. Bu tarz durumlarda, derecelendirme görüşü kamuoyuna açıklanmaz, yalnızca ihraççıya veya onun temsilcilerine derecelendirme mektubu şeklinde verilir.

Birincil kredi derecelendirme ölçekleri, faiz ve anapara geri ödemeleri gibi veya Kredi Görüşleri veya Derecelendirme Değerlendirme Hizmetleri biçimlerinde görüş belirtmek için de kullanılabilir.

Kredi Görüşleri, ana derecelendirme notu üzerinden basamak veya kategori bazında yapılan görüş açıklamalarıdır ve bir kredi derecelendirme notu açıklamasının bir veya daha fazla özelliği dikkate alınarak hazırlanır. Kredi Görüşleri, görüş durumunu belirtmek için bir "" (ör. "Bbb + *") veya (cat) son ekiyle birleştirilmiş küçük harfli bir sembol kullanılarak gösterilmektedir. Kredi Görüşleri tipik olarak noktasal tarih için hazırlanmaktadır, ancak analistler yeterince veri olduğu kanaatine varırsa döngüsel olarak da izlenebilir. Derecelendirme Değerlendirme Hizmetleri, belirli varsayımsal koşullar kümesi tarafından mevcut veya potansiyel bir derecelendirmenin nasıl değiştirilebileceğine ilişkin yapılan görüş açıklamalarıdır. Kredi Görüşleri ve Derecelendirme Değerlendirme noktasal bir tarih için mevcut durumu göstermesi için hazırlanır, bu açıklamalar kapsamında derecelendirilen kuruluşun kredi riski profilini belirleyebilecek bir İzleme veya Görünüm atanmış olabilir" şeklindedir (Fitch, 2020).*

S&P tarafından yapılan kredi derecelendirme tanımı ise; "Kredi derecelendirmeleri, kredi riski ile ilgili görüşlerdir. Derecelendirmelerimiz, bir şirket veya devlet veya şehir yönetimi gibi bir borçlunun finansal yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirme yeteneği ve istekliliği hakkında görüşümüzü ifade eder.

Kredi derecelendirmeleri, şirket veya belediye tahvili gibi münferit bir borcun kredi kalitesinden ve göreceli olarak temerrüde düşme olasılığından da bahsedebilir.

Derecelendirmeler, kredi riskini değerlendirmede uzmanlaşmış kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilmektedir. S&P Global Ratings gibi uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarına ek olarak, bir coğrafi bölge veya sektörde uzmanlaşma eğiliminde olan bölgesel ve niş derecelendirme kuruluşları da bulunmaktadır.

Her kuruluş, kredi riskini ölçmede kendi metodolojisini uygular ve derecelendirme görüşlerini yayınlamak için belirli bir derecelendirme ölçeği kullanır. Tipik olarak derecelendirmeler, kuruluşların göreceli kredi riski düzeyi hakkındaki görüşünü beyan etmek için kullandığı "AAA" dan "D" ye kadar değişen harf notları ile ifade edilir.

Kredi derecelendirmeleri ileriye dönüktür

Derecelendirme analizinin bir parçası olarak S&P Global Ratings, mevcut güncel ve geçmiş bilgileri değerlendirir ve öngörülebilir gelecekteki olayların potansiyel etkisini değerlendirir. Örneğin, bir şirketi borç veren olarak derecelendirirken, S&P, şirketin kredi itibarını etkileyebilecek iş döngüsünde beklenen iniş ve çıkışları hesaba katabilir. Derecelendirme kuruluşlarının ileriye dönük görüşleri, uzun veya kısa vadeli yatırım ve iş kararları veren yatırımcılar ve piyasa katılımcıları için faydalı olabilirken, kredi derecelendirmeleri bir yatırımın karşılığını alacağının veya temerrüde düşmeyeceğinin garantisi değildir.

Kredi notları yatırımın değerini göstermez

Yatırımcılar yatırım kararları verirken kredi notlarını kullanabilmektedir, ancak bizim derecelendirmelerimiz yatırım göstergesi değildir. Başka bir deyişle, derecelendirmeler satın alma, satma veya elde tutma tavsiyesi ya da varlık değerinin bir ölçüsü değildir. Bir yatırımın uygunluğuna işaret etme amacına da sahip değildirler. Derecelendirmeler bir yatırım kararının tek bir yönü olan kredi kalitesi hakkında bilgi verirler ve bazı olası temerrüt durumlarında yatırımcıların ne kadar geri ödeme bekleyebileceklerini de ele alabilir.

Bir yatırımı değerlendirirken yatırımcılar şunları dikkate almalıdır:

Kredi kalitesine ek olarak, portföylerinin mevcut yapısı, yatırım stratejileri ve yatırım süresi, risk toleransları ve seçebilecekleri diğer menkul kıymetlere kıyasla menkul kıymetin nispi değerinin bir tahmini. Benzer bir örnek olarak, güvenilirlik

konusundaki itibar bir araba satın alırken önemli bir husus olabilirken, sürücülerin normalde satın alma kararlarını dayandırdıkları tek kriter değildir.

Kredi derecelendirmeleri, temerrüt olasılığının mutlak ölçüleri değildir

Gelecekte öngörülemeyen olaylar ve gelişmeler yaşanabileceği için, kredi derecelendirme notları bilimsel kesin değildir. Bu nedenle, S&P Global Ratings görüşleri, kredi kalitesinin garanti edecek şekilde veya belirli bir borçlunun veya borçlanma aracının temerrüde düşmesi olasılığının kesin ölçüleri olarak tasarlanmamıştır.

Bunun yerine, derecelendirmeler bir kredi riski evreninde bir borçlunun kredibilitesi veya bir borçlanma aracının kredi kalitesi hakkında en güçlüden en zayıfa doğru göreceli görüşleri ifade eder.

Örneğin, derecelendirme kuruluşu tarafından "AA" olarak derecelendirilen bir şirket tahvilinin, "BBB" derecelendirmesine sahip bir şirket tahvilinden daha yüksek bir kredi kalitesine sahip olduğu kabul edilir. Ancak "AA" derecelendirmesi, borcun temerrüde düşmeyeceğinin bir garantisi değildir, yalnızca, kredi derecelendirme kuruluşu görüşüne göre, "AA" derecelendirmesine sahip tahvilin temerrüde düşme olasılığının "BBB" tahviline göre daha düşük olduğu anlamına gelir." Şeklinde yapılmıştır (S&P, 2019).

Görüldüğü üzere üç büyük derecelendirme kuruluşunun tamamı, kredi derecelendirmeleri ve derecelendirme notlarının tanımlamalarını yaparken kredi derecelendirmelerinin göreceli sıralama üzerinden, geleceğe yönelik tahmin edilebilir olayları dikkate alarak borçluların ödeme kabiliyeti ve temerrüde düşme olasılığının ifade edildiği bir "görüş" olduğunu vurgulamaktadır.

S&P ve Fitch kredi derecelendirme notlarının temerrüt olasılıklarını gösterdiğini ifade ederken, Moody's ise; temerrüt olasılığı ve temerrüt halinde beklenen zarar tutarının bir sonucu olan beklenen kredi zararı tutarını dikkatte aldığını ifade etmektedir (Pagano & Volpin, 2010). Fitch ve S&P aynı zamanda kredi derecelendirme notlarının bir yatırım tavsiyesi olmadığını temel tanımlama dokümanlarında açıkça ifade etmektedir.

1.1. Kredi Derecelendirme İhtiyacının Sebepleri

Kredi derecelendirme kuruluşlarından derecelendirme hizmeti satın alarak, onlara fon sağlayan; ülkeler, bankalar, şirketler ve borçlanma aracı ihraç eden kuruluşları “kaynak sağlayıcı”, yatırımcıları ise “tüketici” olarak değerlendirmek derecelendirme sisteminin işleyişini daha iyi anlamak için yerinde bir benzetme olacaktır. Tüketiciler, en düşük riske sahip, yani geri ödeme garantisi en yüksek olan ve en yüksek getiriyi sağlayacak yatırımı seçebilmek için; kaynak sağlayıcılar ise mümkün olan en düşük maliyetle borçlanabilmek için kredi derecelendirme notlarına güvenmektedir (Baker & Mansi, 2002).

Bir yatırımcının, yatırım yapacağı şirket veya finansal araç için edinmek istediği en temel bilgi, vadesi geldiğinde ilgili tarafın borcunu ödeyip ödeyemeyeceği sorusunun cevabıdır (White, 2010). Bu sorunun altında yatan en temel faktörün; borçluların borcu ödeyebilme kabiliyetleri hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olması sonucu ortaya çıkan ve ekonomistler tarafından, yatırımcıların doğru borçluyu seçememesinden kaynaklı “ters seçim” ve borçlunun yükümlülüklerini yerine getirmemesinden kaynaklı “ahlaki tehlike” olmak üzere iki alt dala ayrılan “asimetrik bilgi” sorunudur (White, 2016). Söz konusu sorunu aşabilmek için yatırımcıların borçlular hakkında ilave bilgiler edinme ihtiyacı tarafları kredi derecelendirme notlarına yönlendirmektedir.

Karmaşılaşan finansal piyasalar, asimetrik bilgi sorununu azaltmaya ve piyasalarda şeffaflığı sağlamaya yönelik bir araç olarak kredi derecelendirme notlarını yatırımcılar ve borçlanmak isteyenler açısından çift taraflı bir gereklilik haline getirmiştir (Hau, Langfield, & Marques-Ibanez, 2012). Bu kapsamda kredi derecelendirme kuruluşları yatırımların mevcut ve gelecekteki olası riskliliğini değerlendirerek; finansal piyasalarda arz ettikleri fonları ve getirilerini zamanında geri almak isteyen yatırımcılar ile ihtiyaç duydukları zamanda ve düşük maliyetle borçlanmak isteyen fon talep edenler arasında bilgi sağlama fonksiyonuna sahip bir finansal aracı kuruluş görevi görmektedir (Coşkun, 2016).

Finansal piyasaların hızla daha karmaşık bir hale gelmesi, dolayısıyla finansal tablo ve finansal ilişkilerin karmaşılaşması, yatırımcıların borç verecekleri şirketler hakkında, yatırım kararını etkileyecek olan ihtiyaç duydukları bilgilere erişimini ve bu

bilgileri anlamasını zorlaştırmaktadır. Ölçek ekonomileri çerçevesinde kredi derecelendirme kuruluşları, potansiyel yatırımcılara daha düşük maliyetlerle ihtiyaç duydukları bilgileri özet olarak bir derecelendirme notu sayesinde sunabilmektedir (Gavras, 2012). Yatırımcılar tarafından kredi derecelendirme notunun finansal varlıkların durumlarına ilişkin objektif, sağlıklı ve gerçekçi öngörülerde bulundukları kabul edilmekte (Kılıçaslan & Giter, 2016) ve literatürde eleştirilere konu olmakla beraber, yatırım kararlarında çoğu zaman en önemli faktör olarak dikkate alınmaktadır.

1.2. Derecelendirmenin Ülkeler, Şirketler ve Bankalar Açısından Önemi

Yüksek derecelendirme notları, kreditorler açısından yüksek kredi kalitesi ve düşük risklilik göstergesi olarak kabul edildiği için piyasalardan borçlanmak isteyenler dönemsel olarak ve ilaveten, borçlanma aracı ihraç sürecinde uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilmeyi talep etmektedir.

Finansal piyasalarda işlem sayılarının, hacimlerin ve karmaşıklığın artması sonucu finansal işlemlerde bankacılık sektöründen sermaye piyasalarına doğru kayış, geçtiğimiz yaklaşık 50 yıllık sürede yatırımcıların kredi derecelendirme notlarına bağımlılığının artmasına sebep olmuştur (Hau, Langfield, & Marques-Ibanez, 2012).

Konu ülkeler açısından ele alındığında, yatırım yapılabilir seviyedeki kredi derecelendirme notlarına sahip olan ülkelerin özellikle uluslararası finansal pazardan doğrudan ve dolaylı yatırım çekebilme gücünün arttığı tarihsel veriler ışığında kabul görmüş bir husustur. Bunun yanısıra gelişmiş ülke kredi derecelendirme notlarının, finansal kriz dönemleri de dahil olmak üzere yıllar itibarıyla istikrarlı şekilde yatırım yapılabilir seviyelerde kaldığı göz önüne alındığında yüksek kredi derecelendirme notlarının ülkeler açısından bir prestij göstergesi olarak da kabul edilebileceği söylenebilecektir.

Şirketler açısından kredi derecelendirme notlarının önemi ise ülkeler ile benzerlik göstermekte olup temel olarak şirketlerin borçlanabilme kabiliyetlerine ve borçlanabilme maliyetlerine doğrudan etki etmektedir.

Kredi derecelendirme notları bankaları temel olarak üç önemli konuda etkilemektedir. İlk olarak, bankalara verilen ve banka hisse senetlerine yatırım

yapılabilirlik göstergesi olarak kabul edilen banka kredi derecelendirme notları, bankaların borsada işlem gören hisse fiyatlarını etkilemektedir. İkinci olarak, bankaların borçlanma amacıyla ihraç ettikleri menkul kıymetlere verilen ve bu finansal araçlara yatırım yapılabilirlik göstergesi olarak kabul edilen borçlanama aracı kredi derecelendirme notları, bankaların borçlanarak ilave kaynak elde edebilme gücünü ve dolayısıyla kaynak maliyetlerini etkilemektedir. Üçüncü olarak ise, bankalar bilançolarındaki varlık sınıfları altında çeşitli kuruluşlara ait menkul kıymetlere ve iş modeli çerçevesinde müşterilerine kullandığı kredi ve kredi sayılan diğer varlıklara sahip olan bankaların, ilgili varlıklara sahip olmanın karşılığı olarak bünyesinde tutması yasal olarak zorunlu olan sermaye yükümlüğü tutarının belirlenmesinde ilgili varlıkların derecelendirme notlarının önemli bir etkiye sahip olması bilançolarını hangi ölçüde büyütebileceğine doğrudan etki etmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal piyasalara sağladığı faydalara ilişkin çeşitli görüşler bulunmaktadır. Bunlardan başlıcaları; piyasalarda var olan asimetrik bilgi sorununu azaltma fonksiyonu olan, yatırımcılara varlıkların riski hakkında bilgi üretilip yaymaları; benzer şekilde bilgi maliyetlerini düşürerek, potansiyel borçlu sayısını artırmaları ve likit piyasaları teşvik etmeleri; “sertifika hizmeti” olarak da adlandırılan yatırım kararlarını ve düzenleyici mevzuat çerçevesinde kullanılan yatırım yapılabilirlik seviyesini belirlemeleri olarak sayılabilir (Kiff, Nowak, & Schumacher, 2012).

1.3. Kredi Derecelendirme Türleri

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan değerlendirmeleri yedi başlık altında sınıflandırmak mümkündür. Kredi derecelendirme notu verilmesi; bir ülke veya firmaya ilk defa kredi derecelendirme notu atanmasına yönelik yapılan açıklamalardır. Pozitif/negatif görünüm açıklamaları; kredi derecelendirme notunda değişiklik yapılmaksızın borçluya ilişkin olarak açıklanan pozitif/negatif değerlendirmelerdir. Pozitif/negatif izleme açıklamaları; olası kredi derecelendirme notu artırımını/azaltımını işaret eden açıklamalardır. Kredi derecelendirme not artırımları; ülkelere veya firmalara daha önce verilen kredi derecelendirme notlarının yükseltilmesine yönelik yapılan açıklamalardır. Kredi derecelendirme notu

azaltımları; ülkelere veya firmalara daha önce verilen kredi derecelendirme notlarının düşürülmesine yönelik yapılan açıklamalardır. Teyit açıklamaları; bir ülke veya firmaya daha önce verilen kredi derecelendirme notunun teyit edilmesine yönelik yapılan açıklamalardır.

Kredi derecelendirme notları temel olarak ülkelere, bankalara, diğer finansal kuruluşlar ile reel ve kamusal sektör kuruluşlarına ve bunların ihraç ettiği borçlanma araçlarına yönelik olarak verilmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları genel olarak, derecelendirmelerini uzun vadeli ve kısa vadeli olarak ikiye ayırmakta ve bunları da kendi içinde yerel para birimi ve yabancı para birimi yükümlülükler için olacak şekilde tekrar ikiye ayırmaktadır. Bunların dışında spesifik alanlara yönelik olarak da özel nitelikli ve standart olmayan derecelendirme hizmetleri sunulabilmektedir.

1.4. Türk Bankacılık Sektörü ve Kredi Derecelendirmesi

TBS'nin tarihsel gelişimi incelenirken, başlangıç noktası olarak bazı kaynaklarca Osmanlı İmparatorluğu'nda kurulan ilk banka olan İstanbul Bankası'nın faaliyete başladığı 1847 yılı kabul edilmektedir. Ancak İstanbul Bankası'nın sınırlı bir süre faaliyet gösterdikten sonra tasfiye olduğu göz önüne alındığında (1847-1852), Osmanlı Bankası'nın kuruluş tarihi olan 1856 yılının başlangıç noktası olarak alınması gerektiği yönünde görüşler de bulunmaktadır (Keskin, İnan, Mumcu, & Erdönmez, 2008). Netice olarak Türkiye'de bankacılık sektörünün başlangıcının 19. yüzyılın ikinci yarısına tekabül ettiği ve yaklaşık 160 yıllık bir geçmişinin olduğunu söylenebilecektir.

TBS'de 1925 yılından itibaren, Cumhuriyet'in ilanından sonraki beşer yıllık dönemler itibarıyla, faaliyette bulunan banka sayılarına ilişkin TBB ve TKBB verilerinden elde edilen bilgiler Tablo 1.1'de yer almaktadır. Banka sayılarının yıllar itibarıyla görece istikrarlı ve sayıca gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere kıyasla düşük olması Türkiye'deki bankacılık sektörünün piyasa koşullarının zaman içerisinde sertleşmesinden kaynaklıdır.

Tablo 1.1 : Yıllar İtibarıyla TBS’de Faaliyet Gösteren Toplam Banka Sayıları

Yıl	Banka Sayısı
1925	42
1930	61
1935	55
1940	44
1945	40
1950	44
1955	56
1960	59
1965	49
1970	48
1975	43
1980	44
1985	51
1990	67
1995	68
2000	79
2005	45
2010	47
2015	49
2020	49

Kaynak: (TBB, 2020) ve (TKBB, 2020)’den elde edilen bilgilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

2020 yılı Aralık ayı itibarıyla TBS’de anonim şirket olarak kurulu şekilde faaliyet gösteren (yabancı bankaların Türkiye’deki şubeleri hariç) toplam 49 adet banka bulunmaktadır. Tablo 1.2’de 2020 yılı Aralık ayı itibarıyla faaliyetine devam eden ve payları BİST’te işlem gören 12 banka gösterilmiştir.

Tablo 1.2 : 2020 Aralık Ayı İtibarıyla TBS’de Faaliyet Gösteren ve Payları BİST’te İşlem Gören Bankalar

Banka Adı
Akbank T.A.Ş.
Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.
ICBC Turkey Bank A.Ş.
QNB Finansbank A.Ş.
Şekerbank T.A.Ş.
Türkiye Garanti Bankası A.Ş.
Türkiye Halk Bankası A.Ş.
Türkiye İş Bankası A.Ş.
Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.

Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

Kaynak: (Bloomberg, 2020)’den elde edilen bilgilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Söz konusu bankalara ilişkin üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun atadığı kredi derecelendirme notlarının tarihsel gelişimi incelendiğinde, kredi derecelendirme kuruluşlarının uluslararası piyasalara göre ülkemizde geç sayılabilecek dönemlerde derecelendirme faaliyetlerine başladığı görülmüştür.

S&P bahsi geçen bankalara derecelendirme notu atamaya 05.03.1997 tarihinde T. Vakıflar Bankası T.A.O., Akbank T.A.Ş., T. Halk Bankası A.Ş., T. İş Bankası A.Ş. ve T. Garanti Bankası A.Ş. ile başlamış olup 2020 yılı itibarıyla derecelendirme faaliyetlerine sadece T. Garanti Bankası A.Ş., T. İş Bankası A.Ş. ve Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.ye yönelik olarak devam etmektedir.

Moody’s tarafından verilen notlar incelendiğinde ise; ilk derecelendirme notunun 08.12.1997 tarihinde Akbank T.A.Ş.ye verildiği görülmüş, 2020 yılı itibarıyla ICBC Turkey A.Ş., T. Kalkınma Yatırım Bankası A.Ş. ve Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş. hariç diğer 9 bankaya ilişkin derecelendirme faaliyetlerine devam ettiği görülmüştür.

Fitch tarafından söz konusu 12 bankaya ilişkin kredi derecelendirme notu atanmasına diğer kuruluşlardan daha sonraki bir tarih olan 18.06.1999 tarihinde Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. ile başlanmıştır. 2020 yılı itibarıyla bahsi geçen 12 bankadan, Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş. hariç tamamının Fitch tarafından atanmış güncel bir kredi derecelendirme notu bulunmaktadır. Diğer iki derecelendirme kuruluşuna göre Fitch’in TBS’de faaliyet gösteren ve payları BİST’te işlem gören bankalara daha sık ve tarihsel olarak düzenli şekilde derecelendirme hizmeti sağladığı görülmüştür.

Diğer taraftan analiz edilecek veriler hazırlanırken dikkat çeken bir husus olan; önceki dönemlerde birden fazla kredi derecelendirme kuruluşundan ücretli olarak not talep eden BİST’te işlem gören bankalardan birkaç tanesi hariç tamamının, zaman içerisinde ücretli olarak talep ettikleri kredi derecelendirme notu hizmetini, sadece bir adet akredite derecelendirme kuruluşuna indirdikleri hususuyla karşılaşmıştır.

1.5. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Kredi derecelendirme kuruluşları yapıları itibarıyla oldukça alışılmadık bir karakteristiğe sahiptir. İlk bakışta potansiyel yatırımcılar için bağımsız bir risk değerlendirme hizmeti sunduğu görüntüsüne sahip olmakla beraber, yaptıkları ve kamuya açıkladıkları değerlendirmelerle ülkelerin, bankaların ve firmaların borçlanma olanaklarını, hayatta kalma kabiliyetlerini ve bütüncül olarak finansal piyasaları önemli düzeyde etkileyerek, piyasa katılımcılarının hareket alanını sınırlandırabilmektedir (Schroeter, 2013). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, herhangi bir kamusal ortaklığa sahip olmamakla beraber yerine getirdikleri faaliyetlerle zaman içerisinde kamusal hizmet sağlayıcısı haline gelerek finansal mimarinin ayrılmaz bir parçasına dönüşmüştür. Öyle ki; artık uluslararası sermaye pazarından fon temin etmeye çalışan tüm kuruluşlar iyi bir derecelendirme notuna sahip olmak zorunluluğunda kalmakta ve bunu sağlama konusunda önemli çaba göstermektedir (Gavras, 2012).

Kredi derecelendirme kuruluşları temel iş modeli olarak; ülke ve kuruluşlara ücretli veya ücretsiz olarak atadığı derecelendirme notlarına ilaveten bazı değerlendirme notları ve raporlarını ücretsiz olarak kamuoyunun erişimine açmakta ve bunun yanında abonelerine ek bilgi ve veri sağlayan ücrete dayalı ilave bazı hizmetler sunmaktadır. Ücret karşılığında atanan bazı kredi derecelendirme notları, derecelendirilen kuruluşun talebine istinaden kamuya açıklanmayarak sadece derecelendirilen kuruluşla paylaşılabilir. Eğer kredi derecelendirme notu kamuya açıklanacak kapsamdaysa ve derecelendirilen kuruluşun kendi talebi üzerine belirli bir ücret karşılığında kredi derecelendirme kuruluşu tarafından belirlendiyse, bahsi geçen not ve derecelendirmeye konu kamuoyu ile paylaşılan bilgilerin hacmi artmakta, eğer derecelendirme notu derecelendirilen kuruluştan bir ücret temin edilmeden kredi derecelendirme kuruluşunun kendi kaynaklarından faydalanılarak atandıysa, kamuoyuna açıklanacak bilgilerin hacmi daralırken, ücretli abonelere özel olarak sunulacak bilgilerin hacmi artmaktadır (Frost, 2007). Dolayısıyla yerine getirdiği fonksiyonlar itibarıyla kamusal hizmet sağlayan kredi derecelendirme kuruluşları diğer özel sermayeli birçok kuruluş gibi aslında kendi kârını maksimize edecek şekilde hareket etmekte ve iş modellerini bu kapsamda şekillendirmektedirler.

1.5.1. Kısaca Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihsel Gelişimi

ABD’de 1880’li yıllarda yaşanan ekonomik çöküş yatırımcıların büyük ekonomik kayıplar yaşamasına ve piyasalara olan güvenlerini kaybetmesine neden olmuştur. Finansal piyasalarda yaşanan asimetrik bilgi sorununu ortadan kaldırmak için çözüm arayışı, en ilkel örnekleri 1800’lü yılların ortalarında görülmeye başlayan kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyet alanının genişlemesine ve kredi derecelendirme notlarının yaygınlaşmasına olanak sağlamıştır. Finansal piyasalarda faaliyet gösteren bir aracı kuruluş olan kredi derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıkışı da bu sebeple diğer finansal kuruluşlarla kıyaslandığında görece daha geç olmuştur (Sylla, 2002).

1909 yılında John Moody, demiryolu tahvillerine ilişkin olarak hazırladığı ve literatürde ilk halka açık tahvil notu olarak kabul edilen notları yayınlamıştır. ABD’de kredi derecelendirme notlarına talebin her geçen gün artması ile birlikte yeni kredi derecelendirme şirketleri kurulmaya başlamış, Moody's firmasını 1916'da Poor's Publishing Company, 1922'de Standard Statistics Company ve 1924'te Fitch Publishing Company şirketleri izlemiştir. Başlarda sadece tahvillere ilişkin derecelendirme notu yayınlayan firmalar zamanla gelişmiş ve faaliyet alanını da artırmaya başlamıştır. Poor's ve Standard şirketleri 1941'de birleşerek Standard & Poor's adını almıştır. Fitch ise 1997'de IBCA firması ile birleşmiştir. Tarihte birçok ulusal ve uluslararası derecelendirme şirketi kurulmuş, bir kısmı faaliyetlerini sonlandırmış bir kısmı ise faaliyetlerine devam etmekle birlikte pazardan sınırlı düzeylerde pay alabilmiştir (White, 2010). Tam bir listesi bulunmamakla beraber küresel finansal sektöründe faaliyet gösteren yerel ve uluslararası toplam 100’ün üzerinde kredi derecelendirme kuruluşu olduğu tahmin edilmektedir (White, 2016).

Moody’s, S&P ve Fitch derecelendirme kuruluşları her ne kadar özel sermayeli kuruluşlar olsa da ABD’de 1936 yılında bankaların spekülatif tahvillere yatırım yapmasını engelleyen yasal düzenlemelerle mevzuat içerisinde kendilerine yer bulmuş, 1975 yılında NRSRO tanımı altında yasal olarak toplanarak diğer kuruluşlara göre sahip oldukları rekabet avantajını artırmışlardır (White, 2010). Küresel ölçekte ise, bankacılık sektöründe 1999 yılında yapılan Basel II düzenlemeleri çerçevesinde ve yapılan benzer düzenlemelerle sigortacılık sektörüne ilişkin yasal mevzuat içerisinde tanımlanarak, bankalar ve sigortacılık şirketlerinin portföy kalitelerinin

ölçülmesi ve olası kriz durumlarında kullanılmak üzere karşılık ayrılması gibi konularda kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların dikkate alınması gerektiği mevzuata işlenmiş ve bu düzenlemeler kredi derecelendirme kuruluşlarına farklı bir hukuki kimlik kazandırmıştır. Küresel ölçekte bakıldığında kredi derecelendirme kuruluşlarının finans piyasalarındaki öneminin artmasına ve günümüzdeki konumunu kazanmasında önemli rol oynayan temel husus ise 1980’lerde hızlanarak tüm dünyadaki finansal piyasaları etkisi altına alan küreselleşmedir (Tutar, Tutar, & Eren, 2011). Özellikle uluslararası sermaye piyasalarının gelişmesi neticesinde önceki dönemlerde piyasalarda etkin olan kamusal fonların yerini özel fonlara bırakması, ellerindeki fonları bu piyasalarda değerlendirmek isteyen yatırımcılar tarafından kredi derecelendirme kuruluşlarına hem yerel hem de uluslararası düzlemde talebi artırmıştır (Gür & Öztürk, 2011).

Piyasada hem yasal otoriteler hem de pazar katılımcıları tarafından kabul görmenin etkisi ile pazar payını hızla artıran ve kredi derecelendirme pazarının oligopol bir piyasaya dönüşmesine neden olan Moody’s, S&P ve Fitch 2000 yılının sonunda, hızla büyüyen bir piyasa olan ve özellikle dayanak varlığı yüksek faizli konut kredilerinin teminatında bulunan gayrimenkul ipoteklerine dayanan yapılandırılmış menkul kıymetleri ihraç edenlerin yatırım yapılabilirlik notu alabileceği yegane üç kredi derecelendirme kuruluşu haline gelmiştir (White, 2010). Günümüzde de kredi derecelendirme pazarının en büyük oyuncularını Moody’s, S&P ve Fitch olarak kalmaya devam etmektedir.

2007-08 küresel finans krizinin, finans sektöründe faaliyet gösteren kurumlardaki kırılganlıkları ve özellikle risk yönetimi alanındaki eksikleri ortaya çıkarması sonrası piyasa katılımcıları ve düzenleyici otoriteler tarafından üzerinde durulan temel konulardan biri, bankaların maruz kaldığı kredi riskini hesaplarken kredi derecelendirme kuruluşları tarafından sağlanan notlara aşırı güvenmesi ve bu kuruluşlara ulusal ve uluslararası alanda sağlanan aşırı teşvikler olmuştur. Bu kapsamda küresel finansal sistemini izleyen ve bu konuda tavsiyelerde bulunan uluslararası bir organ olan FSB tarafından, kredi derecelendirme kuruluşlarına bankacılık sektöründe bağımlılığı azaltmak için 2010 yılı Kasım ayında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Bağımlılığın Azaltılmasına Yönelik Prensipler (*Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*) ve 2012 Kasım ayında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Bağımlılığın Azaltılmasına İlişkin Yol Haritası

(*Roadmap for Reducing Reliance on CRA Ratings*) dokümanları yayımlamıştır. Bu dokümanlar çerçevesinde; bankaların, kredi derecelendirme notlarını veri olarak kabul ederek ilave bir değerlendirme yapmaksızın kredi kullandırması yerine; bu notları sadece bir girdi olarak kendi kuracakları derecelendirme sistemlerinde kullanması ve bu sayede kredi derecelendirme kuruluşlarına mekanik bağımlılığın azaltılması amaçlanmıştır (FSB, 2020). Bu değerlendirmeler üzerine Basel III kriterleri kapsamında bankaların kredi derecelendirme kuruluşlarına bağımlılığını azaltacak yasal düzenleme değişiklikleri yapılmış ve G20 üye ülkeleri tarafından söz konusu değişiklikler kabul edilerek yürürlüğe girmiştir.

Güncel durumda henüz yürürlüğe girmemiş olan Basel IV düzenlemelerinde ise Basel III düzenlemelerinde getirilen bankaların kredi riski hesaplamalarında kullandıkları içsel modeller sınırlandırılarak, dışsal kredi derecelendirmelerinin önemi yeniden artırılmıştır. Bu durum da 2007-08 küresel finans krizi sonrasında kredi derecelendirme kuruluşlarına olan bağımlılığın azaltılmasına yönelik olarak atılan adımların, bankalara gerekenden fazla esneklik alanı sağlandığı ve bu kapsamda bazı bankaların yeni sisteme adapte olmakta zorlandığı, bazı bankaların ise getirilen bu esnek kuralları suiistimal ettiği görüldüğünden kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi derecelendirme notlarının kullanım alanı yeniden genişletilmiştir.

1.5.2. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Metodolojileri, Karar Verme Süreçleri, Ücret Politikaları ve Prensipleri

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının diğer bilgi sağlayıcı araçlardan ayrılarak küresel finansal piyasalarda yüksek derecede kabul görmesinin en temel nedeni, finansal tecrübesi ve yabancı dilbilgisinden bağımsızlaştırılmış şekilde herkes tarafından kolayca anlaşılabilir kısa ve standart semboller kullanarak piyasa katılımcılarına bilgi sağlayabilme fonksiyonlarıdır (Schroeter, 2013). Kredi derecelendirmeleri finansal sistemde kilit bir rol oynamasına rağmen, kredi derecelendirme notlarının belirlenmesine ilişkin süreçlerin anlaşılması, karmaşık yapıları dolayısıyla zordur.

Büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının metodolojileri genel olarak birbirine benzer şekilde;

- i) ön aşama,
- ii) kantitatif analiz,
- iii) kalitatif analiz ve
- iv) derecelendirme belirleme ve izleme bölümlerinden oluşmaktadır.

Hesaplama yöntemleri arasında farklar bulunmasına rağmen, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından atanan notlar genel olarak birbirine yakınsamaktadır (Siebert, 2015). Kredi derecelendirme notları, ilgili ülke ve kuruluşların kalitatif ve kantitatif analizleri sonucunda, alanında uzman analistler tarafından kuruluşlar için; işletme risklerini (kuruluşun faaliyet gösterdiği sektörün özellikleri, kuruluşun sektördeki rekabetçi konumu, kurumsal yönetim ve organizasyon yapısının kalitesi) ve finansal riskleri (kuruluşun genel finansal durumu, izlediği finansman politikası, özkaynak yapısı, nakit akış projeksiyonları ve finansal esnekliği) (Frost, 2007); ülkeler için ise kişi başına düşen milli gelir, gayrisafi milli hasıla artış oranı, enflasyon, dış borç tutarı, politik ve yasal risk unsurları vb. birçok makro ekonomik göstergiyi dikkate alır. Bahsi geçen süreçler sonucunda ortaya çıkan kredi derecelendirme notu ve bu notun oluşmasına temel teşkil eden hususlar, kamuya açıklanmadan kısa süre önce derecelendirilen taraflara iletir. Eğer kendisine derecelendirme notu atanan taraf konuya ilişkin olarak değerlendirilmesini istediği ilave bilgi ve belgelere sahipse bu süreç içerisinde bu bilgi ve belgeleri kredi derecelendirme kuruluşuna iletebilir (Frost, 2007). Söz konusu hususlar kredi derecelendirme notunu etkileyebilecek önemlilik düzeyindeyse kredi derecelendirme kuruluşu bu hususları göz önüne alarak atadığı derecelendirme notunda revizyona gidebilir.

Kredi derecelendirme sürecinde kardinal derecelendirmenin; genel kriz süreçleri de dahil olmak üzere notlandırılan kuruluşların sıkıntıya düşme ihtimalini ölçmesi beklenirken, ordinal derecelendirmede sadece kuruluşların göreceli kredi değerliliği ölçülmektedir. Bir kredi derecelendirme notu veya sisteminin kalitesi ölçülmek istendiğinde ortaya çıkan en önemli sorulardan birisi de bu kapsamda olmaktadır. Bu konuya ilişkin kredi derecelendirme kuruluşlarının bile kafa karışıklığı içerisinde olduğuna örnek olarak; Moody's'in 1999 yılında yayımladığı "*Rating Methodology*" dokümanında kredi derecelendirmelerinin gelecek dönem temerrüt

olasılığını ölçen kardinal ifadeler olduğunu belirtirken, yine Moody's'in 2006 yılında yayımladığı “*Moody's credit rating prediction model*” açıklamasında kredi derecelendirme notlarının ordinal ifadeler olduğunu belirtmesi verilebilir (Hau, Langfield, & Marques-Ibanez, 2012).

BIS tarafından (BIS, 2001), Basel kriterleri kapsamında kullanılmak üzere hazırlanan, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme haritalarının eşleştirilmesine yönelik tabloya aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 1.3 : BIS Kredi Derecelendirme Notları Eşleştirmeleri

Kuruluş	Kredi Derecelendirme Notları							
S&P	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	
Moody's	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	
Fitch	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	
S&P	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B-
Moody's	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2
Fitch	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B-
S&P	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	D		
Moody's	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C			
Fitch	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	D		

Kaynak: (BIS,2001)'den elde edilen bilgilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

S&P ve Fitch'in skalasına göre AAA ile BBB- arasındaki notlar ile Moody's'in skalasına göre Baa3 ile Aaa arasındaki derecelendirme notları “yatırım yapılabilir” seviyeyi, benzer şekilde C ile BB+ arasındaki notlar ile C ile Ba1 arasındaki notlar “spekülatif” seviyeyi ve D notu ise “temerrüt” seviyesini ifade etmektedir.

Benzer şekilde EBA tarafından Basel kriterlerine ve uluslararası yasal düzenlemelere uygun olarak hazırlanan ve kredi derecelendirme kuruluşlarını verdikleri kredi derecelendirme notlarının kalite kademesini gösteren tablo aşağıda yer almaktadır (EBA, 2006).

Tablo 1.4 : EBA Kredi Derecelendirme Notları-Kredi Kalitesi Kademesi Eşleştirmesi

Kredi Derecesi Kademesi	Fitch	Moody's	S&P
1	AAA to AA-	Aaa to Aa3	AAA to AA-
2	A+ to A-	A1 to A3	A+ to A-
3	BBB+ to BBB-	Baa1 to Baa3	BBB+ to BBB-
4	BB+ to BB-	Ba1 to Ba3	BB+ to BB-
5	B+ to B-	B1 to B3	B+ to B-
6	CCC+ ve altı	Caa1 ve altı	CCC+ ve altı

Kaynak: (EBA,2006)'den elde edilen bilgilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Kredi derecesi kademesi, bankaların ve diğer finansal kuruluşların sahip oldukları varlıklar için yasal olarak tutması gereken sermaye hesaplamalarına temel teşkil etmektedir.

1.6. Literatürde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Getirilen Eleştiriler

Kredi derecelendirme notları özü itibarıyla; doğru veya yanlışlığı objektif olarak test edilebilir bir bilgidir ziyade, bir kredi derecelendirme kuruluşunun çok sayıda objektif faktörü göz önünde bulundurarak öznel, geleceğe yönelik tahmine ve insani muhakemeye dayalı görüşlerini temsil etmektedir (Schroeter, 2013).

Küresel finans krizinden sonra; piyasalarda şeffaflığı ve etkinliği sağlamlaştırması beklenen kredi derecelendirme kuruluşlarına, finansman kaynaklarındaki soru işaretleri, metodolojilerinin opak ve tutarsız olması, krizlerdeki sorumlulukları gibi konularda (Siebert, 2015) getirilen eleştiriler önemli düzeyde artış göstermiş ve ilgili kuruluşların güvenilirlikleri daha derinden sorgulanmaya başlamıştır (Kılıçaslan & Giter, 2016). Özellikle küresel finansal krizin tetikleyicisi olarak kabul edilen karmaşık finansal karakteristiklere sahip olan türev finansal araçlara ve bu araçları ihraç eden kuruluşlara, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen tartışmalı yüksek notlar ilgili kuruluşlara yönelik eleştirileri artırmıştır (Gür & Öztürk, 2011).

Diğer taraftan gelişmiş ülke finansal piyasa katılımcıları başta olmak üzere, küresel ölçekte birçok kişi ve kuruluş tarafından yatırım kararlarının verilmesi aşamasında kredi derecelendirme notu göz önünde bulundurulmakta ve bu durum kredi derecelendirme notlarını siyasi ve politik savaşın bir aracı haline getirebilmektedir (Coşkun, 2016). Kredi derecelendirme kuruluşları bütün bu eleştiriler kapsamında küresel finansal sistemdeki en büyük kontrolsüz güç olarak görülmeye başlanmış ve politika yapıcılar tarafından özel sermayeli büyük kredi derecelendirme kuruluşlarına alternatifler bulunması gerektiği birçok söylemde tekrar edilmiştir (Siebert, 2015).

Kredi derecelendirme kuruluşlarına getirilen eleştiriler asında yeni değildir. Kredi derecelendirme not indirimlerinin, ekonomik gerçekler göz önüne alındığında, indirilmesi gereken zamanda değil döngüsel trendlere bağlı olarak gecikmeli gerçekleştirildiği eleştirisi daha önce 1994-95 Meksika krizi ve 1990'ların sonundaki Asya krizi sırasında getirilmiş, kredi derecelendirme kuruluşları notları proaktif olarak değil krizlere tepki olarak düşürmekle ve krizleri derinleştirmekle itham edilmiştir. Sonraki süreçte bu durumun, kriz yaşamakta olan ülkelerin borçlanma maliyetini daha da artırarak krizleri derinleştirmesi ve yaygınlaştırması, kredi derecelendirme kuruluşlarına getirilen eleştirileri haklı çıkarmıştır (Kiff, Nowak, & Schumacher, 2012). Nitekim 2007-08 küresel finans krizi sonrasında, kredi derecelendirme kuruluşlarının kendilerine sağlanan kamusal statü çerçevesinde derecelendirilen taraftan derecelendirme hizmeti için aldığı ücretin yanı sıra, temin ettiği ve hali hazırda piyasa katılımcılarının büyük çoğunluğu tarafından bilinmeyen özel bilgileri de kullanarak, kamuoyu ile bir kredi derecelendirme notu ve özet bilgi notu paylaşmak, geri kalan detay bilgileri ise abonelerine ücretli olarak satmak üzerine kurulu iş modelleri yoğun bir şekilde eleştirilmiş ve kredi derecelendirme sisteminin, riskleri doğru olarak temsil etmede ne kadar etkili olduğunun tekrar sorgulanmasına yol açmıştır (Hau, Langfield, & Marques-Ibanez, 2012). Bu durum da kredi derecelendirme sistemlerinin kendi kredibilitelerinin ve finansal sektörde sahip oldukları yerin sorgulanmasını gündeme getirmiştir (Driss, Massoud, & Roberts, 2019). Kredi derecelendirme kuruluşlarına getirilen ve izleyen kısımda başlıklar halinde yer verilen eleştiriler, genel olarak birbirleri ile neden-sonuç ilişkisine sahip ya da en azından etkileşim içindedir.

1.6.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Aşırı Bağılılık

Bir piyasa katılımcısının finansal davranışlarını diğer piyasa katılımcılarının davranışlarına bakarak şekillendirmesi, finansal piyasalarda “sürü davranışı” olarak nitelendirilmektedir. Bu durum genelde, yatırım hakkında güvenilir bilgiye sahip olmayan katılımcıların, diğer piyasa katılımcılarının bu bilgiye sahip olduğu varsayımıyla hareket etmesinden kaynaklanmaktadır (Sandalcılar, Altınar, & Çolak, 2019). Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından, kredi derecelendirme notlarının sadece borçlunun ve borçlanma aracının kredi riskine ilişkin bir görüş olduğu

açıklamalarının birçok yatırımcı tarafından yatırım kararlarındaki temel faktör olarak dikkate alınması suretiyle göz ardı edilmesi kredi derecelendirme kuruluşlarına aşırı güven duyulması sonucunu ve yatırımcıların kendilerini kredi derecelendirme notuna göre ayarlayarak sürü davranışı göstermesi ve finansal piyasalarda etkinliği bozması sorununu ortaya çıkarmıştır. Dahası, bankaların ve diğer finansal kuruluşların sermaye gereksinimlerinin belirlenmesi için dış derecelendirme notlarının kabul edilmeye başlanması ile yasal düzenleyici kararlarının dış destek hizmeti kapsamında verilmesi (outsource edilmesi) ve sistemik olarak önemli bir finansal kuruluşun olası temerrütü durumunda nihai riski kredi derecelendirme kuruluşlarının değil vergi mükellefinin üstleneceği bir sistemin kurulması ile sonuçlanmıştır (Haan & Amtenbrink, 2011). Nitekim bu durum, yatırımcıların yanı sıra yasal düzenleyici otoritelerin de zaman zaman derecesi değişmekle beraber, kredi derecelendirme kuruluşlarına karşı aşırı güven duyduğu ve sürü davranışına katıldığı olgusunu desteklemektedir.

Derecelendirme kuruluşlarına ve kredi derecelendirme notlarına karşı piyasa katılımcıları tarafından duyulan yüksek güven, finansal sistemin derecelendirme notlarının yanlış olması durumunda maruz kalacağı riski artırmaktadır. Derecelendirme notlarındaki olası hatalar ve önyargılı değerlendirmeler, finansal sistemi “uçurum etkilerine” karşı daha savunmasız hale getirerek, krizleri şiddetlendirme ve hatta krizlere neden olma potansiyeline sahiptir (Hau, Langfield, & Marques-Ibanez, 2012). Nitekim bu durumun sonuçları kısa küresel finansal piyasalar tarihi boyunca yaşanan ve eleştiri oklarının tekrar tekrar kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelmesine sebep olan finansal krizlerde açıkça görülmektedir.

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

Kredi derecelendirme alanına yönelik yasal düzenlemeler çerçevesinde lisanslı olarak, piyasa tarafından da kabul görmüş şekilde faaliyet gösteren kredi derecelendirme kuruluşu sayısı diğer aracı kuruluş sayılarına göre global ölçekte oldukça azdır. Derecelendirme pazarında faaliyet gösterebilmenin temel şartı, piyasa katılımcıları olan yasal otoriteler, yatırımcılar ve borç talep edenler tarafından kabul görmektir (Gavras, 2012). Bu durum piyasaya yeni bir oyuncu olarak girişin önünde doğal bir engel olarak ortaya çıkarmaktadır.

Büyük kredi derecelendirme kuruluşlarının, pazardaki hâkim konumlarını sürdürmek için yürüttükleri agresif rekabet uygulamaları çerçevesinde pozisyonlarını kötüye kullandığına ilişkin çeşitli eleştiriler bulunmakta olup mevcut durumda konuya ilişkin yeterli düzeyde bilimsel kanıt henüz ortaya koyulamamıştır. Ancak bu iddialara yönelik yeterli kanıtın henüz bulunamamış olması böyle bir durumun var olamadığını işaret etmemektedir. Bu tür haksız uygulamaların ampirik kanıtını sağlamak teknik olarak oldukça zordur. Yapılan araştırmaların, derecelendirme sektöründe yalnızca belirli bir davranış modelinin varlığını ispatlamakla kalmayıp, aynı zamanda söz konusu davranış modelinin sonuçları için iyi niyetli ve rasyonel bir açıklamanın da var olmadığının gösterilmesi gerekmektedir (Frost, 2007).

Diğer taraftan düzenleyici otoriteler de piyasaya giriş engelleri oluşturmaktadır. Nitekim üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunu NRSRO olarak belirlediği 1975'ten 2006'ya kadar SEC, büyük ölçekli kredi derecelendirme kuruluşu olarak faaliyet göstermek isteyen kuruluşların önüne önemli bir giriş engeli olarak çıkmış ve 2008'den bu yana yine bir engel haline gelmiştir (White, 2016). Benzer uygulamalar diğer gelişmiş ülkelerde de mevcuttur. Bunun en büyük sebebi, önem düzeyi oldukça yüksek olan kredi derecelendirme işini, yasal mevzuattan ve düzenleyici otoritelerin finansal piyasalarının istikrarlı şekilde devam etmesi isteğinden kaynaklı olarak, yeterli tecrübeye sahip olmayan ve pazardan pay almak için farklı yöntemlere başvurabilecek kuruluşlara veya bu konuda uzman olmayan bankalara bırakmak yerine belirli bir kurumsal yapıya sahip ve yıllar itibarıyla piyasadaki varlığını sürdürebilmiş, piyasa katılımcıları nezdinde de kabul görmüş olan kredi derecelendirme kuruluşları tarafından gerçekleştirilmesinin istenmesidir.

1.6.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Bölgesel Olarak Önyargılı Davrandığı

Büyük kredi derecelendirme kuruluşlarına özellikle gelişmekte olan ülkelerin politikacıları ve yöneticileri tarafından getirilen önemli eleştirilerden birisi de ilgili kuruluşların derecelendirme notlarını verirken bölgesel olarak önyargılı davrandığı ve gelişmekte olan ülkelere ve bu ülkelerde faaliyet gösteren banka ve kuruluşlara hak ettiklerinden daha düşük notlar verdiğidir. Literatürde konuya ilişkin olarak yapılan çalışmaların sınırlı olduğu ve bazı çalışmaların söz konusu iddiaları destekler nitelikte

bazılarının ise kredi derecelendirmelerinde bölgeler arasında bir farklılık bulunmadığı yönünde farklı sonuçlar ortaya koyduğu anlaşılmıştır (Yalta & Yalta, 2018).

Nitekim Yalta & Yalta (2018) tarafından yapılan ve 99 ülkenin 8 bölgeye bölerek Moody's, Fitch ve S&P kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği ülke notları üzerinden yaptığı ampirik çalışma sonucunda, kredi derecelendirme notlarının bahsi geçen kredi derecelendirme kuruluşlarının ev sahibi ülkesi konumunda olan ABD ve ABD'nin yakın ekonomik askeri işbirliği içerisinde bulunduğu ülkeler lehine güçlü, sağlam ve istatistiksel olarak bir pozitif önyargı içerisinde bulunduğu, bunun dışında diğer ülkeler nezdinde herhangi bir sistematik bölgesel önyargıya rastlanmadığı ifade edilmiştir. Gelişmekte olan sekiz ülkenin makroekonomik değişkenleri ile Moody's'in bu ülkelere atıldığı kredi derecelendirme notları arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırıldığı bir çalışma sonucunda (Sandalcılar, Altın, & Çolak, 2019); kredi derecelendirme notundan doğrudan yabancı yatırımlar, enflasyon oranı ve ekonomik büyüme oranına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin varlığına rastlanıldığı, tersi durumun varlığının ise tespit edilemediği bu kapsamda çift taraflı nedensellik ilişkisinin tespit edilemediği çalışmanın da kredi derecelendirme kuruluşlarının bölgesel olarak ön yargılı davrandığı iddiasını kısmen desteklediği ifade edilmiştir. Türkiye'nin de dahil olduğu, AB üyesi olan ve olmayan bazı ülkelerin makroekonomik göstergelerinin karşılaştırılmasının yapıldığı bir çalışmada (Gülmez & Gündoğan Gör, 2014); uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının politik davranarak Türkiye ve diğer bazı ülkelere olması gerekenin altında notlar verdikleri eleştirileri getirilmiştir. Moody's'in Türkiye için 2015-2016 yıllarında verdiği derecelendirme notları ile Türkiye'nin bazı makroekonomik göstergeleri arasındaki ilişki üzerinde yapılan bir çalışmada ise (Çolak, 2017); Moody's'in Türkiye not değerlendirmelerinde objektif kıstaslardan daha çok siyasi güdülerle hareket ettiği, Türkiye'nin ekonomik durumunun açıklanan notlarla ilgisiz olduğu ifade edilmiştir.

1.6.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkinliği ve Verdikleri Notların Yerindeliği

2000 ve 2002 skandalları olarak kayıtlara geçen ve özellikle Enron ile WorldCom şirketlerine büyük kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi derecelendirme notları piyasa katılımcılarının kredi derecelendirme

kuruluşlarına karşı yoğun eleştirilerine sebep olan başka bir konu olmuştur. Özellikle, Enron firmasının iflasından sadece birkaç gün öncesine kadar üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından borçlanma araçlarına verilen derecelendirme notlarını yatırım yapılabilir seviyede tutmaları (White, 2016), kredi derecelendirme kuruluşlarının gerekli titizlik ve yeterlilikten yoksun olduklarının kanıtı olarak kabul edilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları; şirket yönetimine yönelik unsurları yeterince araştırmamak, Enron hakkındaki gerçeği ortaya çıkarmak için kendilerine sağlanan, Fair Disclosure regülasyonu kapsamındaki gizli bilgilere özel erişim yetkilerini etkili bir şekilde kullanamamakla suçlanmış, sonuç olarak finansal piyasa katılımcılarına Enron'un gerçek durumu hakkında zamanında ve kaliteli bilgi sağlayamamak hususlarında ağır şekilde eleştirilmiştir.

Önceki dönemlerde kredi derecelendirme kuruluşlarının atadığı derecelendirme notlarının yerindeliği ve güvenilirliğine ilişkin getirilen eleştirilerin genelde kuruluş ve olay bazlı olmasına (Enron, Orange Country California, Mercury Finance, Pasific Gas&Electric, WorldCom, Delphi, General Motors ve Ford vb.), yani kredi derecelendirme sektörüne karşı sistematik bir eleştiri yapılmamasına rağmen bu durum 2007-08 küresel finans krizi ile değişmiştir. Krizin başlamasının ardından yüksek derecelendirme notlarıyla derecelendirilmiş yapılandırılmış borçlanma araçlarının bile oldukça kötü performans sergilediği görülmüştür. Kredi temerrüt swap primleri ile fiyatlanan AAA dereceli konut ipotegine dayalı menkul kıymetlerin değeri, Ocak 2007 ile Aralık 2008 arasında %70 oranında düşmüş, 2007 ve 2008 yıllarında kuruluşlara ve borçlanma araçlarına verilen birçok derecelendirme notu ciddi seviyelerde indirimlere tabi tutulmuştur. Bu durum, yapılandırılmış borçlanma araçlarına kriz öncesinde atanan ilk derecelendirme notlarının, ürünlerin sahip olduğu riskleri büyük ölçüde mevcut durumdan az gösterdiğine yorumlanmıştır. Bir tür "derecelendirme enflasyonu" olarak tanımlanan bu hususun krizde kilit bir rol oynadığı, birçok yatırımcının sadece bu rating enflasyonu çerçevesinde atanan yüksek derecelendirme notlarına güvenerek yatırım yapmasının krizin temel sebeplerinden birisi olan ürünlerin yanlış fiyatlandırılmasına yol açtığı görüşleri ortaya atılmıştır (Pagano & Volpin, 2010).

1.6.5. Olası Çıkar Çatışmaları

Kredi derecelendirme kuruluşları, diğer birçok özel sermayeli ticari kuruluş gibi kârlarını ve hissedar değerlerini maksimize etmeyi amaçlamaktadır. İlgili taraflara güvenilir bilgi sağlamak konusunda güçlü kamusal teşviklere sahip olmalarına rağmen bir kamu kuruluşu ile aynı sorumluluklara sahip değildir. Özel sermayeli olmaktan kaynaklı bireysel şirket çıkarlarının önde tutulması ve kamusal bir görevi yerine getirme yükümlülüğü arasında bazen uyumsuzluklar ve çıkar çatışmalarının doğması kaçınılmazdır. Bu çerçevede bireysel veya kamusal faydadan herhangi birisi diğerine göre ağır basacak ve taraflardan birisi zarara uğrayacaktır. Bireysel faydanın ağır basması sonucu kamunun zarar görmesi durumunda kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliklerinin sorgulanması sorunu ortaya çıkacaktır (Gavras, 2012). Kredi derecelendirme kuruluşlarının temel gelirlerini, derecelendirme hizmeti verdikleri şirketlerden sağlaması ve bu şirketlerin varlığını sürdürerek kredi derecelendirme hizmeti almaya devam edebilmesinin ise sahip oldukları kredi derecelendirme notuna bağlı olması şeklindeki ilişki çıkmazı, kredi derecelendirme kuruluşlarının yaşadığı çıkar çatışması sorununun yıllardır bir soru işareti olarak süregelmesine sebep olmaktadır. Esasen literatürde “derecelendirme alışverişi (rating shopping)” olarak da adlandırılan bu husus, 1960-1970 yıllarında kredi derecelendirme kuruluşlarının iş modelini değiştirerek, yatırımcıdan ücret alınması yerine derecelendirilen taraftan ücret alınması modeline geçmesi sonucunda ortaya çıkmıştır (Hau, Langfield, & Marques-Ibanez, 2012). Mevcut durumda faaliyet gösteren 10 NRSRO’nun 9’u yatırımcıdan ücret alınması modelini kullanmaktadır (White, 2016). Derecelendirme alışverişinin en belirgin örneklerinden birisi, 2000 yılında S&P’nin Meksika’ya spekülâtif kredi derecesi atamasına karşın Moody’s’in derecelendirme notunu olası yükseltme için izlemeye alması sonucunda Meksika’nın ihraç ettiği tahviller için Moody’s’ten derecelendirme hizmeti satın almasıdır (Siebert, 2015).

Kredi derecelendirme kuruluşları, derecelendirme notunu derecelendirilecek kuruluşun kredibilitesi dışında başka herhangi bir unsura dayandırmada ekonomik bir çıkara sahipse, potansiyel bir çıkar çatışmasının ortaya çıkması kaçınılmazdır. Kredi derecelendirme kuruluşları tarihsel olarak potansiyel çatışmaların varlığını kabul etmekte ve bunlara karşı koymak için şeffaflıklarını ve prosedürlerini geliştirmesi

gerektiğini kabul etmektedir. Bu nedenle çıkar çatışmasına ilişkin tartışmalar, bu potansiyel çatışmaların var olup olmadığı üzerine değil, kredi derecelendirme kuruluşlarının bu hususu yeterince yönetip yönetmedikleri üzerine şekillenmektedir (Frost, 2007). Kredi derecelendirme sürecindeki faktörler ve bu faktörlerin birbirleriyle etkileşiminden kaynaklı olarak finansal aracı kuruluşlar arasında çıkar çatışması riskine en çok maruz kalan kuruluş türü kredi derecelendirme kuruluşları olmaktadır (Pagano & Volpin, 2010).

Bu kapsamda kredi derecelendirme kuruluşlarının yaşadıkları çıkar çatışmalarını literatürde yer alan bilgiler ışığında üç konuda toplulaştırmak mümkündür;

- i) kredi derecelendirme kuruluşlarının, kredi derecelendirme hizmeti almak isteyen müşterileri çekebilmek için, ilgili müşterilerin sahip olduğu riskleri mevcut durumdakinden daha düşük gösterme yönündeki olası eğilimi,
- ii) borçlanma aracı ihraç edecek banka ve kuruluşların, ilgili borçlanma aracına en yüksek notu verecek rating kuruluşundan hizmet alma eğilimi,
- iii) yatırımcıların kredi derecelendirme kuruluşlarının atadığı notları ilave bir bilgiye ihtiyaç duymaksızın veri kabul ederek yatırım kararı vermesi (Bolton, Freixas, & Shapiro, 2011).

Nitekim Moody's'in 1980-2010 yılları arasında yaptığı derecelendirmeler baz alınarak yapılan bir araştırmada kredi derecelendirme kuruluşlarının borçlanma araçlarına verdikleri notların, derecelendirdikleri kuruluştan elde ettiği gelir ile doğrudan bir ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir (Cornaggia, Cornaggia, & Hund, 2012), daha sonra aynı araştırmacılar tarafından yapılan başka bir çalışmada ise bu sonuç farklı analizlerle desteklenmiştir (Cornaggia, Cornaggia, & Hund, 2017).

Literatürde fazlaca değinilmemiş olan ancak önemli bir konu da kredi derecelendirme kuruluşlarının ortaklık yapılarından kaynaklı olarak ortaya çıkabilecek olası çıkar çatışmalarıdır. Moody's ve S&P'nin ortaklık yapılarının incelendiği bir çalışmada (Cengiz, 2014); S&P'nin sahibi olan McGraw-Hill şirketinin büyük ortaklarının hedge fonları ve büyük finansal kuruluşlar olduğu, nitekim paylarının tamamı borsada işlem gören Moody's'in de büyük ortaklarının McGraw-Hill şirketinin de sahibi olan kuruluşlarla doğrudan veya dolaylı şekilde ilişkili olan

kuruluşlar olduğu, bu kuruluşların aynı zamanda global ölçekteki çok büyük şirketlerin (Coca-Cola, IBM, Apple, Google, McDonalds vb.) de yatırımcısı olduğu ifade edilmiştir. Bu kapsamda derecelendirme kuruluşlarının doğrudan ve dolaylı ortaklık ilişkilerinden kaynaklanan çıkar çatışmaları kaçınılmaz olmaktadır.

2007-08 küresel finans krizinde, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından en yüksek düzeyden yatırım yapılabilir şeklinde kredi derecelendirme notu belirlenmiş olan finansal ürünlerin, bankaların ve kuruluşların çöküşü ile piyasa katılımcılarının dikkatleri yeniden kredi derecelendirme kuruluşlarının çıkar çatışmaları konusuna dönmüştür. Nitekim ABD’de yapılandırılmış finansal ürünlerin piyasa payında hızlı artışlar yaşadığı 2000-2007 yılları arasında Fitch, S&P ve Moody’s’in finansal tablolarından ilgili kuruluşların karlılıklarını ciddi oran ve tutarlarda artırdığı görülmektedir. Fitch’in 2000 yılı sonunda dönem net karı ne kendi internet sitesinden ne de açık kaynaklardan temin edilememiş ancak 2007 net karının 32.776 milyon USD olduğu görülmüştür. Moody’s’in 2000 yılsonu finansal tablolarında 158,5 milyon USD olan net gelirinin 2007 yıl sonunda 701,5 milyon USD’ye yükselttiği (%342) (Moody’s, 2020) ve yine benzer şekilde S&P’nin ilgili yıl sonlarında sırasıyla 403,8 milyon USD ve 1.013,5 milyon USD (SEC, 2020) ile %151 tutarında karlılık oranını artırdığı görülmektedir. Bilindiği üzere küresel finans krizinin yaşanmaya başladığı 2007-08 döneminden sonra bahsi geçen üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu daha önce yüksek düzeylerde yatırım yapılabilirlik notu verdikleri borçlanma araçları, bankalar ve kuruluşların notlarını çok hızlı bir şekilde düşürmüş ve bu durum krizi hızlandırmasının yanı sıra önceki dönemlerde verilen yüksek kredi derecelendirme notlarının, kredi derecelendirme kuruluşlarının yaşadığı çıkar çatışmaları içerisinde verildiğini ve ilgili notların güvenilirliğinin ve doğruluğunun sorgulanması gerektiğini gün yüzüne çıkarmıştır. Günümüzde de kredi derecelendirme kuruluşlarının çıkar çatışmalarına ilişkin tartışmalar devam etmektedir.

1.6.6. Krizleri Öngörememeleri

Kredi derecelendirme kuruluşları, derecelendirme notlarında dönemsel dalgalanmaları engellemek ve istikrarı sağlamak için, bir ülke veya bir borçlunun yaşadığı olumsuzluk kapsamında kredi derecelendirme notunu düşürürken, ilgili tarafın içinde bulunduğu durumun kalıcı olduğundan emin olduktan sonra aksiyon

almayı tercih etmektedir (Siebert, 2015). Bu kapsamda derecelendirme eylemlerinde yavaş hareket eden kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik olarak getirilen bir diğer eleştiri de krizleri öngörmekten ziyade, krizler yaşandıktan veya yaşanmaya başladıktan sonra tepkisel davranışlar göstermeleridir (Kiff, Nowak, & Schumacher, 2012). Kredi derecelendirme kuruluşları özellikle finansal stres dönemlerinde erken uyarı sistemlerini işleterek söz konusu krizleri öngöremediği için eleştirilerin hedefi olmaktadır (Gür & Öztürk, 2011). Yasal otoriteler finansal krizlerin öngörülememesi ve daha iyi yönetilememesine yönelik mevcut düzenleyici ve denetleyici çerçeveleri gözden geçirirken kredi derecelendirme kuruluşlarının da bu süreçlerdeki özellikle kamuoyuna güven sağlama fonksiyonundan kaynaklı etkilerini göz ardı etmemektedir (Gavras, 2012).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının, derecelendirme notu atadığı borçlular ve borçlanma araçları hakkında edindikleri yeni bilgilere tepki verme sürelerinin yavaş olduğu açıktır. Genel olarak piyasa katılımcılarının büyük bir kısmı tarafından, kredi derecelendirme kuruluşlarının herhangi bir açıklama yapmasından oldukça önce bu yeni bilgilere tepki verdiği görülmektedir. Bu durum da kredi derecelendirme kuruluşlarının olayları öngörmek yerine, gerçekleştikten sonra tepki vermek şeklinde hareket ettiğini göstermektedir. Her ne kadar çalışmalar kredi derecelendirme notlarının, özellikle not indirimlerinin, yatırımcı davranışlarını etkilediğini gösterse de bu durumun kredi derecelendirme kuruluşunun yatırımcılara sunduğu yeni ilave bilgilerden mi yoksa sadece borçlunun kredi derecelendirme notunun değişmesinden mi kaynaklandığı tam olarak açıklanamayan bir tartışma konusudur (White, 2016).

Özellikle Güney Doğu Asya, Latin Amerika ve Avrupa kriz süreçlerini iyi yönetememelerine ve krizleri önceden öngörememelerine rağmen, krizlerin ardından ülke kredi notlarını revize eden kredi derecelendire kuruluşları, bu kapsamda ciddi eleştirilere ve prestij kaybına maruz kalmışlardır. Metodolojilerini ancak krizler yaşandıktan sonra revize etmeleri, kredi derecelendirme kuruluşlarının gelecekteki olası krizleri öngörememe riskini taşımaya devam ettiğinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir (Gür & Öztürk, 2011).

2007-08 küresel finansal krizin ilk aşamasının ardından, kamuoyu tepkisi kredi derecelendirme kuruluşları tarafından bankalar ve diğer finansal kuruluşlara ve bu kuruluşlar tarafından ihraç edilen menkul kıymetleştirilmiş kredi ürünlerine verilen yüksek düzeydeki yatırım yapılabilir seviyesindeki kredi derecelendirme notlarına

odaklanmıştır. Söz konusu kuruluş ve finansal türev araçların çoğunun temerrüde düşmeden kısa bir süre önce büyük kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen en yüksek düzeyde “yatırım yapılabilir” derecelerine sahip olması, kredi derecelendirme kuruluşlarının, ilgili ürünlerin ekonomik döngüsü boyunca temerrüt riskini değerlendirme fonksiyonunu yerine getirmekte başarısız olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bu kümülatif hatalar, piyasa katılımcıları nezdinde, tüm derecelendirme sisteminin ve büyük ölçüde kredi derecelendirme notlarına dayanan bankacılık sektörüne ilişkin uluslararası düzenlemelerin kusurlu olduğu izlenimini uyandırmıştır (Hau, Langfield, & Marques-Ibanez, 2012). Bunun üzerine ilgili yasal mevzuatlarda yoğun bir revizyon çalışması başlatılmış, ulusal ve uluslararası birçok mevzuat finansal piyasalarda radikal sayılabilecek şekilde yeniden düzenlenmiştir.

1.6.7. Büyük Not İndirimleri ve Krizleri Derinleştirilmesi

Literatürde çeşitli araştırmalar yapılmış olmakla beraber, derecelendirme kuruluşlarının verdikleri bazı notların, kasıtlı bir şekilde mevcut duruma göre olması gerekenden daha yüksek ya da düşük olup olmadığı veya derecelendirme kuruluşlarının hatalı davranış gösterip göstermediğini tespit etmeye yönelik bir mekanizma henüz bulunmamaktadır. Yatırımcıların çoğu zaman yatırım kararlarını kredi derecelendirme notları çerçevesinde verdikleri göz önüne alındığında; kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomik olarak zor durumdaki bir ülke veya kuruluşa hatalı veya kasti olarak düşük kredi derecelendirme notu vermesinin doğuracağı sonuçlar, kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal krizlerin yayılmasına katkıda bulunduğunu inkâr edilemez bir boyutta ortaya koymaktadır (Behr, 2008). Nitekim finansal olarak güç duruma düşen bir ülke veya kuruluşun, kredi derecelendirme notunun düşürülmesi akabinde, likiditenin azalmasına bağlı olarak borçlanma imkanlarının daralması borçluları daha yüksek maliyetlerle borçlanmaya zorlamakta ve ilgili sorunların daha da artmasına dolayısıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının sistemik olarak krizleri tetikleyici ve derinleştirici faktörler olarak algılanmasına yol açmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarına getirilen eleştirilerden bir diğeri de ülkelere ve kuruluşlara verdikleri kredi derecelendirme notlarını tek seferde birden fazla kademe azaltılmasının, ülkeler hakkında sağlıklı analizler yapamadıkları ya da

ülke kredi notlarının güvenilir olmadığı yönündeki endişelerden kaynaklanmaktadır (Gür & Öztürk, 2011).

Kredi derecelendirme kuruluşları atadıkları ülke derecelendirme notları çerçevesinde ciddi eleştirilere maruz kalmıştır. Asya ülkeleri ve Latin Amerika krizlerini öngöremediği gibi, krizin ortasında ülke derecelendirme notlarını birden düşürmeleri kredi derecelendirme kuruluşlarının krizi derinleştirmekle suçlanmasına neden olmuştur. Benzer şekilde yakın geçmişte Euro bölgesi ülkelerinde yaşanan krizdeki tutumları sebebiyle kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin mali yapısının bozulmasına katkı sağlamakla suçlanmış, özellikle Moody's tarafından Haziran 2010'da Yunanistan'ın notunun dört kademe biden düşürmesi piyasa katılımcılarını ve özellikle Avrupa ülkelerini şaşkınlık içerisinde bırakmıştır (Haan & Amtenbrink, 2011). Buna karşın Avrupa krizi kapsamında derecelendirme kuruluşlarının aldığı aksiyonların yerinde olduğunu değerlendiren taraflar da bulunmakta olup IMF bunlardan birisidir (Siebert, 2015).

2007-08 küresel finans krizi sırasında, ABD finansal piyasalarında işlem gören konut teminatlardan yapılandırılmış finansal ürünlere ilişkin ard arda yoğun olarak yapılan not indirimlerinin finansal piyasalarda belirsizliği artırarak "uçurum etkisine" yol açtığı ve sonuç olarak derecelendirilen firmaların kendilerini finanse etme kabiliyetlerini olumsuz yönde etkilediği yönündeki eleştiriler artmıştır (Kiff, Nowak, & Schumacher, 2012).

Menkul kıymetleştirilmiş finansal araçlara atanan kredi derecelendirme notları, 2007-08 küresel finans krizinin başlamasından sonra, bu ürünlerin piyasalardaki likiditelerinin kurumasında ve krizin derinleşerek küresel ölçekte yayılmasında çok önemli bir rol oynamıştır. Menkul kıymetleştirilen finansal araçların derecelendirmesi süreçlerinde, bu finansal araçların dayanak varlıklarının sahip olduğu özellikler çok sınırlı düzeyde dikkate alınarak derecelendirme notları atandığı ve yine yatırımcılara eksik ve sınırlı bilgi sağlandığı eleştirileri birçok platformda dile getirilmiştir. Bu bilgi eksikliği, özellikle teminatların heterojenliği ve yapılandırılmış finansal araçların karmaşık yapısıyla bir araya gelince, karmaşık türev finansal araçlar labirentindeki 'zehirli varlıklar' belirlenememiş ve doğru fiyatlanamamış ve bu durum piyasalarda yaygın bir temerrüt senaryosunun gerçekleşmesine, finansal ürünlerin alıcı bulamamasına ve finansal piyasaların donuk hale gelmesine sebep olmuştur (Pagano & Volpin, 2010).

1.6.8. Kamuya Açıkladıkları Bilgilere ve Şeffaflığa İlişkin Diğer Hususlar

Kredi derecelendirme kuruluşlarının kamuya açıkladıkları bilgiler ve bu kuruluşların genel yapısı ve iş süreçlerinin şeffaflığına ilişkin; metodolojilerinin yeterince açık olmadığı, ücretli aboneleriyle seçici şekilde daha fazla ve imtiyaz sağlayabilecek bilgileri paylaştığı, kredi derecelendirmesi yaptığı kuruluşlara ilişkin gizli olarak kalması gereken bazı bilgileri operasyonel hatalar sonucunda kamu ile paylaştığı şeklinde çeşitli eleştiriler yapılmaktadır (Frost, 2007).

2001 yılından bu yana yanlış kredi notu verilen (Enron, Worldcom, Parmalat, Lehman Brothers vb.) büyük ölçekli şirketlerin iflaslarındaki artış oranı, kredi derecelendirme kuruluşlarının metodolojilerini yeterince kamuoyuyla paylaşmadığı yönünde kamuoyunda zaten var olan önyargıları beslemiştir. Kendi alanlarında dev sayılabilecek şirketlerin çöküşleriyle birlikte söz konusu firmalara iflaslarından çok kısa süre önce yüksek düzeyde yatırım yapılabilirlik notu vermiş olan kredi derecelendirme kuruluşları dikkatleri kamuoyuyla paylaşmakta isteksiz davrandıkları metodolojilerine çekmişlerdir (Gür & Öztürk, 2011).

Macaristan ülke kredi derecelendirme sürecine ilişkin olarak yapılan bir araştırmada (Simon & Simon-András, 2019); kredi derecelendirme sürecinde önemli etkisi bulunan sübjektif uzman görüşünün, oluşturulmasına temel teşkil eden kriterlerin diğer objektif kriterler ile arasındaki bağın yeteri düzeyde kurulmadığı ifade edilmiş, bu kapsamda şeffaflığın sağlanamadığı ve kredi derecelendirme kuruluşlarının metodolojilerinin objektiflik ve şeffaflık konularında gereken özelliklere sahip olmadığı iddia edilmiştir.

Her ne kadar 2007-08 küresel finans krizindeki rolleri nedeniyle kredi derecelendirme kuruluşları daha fazla hesap vermeye ve daha şeffaf olmaya yasal olarak zorlansa ve bu kapsamda birçok radikal iyileştirme yapmış olsa da iş bu çalışmamız kapsamında yapılacak analizlerde kullanılmak üzere veri temini amacıyla yapılan araştırmalar söz konusu kuruluşlara getirilen bu eleştirileri desteklemiştir. Kamuoyu ile önceki dönemlerde ücretsiz olarak paylaşılmış geçmişe dönük tarihsel derecelendirme verilerini temin etmek için bile ücretli abonelik kapsamında hizmet almamız istenmiştir. Söz konusu verilerin ücretsiz olarak temin edilmek istenmesi durumunda, kullanışlı olmaktan oldukça uzak ve sadece yasal olarak mecburiyetlerinin başladığı tarih olan 2012 yılından başlayan seriler halinde temin

etmenin mümkün olduğu görölmüştür. Diğer taraftan şeffaflık ile ilgili bir temel problem olarak, ilgili kuruluşların finansal bilgilerine, pazar paylarına ve benzeri birçok bilgiye doğrudan ulaşmanın ise neredeyse imkânsız olduğu görölmüştür. Herhangi bir ülkenin borsasına kote olan şirketlerin dahi bir çok bilgisini kamuoyu ile paylaşmak zorunda olduğu, bu şirketlerin verilerine ulusal ve uluslararası bir çok veri tabanından kolaylıkla erişim sağlanabildiği göz önüne alındığında, finansal sektördeki konumları itibarıyla önemlilik düzeyleri oldukça yüksek olan kredi derecelendirme kuruluşlarının gönüllü olarak kamuoyu ile paylaştığı verilerin oldukça sınırlı olması söz konusu kuruluşların şeffaflık alanında kapatmaları gereken büyük bir açık olduğu hususunun altını çizmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının metodolojilerini paylaşımlarındaki isteksizliğin bir dereceye kadar “ticari sır” kapsamındaki bilgi birikimlerini herkese ücretsiz olarak açmak istememeleri ile açıklanabilecek olsa da; zaten oligopol bir piyasada faaliyet gösteren bu kuruluşların, ilgili bilgilerini kamuoyu ile paylaşsa bile ticari bir zarara uğramasının çok düşük bir ihtimal olduğu açıktır (Cengiz, 2014).

BÖLÜM 2

KREDİ DERECELENDİRME EYLEMLERİ İLE HİSSE SENEDİ GETİRİSİ İLİŞKİSİNİN LİTERATÜRDEKİ YERİ VE ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİNİN KURULMASI

Bu bölümde yer alan üç başlık altında; öncelikle Fama'nın tek endeksli piyasa modeli açıklanmış, ardından ulusal ve uluslararası literatürdeki benzer ampirik çalışmalar incelenmiş ve son olarak araştırma hipotezlerinin kurulması hususları incelenmiştir.

2.1. Fama'nın Tek Endeksli Piyasa Modeli

Fama'nın tek endeksli piyasa modeli (Fama, 1976), piyasadaki tüm hisse senetlerinin tek endeks altında işlem gördüğü etkin piyasa hipotezi çerçevesinde oluşturulmuştur. Bu kapsamda model, (1.1) numaralı formülde gösterilen iki bağımsız değişkenli normal lineer denklem ve (1.2) numaralı formülde yer verilen (α_i) (intercept) ve (β_i) (slope) değerleri yardımıyla; herhangi bir hisse senedinin getirisi (R_i) ile tüm hisse senetlerinin dahil olduğu toplam piyasa getirilerinin (R_{mt}) arasında ilişki kurmaktadır. Bu doğrultuda hisse senedi getirilerindeki değişim, piyasa getirilerindeki değişim ile açıklanmakta model hataları da (ε_{it}) ile ifade edilmektedir.

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1.1)$$

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(\bar{R}_{it}, \bar{R}_{mt})}{\sigma^2(\bar{R}_{mt})} \quad \text{ve} \quad \alpha_i = E(\bar{R}_{it}) - \beta_i E(\bar{R}_{mt}) \quad (1.2)$$

2.2. Kredi Derecelendirme Eylemleri ile Hisse Senedi Getirisi İlişkisinin Literatürdeki Yeri

Kredi derecelendirme kuruluşları, bu kuruluşların finansal piyasalardaki çeşitli etkileri ve kredi derecelendirme eylemlerinin literatürde çok fazla sayıda araştırmaya konu edildiği ve araştırma sayısının her geçen gün hızla arttığı anlaşılmıştır. Çalışmamız kapsamında yapılan literatür araştırması, kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senetleri üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkilerinin araştırma konusu edinildiği ampirik çalışmalarla sınırlı tutulmuştur. Bu sınırlama dikkate alındığında bile, yapılan çalışma sayısının oldukça fazla olması sebebiyle literatürdeki tüm çalışmalara yer verilememiştir. Bu kapsamda uluslararası finansal piyasalar ve kuruluşlar üzerine yapılan bazı ampirik çalışmalar ve Türkiye finansal piyasaları ile BİST üzerine yapılan bazı ampirik çalışmalar ayrı ayrı incelenmiştir. Bu kapsamda araştırma konularımızla benzerlik taşıyan çalışmalar iki ana gruba ayrılarak çalışmalara ilişkin bilgilere izleyen kısımda verilmiştir.

2.2.1. Uluslararası Piyasalar Üzerine Yapılan Araştırmalar

Uluslararası literatürde kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme eylemlerine ilişkin birçok ampirik çalışma yer almaktadır. Yapılan çalışmalarda, kredi derecelendirme eylemlerinin finansal piyasalar üzerindeki çeşitli etkilerinin ortaya konulması amaçlanmıştır. Söz konusu araştırmaların genel olarak 1990 ve sonrası dönemi kapsayan tarih aralığındaki veriler dikkate alınarak, kredi derecelendirme eylemlerinin banka ve şirket hisse senedi fiyatları, getirileri ve likiditeleri üzerindeki etkisi olup olmadığı ya da CDS spreadleri gibi farklı bir değişkenle olan etkileşimleri araştırılmıştır. Yapılan araştırmaların sonuçlarında genel olarak kredi derecelendirme eylemlerinin araştırma kapsamındaki değişkenler üzerinde dolayısıyla finansal piyasalar üzerinde etkili olduğu sonuçlarına varılmıştır. Bu kapsamda öne çıkan bazı eserlere Tablo 2.1’de yer verilmiştir.

Tablo 2.1: Yabancı Piyasalar Üzerine Yapılan Benzer Çalışmalar

Çalışmayı Yapanlar	Araştırma Sorusu	Bulgular
(Gropp & Richards, 2001)	Bankaların tahvil ve hisse senedi getirileri, kredi derecelendirme eylemlerinden etkilenmekte midir?	Olay analizi yöntemiyle yapılan çalışmada, AB'deki 32 banka hakkında, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından 1989-2000 arasında gerçekleştirilen 162 derecelendirme eylemi ve bankaların tahvilleri hakkındaki 129 derecelendirme eyleminden önceki 100 gün ve sonraki 40 günlük süredeki banka tahvil ve hisse senetlerindeki anormal getirileri Fama tek endeksli market modeli yardımıyla incelenmiştir. Araştırma sonucunda; derecelendirme eylemlerinin bono getirileri üzerinde bir etkisi olduğuna dair kanıt ulaşılamamış, hisse senedi getirileri üzerinde ise etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu kapsamda kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme eylemleriyle banka hisse senedi yatırımcılarına ilave bilgi sağladığı ifade edilmiştir.
(Lobão, Pacheco, & Campos, 2019)	Bankaların hisse senedi getirileri, kredi derecelendirme eylemlerinden etkilenmekte midir?	Olay analizi yöntemiyle yapılan çalışmada, AB'deki 50 bankaya, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından 2004-2015 arasında verilen 399 derecelendirme notu ve bankalar hakkındaki 131 adet görünüm açıklamasından önceki 60 gün ve sonraki 30 günlük süredeki banka hisse senetlerindeki anormal getirileri Fama tek endeksli market modeli yardımıyla incelenmiştir. Araştırma sonucunda; derecelendirme notu değişikliklerinin banka hisse senedi fiyatları üzerinde ciddi bir etkisi olduğu, kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme notu artırım/azaltımı ile piyasa katılımcılarına ilave bilgi sağladığı ve piyasalarda etkinliği ve şeffaflığı artırdığı, görünüm açıklamalarının ise hisse senedi fiyatlarını etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır.

(Even-Tov & Ozel, 2021)	Şirketlerin hisse senedi getirileri, kredi derecelendirme eylemlerinden etkilenmekte midir?	Olay analizi yöntemiyle geniş bir veri seti üzerinden yapılan çalışmada, çeşitli kuruluşlara uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından 2011 Ocak-2017 Temmuz dönemleri arasında verilen 9.283 derecelendirme notunun açıklandığı gün içerisinde hisse senetlerinde meydana gelen anormal getirileri, 5 gün öncesinden hesaplamaya başlayarak incelenmiştir. Araştırma sonucunda; hisse senedi fiyatlarının borçluya verilen uzun vadeli derecelendirmelerindeki değişikliklere yanıt verdiği ancak tek bir borçlanma aracın derecelendirmelerindeki değişikliklere yanıt vermediği, hisse senedi fiyatlarının derecelendirme düşüşü duyurusundan önce hareket etmeye başladığı ve bu durumun kredi analistlerini kariyerlerini ilerletmek için özel bilgileri ifşa etmeye motive ettiği sonucuna ulaşılmıştır.
(Kiff, Nowak, & Schumacher, 2012)	Kredi derecelendirme notları piyasa katılımcılarına ilave bilgi sağlamakta mıdır?	Olay analizi yöntemiyle yapılan çalışmada, üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşunun gelişmiş ve gelişmekte olan 72 ülkeye 2005-2010 yılları arasında atadığı rating notlarındaki değişimin, piyasa katılımcıları üzerindeki etkisini ölçmek için ilgili ülkelerin CDS spreadleri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Yapılan araştırmada kredi derecelendirme notlarının piyasa katılımcılarına ilave bilgi sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.
(Driss, Massoud, & Roberts, 2019)	Kredi derecelendirme eylemleri şirketlerin finansal piyasalara erişimini etkilemekte midir?	Olay analizi yöntemiyle yapılan çalışmada, Moody's'in 1992-2014 yılları arasında kurumsal şirketler hakkında gerçekleştirdiği 4.032 adet derecelendirme eylemi, şirketlerin finansal tabloları ile ilişkilendirilerek Tobin Q modeli yardımıyla analiz edilmiştir. Araştırma sonucunda Moody's'in pozitif görünüm açıklamaları yoluyla firmaların kredi piyasalarına erişimini kolaylaştırabileceğini ve firmaların finansal kısıtlamalarını hafifletebileceği sonuçlarına ulaşılmıştır.

(Abad, Roblesb, & Cuervo, 2013)	Kredi derecelendirme eylemleri şirketlerin hisse senedi likiditesini etkilemekte midir?	Olay analizi yöntemiyle yapılan çalışmada, İspanya borsasında işlem gören şirketler üzerine yapılan çalışmada, 2000-2010 yılları arasında üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu tarafından gerçekleştirilen toplam 359 derecelendirme eyleminin şirket hisse senetlerinin likiditelerine etkisi periyotlar itibarıyla incelenmiştir. Yapılan araştırmada pozitif ve negatif kredi derecelendirme eylemlerinin şirketlerin hisse senedi likiditesinde artışa neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
(Lee, Sapriza, & Wu, 2016)	Ülkelere yönelik kredi derecelendirme eylemleri şirketlerin hisse senedi likiditesini etkilemekte midir?	Olay analizi yöntemiyle yapılan çalışmada, 40 ülke borsasında işlem gören seçili şirketler üzerine yapılan çalışmada, 1990-2009 yılları arasında S&P kredi derecelendirme kuruluşu tarafından gerçekleştirilen toplam 368 derecelendirme eyleminin şirket hisse senetlerinin likiditelerine etkisi ülke ve şirketlerin spesifik özellikleri dikkate alınarak incelenmiştir. Yapılan araştırmada pozitif ve negatif kredi derecelendirme eylemlerinin, derecelendirme notundaki değişikliğin şiddetine göre değişmekle beraber, şirketlerin hisse senedi likiditesini doğrudan etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Uluslararası piyasalar üzerine yapılan çalışmalarının işaret ettiği önemli bulgulardan bazılarının ise aşağıda yer verilmiştir. Bu kapsamda uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının;

- AB'deki bazı bankalar hakkında gerçekleştirdiği tüm kredi derecelendirme eylemlerinin, hisse senedi getirileri üzerinde etkili olduğu ortaya konmuştur (Gropp & Richards, 2001).
- AB'deki bazı bankalara verdiği kredi derecelendirme notlarının hisse senedi getirileri üzerinde etkili olduğu, görünüm açıklamaların kapsamında ise bir etkiye rastlanmadığı ortaya konmuştur (Lobão, Pacheco, & Campos, 2019).
- Birçok farklı borçluya verilen uzun vadeli kredi derecelendirme notlarındaki değişikliklere yatırımcıların yanıt verdiği ancak tek bir borçlanma aracın derecelendirmelerindeki değişikliklere yanıt vermediği, hisse senedi fiyatlarının derecelendirme düşüşü duyurusundan önce hareket etmeye başladığı ve bu durumun kredi analistlerini kariyerlerini ilerletmek için özel bilgileri ifşa etmeye motive ettiği sonucuna ulaşılmıştır (Even-Tov & Ozel, 2021).
- Gelişmiş ve gelişmekte olan bazı ülkelere verdiği kredi derecelendirme notlarının Piyasa katılımcılarına ilave bilgi sağladığı ortaya konmuştur (Driss, Massoud, & Roberts, 2019).
- Pozitif görünüm açıklamalarının firmaların kredi piyasalarına erişimini kolaylaştırabileceği ortaya konmuştur (Driss, Massoud, & Roberts, 2019).
- Kredi derecelendirme eylemleriyle İspanya borsasındaki şirket hisse senetlerinin likiditesini etkilediği ortaya konmuştur (Abad, Roblesb, & Cuervo, 2013).

2.2.1. Türkiye ve BİST Üzerine Yapılan Araştırmalar

Literatürde kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme eylemlerine ilişkin Türkiye ve BİST üzerine yapılan muhtelif ampirik araştırmalar da bulunmaktadır. Uluslararası piyasalarda yapılan araştırmalardan farklı olarak, Türkiye ve BİST üzerine yapılan araştırmalarda ağırlıklı olarak ülkeye yönelik kredi derecelendirme eylemleri ile endeks getirileri üzerine kurulu modeller yardımıyla araştırmalar yapılmıştır. Bu kapsamda 1990 yılı ve sonraki dönem verileri kullanılarak, ülke kredi derecelendirme notlarının endeks getirileri üzerindeki etkileri araştırılmış ve genel olarak Türkiye'ye atanan kredi derecelendirme notlarının endeks getirileri üzerinde etkili doğurduğu

yönünde sonuçlara ulaşılmıştır. Bu kapsamda önce çıkan bazı eserlere Tablo 2.2’de yer verilmiştir.



Tablo 2.2: Türkiye Piyasaları Üzerine Yapılan Benzer Çalışmalar

Çalışmayı Yapanlar	Araştırma Sorusu	Bulgular
(Yıldırım, Yıldız, & Aydemir, 2018)	Ülkelere atanan kredi derecelendirme notlarının borsa endeks getirileri üzerinde bir etkisi var mıdır?	Olay analizi yöntemiyle yapılan çalışmada, uluslararası üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye'ye 2012-2016 yılları arasında verdiği derecelendirme notların, derecelendirme notu açıklanmadan önceki 10 gün ve açıklandıktan sonraki 10 gün içerisinde BİST'teki seçili altı endeks üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Yapılan araştırmada, kredi derecelendirme notu açıklamaların seçilen 6 endeksi yüzde elli oranında etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
(Kuzu, 2019)	Ülkelere atanan kredi derecelendirme notlarının borsa endeks getirileri üzerinde bir etkisi var mıdır?	Olay analizi yöntemiyle yapılan çalışmada, uluslararası üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye'ye 2002-2018 yılları arasında verdiği derecelendirme notların, derecelendirme notu açıklanmadan önceki 10 gün ve açıklandıktan sonraki 10 gün içerisinde BİST'teki seçili dokuz endeks üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Yapılan araştırmada, kredi derecelendirme notu açıklamaların seçilen dokuz endeksi yüzde altmış oranında etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
(Pirgaip, 2017)	Ülkelere atanan kredi derecelendirme notlarının borsa endeks getirileri üzerinde bir etkisi var mıdır?	Olay analizi yöntemiyle yapılan çalışmada, uluslararası üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye'ye 1993-2016 yılları arasında verdiği 84 adet derecelendirme notunun, BİST 100 edeksi üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Yapılan araştırmada, kredi derecelendirme eyleminden önce ve eylem tarihinde anormal getirilerin derecelendirme kararı ile aynı yönde hareket ettiği, sonraki dönemlerde ise getiri etkilerinin tam tersi bir seyir izlediği, ayrıca, olumsuz yöndeki derecelendirme eylemlerinin etkilerinin olumlu yöndeki eylemlere göre daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

(Çağlak, Küçükşahin, & Kahraman, 2018)	Ülkelere atanan kredi derecelendirme notlarının borsa endeks getirileri üzerinde bir etkisi var mıdır?	Olay analizi yöntemiyle yapılan çalışmada, uluslararası üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye'ye 1992-2018 yılları arasında verdiği derecelendirme notların, derecelendirme notu açıklanmadan önceki 10 gün ve açıklandıktan sonraki 10 gün içerisinde BİST'teki seçili 14 sektör endeksi üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Yapılan araştırmada, kredi derecelendirme notu açıklamaların seçilen 14 endeksi etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
(Korkmaz, Yaman, & Metin, 2017)	Ülke kredi derecelendirme notlarının yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesi/düşürülmesi borsa endeks getirilerini etkilemekte midir?	Olay analizi yöntemiyle yapılan çalışmada, Moody's'in, Türkiye'ye verdiği kredi derecelendirme notunu 2013'te yatırım yapılabilir seviye olan Baa3'e yükseltmesi ve 2016'da yatırım yapılabilir seviyenin altı olan Ba1'e düşürmesi olaylarının, BİST 30 Endeksi'nde yer alan firmaların pay getirileri üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Yapılan araştırmada, Türkiye'nin notunun yatırım yapılabilir seviyeye çıkmasının endeks getirilerinde artışa sebep olduğu, notun düşürülmesinin ise endeks getirilerinde ciddi bir değişikliğe sebep olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye piyasaları ve BİST üzerine yapılan çalışmalarının işaret ettiği önemli bulgulardan bazılarına aşağıda yer verilmiştir. Bu kapsamda uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının;

- Türkiye'ye verdikleri kredi derecelendirme notlarının BİST'teki farklı endekslerin getirileri üzerinde etkisinin olduğu ortaya konmuştur (Yıldırım, Yıldız, & Aydemir, 2018), (Kuzu, 2019), (Pirgaip, 2017), (Korkmaz, Yaman, & Metin, 2017), (Çağlak, Küçükşahin, & Kahraman, 2018).

2.3. Araştırma Hipotezlerinin Kurulması

Araştırma konularımızla benzerlik taşıyan hem uluslararası piyasalar hem de Türkiye piyasaları üzerine yapılan ve yukarıda yer verilen literatür çalışmalarının sonuçları incelendiğinde, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme eylemlerinin finansal piyasalar genelinde ve hisse sendi getirileri özelinde çeşitli etkilere sahip olduğu anlaşılmaktadır. Literatür çalışmalarının sonuçları ve kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihsel olarak finansal piyasalardaki kilit konumunu korumaya devam etmesi hususları bir arada değerlendirildiğinde, Tarafımızca kredi derecelendirme eylemlerinin şirket değerlilikleri ve dolayısıyla hisse senedi getirileri üzerinde doğal bir etkisi olduğu kanaatine varılmıştır. Bu kapsamda araştırma hipotezimizin ilk basamağı olarak, böyle bir etkinin TBS'de faaliyet gösteren ve payları BİST'te işlem gören bankalar üzerinde de var olup olmadığının ortaya koyulması ve literatürdeki çalışma sonuçlarıyla bir benzerliğin var olup olmadığının değerlendirilmesi olarak şekillendirilmiştir.

Diğer taraftan, ilgili literatür çalışmalarında genel olarak, kredi derecelendirme eylemlerinden kaynaklı bir etkinin var olup olmadığı, hangi kredi derecelendirme kuruluşu veya derecelendirme eylem türün diğerlerine göre daha etkili olduğu gibi konuların araştırıldığı görülmüştür. Halbuki, Literatürde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Getirilen Eleştiriler bölümünde detaylarına yer verildiği üzere, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının özellikle son dönemlerde yaşanan krizlerin etkisiyle her geçen gün artan yoğunlukta ve suçlamalara kadar varabilen ağırlıktaki eleştirilere maruz kaldığı anlaşılmıştır. Ancak söz konusu eleştirilerin kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal piyasaları etkileme düzeyi ve kredi

derecelendirme eylemlerine karşı yatırımcı tepkilerinin zaman içerisinde ne şekilde değiştiği, dolayısıyla kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinde tarihsel olarak bir değişiklik olup olmadığı hususlarının henüz yeterince araştırma konusu yapılmadığı görülmüştür. Kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisi olması durumunda, bu hususların da araştırılmasının önemli olduğu düşünüldüğünden bahsedilen tüm hususları altında toplayan geniş bir kavram olarak yatırımcı davranışlarının tarihsel olarak etkilenme düzeyindeki değişikliğin araştırılması hususu araştırma hipotezimizin ikinci basamağı olarak belirlenmiştir.

Hipotez 0: Kredi derecelendirme eylemlerinin, TBS’de faaliyet gösteren ve hisse senetleri BİST’te işlem gören 12 bankanın hisse senedi getirisi üzerinde önemli bir etki meydana getirmesi ve tarihsel olarak yatırımcı davranışlarını etkileme düzeyinin değişmesi beklenmemektedir.

Hipotez 1: Kredi derecelendirme eylemlerinin, TBS’de faaliyet gösteren ve hisse senetleri BİST’te işlem gören 12 bankanın hisse senedi getirisi üzerinde önemli bir etki meydana getirmesi ve tarihsel olarak yatırımcı davranışlarını etkileme düzeyinin değişmesi beklenmektedir.

Organize borsalarda işlem gören hisse senetlerinin fiyatları, arz ve talep edilen miktarlar çerçevesinde otomatik sistemler vasıtasıyla, insan müdahalesinden uzak şekilde (bilgi asimetrisinin var olduğu yarı etkin piyasa) oluşmaktadır. Bu kapsamda, araştırma hipotezimizde yer verilen hususlara ilave olarak, literatürde yapılan birçok çalışmada da (Cooper, Groth, & Avera, 1985), (Amihud & Mendelson, 1988), (Datar, Naik, & Radcliffe, 1998) ortaya konduğu üzere, hisse senedi fiyatının (dolayısıyla getirisinin), hisse senedi işlem hacminin bir fonksiyonu olduğu kabul edilmiştir. İlgili bankaların hisse senedi işlem hacimlerindeki değişim oranı ve kredi derecelendirme eylemleri kullanılarak yapılan ilave analizler ile kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi likiditelerine etkisinde zaman içerisinde bir değişiklik olup olmadığı da ayrıca araştırılmıştır.

BÖLÜM 3

KREDİ DERECELENDİRME EYLEMLERİNİN TBS'DE FAALİYET GÖSTEREN BANKALARIN HİSSE SENETLERİNE ETKİSİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Araştırma Hipotezlerinin kurulması bölümünde değinildiği üzere, ulusal ve uluslararası literatürde kredi derecelendirme kuruluşları üzerine birçok araştırma yapılmakla beraber, araştırmaların genel olarak kredi derecelendirme eylemlerinin banka ve şirket hisse senedi fiyatları, getirileri ve likiditeleri üzerinde etkisi olup olmadığı ya da CDS spreadleri gibi farklı bir değişkenle olan etkileşimleri araştırılmıştır. Öte yandan kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal piyasaları etkileme düzeyi ve kredi derecelendirme eylemlerine karşı yatırımcı tepkilerinin zaman içerisinde ne şekilde değiştiği, dolayısıyla kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinde tarihsel olarak bir değişiklik olup olmadığı hususlarının henüz yeterince araştırma konusu yapılmadığı görülmüştür. Kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisi olması durumunda, bu hususların da araştırılmasının önemli olduğu düşünüldüğünden bahsedilen tüm hususları altında toplayan geniş bir kavram olarak yatırımcı davranışlarının tarihsel olarak etkilenme düzeyindeki değişikliğin araştırılması Tarafımızca önemli olarak değerlendirilmiş ve araştırmamız bu kapsamda şekillendirilmiştir.

Açıklanan çerçevede hazırlanan araştırmamız izleyen kısımda; araştırmanın amacı, araştırmanın kapsamı, araştırmanın metodolojisi, araştırma bulguları, araştırma bulgularının değerlendirilmesi ile araştırma sonuçları ve öneriler kısımlarından oluşan altı ana bölümde anlatılmıştır.

3.1. Araştırmanın Amacı

Araştırmamızın amacı, TBS'de faaliyet gösteren ve payları BİST'te işlem gören 12 banka hakkında uluslararası üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu

tarafından gerçekleştirilen kredi derecelendirme eylemlerinin, ilgili bankaların hisse fiyatları üzerindeki etkisi ve bu etkinin zaman içerisinde değişiklik gösterip göstermediğinin dolayısıyla yatırımcı davranışlarında zaman içerisinde değişiklik olup olmadığının ortaya konulmasıdır.

3.2. Araştırmanın Kapsamı

Çalışmamız kapsamında, daha önce Türkiye piyasalarında yapılan araştırmalardan farklı olarak, Türkiye’ye verilen kredi derecelendirme notları ile BİST endekslerinin arasındaki ilişkinin tespiti yerine; TBS’de faaliyet gösteren ve payları BİST’te işlem gören 12 bankaya 2000-2020 yılları arasında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından verilen tüm derecelendirme notları ve bankalara yönelik olarak yaptıkları görünüm açıklamaları, “kredi derecelendirme eylemi” olarak dikkate alınmış ve banka bazlı analiz edilmiştir. Konuya yönelik daha geniş bir bakış açısı ile kredi derecelendirme eylemlerinin banka hisse senedi fiyatı üzerinde etkili olup olmadığı, kredi derecelendirme eylemlerine yatırımcıların verdiği tepkilerde zaman içerisinde bir değişiklik olup olmadığı ve ayrıca kredi derecelendirme eylemlerinin banka hisse senetlerinin likiditesi üzerindeki etkisinde zaman içerisinde bir değişiklik olup olmadığının belirlenmesi gibi farklı sonuçlara ulaşarak; kendilerine getirilen birçok eleştiri ve krizlerdeki tartışmasız rolleri kapsamında kredi derecelendirme kuruluşlarının “fiyasko geçirmez” (Kruck, 2016) özelliklerinin değişikliğe uğrayıp uğramadığının tespit edilmesi amaçlanmıştır.

3.3. Araştırmanın Metodolojisi

Çalışmamız kapsamında kullanılan araştırma metodolojisine ilişkin hususlar; araştırmada kullanılan veri setinin açıklanması, araştırma yönteminin tanımlanarak analizin yapılması, tanımlayıcı istatistiklerin açıklanması ve araştırma kısıtlarının ifade edilmesi bölümlerini içeren toplam dört başlık altında izleyen kısımda yer almaktadır.

3.3.1. Araştırmada Kullanılan Veri Seti

Araştırma kapsamında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından TBS’de faaliyet gösteren ve payları BİST’te işlem gören 12 bankaya yönelik 2000-2020 yılları arasındaki tüm kredi derecelendirme eylemleri² kullanılmıştır. Kredi derecelendirme eylemleri dikkate alınırken Fitch ve S&P tarafından verilen uzun vadeli yerel para birimi cinsinden notlar dikkate alınmış; tarihsel olarak Moody’s tarafından araştırma kapsamındaki bankalara yerel para birimi cinsinden not verilmeye görece oldukça geç başlanması, sonraki dönemde verilen yerel para birimi cinsinden notların, yabancı para birimi cinsinden verilen notlar ile aynı düzeyde olması sebepleriyle Moody’s tarafından verilen notlarda ise uzun vadeli yabancı para cinsinden olanlar dikkate alınmıştır.

Bu analiz kapsamında BİST’te işlem gören 12 banka için toplamda;

- Fitch tarafından; 6 adet yeni not atanması, 53 adet not artırımı, 59 adet not azaltımı, 39 adet negatif görünüm açıklaması, 17 adet negatif izleme açıklaması, 56 adet pozitif görünüm açıklaması, 20 adet pozitif izleme açıklaması ve 160 adet stabil görünüm açıklaması olmak üzere toplam 410 kredi derecelendirme eylemi Fitch’in internet sitesinden (Fitch, 2020);
- Moody’s tarafından; 7 adet yeni not ataması, 11 adet not artırımı, 58 adet not azaltımı, 9 adet negatif görünüm açıklaması, 47 adet negatif izleme açıklaması, 4 adet pozitif izleme açıklaması ve 24 adet stabil görünüm açıklaması olmak üzere toplam 104 adet kredi derecelendirme eylemi Moody’s’in internet sitesinden (Moody’s, 2020),
- S&P tarafından; 1 adet yeni not atama, 16 adet not artırımı, 21 adet not azaltımı, 26 adet negatif görünüm açıklaması, 2 adet negatif izleme açıklaması, 6 adet pozitif görünüm açıklaması ve 31 adet stabil görünüm açıklaması olmak üzere toplam 159 kredi derecelendirme eylemi ise S&P’nin internet sitesinden (S&P, 2020)

² Araştırma Kısıtları bölümünde yer verildiği üzere; model kapsamındaki gerekli gün sayılarına sahip olmayan (ilk derecelendirme tarihinden önce 100 günlük veri bulunmayan ve son derecelendirme tarihinden sonra 40 günlük veri bulunmayan) toplam 5 adet kredi derecelendirme eylemi Fama tek endeksli market modeli kapsamındaki analizlere dahil edilmemiştir.

temin edilmiştir. Bu kapsamda 12 banka için toplam 673 adet kredi derecelendirme eylemi belirlenmiş, her bir kredi derecelendirme eylemi herhangi bir ağırlık atanmaksızın analiz kapsamında eş veri olarak, “kredi derecelendirme eylemi” adı altına dikkate alınmıştır.

Bloomberg veritabanından BİST’te işlem gören bankaların günlük hisse senedi fiyat bilgisi ve günlük işlem hacimleri bilgisi temin edilmiştir. Analiz çerçevesinde kullanılan Fama tek endeksli piyasa modeli kapsamında market getirisini hesaplamak için genel bir endeks olan BİST 100 endeksi verileri de Bloomberg veritabanından temin edilerek dikkate alınmıştır. Hisse senedi fiyat bilgileri ile endeks bilgilerine ilişkin veriler dikkate alınırken analizin daha sağlıklı olması açısından her gün için ayrı ayrı getiri oranları hesaplanmıştır. Bu kapsamda günlük veriler ile bir önceki günün aynı verisi arasındaki fark hesaplanmış, çıkan sonuç yine bir önceki günün verisine oranlanarak; hisse senedi getiri bilgisi, BİST 100 getiri bilgisi ve işlem hacmi değişim bilgisi elde edilmiştir. Analizlerimiz kapsamında kullanılan veri setine ilişkin özet bilgilere Tablo 3.1’ de yer verilmiştir.

3.3.2. Araştırma Yöntemi ve Analiz

Çalışmamızda; BİST’te işlem gören hisse senedi fiyatlarının, kamuya açıklanan yeni bilgilere hızla uyum sağladığı yarı güçlü formdaki etkin piyasa hipotezinin geçerli olduğu bir sermaye piyasasının varlığı varsayımı altında olay analizi (event study) metodolojisi kullanılmıştır. Bu kapsamda 12 bankaya ait veriler aşağıda açıklanan yöntemle ayrı ayrı analiz edilmiş, daha sonra sonuçlar konsolide edilmiştir. Önceki kısımda yer verilen veri seti kullanılarak yapılan olay analizlerinde, ekonometri programlarından RStudio kullanılmıştır.

Dolayısıyla analizlerimiz neticesinde;

- i) kredi derecelendirme eylemlerinin BİST’te işlem gören 12 banka hisse senedi fiyatları üzerinde etkisi olup olmadığı,
- ii) BİST’te işlem gören 12 bankanın yatırımcılarının kredi derecelendirme eylemlerine verdikleri alım/satım etkisinde zaman içerisinde bir değişiklik olup olmadığı ve

- iii) kredi derecelendirme eylemlerinin bahsi geçen hisse senetlerinin likiditesi üzerinde etkisi olup olmadığı ve bu etkide zaman içerisinde bir değişiklik olup olmadığı irdelenmiştir.

Çalışmamız çerçevesinde hesaplanan hisse senedi getirileri ve BİST 100 getirileri verilerinin, öncelikle lineer denklemlerde kullanıma uygun olup olmadığı ayrı ayrı scatterplot analizi ve $\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$ 'nin hisse senedi getirisi üzerinde etkisi olup olmadığı t testi yardımıyla test edilmiştir. Analizler sonucunda lineer denklemlere uygun olduğu anlaşılan verilerin normal dağılıma sahip olup olmadığı modeldeki hataların Q-Q Plot ve histogram yardımı ile ölçülmüş ve verilerin aynı zamanda normal dağılıma benzerlik gösterdiği anlaşılmıştır. Bilindiği üzere hesaplamalarımız günlük veriler üzerinden yapılmış ve veri setinde oldukça büyük sayıda veri kullanılmıştır. Bu kapsamda analiz öncesi veri setinde normal olmayan dağılımlarla karşılaşılması (örneğin; örneklemimizin aşırı kurtuza (*excess kurtosis*) sahip olması) doğaldır. (Cable & Holland, 2000) yapılacak sıkı hesaplamalarla bu sonunun çözülebileceğini, ancak bizim de analizlerimizde yaptığımız gibi verilerin ortalamalarının alınarak analizlerin gerçekleştirilmesinin genel olarak bu sorunu ortan kaldıracağını ifade etmişlerdir (Gropp & Richards, 2001). Bu sebeple literatürde yapılan benzer ampirik araştırmaların büyük kısmında ortalama alma yöntemi kullanılmıştır. Nitekim veri setinin büyüklüğü göz önüne alındığında Merkezi Limit Teoreminin de geçerli olacağı söylenebilecektir. Bu kapsamda, araştırmamızda (Gropp & Richards, 2001) ve (Lobão, Pacheco, & Campos, 2019)'nun çalışmalarına benzer bir yöntem benimsenmiş ve (1) numaralı denklemde açıklanan Fama'nın tek endeksli piyasa modeli kullanılmıştır.

Modeldeki tahmin hataları (ε_{it}) anormal getiri (AR_{it}) olarak dikkate alınmış ve her bir kredi derecelendirme eylemi (i), derecelendirme eyleminin gerçekleştiği gün (t) için aşağıdaki formülle her banka için ayrı ayrı hesaplanmıştır.

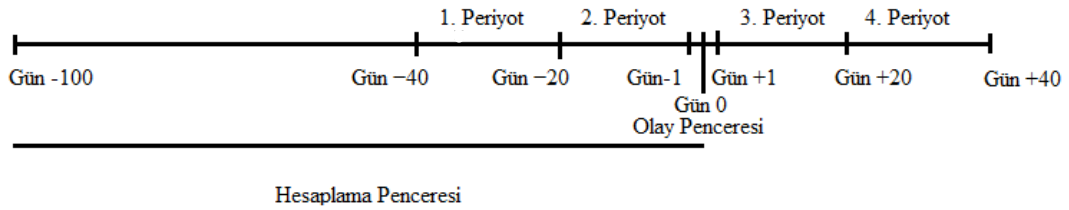
$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (2)$$

R_{it} , (t) olay tarihinde (i) olayını yaşayan banka hisse senetlerinin sürekli bileşik getiri oranını; R_{mt} , (t) olay tarihindeki BİST 100 gösterge endeksinin sürekli bileşik getiri oranını; $\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$, piyasa modeli parametrelerinin en küçük kareler (OLS) tahminleridir. $\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$ değerlerine ilişkin özet verilere Tablo 3.3'te yer verilmiştir.

Kredi derecelendirme eyleminin gerçekleştiği gün “Gün 0”, bir önceki gün “Gün -1” ve bir sonraki gün “Gün +1” olmak üzere bu günleri kapsayan periyot “Olay Penceresi” olarak dikkate alınmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirme eylemini kamuya açıklamadan önce ilgili taraflarla veya ücret ödeyen üyeleri ile paylaşması, kredi derecelendirme eylemlerinin BİST işlemleri kapandıktan sonra açıklanması vb. durumlar göz önüne alınarak olay penceresi olay gününden daha geniş bir zaman dilimini gösterecek şekilde dikkate alınmıştır.

“Gün 0” dan geriye doğru 100 günlük periyot “Hesaplama Penceresi” olarak kullanılmıştır. Kredi derecelendirme eyleminin gerçekleştiği günden geriye doğru 100 günlük veri kullanılarak, anormal getiriler (model hataları) (1) numaralı formül yardımıyla 12 banka için ayrı ayrı hesaplanmıştır.

Şekil 3.1 : Araştırma Kapsamında Kullanılan Dönemler



Analiz yapılırken Şekil 1’de gösterildiği üzere, kredi derecelendirme eyleminden önce iki ve kredi derecelendirme eyleminden sonra iki olmak üzere toplam dört periyot kullanılmıştır. Birinci periyot “Gün -1”den geriye doğru sayılan -20 ve -40’ıncı günler arasını, ikinci periyot “Gün -1”den geriye doğru sayılan -20’nci güne kadarki verileri, üçüncü periyot “Gün +1”den ileriye doğru sayılan +20’nci güne kadar olan verileri, dördüncü periyot ise “Gün +1”den ileriye doğru sayılan +20 ve +40’ıncı günler arasındaki veriler kullanılarak anormal getiriler hesaplanmıştır. Bu kapsamda 12 bankaya ait toplam 673 kredi derecelendirme eylemi baz alınarak, her bir kredi derecelendirme eylemi için 4 periyota dair AR_{it} değerleri hesaplanmış, bu kapsamda toplam 2.692 adet AR_{it} değeri elde edilmiştir.

$$CAR_{bp} = \sum_{k=1}^{20} AR_{ipk}$$

i : (kredi derecelendirme eylemi)

b : (12 banka)

p : (1,2,3,4) (periyot) (2)

Formül (2) yardımı ile banka bazlı anormal getiriler periyotlar itibarıyla kümüle hale getirilerek toplam anormal getiri (CAR_{bp}) verilerine ulaşılmıştır. Bu kapsamda banka bazında her periyot için bir adet olmak üzere dört adet (CAR_{bp}) verisi olmak üzere toplam 48 adet (CAR_{bp}) verisi elde edilmiştir.

Banka bazlı olarak her periyot için hesaplanan (CAR_{bp}) anormal getirileri, formül (3) yardımı ile toplulaştırılarak, tüm bankaların ortalama kümülatif anormal getirilerine ($CAAR_p$) periyotlar itibarıyla ulaşılmıştır.

Bu kapsamda 12 bankaya her periyot için bir adet olmak üzere toplam dört adet ($CAAR_p$) verisi elde edilmiştir.

$$CAAR_p = \frac{1}{12} \sum CAR_{bp}$$

b : (12 banka)

p : (1,2,3,4) (periyot) (3)

Periyotlar itibarıyla (3) numaralı denklem sonucunda elde edilen dört adet ($CAAR_p$) verisi, istatistiki olarak önemlilik düzeyinin ölçülebilmesi için toplam 673 adet kredi derecelendirme eylemi kullanılarak formül (4) kapsamında hesaplanan veriler formül (5) kapsamında %99 güven aralığında 672 (673-1=672) serbestlik derecesi ile, çift kuyruklu olarak hesaplanan t değerleri ile t -testine tabi tutulmuştur.

$$\hat{\sigma}_{AR}^2 = \frac{1}{672} \sum_{i=1}^{672} (AR_{it} - \overline{AR_{it}})^2$$

i : (kredi derecelendirme eylemi)

t : (derecelendirme eylemi günü) (4)

$$t = \frac{CAAR_p}{\sqrt{k} \hat{\sigma}_{AR}}$$

t : (t -testi değeri) (5)

Diğer taraftan üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından gerçekleştirilen kredi derecelendirme eylemlerinin, BİST’te işlem gören 12 bankanın hisse senedi fiyatları üzerindeki etki oranında, yani yatırımcıların kredi derecelendirme notları çerçevesinde verdikleri yatırım kararlarında bir değişiklik olup olmadığının tespit edilebilmesi için, 2000-2020 yılları arasında banka bazlı hesaplanan $(\overline{AR}_{it})$ mutlak değerleri, yıllık olarak konsolide edilerek karşılaştırılmıştır. Belirtilen tarih aralığında bazı bankaların yıl boyunca hiçbir derecelendirme eylemiyle karşılaşmadığı durumlarla karşılaşılmış bu çerçevede, ilgili bankalar ilgili yıllık ortalamaya dahil edilmemiştir.

Son olarak kredi derecelendirme eylemlerinin BİST’te işlem gören 12 banka hisse senedinin likiditeleri üzerindeki etkisinin zaman içerisinde herhangi bir değişikliğe uğrayıp uğramadığının tespit edilebilmesi için banka bazlı günlük hisse senedi işlem hacmi değişimleri ile kredi derecelendirme eylemleri analize tabi tutulmuştur. Bu kapsamda, her kredi derecelendirme eyleminin, Gün -1, Gün 0 ve Gün +1’den oluşan üç günlük “Olay Penceresi” dikkate alınarak, hisse senedi işlem hacimlerindeki üç günlük değişimlerin mutlak değerlerinin ortalaması hesaplanmış ve banka bazında scatterplot grafiği yardımıyla analizi yapılmıştır.

3.3.3. Tanımlayıcı İstatistikler

Detayları Araştırmada Kullanılan Veri Seti bölümünde anlatılan analizlerimiz kapsamında kullanılan veri setine ilişkin özet bilgilere Tablo 3.1’ de yer verilmiştir. Veri setindeki veri sayısının fazla olması örneklem dağılımının normal dağılıma yaklaşmasını sağlamaktadır.

Tablo 3.2’de veri setinde kullanılan değişkenlerin standart sapma ve ortalama bilgilerine, Tablo 3.3’te ise Fama tek endeksli market modeli kapsamında kullanılan RStudio programı ile OLS yöntemi ile hesaplanan $(\hat{\alpha}_i)$ ve $(\hat{\beta}_i)$ verilerine ilişkin banka bazında özet verilere yer verilmiştir. $(\hat{\alpha}_i)$ ve $(\hat{\beta}_i)$ değerlerine ilişkin analiz sonuçları incelendiğinde;

- i) $(\hat{\alpha}_i)$ (intercept) tahmin değerlerinin sifıra yakınsadığı, t ve $\Pr(>|t|)$ değerlerinin de gösterdiği üzere istatistiki olarak önemli olmadığı,

- ii) $(\hat{\beta}_i)$ (coefficient) $\Pr(>|t|)$ değerlerinin $(\hat{\alpha}_i)$ değerlerine göre çok düşük olduğu dolayısıyla istatistiki olarak önemli olduğu,
- iii) Bu iki sonuç neticesinde Formül (2)'de kullanılan, R_{it} değerlerinin hesaplanmasında R_{mt} değerlerinin kullanılmasının istatistiki olarak anlamlı olduğu sonuçlarına ulaşılmaktadır.



Tablo 3.1 : Araştırmada Kullanılan Veri Setine İlişkin Bilgiler

Banka Adı	Veri Başlangıç Tarihi	HS Getiri Bilgisi Adedi	BİST 100 Getiri Bilgisi Adedi	İşlem Hacmi Değişim Bilgisi Adedi	Fitch Derecelendirme Bilgisi Adedi	Moody's Derecelendirme Bilgisi Adedi	S&P Derecelendirme Bilgisi Adedi
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	10.05.2007	3.258	3.258	3.258	25	17	0
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	21.11.2005	3.620	3.620	3.620	24	13	20
Akbank T.A.Ş.	05.01.2000	5.003	5.003	5.003	41	20	3
Şekerbank T.A.Ş.	05.01.2000	5.003	5.003	5.003	23	13	0
Türkiye İş Bankası A.Ş.	05.01.2000	5.003	5.003	5.003	38	17	30
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	05.01.2000	5.003	5.003	5.003	55	29	17
ICBC Turkey Bank A.Ş.	05.01.2000	5.003	5.003	5.003	30	0	0
QNB Finansbank A.Ş.	05.01.2000	5.003	5.003	5.003	50	21	0
Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	05.01.2000	5.003	5.003	5.003	47	17	26
Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.	05.01.2000	5.003	5.003	5.003	37	0	0
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	05.01.2000	5.003	5.003	5.003	40	13	0
Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	29.06.2007	3.223	3.223	3.223	0	0	7
TOPLAM		55.128	55.128	55.128	410	160	103

Kaynak: (Bloomberg, 2020), (Fitch, 2020), (Moody's, 2020) ve (S&P, 2020)'den elde edilen bilgilerle yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 3.2 : Araştırmada Kullanılan Veri Setine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler-I

Banka Adı	HS Getiri Bilgisi Ortalama	HS Getiri Bilgisi Standart Sapma	BİST 100 Getiri Bilgisi Ortalama	BİST 100 Getiri Bilgisi Standart Sapma	İşlem Hacmi Değişim Bilgisi Ortalama	İşlem Hacmi Değişim Bilgisi Standart Sapma
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	0,000184108	0,026648888	0,000569256	0,020446846	0,11557384	0,712672585
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	0,000412584	0,025661523	0,000569256	0,020446846	0,096569553	0,547355043
Akbank T.A.Ş.	0,000778170	0,028016997	0,000569256	0,020446846	0,126526122	0,656698463
Şekerbank T.A.Ş.	0,000783134	0,032850494	0,000569256	0,020446846	0,709859053	9,502817149
Türkiye İş Bankası A.Ş.	0,000624155	0,027968976	0,000569256	0,020446846	0,121454800	0,659939191
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	0,000617795	0,030934629	0,000569256	0,020446846	0,141290030	0,734436217
ICBC Turkey Bank A.Ş.	0,001033110	0,036523376	0,000569256	0,020446846	0,372787611	1,684219410
QNB Finansbank A.Ş.	0,001868096	0,035944382	0,000569256	0,020446846	2,191999790	67,23791632
Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	0,000945766	0,030133926	0,000569256	0,020446846	0,113891914	0,616723380
Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.	0,001302986	0,038279906	0,000569256	0,020446846	2,291554810	40,49385588
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	0,001222355	0,028419226	0,000569256	0,020446846	0,372787611	1,684219410
Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	0,000362802	0,022641459	0,000569256	0,020446846	0,453702285	2,249061501

Tablo 3.3 : Araştırmada Kullanılan Veri Setine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler-II

Banka Adı	$\hat{\alpha}_i$				$\hat{\beta}_i$			
	Tahminler (OLS)	Std. Hata	t değeri	Pr(> t)	Tahminler (OLS)	Std. Hata	t değeri	Pr(> t)
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	-0,00038640	0,0002844	-1,358	0,17400	1,3209613	0,0177627	74,3670	<2e-16
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	-0,00021400	0,0002353	-0,910	0,36300	1,3296603	0,0146086	91,0200	<2e-16
Akbank T.A.Ş.	0,00011180	0,0002107	0,531	0,59600	1,1594778	0,0102996	112,575	<2e-16
Şekerbank T.A.Ş.	0,00028060	0,0003906	0,719	0,47200	0,8668972	0,0190946	45,4000	<2e-16
Türkiye İş Bankası A.Ş.	-0,00004258	0,0002064	-0,206	0,83700	1,1660000	0,01009	115,546	<2e-16
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	-0,00008750	0,0002589	-0,338	0,73500	1,2176537	0,0126643	96,1490	<2e-16
ICBC Turkey Bank A.Ş.	0,00051820	0,0004469	1,159	0,24600	0,8922857	0,0218523	40,8330	<2e-16
QNB Finansbank A.Ş.	0,00140280	0,0004469	3,139	0,00171	0,8327017	0,0218646	38,0850	<2e-16
Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	0,00023620	0,0002280	1,036	0,30000	1,2450877	0,0111571	111,596	<2e-16
Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.	0,00084030	0,0004931	1,704	0,08840	0,7693509	0,0241079	31,9130	<2e-16
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	0,00069950	0,0003096	2,260	0,02390	0,8821434	0,0151366	58,2800	<2e-16
Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	0,00003436	0,0003318	0,104	0,91800	0,783900	0,020680	37,9100	<2e-16

3.3.4. Araştırmanın Kısıtları

Araştırma kapsamında kullanılan hisse senedi fiyat bilgileri ve borsa işlem hacimleri verileri esas olarak 2000 yılı başından itibaren temin edilmiş olup bazı bankaların BİST’te işlem görmeye 2000 yılından sonra başlamış olması banka bazlı veri sayısını azaltmıştır. Diğer taraftan model kapsamındaki gerekli gün sayılarına sahip olmayan (ilk derecelendirme tarihinden önce 100 günlük veri bulunmayan ve son derecelendirme tarihinden sonra 40 günlük veri bulunmayan) toplam 5 adet kredi derecelendirme eylemi Fama tek endeksli market modeli kapsamındaki analizlere dahil edilmemiştir.

Ayrıca her ne kadar kredi derecelendirme kuruluşları kredi derecelendirme notlarını verirken bankaların sadece kredi riskini ölçtüklerini ifade etseler de ilgili kuruluşların kredi derecelendirme metodolojileri kapsamında, bankaların hisse senedi fiyatını etkileyebilecek mali ve mali olmayan neredeyse tüm verileri objektif ve sübjektif kriterler çerçevesinde dikkate almaktadır. Bu sebeple çalışmamız kapsamında çoklu bağlantı problemi ile karşılaşılması için, önceki bölümlerde yer verilen literatür çalışmalarının sonuçları ışığında hisse senedi fiyatlarının doğrudan kredi derecelendirme eylemlerinden etkilendiği varsayımı ile analiz yapılmıştır.

Yatırımcı davranışlarının analizi çerçevesinde dikkate alınması gereken bir husus ise yatırımcı portföyünün zaman içerisinde değişmiş olabileceğidir.

3.4. Araştırma Bulguları

Yapılan analizler sonucunda elde edilen bulgulara aşağıda yer verilmiştir.

Araştırmamız çerçevesinde formül (4) kapsamında hesaplanan ($CAAR_p$) veriler ve formül (5) kapsamında %99 güven aralığında hesaplanan t değerlerine Tablo 3.4’te yer verilmiştir.

Tablo 3.4 : Analiz Sonucunda Ulaşılan Değerler

		673 Adet Kredi Derecelendirme Eyleminin	
Periyotlar	Gün Aralığı	(CAAR _p) Değerleri	t-Değerleri
1. Periyot	-40 ile -20	0,0932967	3,733291
2. Periyot	-20 ile -1	-0,6366427	-2,547542
3. Periyot	+1 ile +20	0,6141567	2,457564
4. Periyot	+20 ile +40	0,04994201	1,998442

Tablo 3.4'te yer verilen t değerleri t -testi sonucunda elde edilen değer olan

$t = \pm 2,33191$

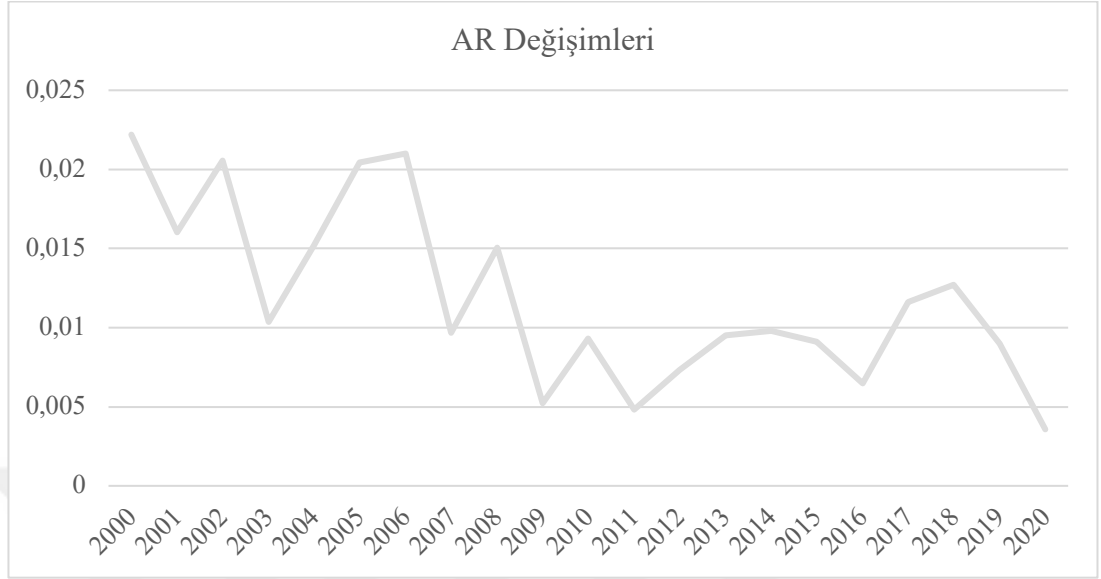
değeri ile karşılaştırılmıştır.

Bulgu 1: Analiz sonuçları çerçevesinde üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından gerçekleştirilen kredi derecelendirme eylemlerinin, BİST'te işlem gören 12 bankanın hisse senedi fiyatları üzerinde 1, 2, ve 3'üncü periyotlarda istatistiki olarak anlamlı bir etkisi olduğu anlaşılmıştır. Dolayısıyla kredi derecelendirme eylemlerinin bir bütün olarak dikkate alındığında, BİST'te işlem gören bankaların hisse senedi fiyatlarına, kredi derecelendirme eyleminin gerçekleştirilmesinden önceki 40 günlük süre (-1 ile -20'nci günler ve -20 ile -40'ıncı günler arasındaki ilk iki periyotta) ve kredi derecelendirme eyleminin gerçekleştirilmesinden sonraki 20 günlük süre (+1 ile +20'nci günler arasındaki 3'üncü periyotta) zarfında etki ettiği, kredi derecelendirme eyleminden sonraki 20 ile 40 gün arasındaki süreçte (+20 ile +40'ıncı günler arasındaki 4'üncü periyotta) ise bir etkiye rastlanmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

Kredi derecelendirme eylemlerine karşı yatırımcıların tepkilerini ölçmeyi amaçlayan 2000-2020 yılları arasında banka bazlı hesaplanan $(\overline{AR}_{it})$ mutlak değerlerinin yıllık olarak konsolide edilmesi sonucu elde edilen grafiğe izleyen kısımda yer verilmiştir (Şekil 3.2).

Bulgu 2: 2000 ve 2020 yılları arasında kredi derecelendirme eylemlerine karşı ortalama anormal getirilerde, yıllar itibarıyla dalgalı bir seyir gözlemlenmekle beraber özellikle 2007-2009 dönemindeki keskin düşüşten sonraki dönemlerde dar bir bant içerisinde hareketine devam ettiği gözlenmiştir.

Şekil 3.2 : Yıllar İtibariyle Yatırımcıların Kredi Derecelendirme Eylemlerine Tepkisindeki Değişim



Son olarak kredi derecelendirme eylemlerinin BİST’te işlem gören 12 banka hisse senedinin likiditeleri üzerindeki etkisinin 2000-2020 yılları arasını kapsayan dönem içerisinde herhangi bir değişikliğe uğrayıp uğramadığının tespit edilebilmesi için yapılan analizler sonucunda elde edilen grafiklere banka bazında Şekil 3.3³’te yer verilmiştir.

Bulgu 3: Söz konusu grafikler incelendiğinde analize tabi tutulan 12 bankadan;

- T. Vakıflar Bankası T.A.O, T. Halk Bankası A.Ş., Akbank T.A.Ş., T. İş Bankası A.Ş., QNB Finansbank A.Ş., T. Garanti Bankası A.Ş., T. Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş., T. Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.’nin önceki dönem derecelendirme eylem dönemleri ile son dönem derecelendirme eylem dönemleri kıyaslandığında; hisse senedi işlem hacimlerindeki değişimin mutlak değerlerinin üç günlük ortalamalarında net bir düşüş olduğu,
- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş., ICBC Turkey Bank A.Ş., Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.’nin önceki dönem derecelendirme eylem dönemleri ile son dönem derecelendirme eylem dönemleri kıyaslandığında; hisse senedi işlem

³ Araştırmanın Kısıtları bölümünde yer verilen ve araştırmamız çerçevesinde kurulan Fama tek endeksli market modeli kapsamındaki gerekli gün sayılarına sahip olmadığı için model kapsamındaki analizlere dahil edilmeyen toplam 5 adet kredi derecelendirme eylemi, grafiklerin oluşturulmasına temel teşkil eden veri setine dahil edilmiş ve toplam 678 kredi derecelendirme eylemi kullanılarak grafikler oluşturulmuştur.

hacimlerindeki değişimin mutlak değerlerinin üç günlük ortalamalarının sabit ve düşüş arasında bir çizgide kaldığı,

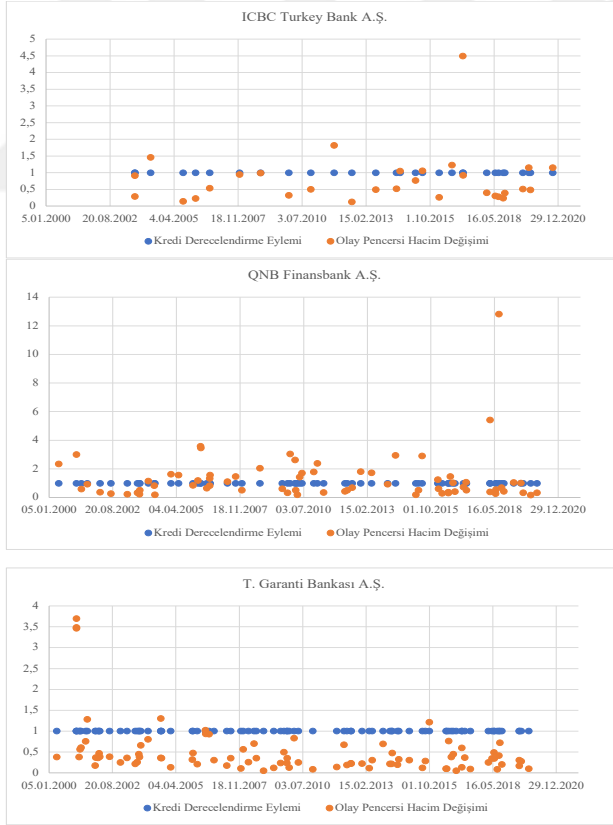
- Şekerbank T.A.Ş.nin önceki dönem derecelendirme eylem dönemleri ile son dönem derecelendirme eylem dönemleri kıyaslandığında ise; hisse senedi işlem hacimlerindeki değişimin mutlak değerlerinin üç günlük ortalamalarının yükseldiğı

gözlemlenmiştir.



Şekil 3.3 : Kredi Derecelendirme Eylemlerinin Banka Hisse Senedi İşlem Hacimlerine Etkisindeki Değişimler (Banka Bazlı)





3.5. Araştırma Bulgularının Değerlendirilmesi

Bulgu 1 kapsamında elde edilen; araştırma dönemlerini kapsayan ilk üç periyotluk zaman diliminde kredi derecelendirme eylemleri ile hisse senedi getirileri arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olması, dördüncü periyotta ise bu ilişkinin tespit edilememesi sonuçları; genel olarak kredi derecelendirme eylemlerinin kamuoyuna açıklanmadan;

- i) piyasa katılımcılarının gecikmeli olarak gelen kredi derecelendirme eyleminden önce borçlulara ilişkin iyileşme/kötüleşme konularında bilgi edinebilmesi,
- ii) kredi derecelendirme kuruluşları tarafından olası not indirim ve artırımlarına yönelik izleme ve görünüm açıklamalarının derecelendirme eyleminden daha önce kamuya açıklanması,
- iii) yine kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları bazı genel nitelikli açıklamalarda verdikleri sinyallerin piyasa katılımcıları tarafından yorumlanması sebepleriyle

piyasalarda fiyatlandığına ve fiyatlamının bir süre sonra sona erdiğine işaret etmektedir. Analiz sonuçlarımız yöntem olarak farklılık göstermekle beraber (Gropp & Richards, 2001), (Lobão, Pacheco, & Campos, 2019) ve (Even-Tov & Ozel, 2021) çalışmalarının sonuçlarıyla kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi getirilerini etkileme sonuçları kapsamında tutarlılık göstermektedir. Analizlerimiz kapsamında yer alan bankalar hakkında kredi derecelendirme kuruluşları tarafından gerçekleştirilen kredi derecelendirme eylemlerinin Türkiye hakkında gerçekleştirilen kredi derecelendirme eylemleriyle paralellik arz etmesi sebebiyle bahsedilen araştırma sonuçları; Türkiye hakkında gerçekleştirilen derecelendirme eylemlerinin BİST endeksleri üzerindeki etkisini araştıran çalışmalar olan (Yıldırım, Yıldız, & Aydemir, 2018), (Kuzu, 2019), (Pirgaip, 2017), (Korkmaz, Yaman, & Metin, 2017), (Çağlak, Küçükşahin, & Kahraman, 2018)'in çalışmalarının sonuçlarını da genel olarak desteklemektedir.

Bulgu 2 kapsamında elde edilen; kredi derecelendirme eylemlerinin gerçekleştirildiği dönemlerde hesaplanan ortalama anormal getirilerde zaman içerisinde azalma olması hususu,

- i) kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki göreceli etkisinin zaman içerisinde azaldığına,
- ii) TBS’de faaliyet gösteren ve payları BİST’te işlem gören bankaların yatırımcılarının, kredi derecelendirme eylemlerine verdikleri tepkilerde zaman içerisinde bir azalış yaşandığına,

işaret etmektedir.

Bulgu 3 kapsamında elde edilen; bankalar hakkında gerçekleştirilen önceki dönem derecelendirme eylemleri ile son dönem derecelendirme eylemleri dönemleri karşılaştırıldığında; hisse senedi işlem hacimleri değişimlerinin mutlak değerlerinin üç günlük ortalamalarında 8 bankada net, 3 bankada göreceli düşüş ve 1 bankada artış gözlemlenmesi hususu;

- i) kredi derecelendirme kuruluşlarının BİST’te işlem gören bankalar hakkında gerçekleştirdikleri kredi derecelendirme eylemlerinin yatırımcı davranışlarındaki etkilerine paralel olarak hisse senedi işlem hacimleri üzerindeki etkisinin yani likidite üzerindeki göreceli etkisinin de zaman içerisinde azaldığına

işaret etmektedir. Literatürde yer alan (Cooper, Groth, & Avera, 1985), (Amihud & Mendelson, 1988), (Datar, Naik, & Radcliffe, 1998) gibi çalışmalarda, hisse senedi fiyatının (dolayısıyla getirisinin), hisse senedi işlem hacminin bir fonksiyonu olduğu ortaya konmuş, (Abad, Roblesb, & Cuervo, 2013) ve (Lee, Sapriza, & Wu, 2016) çalışmalarında kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi likiditeleri üzerinden doğrudan etkisi bulunduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Tarafımızca yapılan analizde bu etkinin varlığı veri olarak kabul edilmiş ve etki üzerindeki değişim araştırılmıştır. Dolayısıyla çalışmamız konu olarak, literatür çalışmalarından ayrılmaktadır.

3.6. Araştırmanın Sonuçları ve Öneriler

Ulusal ve uluslararası literatürde kredi derecelendirme kuruluşları üzerine birçok araştırma yapılmakla beraber, araştırmaların genel olarak kredi derecelendirme eylemlerinin banka ve şirket hisse senedi fiyatları, getirileri ve likiditeleri üzerinde etkisi olup olmadığı ya da CDS spreadleri gibi farklı bir değişkenle olan etkileşimleri araştırılmıştır. Öte yandan kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal piyasaları etkileme düzeyi ve kredi derecelendirme eylemlerine karşı yatırımcı tepkilerinin

zaman içerisinde ne şekilde değiştiği, dolayısıyla kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinde tarihsel olarak bir değişiklik olup olmadığı hususlarının henüz yeterince araştırma konusu yapılmadığı görülmüştür. Kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisi olması durumunda, bu hususların da araştırılmasının önemli olduğu düşünüldüğünden bahsedilen tüm hususları altında toplayan geniş bir kavram olarak yatırımcı davranışlarının tarihsel olarak etkilenme düzeyindeki değişikliğin araştırılması Tarafımızca önemli olarak değerlendirilmiş ve araştırmamız bu kapsamda şekillendirilmiştir.

Çalışmamız kapsamında, daha önce Türkiye piyasalarında yapılan araştırmalardan farklı olarak, Türkiye’ye verilen kredi derecelendirme notları ile BİST endekslerinin arasındaki ilişkinin tespiti yerine; TBS’de faaliyet gösteren ve payları BİST’te işlem gören 12 bankaya 2000-2020 yılları arasında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından verilen tüm derecelendirme notları ve bankalara yönelik olarak yaptıkları görünüm açıklamaları, “kredi derecelendirme eylemi” olarak dikkate alınmış ve banka bazlı analiz edilmiştir. Konuya yönelik daha geniş bir bakış açısı ile kredi derecelendirme eylemlerinin banka hisse senedi fiyatı üzerinde etkili olup olmadığı, kredi derecelendirme eylemlerine yatırımcıların verdiği tepkilerde zaman içerisinde bir değişiklik olup olmadığı ve ayrıca kredi derecelendirme eylemlerinin banka hisse senetlerinin likiditesi üzerindeki etkisinde zaman içerisinde bir değişiklik olup olmadığının belirlenmesi gibi farklı sonuçlara ulaşarak; kendilerine getirilen birçok eleştiri ve krizlerdeki tartışmasız rolleri kapsamında kredi derecelendirme kuruluşlarının “fıyasko geçirmez” (Kruck, 2016) özelliklerinin değişikliğe uğrayıp uğramadığı hususları ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Araştırma kapsamında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından TBS’de faaliyet gösteren ve payları BİST’te işlem gören 12 bankaya yönelik 2000-2020 yılları arasındaki tüm kredi derecelendirme eylemleri⁴ kullanılmıştır.

Çalışmamızda; BİST’te işlem gören hisse senedi fiyatlarının, kamuya açıklanan yeni bilgilere hızla uyum sağladığı yarı güçlü formdaki etkin piyasa hipotezinin geçerli olduğu bir sermaye piyasasının varlığı varsayımı altında olay analizi (event study) metodolojisi kullanılmıştır. Bu kapsamda 12 bankaya ait veriler Fama’nın tek endeksli market modeli kapsamında kurulan model yardımıyla RStudio

⁴ Detaylarına Araştırmanın Kısıtları ve Dipnot 2’de yer verilen 5 derecelendirme eylemi hariç.

programı kullanılarak ayrı ayrı analiz edilmiş, daha sonra sonuçlar konsolide edilmiştir. Kredi derecelendirme eylemlerinin BİST’te işlem gören 12 banka hisse senedinin likiditeleri üzerindeki etkisinin zaman içerisinde herhangi bir değişikliğe uğrayıp uğramadığının tespit edilebilmesi için de banka bazlı günlük hisse senedi işlem hacmi değişimleri ile kredi derecelendirme eylemleri analize tabi tutulmuştur.

Yapılan analizler sonucunda ulaşılan bulgular aşağıda özetlenmiştir:

- Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından gerçekleştirilen kredi derecelendirme eylemlerinin, BİST’te işlem gören 12 bankanın hisse senedi fiyatları üzerinde 1, 2, ve 3’üncü periyotlarda istatistiki olarak anlamlı bir etkisi olduğu, 4’üncü periyotta ise böyle bir etkiye rastlanmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu sonuçların; yöntem olarak farklılık göstermekle beraber (Gropp & Richards, 2001), (Lobão, Pacheco, & Campos, 2019) ve (Even-Tov & Ozel, 2021) çalışmalarının sonuçlarıyla kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi getirilerini etkileme sonuçları kapsamında tutarlılık göstermekte, Türkiye hakkında gerçekleştirilen derecelendirme eylemlerinin BİST endeksleri üzerindeki etkisini araştıran çalışmalar olan (Yıldırım, Yıldız, & Aydemir, 2018), (Kuzu, 2019), (Pirgaip, 2017), (Korkmaz, Yaman, & Metin, 2017), (Çağlak, Küçükşahin, & Kahraman, 2018)’ın çalışmalarının sonuçlarını da genel olarak desteklemektedir.
- 2000 ve 2020 yılları arasında kredi derecelendirme eylemlerine karşı ortalama anormal getirilerde, yıllar itibarıyla dalgalı bir seyir gözlemlenmekle beraber özellikle 2007-2009 dönemindeki keskin düşüşten sonraki dönemlerde dar bir bant içerisinde hareketine devam ettiği gözlenmiştir. kredi derecelendirme eylemlerinin gerçekleştirildiği dönemlerde hesaplanan ortalama anormal getirilerde zaman içerisinde azalma olması hususu,
 - i) kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki göreceli etkisinin zaman içerisinde azaldığı,
 - ii) TBS’de faaliyet gösteren ve payları BİST’te işlem gören bankaların yatırımcılarının, kredi derecelendirme eylemlerine verdikleri tepkilerde zaman içerisinde bir azalış yaşandığı

olarak yorumlanmıştır.

- Araştırma konumuz 12 bankanın önceki dönem derecelendirme eylem dönemleri ile son dönem derecelendirme eylem dönemleri kıyaslandığında; hisse senedi işlem hacimlerindeki değişimin mutlak değerlerinin üç günlük ortalamalarında; 8 adedinde net bir düşüş olduğu, 3 adedinde sonuçlarının sabit ve düşüş arasında bir çizgide kaldığı, 1 adedinde ise sonuçların yükseldiği gözlemlenmiştir. Bu kapsamda kredi derecelendirme kuruluşlarının BİST'te işlem gören bankalar hakkında gerçekleştirdikleri kredi derecelendirme eylemlerinin yatırımcı davranışlarındaki etkilerine paralel olarak hisse senedi işlem hacimleri üzerindeki etkisinin yani likidite üzerindeki göreceli etkisinin de zaman içerisinde azaldığı anlaşılmıştır. Literatürde yer alan (Cooper, Groth, & Avera, 1985), (Amihud & Mendelson, 1988), (Datar, Naik, & Radcliffe, 1998) gibi çalışmalarda, hisse senedi fiyatının (dolayısıyla getirisinin), hisse senedi işlem hacminin bir fonksiyonu olduğu ortaya konmuş, (Abad, Roblesb, & Cuervo, 2013) ve (Lee, Sapriz, & Wu, 2016) çalışmalarında kredi derecelendirme eylemlerinin hisse senedi likiditeleri üzerinden doğrudan etkisi bulunduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Tarafımızca yapılan analizde bu etkinin varlığı veri olarak kabul edilmiş ve etki üzerindeki değişim araştırılmıştır. Dolayısıyla çalışmamız konu olarak, literatür çalışmalarından ayrılmaktadır.

Açıklanan analiz sonuçları kapsamında Hipotez 0'ın reddedilmesi gerekmektedir.

Tarafımızca yapılan bu çalışma özellikle BİST'te işlem gören banka hisse senetleri yatırımcılarının tarihsel davranışlarını göstermesi açısından literatürde bir ilk olmuştur. Bu kapsamda sonraki dönemlerde yapılacak benzer çalışmalarla, ülke derecelendirme notlarının endeks üzerindeki etkileri yerine BİST'te işlem gören şirketlere ilişkin şirket veya sektör bazlı olarak analizler yapılabileceği gibi, daha geniş veri setleri üzerinden yapılacak uluslararası piyasalardaki analizlerle kredi derecelendirme eylemlerine karşı küresel yatırımcı davranışındaki değişikliğin ölçülmesi de sağlanabilecektir.

SONUÇ

Kredi derecelendirme kuruluşları kendilerine getirilen bütün eleştirilere rağmen, finansal piyasalardaki yadsınamaz konumları dolayısıyla piyasa oyuncuları tarafından hala yüksek şekilde talep edilen kredi derecelendirme notlarını üretmeye ve bu yolla gelir elde etmeye devam etmektedir.

Literatürde Türkiye ve BİST üzerine yapılan çalışmalar ağırlıklı olarak ülke hakkında gerçekleştirilen kredi derecelendirme eylemi ile endeks getirilerinin karşılaştırılması üzerine kurulu modeller ile yapılmıştır. Çalışmamız kapsamında, daha önce Türkiye piyasalarında yapılan araştırmalardan farklı olarak, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun TBS’de faaliyet gösteren ve payları BİST’te işlem gören 12 banka hakkında 2000-2020 yılları arasında gerçekleştirdiği “kredi derecelendirme eylemleri” banka bazlı analiz edilmiştir. Bu kapsamda, kredi derecelendirme eylemlerinin banka hisse senedi fiyatı üzerinde etkili olup olmadığı, kredi derecelendirme eylemlerine yatırımcıların verdiği tepkilerde zaman içerisinde bir değişiklik olup olmadığı ve ayrıca kredi derecelendirme notlarının banka hisse senetlerinin likiditesi üzerindeki etkisinde zaman içerisinde bir değişiklik olup olmadığının belirlenmesi gibi farklı sonuçlara ulaşarak; kendilerine getirilen birçok eleştiri ve krizlerdeki tartışmasız rolleri kapsamında kredi derecelendirme kuruluşlarının “fiyasko geçirmez” (Kruck, 2016) özelliklerinin değişikliğe uğrayıp uğramadığının tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Tarafımızca yapılan analiz sonuçları da literatür çalışmalarına benzer şekilde kredi derecelendirme eylemleri ile BİST’te işlem gören 12 bankanın hisse senedi getirilerindeki değişimler arasında, çalışmamız kapsamındaki ilk üç periyotluk zaman diliminde istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olduğunu, dördüncü periyotta ise bu ilişkinin tespit edilemediğini göstermiştir. Genel olarak kredi derecelendirme eylemleri kamuoyuna açıklanmadan; piyasa katılımcılarının gecikmeli gelen kredi derecelendirme eyleminden önce borçlulara ilişkin iyileşme/kötüleşme konularında bilgi edinebilmesi, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından olası not indirim ve artırımlarına yönelik izleme ve görünüm açıklamalarının daha önce kamuya açıklanması ve yine kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları bazı genel nitelikli

açıklamalarda verdikleri sinyallerin piyasa katılımcıları tarafından yorumlanması sebepleriyle piyasalarda fiyatlanmaktadır.

Araştırmamızın ikinci aşaması olan yatırımcı davranışları ile kredi derecelendirme eylemleri arasındaki ilişkinin tespit edilebilmesi için 2000-2020 yılları arasında banka bazlı hesaplanan ve daha sonra yıllık olarak konsolide edilen anormal getirilerin, 2007-2009 döneminde yaşadığı keskin düşüşten sonraki dönemlerde dar bir bant içerisinde hareketine devam ettiği gözlenmiştir. Bu durum da TBS’de faaliyet gösteren ve payları BİST’te işlem gören bankaların yatırımcılarının, zaman içerisinde kredi derecelendirme eylemlerine verdikleri tepkilerde bir azalış yaşandığına işaret etmektedir. Analiz sonuçları; kredi derecelendirme eylemlerinin önceki dönemlere nazaran daha düşük oranda fiyatladığı, dolayısıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasaya verdiği bilginin veya kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güvenin oransal olarak görece düştüğü şeklinde yorumlanmıştır.

Buna ilaveten, BİST’te işlem gören 12 bankanın hisse senetlerinin işlem görme hacmindeki günlük değişim ile kredi derecelendirme eylemleri arasındaki ilişkinin zaman içerisinde değişip değişmediği araştırılmıştır. Bu kapsamda, 8 adet bankada net bir düşüş olduğu, 3 adet bankada sonuçların sabit ve düşüş arasında bir çizgide kaldığı, 1 adet bankada ise sonuçların yükseldiği gözlemlenmiştir. Analiz sonuçları, kredi derecelendirme eylemlerine karşı yatırımcıların hisse senedi alım/satım tepkilerinin hacimsel olarak zaman içerisinde azaldığına işaret etmektedir. Bu analiz de daha önce literatürde Türkiye piyasalarında araştırılması yapılmayan bir konu olması nedeniyle yeni bir araştırma alanı olarak ortaya çıkmaktadır.

Söz konusu sonuçlar bir arada değerlendirildiğinde; özellikle 2007-08 küresel finans krizi sonrasında kredi derecelendirme kuruluşlarına getirilen ve her geçen gün artan eleştirilerin, BİST yatırımcılarının kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güvenini azalttığı ve bu durumun yatırımcıların kredi derecelendirme eylemlerine verdikleri alım/satım tepkilerinin önceki dönemlere göre azalmasına sebep olduğu şeklinde yorumlanabilecektir. Diğer bir ihtimal ise, analiz yapılan dönemi kapsayan tarih aralığında özellikle teknolojik alanda yaşanan gelişmeler sayesinde piyasalardaki asimetrik bilgi sorunun azalmasıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasaya sağladığı ilave verilerin de azaldığı ve dolayısıyla kredi derecelendirme kuruluşlarına duyulan ihtiyacın da azalmış olabileceğidir. Her iki sonuçta da kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirme eylemlerinin BİST’te işlem gören bankalara

yatırım yapan yatırımcıların davranışlarını ve hisse senetlerinin likiditelerini eskiye nazaran daha düşük düzeyde etkilediğini göstermektedir.

Yasal düzenlemelerin yüksek kredi derecelendirme notlarına sahip borçlulara yatırım yapılmasını neredeyse zorunlu kıldığı bir ortamda, yatırımcıların kredi derecelendirme notlarına talebini azaltması, kredi derecelendirme sektörünün hızlı bir daralmaya gireceği beklentisinin gerçekçi olmayacağını vurgulamaktadır. Ancak BİST’te işlem gören bankalar örnekleminde görüldüğü üzere, önceki dönemlerde birden fazla kredi derecelendirme kuruluşundan ücret karşılığında kredi derecelendirme notu talep eden borçluların, bu hizmet taleplerini sadece bir adet derecelendirme kuruluşundan sağlamayı yeterli görmeye başlamaları, borçlu davranışlarındaki değişikliği ve kredi derecelendirme notu talebinin yatırımcı yanında borçlu tarafında da azaldığına işaret etmektedir.

Çalışmamız özellikle BİST’te işlem gören banka hisse senetleri yatırımcılarının tarihsel davranışlarını kredi derecelendirme notlarıyla ilişkilendirerek analiz etmesi açısından literatürde bir ilk olmuştur. Bu kapsamda sonraki dönemlerde yapılacak benzer çalışmalarla, ülke derecelendirme notlarının endeks üzerindeki etkileri yerine BİST’te işlem gören şirketlere ilişkin şirket veya sektör bazlı olarak analizler yapılabileceği gibi, daha geniş veri setleri üzerinden yapılacak uluslararası piyasalardaki analizlerle kredi derecelendirme eylemlerine karşı küresel yatırımcı davranışındaki değişikliğin ölçülmesi de sağlanabilecektir.

KAYNAKÇA

- Abad, P., Roblesb, M. D., & Cuervo, G. (2013). *Changes in Corporate Debt Ratings and Stock Liquidity: Evidence from the Spanish Market*. Eylül 2020 tarihinde Universidad Complutense Madrid: <https://eprints.ucm.es/20022/2/1311.pdf> adresinden alındı
- Amihud, Y., Mendelson, H. (1988), Liquidity and Asset Prices: Financial Management Implications, *Financial Management*, 17(1), 5-15.
- Baker, H. K., & Mansi, S. (2002, Kasım/Aralık). Assessing Credit Rating Agencies by Bond Issuers and Institutional Investors. *Journal of Business Finance & Accounting*, 9&10(29), 1367-1398.
- Behr, P. (2008). Bankenkrisen: Die Ratingagenturen. *Springer* 2008.
- BIS. (2001). *Long-term Rating Scales Comparison*. Aralık 2020 tarihinde <https://www.bis.org/bcbs/qis/qisrating.htm> adresinden alındı
- Bolton, P., Freixas, X., & Shapiro, J. (2011, March 5). The Credit Ratings Game. *The Journal of Finance*, 67(1), 85-111.
- Cabel, J. & Holand, K. (2000). Robust vs. OLS estimation of the market model: implications for event studies. *Economic Letters*, 69(3), 385-391.
- Caprio, G., & Arner, D. (2013). *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*. Boston: Academic Press.
- Cengiz, S. (2014). *Die Macht der Ratingagenturen und ihre Rolle bei der Entstehung der Finanzkrise*. Hamburg, Germany: Diplomica Verlag.
- Coffee, J. C. (2006). *Gatekeepers : The Professions and Corporate Governance*. OUP Oxford.
- Cooper, S.K., Groth, J.C., Avera, W.E. (1985). Liquidity, exchange listing, and common stock performance. *Journal of Economics and Business*, 37(1), 19-33.
- 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 Long-Term Perspective*. Kasım 2020 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.
- Çağlak, Emin; Küçükşahin, Habib; Kahraman, İ. Korkmaz (2018). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Not Kararlarının Türkiye Finansal Piyasalarına Etkisi: Borsa İstanbul Sektör Endeksleri Üzerine Bir Uygulama. *Academic Review of Economics and Administrative Sciences*, 11(4), 41-63.
- 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.
- Datar, V.T., Naik, N.Y., Radcliffe, R. (1998). Liquidity and stock returns: An alternative test. *Journal of Financial Markets* 1, 203-219.
- 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.

- EBA. (2006). *Standardised Approach: Mapping of ECAIs' credit assessments to credit quality steps*. Aralık 2020 tarihinde https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/16166/9b891d16-3bf0-4c39-8f6d-82b9cbf49788/4%20Ausust%202006_Mapping.pdf?retry=1 adresinden alındı
- ESMA. (2019). *Report on CRA Market Share Calculation*. (ESMA, Producer) Nisan 2020 tarihinde, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-340_cra_market_share_calculation_2019.pdf adresinden alındı
- Even-Tov, O., Ozel, N.B. (2021). What moves stock prices around credit rating changes? *Review of Accounting Studies*, Ocak 2021 tarihinde, <https://doi.org/10.1007/s11142-020-09573-6> adresinden alındı
- Fama, Eugene F. (1976). *Foundations of Finance*. New York, Basic Books, Inc., Publishers
- Fitch. (2020, Aralık 31). <https://www.fitchratings.com> adresinden alındı
- Fitch. (2020, Haziran 11). *Rating Definitions*. Aralık 2020 tarihinde <https://assets.fitchratings.com/pdf/web/viewer.html?file=/downloadFile/RPT/2020-06/10123698.pdf> adresinden alındı
- Frost, C. A. (2007, Temmuz 01). 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.
- FSB. (2020, Kasım 27). *Financial Stability Board*. <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/market-and-institutional-resilience/post-2008-financial-crisis-reforms/reducing-reliance-on-credit-ratings/> adresinden alındı
- Gavras, P. (2012, Mart). Ratigs Game. *Finance and Development*, 49, 34-38.
- Gropp, R., & Richards, A. J. (2001, Ağustos). *Rating Agency Actions and the Pricing of Debt and Equity of European Banks: What Can We Infer About Private Sector Monitoring of Bank Soundness?* Aralık 2020 tarihinde EBC: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp076.pdf> adresinden alındı
- Gülmez, A., & Gündoğan Gör, H. (2014). Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(4), 65-90.
- Gür, T., & Öztürk, H. (2011). Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler. *Sosyoekonomi*, 2, 69-92.
- Haan, J. d., & Amtenbrink, F. (2011, Ocak). *Credit Rating Agencies*. Aralık 2020 tarihinde De Nederlandsche Bank: <http://ssrn.com/abstract=1950563> adresinden alındı
- Hau, H., Langfield, S., & Marques-Ibanez, D. (2012). Bank Ratings What Determines Their Quality? *European Central Bank Working Paper Series, No 1484*.
- Keskin, D. E., İnan, E. A., Mumcu, M., & Erdönmez, P. (2008, Kasım). 50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği.
- Kılıçaslan, H., & Giter, M. (2016, Ocak 3). Kredi Derecelendirme ve Ortaya Çıkan Sorunlar. *Maliye Araştırmaları Dergisi*, 2, 61-81.
- Kiff, J., Nowak, S., & Schumacher, L. (2012, Ocak 1). *Are Rating Agencies Powerful? An Investigation Into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings*. Aralık 2020 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

- Korkmaz, T., Yaman, S., & Metin, S. (2017, Temmuz). Ülke Kredi Notlarının Pay Getirileri Üzerindeki Etkileri: BİST 30 Endeksi Üzerinde Bir Event Study Analizi. *Sosyal Bilimler Metinleri*(ICOME Özel Sayısı), 171-187.
- Kruck, A. (2016). Ratingfiaskos und Regulierungsdilemma. *Zeitschrift für Politik*, 63(2), 210-225.
- Kuzu, S. (2019). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye İçin Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi Piyasaları Üzerine Etkisi: BIST 100’de Seçili Sektör Endeksleri Üzerine Uygulama. *MAKÜ Uygulamalı Bilimler Dergisi*, 3(1), 155-170.
- Lee, K. Sapriza, H., Wu, Y. (2016). Sovereign debt ratings and stock liquidity around the World, *Journal of Banking and Finance*, 73, 99-112.
- Lobão, J., Pacheco, L., & Campos, S. (2019). Stock price effects of bank rating announcements: An application to European Union countries. *International Journal of Finance and Economics*, 24, 4-19.
- Moody's. (2020, Aralık 31). <https://www.moodys.com> adresinden alındı
- Moody's. (2020, Eylül 30). *Rating Symbols and Definitions*. Aralık 2020 tarihinde <https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodysRatingSymbolsandDefinitions.pdf> adresinden alındı
- Moody's. (2020, Kasım 28). *Moody's Financial Statements*. <https://ir.moodys.com/investor-resources/annual-reports-and-proxy-statements/default.aspx> adresinden alındı
- Nye, R. P. (2014). *Understanding and Managing the Credit Rating Agencies*. Euromoney Books.
- Pagano, M., & Volpin, P. (2010, Nisan). Credit Ratings Failures and Policy Options. *Economic Policy*, 401-431.
- Pirgaip, B. (2017, Nisan). Derecelendirme Notu Değişikliklerinin Borsa İstanbul (BIST) Pay Piyasası’na Etkileri. *Ege Akademik Bakış*, 17(3), 351-367.
- S&P. (2019). *Guide to Credit Rating Essentials*. Aralık 2020 tarihinde https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/guide_to_credit_rating_essentials_digital.pdf adresinden alındı
- S&P. (2020, Aralık 31). <https://www.spglobal.com/> adresinden alındı
- Sandalcılar, A. R., Altınar, 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.
- SEC. (2020, Kasım 28). Retrieved from https://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0000064040&type=&dateb=&owner=exclude&count=40&search_text=
- SEC. (2020). *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. (SEC, Prodükör) Nisan 2020 tarihinde <https://www.sec.gov/files/2019-annual-report-on-nrsros.pdf> adresinden alındı
- 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.
- Sylla, R. (2002). An Historical Primer on The Business of Credit Rating. *Series on Financial Markets and Institutions*, 9, 19-40.

- Tutar, E., Tutar, F., & Eren, M. (2011). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye. *Akademik Bakış*, 25, 1-24.
- 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).
- Yalta, A. T., & Yalta, A. (2018). Are credit rating agencies regionally biased? *Economic Systems*(42), 682-694.
- 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*(109), 9-30.



TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : T.C. GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ

Enstitü : SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Hazırlayanın Adı Soyadı : Bera AKBULUT

Tez Başlığı : Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının
Kredi Derecelendirme Eylemlerinin Hisse
Senetlerine Etkisi: Türk Bankacılık Sektöründe
Faaliyet Gösteren Bankalar Üzerine Bir Araştırma

Savunma Tarihi : 12 / 02 / 2021

Danışmanı : Prof. Dr. İdil KAYA

JÜRİ ÜYELERİ

Unvanı, Adı Soyadı

İmza

Prof. Dr. İdil KAYA

Prof. Dr. Sema ÜLKER

Doç. Dr. Oğuzhan BAHADIR

Prof. Dr. M. Yaman ÖZTEK

Enstitü Müdürü