



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

İşletme Bilim Dalı

**KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ BELİRLEDİĞİ
KREDİ NOTLARI İLE HİSSE SENEDİ GERİ SATIN ALMA
KARARLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ**

Mustafa Çağrı AYKAÇ

Doktora Tezi

Ankara, 2025

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ BELİRLEDİĞİ KREDİ NOTLARI İLE
HİSSE SENEDİ GERİ SATIN ALMA KARARLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Mustafa Çağrı AYKAÇ

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

İşletme Bilim Dalı

Doktora Tezi

Ankara, 2025

KABUL VE ONAY

Mustafa Çağrı AYKAÇ tarafından hazırlanan “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Belirlediği Kredi Notları ile Hisse Senedi Geri Satın Alma Kararları Arasındaki İlişki” başlıklı bu çalışma, 08.12.2025 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Semra KARACAER (Başkan)

Prof. Dr. Burak PİRGAİP (Danışman)

Prof. Dr. Cihan TANRIÖVEN (Üye)

Doç. Dr. Zarife Göknur BÜYÜKKARA (Üye)

Doç. Dr. Burcu DİNÇERGÖK (Üye)

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylım.

Prof. Dr. Uğur ÖMÜRGÖNÜLŞEN

Enstitü Müdürü

YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI

Enstitü tarafından onaylanan lisansüstü tezimin/raporumun tamamını veya herhangi bir kısmını, basılı (kağıt) ve elektronik formatta arşivleme ve aşağıda verilen koşullarla kullanıma açma iznini Hacettepe Üniversitesine verdiğimi bildiririm. Bu izinle Üniversiteye verilen kullanım hakları dışındaki tüm fikri mülkiyet haklarım bende kalacak, tezimin tamamının ya da bir bölümünün gelecekteki çalışmalarda (makale, kitap, lisans ve patent vb.) kullanım hakları bana ait olacaktır.

Tezin kendi orijinal çalışmam olduğunu, başkalarının haklarını ihlal etmediğimi ve tezimin tek yetkili sahibi olduğumu beyan ve taahhüt ederim. Tezimde yer alan telif hakkı bulunan ve sahiplerinden yazılı izin alınarak kullanılması zorunlu metinlerin yazılı izin alınarak kullandığımı ve istenildiğinde suretlerini Üniversiteye teslim etmeyi taahhüt ederim.

Yükseköğretim Kurulu tarafından yayınlanan “**Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge**” kapsamında tezim aşağıda belirtilen koşullar haricince YÖK Ulusal Tez Merkezi / H.Ü. Kütüphaneleri Açık Erişim Sisteminde erişime açılır.

- Enstitü / Fakülte yönetim kurulu kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren 2 yıl ertelenmiştir. ⁽¹⁾
- Enstitü / Fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren ... ay ertelenmiştir. ⁽²⁾
- Tezimle ilgili gizlilik kararı verilmiştir. ⁽³⁾

...../...../.....

Mustafa Çağrı AYKAÇ

¹ “*Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge*”

- (1) *Madde 6. 1. Lisansüstü teze ilgili patent başvurusu yapılması veya patent alma sürecinin devam etmesi durumunda, tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu iki yıl süre ile tezin erişime açılmasının ertelenmesine karar verebilir.*
- (2) *Madde 6. 2. Yeni teknik, materyal ve metotların kullanıldığı, henüz makaleye dönüşmemiş veya patent gibi yöntemlerle korunmamış ve internetten paylaşılması durumunda 3. şahıslara veya kurumlara haksız kazanç imkanı oluşturabilecek bilgi ve bulguları içeren tezler hakkında tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile altı ayı aşmamak üzere tezin erişime açılması engellenebilir.*
- (3) *Madde 7. 1. Ulusal çıkarları veya güvenliği ilgilendiren, emniyet, istihbarat, savunma ve güvenlik, sağlık vb. konulara ilişkin lisansüstü tezlerle ilgili gizlilik kararı, tezin yapıldığı kurum tarafından verilir *. Kurum ve kuruluşlarla yapılan işbirliği protokolü çerçevesinde hazırlanan lisansüstü tezlere ilişkin gizlilik kararı ise, ilgili kurum ve kuruluşun önerisi ile enstitü veya fakültenin uygun görüşü üzerine üniversite yönetim kurulu tarafından verilir. Gizlilik kararı verilen tezler Yükseköğretim Kuruluna bildirilir.*
Madde 7.2. Gizlilik kararı verilen tezler gizlilik süresince enstitü veya fakülte tarafından gizlilik kuralları çerçevesinde muhafaza edilir, gizlilik kararının kaldırılması halinde Tez Otomasyon Sistemine yüklenir

* Tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu tarafından karar verilir.

ETİK BEYAN

Bu çalışmadaki bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, kullandığım verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığımı, yararlandığım kaynaklara bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunduğumu, tezimin kaynak gösterilen durumlar dışında zgn olduğunu, **Prof. Dr. Burak PİRGAİP** danışmanlığında tarafımdan üretildiğini ve Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Yönergesine göre yazıldığını beyan ederim.

Mustafa ağrı AYKAÇ

TEŞEKKÜR

Başta tüm süreç boyunca desteğini hiçbir zaman esirgemeyen tez danışmanım Prof. Dr. Burak PİRGAİP'e özel olarak teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca saygıdeğer jüri üyelerine de teşekkür ederim. Her daim sorunlarımı, sıkıntılarımı ve dertlerimi benimle beraber yaşayan eşim Selin AYKAÇ'a, varlığıyla bile beni mutlu etmeye yeten oğlum Kutay Uras AYKAÇ'a, benimle bu yolu paylaşan oda arkadaşlarım Hatice ÇEVİK'e, İlayda GÖZEL'e, Bahar KARDAŞ'a, Yelda YENEL'e, Rumeysa Tuğçe ARMAN'a ve Mustafa Tarık KILIÇ'a, her zaman desteklerini hissettiğim aile üyelerim Gülçin AYKAÇ'a, Burhan AYKAÇ'a, Zehra Selcen AYKAÇ'a, Ayşe Berceste MERAL'e ve Zeynep Nehir MERAL'e teşekkür ederim.

ÖZET

AYKAÇ, Mustafa Çağrı. *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Belirlediği Kredi Notları ile Hisse Senedi Geri Satın Alma Kararları Arasındaki İlişki*, Doktora Tezi, Ankara, 2025.

Bu çalışma, kredi notları ile şirketlerin pay geri alımı davranışı arasındaki ilişkiyi Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören şirket düzeyindeki veriler üzerinden incelemektedir. 2016–2024 dönemini kapsayan örneklem, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilen ve en az bir kez pay geri alımı gerçekleştirmiş 55 şirketten oluşmakta; finansal veriler ağırlıklı olarak LSEG veri tabanından, kredi derecelendirme verileri ise LSEG, Kamuyu Aydınlatma Platformu ve şirket web sitelerinden derlenmiştir. Pay geri alımı yapma olasılığını analiz etmek için probit ve logit modelleri, geri alımları incelemek için geri alım tutarını bağımlı değişken olarak kullanan EKK (OLS) modelleri oluşturulmuştur. Modellerde yıl ve sektör sabit etkileri dikkate alınmış, hata terimleri şirket düzeyinde ele alınmış ve COVID sonrası dönem (2020–2024) için ayrı alt örneklem analizleri gerçekleştirilmiştir. Elde edilen bulgular, kredi notlarının şirketlerin kâr payı dağıtım davranışları üzerinde kısıtlayıcı bir rol oynadığını göstermektedir. Probit, logit ve EKK tahminlerinin tamamında daha yüksek kredi notuna sahip şirketlerin pay geri alımı yapma olasılığının anlamlı biçimde daha düşük olduğu ve geri alıma yöneldiklerinde varlıklarına oranla daha düşük tutarlarda geri alım gerçekleştirdikleri tespit edilmiştir. Buna karşılık, daha düşük kredi notuna sahip şirketlerin özellikle düşük değerlemeyi telafi etmek, olumsuz piyasa algılarını hafifletmek ve finansal güç mesajı vermek amacıyla pay geri alımını stratejik bir sinyal aracı olarak kullandıkları görülmektedir. Kârlılık ve şirket büyüklüğü geri alım davranışının temel belirleyicileri olarak öne çıkarken, kaldıraç ve nakit varlıkların açıklayıcılığı sınırlı kalmaktadır. Sektör bazlı analizler, kredi notlarıyla pay geri alımı arasındaki negatif ilişkinin büyük ölçüde finans ve imalat sektörlerinde yoğunlaştığını, diğer sektörlerde ise anlamlı bir ilişki gözlenmediğini ortaya koymaktadır. COVID sonrası dönemde kredi notlarının kısıtlayıcı etkisinin güçlenmesi, artan makroekonomik belirsizlikte şirketlerin daha temkinli dağıtım politikaları benimsediğine işaret etmektedir. Genel olarak çalışma, kredi derecelendirme kuruluşlarının yalnızca sermaye maliyeti üzerinden değil, pay geri alımları gibi dağıtım kararları aracılığıyla da şirketlerin finansal politika tercihlerini şekillendiren önemli dışsal kısıtlar sunduğunu ortaya koymaktadır.

Anahtar Sözcükler

Kredi Derecelendirme, Pay Geri Alımları Türkiye, Temettü Politikası, Probit Analizi.

ABSTRACT

AYKAÇ, Mustafa Çağrı. *The Relationship Between Credit Ratings Assigned by Credit Rating Agencies and Stock Buyback Decisions*, Ph. D. Dissertation, Ankara, 2025.

This study examines the relationship between credit ratings and firms' share repurchase behavior using firm-level data for companies listed on Borsa Istanbul (BIST) over 2016–2024. The sample consists of 55 rated firms that have conducted at least one share repurchase; financial data are obtained from the LSEG database, while credit rating information is collected from LSEG, the Public Disclosure Platform and company websites. Probit and logit models are used to estimate the likelihood of repurchase, and OLS regressions with the repurchase amount scaled by total assets as the dependent variable analyze repurchase intensity. All specifications include year and industry fixed effects, with standard errors clustered at the firm level. An additional analysis is conducted for the post-COVID period (2020–2024). Results show that credit ratings play a constraining role in firms' payout policy. Across all probit, logit and OLS estimations, firms with higher credit ratings are less likely to undertake share repurchases and they repurchase smaller amounts relative to their assets. Conversely, firms with lower credit ratings appear to use share repurchases as a signaling tool to offset low valuations, ease negative market perceptions and convey financial strength. Profitability and firm size emerge as the main determinants of repurchase behavior, whereas leverage and cash holdings have limited explanatory power once firm heterogeneity is controlled for. Sector-level analyses reveal that the negative association between credit ratings and repurchases is concentrated in the financial and manufacturing sectors, while no statistically significant relationship is observed in other sectors. The constraining effect of credit ratings is stronger in the post-COVID subsample, indicating that firms adopt more cautious payout policies under heightened macroeconomic uncertainty. Overall, the study shows that credit rating agencies shape firms' financial policy choices not only through the cost of capital but also via distribution decisions such as share repurchases.

Keywords

Credit Ratings, Share Repurchases Türkiye, Payout Policy, Probit Analysis.

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	İ
YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI.....	İİ
ETİK BEYAN.....	İİİ
TEŞEKKÜR	İV
ÖZET.....	V
ABSTRACT	VI
İÇİNDEKİLER	VII
KISALTMALAR DİZİNİ	İX
TABLolar DİZİNİ	X
GİRİŞ	1
1. BÖLÜM PAY GERİ ALIMLARI	5
1.1. PAY GERİ ALIMI NEDİR?.....	10
1.2. PAY GERİ ALIMINDA STRATEJİLER.....	11
1.3. PAY GERİ ALIMININ GENEL ETKİLERİ	15
1.4. HUKUK ÇERÇEVESİNDE PAY GERİ ALIMI.....	17
1.5. VERGİ ÇERÇEVESİNDE PAY GERİ ALIMI.....	17
1.6. PAY GERİ ALIMI İLE SERMAYE YAPISI İLİŞKİSİ.....	18
1.7. PAY GERİ ALIMI İLE YATIRIMCI İLİŞKİSİ	20
1.8. PAY GERİ ALIMI İLE ŞİRKET İTİBARI İLİŞKİSİ	21
1.9. PAY GERİ ALIMININ ZAMANLAMASI.....	23
1.10. PAY GERİ ALIMI İLE KÜRESEL FİNANSAL KRİZLERİN İLİŞKİSİ.....	25
1.11. PAY GERİ ALIMI İLE PARA POLİTİKASI İLİŞKİSİ	26
1.12. PAY GERİ ALIMI İLE BELİRSİZLİK İLİŞKİSİ.....	27
1.13. PAY GERİ ALIMI İLE İLGİLİ TEORİLER	28
2. BÖLÜM KREDİ DERECELENDİRME.....	31
2.1. KREDİ DERECELENDİRME NEDİR?.....	36
2.2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI	37
2.3. KREDİ DERECELENDİRME YÖNTEMLERİ.....	40
2.4. KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI VE ANLAMLARI	43
2.5. KREDİ DERECELENDİRME ŞİRKET PAYLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ..	57

2.6. KREDİ DERECELENDİRMEİNİN YATIRIMCI DAVRANIŞI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	60
2.7. KREDİ DERECELENDİRME İLE ÜLKE EKONOMİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ.....	61
2.8. HUKUK ÇERÇEVESİNDE KREDİ DERECELENDİRME.....	62
2.9. KREDİ DERECELENDİRME İLE ULUSLARARASI YATIRIMLAR ARASINDAKİ İLİŞKİ.....	63
2.10. KREDİ DERECELENDİRME İLE CDS ARASINDAKİ İLİŞKİ	64
2.11. KREDİ DERECELENDİRME VE TÜRKİYE'DEKİ ŞİRKETLER.....	65
2.12. KREDİ DERECELENDİRME İLE İLGİLİ TEORİLER.....	65
3. BÖLÜM PAY GERİ ALIMI VE KREDİ DERECELENDİRME İLİŞKİSİ.....	68
3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....	68
3.2. YÖNTEM.....	69
3.3. ÖRNEKLEM	70
3.4. ARAŞTIRMA MODELİ.....	74
3.4.1. Regresyon Modelleri	76
3.4.1.1. En Küçük Kareler Yöntemi	76
3.4.1.2. Logit Regresyon.....	76
3.4.1.3. Probit Regresyon.....	78
3.5. VERİLERİN ANALİZİ VE BULGULAR	78
3.5.1. Kredi Notlarındaki Değişimin Pay Geri Alımları Üzerindeki Etkisinin Probit Regresyon Yöntemi İle İncelenmesi	78
3.5.2. Kredi Notlarındaki Değişimin Pay Geri Alımları Üzerindeki Etkisinin İstatistiksel Sağlık Testi ve Logit Regresyon Analizi İle İncelenmesi.....	81
3.5.3. Kredi Notlarındaki Değişimin Pay Geri Alımları Üzerindeki Etkisinin En Küçük Kareler Yöntemi İle İncelenmesi	83
3.5.4. Ek Analiz: Endüstri Çeşitliliği	85
4. BÖLÜM TARTIŞMA	89
4.1. ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI.....	91
4.2. GELECEK ÇALIŞMALAR İÇİN ÖNERİLER	92
SONUÇ.....	94
KAYNAKÇA	97
EK1 ORJİNALLİK FORMU	103
EK 2 ETİK KURUL MUAFİYET FORMU (YA DA İZİNİ).....	105

KISALTMALAR DİZİNİ

CDF	Cumulative Distribution Function
CDS	Credit Default Swap
CFO	Chief Financial Officer
COVID	Corona Virus Disease
DD	Defter Değeri
EKK	En Küçük Kareler
JCD	Japanese Credit Rating
LSEG	London Stock Exchange Group
LTD	Limited
PD	Piyasa Değeri
S&P	Standard and Poor's
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TL	Türk Lirası
TTK	Türk Ticaret Kanunu

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 2.1. Moody’s Investor Service Inc. Kredi Derecelendirme Notları ve Anlamları	44
Tablo 2.2. Standards & Poor’s Credit Market Services Kredi Derecelendirme Notları ve Anlamları	47
Tablo 2.3. Fitch Ratings LTD. Kredi Derecelendirme Notları ve Anlamları	49
Tablo 2.4. JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi Kredi Derecelendirme Notları ve Anlamları	52
Tablo 2.5. JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi Ulusal ve Uluslararası Kredi Notu Eşleşmesi	56
Tablo 3.1. Özet İstatistikler.....	71
Tablo 3.2. Değişken Tanımlamaları.....	73
Tablo 3.3. İkili Korelasyonlar	73
Tablo.3.4. Probit Regresyon Sonuçları	78
Tablo 3.5. Logit Regresyon Sonuçları	81
Tablo 3.6. EKK Regresyon Sonuçları.....	84
Tablo 3.7. Ek Regresyon Sonuçları	86

GİRİŞ

Şirketlerin paydaşlarına nakit aktarımı, uzun yıllar boyunca ağırlıklı olarak temettü ödemeleri üzerinden şekillenirken, günümüzde pay geri alımları hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda giderek daha görünür bir politika aracı haline gelmiştir. Pay geri alımı, şirketlerin geçmişte ihraç ettikleri ve hâlihazırda piyasada dolaşımda olan paylarının, mevcut paydaşlardan nakit karşılığında yeniden satın alınması yoluyla gerçekleştirilmekte ve böylece hem tedavüldeki pay sayısını hem de şirketin sermaye yapısını etkileyen önemli bir karar olarak ortaya çıkmaktadır (Dittmar, 2000). Borsadan doğrudan alımlar, çağrı yoluyla belirli bir fiyattan geri alım teklifleri, müzakere yoluyla yapılan işlemler ve sentetik geri alımlar gibi farklı yöntemler, şirketlere hem esneklik hem de stratejik alan açmakta; bu da pay geri alımını, temettüye kıyasla daha opsiyonel ve koşullara duyarlı bir dağıtım aracı haline getirmektedir (Pirgaip ve Karacaer, 2015).

Pay geri alımlarının yaygınlaşmasının ardında, birbirini tamamlayan çok sayıda motivasyon ve finansal teori bulunmaktadır. Şirketler, gelecekteki nakit akışlarının ve kârlılıklarının güçlü olduğuna dair piyasaya mesaj vermek istediklerinde, pay geri alımını bir sinyal mekanizması olarak kullanabilmektedir (Rock, 1986; Bhattacharya, 1979; Miller ve Rock, 1985). Bilgi asimetrisinin yüksek, belirsizliğin ve sistematik riskin arttığı dönemlerde, geri alım duyuruları şirketin finansal sağlığına, nakit yaratma kapasitesine ve yönetimin geleceğe dönük beklentilerine dair pozitif bir işaret olarak algılanabilmektedir. Diğer taraftan, serbest nakit akışının yüksek olduğu durumlarda, yöneticilerin bu fazla kaynağı düşük getirili veya değer yıkıcı projelere yönlendirme riskini azaltmak için, pay geri alımları serbest nakdin hissedarlara aktarımında disipline edici bir araç olarak öne çıkmaktadır (Jensen, 1986; Richardson, 2006). Böylece serbest nakit akışı hipotezi çerçevesinde pay geri alımları, hem ajans maliyetlerini düşürmek hem de nakit fazlasını daha etkin biçimde yönetmek için kullanılabilen bir politika seçeneği haline gelmektedir (Mills ve ark., 2002; Kahle, 2002).

Pay geri alımlarının sermaye yapısı ve vergi boyutu da bu kararın stratejik önemini artırmaktadır. Şirketler, dağıtılabılır nakdi temettü olarak sermayedarlara aktarmak ya da pay geri alımı yoluyla nakit çıkışı yaratmak arasında bir tercih yapmakta; bu tercih, vergi rejimi, hedeflenen sermaye yapısı ve finansal kaldıraç düzeyiyle sıkı biçimde ilişkilidir

(Modigliani ve Miller, 1963; Miller, 1977; DeAngelo ve Masulis, 1980). Özellikle borçla finanse edilen geri alımlarda, artan kaldıraç vergi kalkanı yoluyla firma değerini destekleyebilirken, aşırı borçlanma durumunda finansal sıkıntı riskini de yükseltebilmektedir (Aramonte, 2020). Temettü ve pay geri alımının ikame edilebilirliği, vergi farklılıkları ve gönüllülük ilkesi üzerinden tartışılmakta; bazı piyasalarda pay geri alımlarının, temettüye kıyasla daha avantajlı bir vergi aracı ve daha esnek bir dağıtım kanalı sunduğu görülmektedir (DeAngelo ve DeAngelo, 2000; Bagwell, 1991).

Pay geri alımlarının yatırımcı davranışı, şirket itibarı ve piyasa fiyatlaması üzerindeki etkileri de literatürde kapsamlı biçimde ele alınmaktadır. Geri alım duyuruları sonrasında kısa ve uzun vadeli anormal getirilerin gözlenmesi, söz konusu kararın piyasa tarafından bilgi içeren bir sinyal olarak yorumlandığını; ancak bu etkinin firmaya özgü özelliklere, kurumsal yönetim kalitesine, yatırımcı tabanının bileşimine ve geri alımın gerçekleşme oranına göre farklılaştığını göstermektedir (Ikenberry ve ark., 1995; Brav ve ark., 2005; Billett ve Hui, 2007). Geri alım programlarında açıklanan hedef hacme ne ölçüde ulaşıldığı, şirketin güvenilirliği ve yatırımcı nezdindeki itibarı açısından önem taşımakta; önceki geri alım taahhütlerini yerine getirme performansı, sonraki geri alım duyurularına verilen tepkileri de şekillendirebilmektedir (Stephens ve Weisbach, 1998; Bonaimé, 2010). Ayrıca küresel finansal krizler, para politikası rejimleri ve belirsizlik şokları, pay geri alımlarının hem zamanlamasını hem de hacmini doğrudan etkilemekte; kriz dönemlerinde temettü ödemelerine kıyasla geri alımların daha keskin biçimde kısılması, bu politikanın çevrimsel hassasiyetini ortaya koymaktadır (Floyd ve ark., 2015; Mazur ve ark., 2023; Pirgaip ve Dinçergök, 2019; Elgouacem ve Zago, 2019).

Diğer yandan kredi derecelendirme uygulamaları, şirketlerin temerrüt riskini, borç ödeme kapasitesini ve genel finansal sağlamlığını özetleyen göstergeler olarak modern finansal sistemin vazgeçilmez bir bileşeni haline gelmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları, kendi ölçeklendirme sistemleri aracılığıyla hem şirketlere hem de ülkelere kısa, orta ve uzun vadeli kredi notları vermekte; bu notlar, yatırımcılar açısından önemli bir bilgi ve maliyet sinyali olarak algılanmaktadır (Pirgaip, 2017; Grier ve Katz, 1976; Kisgen, 2006; White, 2013). Kredi notlarındaki değişimler, etkin piyasalar hipotezi çerçevesinde hisse senedi ve tahvil fiyatları üzerinde etkili olabilmekte; özellikle not düşüşlerinin, not artışlarına kıyasla daha güçlü ve asimetrik bir piyasa tepkisi yarattığı sıklıkla

vurgulanmaktadır (Katz, 1974; Hettenhouse ve Sartoris, 1976; Dichev ve Piotroski, 2001; Jorion ve Zhang, 2006). Kredi notu, aynı zamanda şirketlerin borçlanma maliyetleri, sermaye maliyeti ve finansman esnekliği üzerinde belirleyici rol oynamakta; yatırım yapılabilir ve spekülatif not aralıkları arasındaki geçişler, hem sermaye yapısı dinamiklerini hem de yatırımcı tabanının bileşimini etkilemektedir (Graham ve Harvey, 2001; Krichene ve Khoufi, 2016).

Kredi derecelendirme süreçlerinin yatırımcı psikolojisi ve davranışsal önyargılarla ilişkisi, beklenti (prospect) teorisi bağlamında ayrıca önem kazanmaktadır. Yatırımcılar, olumsuz haberlere ve özellikle kredi notu düşüşlerine, benzer büyüklükteki olumlu haberlere kıyasla daha sert tepki verebilmekte; temerrüt ihtimallerini olduğundan yüksek, orta düzey riskleri ise görece düşük ağırlıklandırabilmektedir (Kahneman ve Tversky, 1979; Creihgton ve ark., 2007). Sosyal medya ve diğer iletişim kanalları üzerinden yayılan yorumlar, şirket algısını ve dolayısıyla kredi notu duyurularına verilen piyasa tepkisini şekillendirebilmekte; yatırımcı algısının ölçülmesi, kredi notu değişimlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin daha iyi anlaşılmasına katkı sağlayabilmektedir (Malekpour ve ark., 2024). Böylece kredi derecelendirme ile yatırımcı davranışları arasındaki ilişki, yalnızca rasyonel fiyatlama çerçevesinde değil, aynı zamanda davranışsal finans perspektifinden de ele alınması gereken çok boyutlu bir alan olarak ortaya çıkmaktadır.

Kredi derecelendirme ile pay geri alımı kararları arasındaki etkileşim, teorik olarak güçlü ancak ampirik olarak görece daha az incelenmiş bir kesişim alanı sunmaktadır. Bir yandan borçlanma yoluyla finanse edilen geri alımlar, şirketin kaldıraç oranını ve dolayısıyla kredi notunu olumsuz etkileyebilecek bir risk unsuru taşımakta; diğer yandan güçlü nakit akışı ve temerrüt riskinin düşük olduğu durumlarda, pay geri alımları şirketin finansal esnekliğini ve sermaye yapısı optimizasyonunu destekleyebilmektedir (Modigliani ve Miller, 1958; Modigliani ve Miller, 1963; Miller, 1977; Moser, 2018). Kredi notu düşük olan şirketler için geri alım kararı, hem risk algısını hem de borçlanma maliyetini doğrudan etkileyebileceği için, bu tür firmaların geri alımı bir sinyal aracı olarak kullanma motivasyonu daha güçlü olabilir. Buna karşın, yüksek kredi notlu ve yatırım yapılabilir statüdeki şirketler için geri alım kararları, not düşüşü riskine duyarlı şekilde daha temkinli biçimde şekillenebilir.

Türkiye özelinde bakıldığında hem pay geri alımı hem de kredi derecelendirme uygulamalarının görece geç kurumsallaştığı, ancak son yıllarda hızla önem kazandığı görülmektedir. Pay geri alımlarına ilişkin yasal çerçeve, Türk Ticaret Kanunu'ndaki değişiklikler ve SPK kararlarıyla zaman içinde gevşetilmiş; böylece Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin pay geri alımı yapmaları daha mümkün ve yaygın hale gelmiştir (Resmi Gazete, 2009; Resmi Gazete, 2011). Kredi derecelendirme tarafında ise uluslararası büyük üçlüye ek olarak JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.'nin Türkiye'de geniş bir şirket evrenini derecelendirmesi, yerel şirketler için daha yaygın ve ayrıntılı bir kredi notu veri setinin oluşmasına imkân tanımıştır (Cantor ve Packer, 1996; White, 2013). Buna rağmen, Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda, kredi notları ile pay geri alımı kararlarının birlikte incelendiği çalışmalar oldukça sınırlıdır.

Bu bağlamda, bu tez çalışması pay geri alımları ile kredi derecelendirme olgusunu ortak bir çerçevede ele alarak, şirketlerin sermaye yapısı, piyasa zamanlaması, sinyal mekanizmaları ve yatırımcı davranışları arasındaki ilişkileri ortaya koymayı amaçlamaktadır. Çalışma, Borsa İstanbul'da işlem gören ve kredi derecelendirme kuruluşları tarafından notlanan şirketler üzerinde, kredi notlarının düzeyi ve değişimleri ile pay geri alımı yapma olasılığı ve geri alım hacmi arasındaki ilişkiyi incelemekte; ayrıca bu kararların hisse senedi getirileri, kriz dönemleri, para politikası rejimleri ve belirsizlik ortamıyla etkileşimini değerlendirmektedir. Böylece pay geri alımlarına ilişkin sinyal, serbest nakit akışı, sermaye yapısı ve ikame hipotezlerini; kredi derecelendirme ve beklenti teorisi çerçevesiyle birlikte test ederek, hem ulusal hem de uluslararası literatüre, gelişmekte olan bir piyasadaki kapsamlı ve bütünlük kanıtlar sunulması hedeflenmektedir.

1. BÖLÜM PAY GERİ ALIMLARI

Şirketlerin geçmiş bir tarihte ihraç ettikleri payları halihazırda bulunan ortaklarından geri edinimini ifade eden pay geri alımı işlemleri, günümüzde hemen hemen bütün dünya borsalarında sıkça rastlanan bir yöntem olarak görünmektedir. Bu yöntemlerden en çok tercih edileni ise borsa aracılığıyla gerçekleştirilen pay geri alımı işlemleridir. Borsada gerçekleştirilen pay geri alımı işlemleri arasında en sık rastlanana ise, yatırımcılara belirli bir fiyat üzerinden paylarını satma teklifi sunan, çağrı yöntemi ile geri alımlardır. Yine borsada gerçekleştirilen diğer pay geri alımı işlemleri ise taraflar arasında doğrudan görüşmeyi sağlayan müzakere yoluyla yapılan geri alımlar ve finansal araçlar kullanılarak gerçekleştirilen sentetik geri alımlardır (Pirgaip ve Karacaer, 2015).

Şirketlerin pay geri alımları için bazı motivasyonları bulunmaktadır. Bu motivasyonlardan birisi, pay geri alımı yaparak piyasaya gelecekteki şirket performansının olumlu yönde olacağını piyasaya aktarmaktır (Rock, 1985). Sermaye piyasalarında bulunan sistematik risklerin yüksek olduğu durumlarda şirketlerin piyasaya, işlerin olumlu gittiğine dair mesaj vermesi gerekebilir. Bu durumda şirketler pay geri alımı çağrısında bulunarak piyasaya olumlu sinyaller vermeyi tercih edebilir (Bhattacharya, 1979). Piyasanın çalkantılı hareketlerinin olduğu ve belirsizliğin arttığı dönemlerde, pay geri alım çağrıları şirketin ileriye dönük nakit akışları ve karlılığı hakkında olumlu bir görünüm oluşmasını sağlayabilir (Miller ve Rock, 1985). Bu durumda, pay geri alımlarının şirketlerin gelecekteki durumları hakkında, finansal açıdan daha iyi bir konumda olma isteğini bildiren bir bilgi içerdiğini belirtmek mümkündür.

Bir diğer motivasyon ise, nakdi varlığın yönetilebilir bir yatırım aracına dönüştürülmesidir. Fazla nakit akışının olduğu durumlarda şirketlerin yanlış yatırım kararları verme ihtimali doğar. Hem yanlış yatırımların önüne geçmek hem de nakit rezervlerinin fazla olmasından dolayı oluşan riskleri bertaraf etmek amacıyla şirketler hisse senedi alımına yönelmektedirler (Jensen, 1986). Buradan yola çıkarak, şirketlerin kendi hisselerini pay geri alımı yoluyla edinerek fazla nakit akışından doğan riskleri ve yanlış yatırım kararları verme ihtimallerini bertaraf etmeleri mümkündür.

Pay geri alımları gerçekleştiren şirketlerin sermaye harcamalarında azalma olduğu ve araştırma – geliştirme giderlerinin düştüğü gözlemlenmiştir. Yine bu şirketlerin pay geri alımlarına bağlı olarak nakit rezervlerinin azaldığı da anlaşılmıştır. Buna ek olarak, pay geri alımı yapan şirketlerin pay geri alımı çağrılarında piyasadaki yatırımcıların tepkilerinin, aşırı yatırım yapma riskine sahip olan şirketler için daha fazla olduğu fark edilmiştir (Grullon ve Michaely, 2004).

Motivasyonların yanı sıra pay geri alımlarının altyapısını oluşturan finans teorileri de bulunmaktadır. Bu teorilerden ilki şu şekilde açıklanabilir; tıpkı temettü dağıtım kararlarının şirketler hakkında bilgi içermesi durumu gibi pay geri alımı çağrılarının da şirketler hakkında bilgi içermesi durumu söz konusudur. Temettü dağıtım kararları hakkında birçok teori vardır fakat bu teoriler genellikle temettü dağıtımının şirketin karlılığı üzerinde bir etkisi olup olmadığını inceler. Temettü kararlarının, şirketlerin karlılığı ve değerleri üzerinde etkisi olup olmadığı tartışma konusudur fakat bu kararlar şirketlerin geleceği hakkında bilgi içermektedirler (Lintner, 1956). Temettü kararları, yatırımcıların şirketlerin geleceğine dair fikir edinmesini sağlayabilecek bilgileri barındırabilir (Miller ve Modigliani, 1961). Bu bilgilerin yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkisi olup olmadığı çeşitli çalışmalarda test edilmiş olup, bu çalışmalardan bazılarında bu bilgilerin yatırımcıların yatırım kararları üzerinde bir etkisi olduğu görülmüştür. Temettü kararlarının şirketin geleceği hakkında yatırımcılar için bilgi barındırdığını savunan teoriye, buradan yola çıkarak sinyal teorisi ismi verilmiştir (John ve Williams, 1985).

Tıpkı sinyal teorisindeki temettü kararlarının yatırımcılar için bir bilgi içermesi durumu gibi, pay geri alımlarına ilişkin kararlar ve çağrılar da yatırımcılar için bilgi içerebilir. Bu durumda sinyal teorisi yalnızca temettü dağıtım kararları için değil aynı zamanda pay geri alımlarına ilişkin kararlar ve çağrılar için de geçerli olabilecek bir teoridir (Kahle, 2002).

Sinyal teorisinin pay geri alımlarına ilişkin kararlar için de geçerli olup olmadığına dair yapılan başka çalışmalar da bulunmaktadır. Yapılan bir çalışmada, pay geri alımı çağrısı duyurulduktan hemen sonra elde edilen günlük getirilerin yapılan pay geri alımı miktarıyla pozitif yönlü bir ilişkiye sahip olduğunu ancak, şirketin pay geri alımı çağrısı duyurulmadan önceki üç ayı kapsayan günlük getirileri ile negatif yönlü bir ilişkiye sahip olduğunu göstermiştir (Comment ve Jarrell, 1991). Bir başka çalışmada ise pay geri alımı

çağrısının duyurulması sonrası uzun vadeli şirket performansları incelenmiş olup, çağrıdan sonraki dört yıl boyunca pay geri alımı çağrısı yapan şirketlerin %45,3 oranında getiri elde ettikleri sonucuna ulaşılmıştır (Ikenberry ve ark., 1995).

Pay geri alımlarının altyapısı oluşturan finans teorilerinden bir diğeri ise şu şekilde açıklanabilir; şirketler birçok farklı şekilde gelir elde edebilirler. Bu gelirlerin bir kısmı nakit olarak elde edilirken geri kalan kısmı farklı gelir araçlarıyla elde edilebilir. Şirketlerin gelir elde etme şekillerinden birisi yürüttükleri operasyonel faaliyetler aracılığıyla gelir elde etmesidir. Yine bu operasyonel faaliyetlerden elde edilen gelirin bir kısmı nakit gelirdir. Buna göre; şirketlerin operasyonel faaliyetlerinden elde ettiği gelirden sermaye maliyetinin iskonto edilmesi durumunda geriye kalan nakit kısma serbest nakit akışı denilebilir (Jensen, 1986). Serbest nakit akışları, şirketlerin yaptıkları yatırımlardan elde ettikleri nakdi gelirin sermaye maliyetini aşan kısmı olmalarının yanı sıra şirketler için oldukça önemli finansal kaynaklardır. Bu finansal kaynaklar sayesinde şirketler nakit gelir elde ettikleri operasyonel faaliyetlerini sürdürmek amacıyla aynı operasyonel faaliyetlere yatırım yapabilecekleri gibi, başka yatırımlarını da herhangi bir operasyonel faaliyetten elde ettikleri serbest nakit akışlarından karşılayabilmektedirler (Richardson, 2006). Bütün bunların ötesinde, borsalarda işlem gören şirketler için, serbest nakit akışları da bir gösterge olma niteliğindedir. Yapılan bir çalışmada, şirketlerin elde ettikleri serbest nakit akışlarının, yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkisi olduğu gözlemlenmiştir. Çünkü serbest nakit akışları aynı zamanda şirketin nakit oranını etkilemektedirler ve böylece likidite durumlarını değiştirebilmektedirler. Bu durum şirketlerin finansal durumunu gösteren önemli bir göstergedir.

Serbest nakit akışlarının şirketler için finansal kaynak olması, şirketlerin pay geri alımı çağrısına çıkmalarını kolaylaştırır. Çünkü şirketler pay geri alımı yapabilmek için bir finansal kaynağa ihtiyaç duyarlar. Şirketlerin operasyonel faaliyetlerden elde ettikleri serbest nakit akışlarının, pay geri alımlarında kaynak olarak kullanılması, hissedarlar açısından olumlu bir durum teşkil edeceği için hissedarlar ve yöneticiler arasındaki ihtilafı da ortadan kaldırmaya yardımcı olmaktadır (Kahle, 2002). Bunun yanı sıra, pay geri alımları hissedar açısından vergi avantajı da oluşturabilir. Temettü ödemelerinden önce pay geri alımları aracılığıyla gelir elde etmek, bazı piyasalarda vergi avantajı ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle bazı piyasalarda temettü ödemeleri yerine pay geri alımı

çağrısına çıkmak hem şirket için hem de hissedarlar için avantajlı bir durum oluşturmaktadır (DeAngelo ve DeAngelo, 2000).

Pay geri alımlarının altyapısını oluşturan teorilerden bağımsız olarak, dönemsel şekilde pay geri alımlarının artışını veya azalışını etkileyen başka unsurlar da bulunmaktadır. Bunlardan birisi; şirketlerin, çalışanlarına belirli bir fiyattan hisse senedi alım imkanı sunmasının dönemsel olarak artmasıdır (Strege, 1999). Şirketler, çalışanlarının örgütsel bağlılığını artırmak, onları daha fazla motive etmek, işten ayrılma eğilimlerini azaltmak, gelecekte şirkete başvurma ihtimali olan kişiler için şirketi daha çekici hale getirmek ve finansal sıkıntılarının olduğu dönemlerde ücret ödemeleri yerine ortaklık teklif etme gibi daha birçok amaçla, çalışanlarına şirkete hissedar olma teklifi sunarlar (Demirkan, 1999). Bu tekliflerin belirli dönemler artık gösterdiği görülmektedir. Bu tekliflerin artış gösterdiği dönemler sonrasında ise firmalar zamanında kendilerine hissedar yaptıkları çalışanlarından, hisselerini pay geri alımı yoluyla geri almak isteyebilmektedirler (Kahne, 2002).

Pay geri alımı kararı, pay geri alımı için ayrılan fon tutarı düşünüldüğünde oldukça büyük bir öneme sahiptir. Çünkü pay geri alımı kararı için ayrılan fon, bir başka yatırım aracında kullanılabilir. Her şeyden önce şirket, hisse geri alımı ile onun yerine elde edebileceği faiz getirisi arasında bir tercih yapmak durumundadır. Elbette, şirketin hedeflediği bir sermaye yapısı olabilir. Bu durum da pay geri alımı kararı üzerinde etkiye sahip olabilir. Bir başka etken ise pay geri alımı yapılmadığı takdirde şirketin eldeki kaynağı temettü olarak hissedarlarına dağıtacak olmasıdır. Bu durumda şirket yöneticilerinin pay geri alımı kararı vermeleri daha olasıdır (Dittmar, 2000). Bunun en büyük sebebi bazı piyasalarda pay geri alımı yapmanın temettü dağıtmaya kıyasla daha fazla vergi avantajına sahip olması durumudur (Guay ve Harford, 2000).

Bütün bunların dışında, şirket yöneticilerinin pay geri alımı çağrısında bulunma kararı vermelerindeki en büyük etkenlerden birisi, şirket hisse senetlerinin düşük değerlendirildiğini düşünmeleridir. Bu yaklaşıma göre, şirket hisse senedi fiyatlarının olması gerekenden daha düşük bir fiyata sahip olduğu, şirket yöneticileri tarafından fark edildiğinde pay geri alımı çağrısına çıkmak daha avantajlı olabilir. Bu durum, şirketin hisse senedi fiyatının yükselmesini sağlamaktadır (Manconi ve ark., 2019).

Yatırımcıların ve hissedarların şirket yöneticilerinden beklentisi, şirketin operasyonel faaliyetleri neticesinde elde edilen fazla nakdin boşa harcanmamasıdır. Hissedarlar bu nakdin, tekrar yatırım olarak kullanılmasını, temettü aracılığıyla hissedarlara dağıtılmasını veya pay geri alımı yapılarak kullanılmasını bekleyebilirler. Pay geri alımlarının şirketin hisse senedi fiyatına genellikle yukarı yönlü etkisi olduğu yapılan çeşitli araştırmalarla ortaya koyulmuştur (Manconi, 2015).

Yöneticilerin nakdi iyi yönetmesi beklentisinin pay geri alımı kararıyla karşılanması durumunda, pay geri alımı sonrası şirketin belirli bir süre boyunca hisse senedi fiyatının yükselmesi gerekmektedir. Çünkü bu durumda yönetici, fazla nakdi boşa harcamamıştır. Bunun neticesinde şirket hisse senedinin anormal getiri oluşturması gözlemlenebilir (Brav ve ark., 2000).

Ayrıca, şirketin kurumsal yönetim kalitesi ile pay geri alımı çağrılarının şirketin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi arasında bir ilişki de bulunmaktadır. Özellikle yönetici kadrosunu kontrol altında tutmaya çalışan ve yönetici kadrosuyla sermaye sahipleri arasında çıkar çatışması bulunan şirketlerde, pay geri alımları izleme maliyetleri azaltma amacıyla gerçekleştiriliyorsa, kurumsal yönetim kalitesiyle normalin üstünde getiri arasında negatif yönlü bir ilişkinin bulunması muhtemeldir. Fakat yönetici kadrosuyla sermaye sahipleri arasında çıkar çatışması bulunmayan şirketlerde pay geri alımı gerçekleştirildiğinde, kurumsal yönetim kalitesiyle normalin üstünde getiri arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunması muhtemeldir (Billet ve Hui, 2007).

Bazı piyasalarda çok uzun süredir temettü ödeyen şirketler bulunmaktadır. Bu gibi çok uzun süredir temettü ödeyen şirketler, temettü geliri elde etmek isteyen yatırımcılar tarafından özel olarak tercih edilebilir. Öyle ki, buna benzer şirketlerin hissedarlarının büyük bir çoğunluğu, temettü dağıtılmasını bekleyen yatırımcılardan oluşuyor olabilir. Bu durumda, bu ve buna benzer şirketlerin temettü ödemesi yapmamaları, hisse senedi fiyatlarını büyük ölçüde aşağı yönlü olarak etkileyebilir. Bu gibi durumlarda, bu ve buna benzer şirketler, elde ettikleri fazla nakit akışlarını hem temettü olarak hissedarlarına dağıtabilirler hem de pay geri alımı yoluyla şirkete kazandırabilirler. Avustralya'da yapılan bir çalışma, yatırımcıların hem temettü dağıtımını hem de pay geri alımı çağrılarını şirketten beklediğini göstermiştir (Aharoni ve ark., 2011).

1.1. PAY GERİ ALIMI NEDİR?

Pay geri alımı, şirketlerin piyasada halihazırda bulunan paylarını, yine piyasadan ve şirketin hissedarlarından nakit karşılığında geri satın alarak, şirketlerin piyasaya daha önceden arz ettiği payları azaltıp, şirket hissedarlarına yönelik bir sermaye akış hareketinin gerçekleştirilmesidir (Dittmar, 2000). Şirketler, bu işlemi farklı motivasyonlarla uygulayabilirler. Bu motivasyonlardan bazıları, şirketlerin yeni projeleri veya yatırımları finanse etmek için kullanmayı düşünmedikleri nakitlerini, sermaye yapısını istedikleri hale getirebilmek amacıyla pay geri alımı yaparak pay ve dolayısıyla sermaye yapısı düzenlemesi yolunda kullanmak olabileceği gibi, potansiyel veya mevcut hissedarlara mesaj vermek de olabilir (Elton ve Gruber, 1968).

Şirketler, mevcut veya potansiyel hissedarlarına bir mesaj verme amacıyla pay geri alımı yaptıklarında, bu mesajı farklı yollar üzerinden verebilmektedir. Kimi şirketler, pay geri alımı sonrası hisse başına düşen kazanç ile veya özsermaye karlılığı gibi oranlarla potansiyel veya mevcut hissedarlarına mesaj verirken, kimi şirketlerse sermaye yapılarının pay geri alımı yapmaya elverişli olduğunu gösterme üzerinden bu mesajı verebilmektedir (Elton ve Gruber, 1968).

Pay geri alımı işlemi, gönüllülük esasına dayalı bir işlemdir. Yani şirketler, pay geri alımı yapacakları duyurusunda bulunduktan sonra, mevcut hissedarlar dilerlerse şirketin sunduğu belirli bir fiyat üzerinden pay geri alımı teklifini kabul ederken, bu teklifi kabul etmeyip şirketin hisselerini ellerinde tutma özgürlüğüne sahiplerdir. Hissedarlar açısından pay geri alımı teklifini kabul etmenin de kabul etmemenin de avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Bu avantajlar ve dezavantajların bağlı olduğu en önemli değişken, pay geri alımı sonrası pay geri alımı yapan şirketin paylarının değerindeki değişimdir. Elbette, payları elden çıkartıp nakde çevirmek ve daha iyi yatırım fırsatlarına yönelmek mevcut yatırımcılar ve hissedarlar için bir avantaj olarak kabul edilebilir. Fakat, pay geri alımı sonrası teklifi kabul eden hissedarlar için elden çıkarılan payların değeri, alternatif yatırımların değerinden fazla olduğu takdirde bu teklifi kabul etmek dezavantajlı olacaktır. Tam tersi şekilde ise, pay geri alımı sonrası teklifi kabul etmeyen hissedarlar için elden çıkarılan payların değeri, alternatif yatırımların değerinden az olduğu takdirde bu teklifi kabul etmek avantajlı olacaktır. Fakat bu konuda dikkat

edilmesi gereken bir başka husus, pay geri alımı teklifi sonrası elde edilen nakdin vergisel olarak nasıl bir uygulamaya tabi tutulduğudur (Wang, 2023).

Pay geri alımlarıyla temettü uygulamaları konusu, birbiriyle karşılaştırılan veya birlikte ele alınan konular olabilmektedir. Bunun sebebi, temettü uygulamaları neticesinde de, pay geri alımları neticesinde de mevcut hissedarlara yönelik bir nakit aktarımının söz konusu olmasıdır. Bazı kaynaklarda pay geri alımları, temettü harici nakit aktarımı olarak tanımlanmaktadır (Brav ve ark., 2005). Ancak temettü uygulamalarından farklı olarak pay geri alımları, gönüllülük esasına dayalı ve vergisel olarak değişiklik gösteren bir işlemdir. Pay geri alımları bütün bunların dışında, şirketlerin paylarının önemli bir kısmının belirli kişilerin elinde tutulması sonucunda şirketlerin dışarıdan müdahalelere açık hale gelmesinin de önüne geçebilmektedir. Kısacası, şirketin dışarıdan müdahalelere karşı daha az savunmasız hale gelmesine yardımcı olabilmektedir (Stephens ve Weisbach, 1998).

1.2. PAY GERİ ALIMINDA STRATEJİLER

Pay geri alımı stratejileri, pay geri alımlarının beraberinde getirdiği avantajlarla doğrudan ilişkilidir. Şirketler pay geri alımı sebeplerini, pay geri alımlarının getireceği avantajlara göre belirleyerek en nihayetinde belirli pay geri alım stratejileri oluştururlar. Pay geri alım stratejilerinden birisi, şirketlerin nakit fazlasının nasıl değerlendirileceğine bağlıdır. Bu doğrultuda şirketlerin önünde bazı seçenekler bulunmaktadır. Şirketler, nakit fazlasını yeni projelere ve yatırımlara finansal kaynak olarak kullanabilir. Diğer taraftan bir proje ve yatırım fırsatı olmadığı düşünüldüğü takdirde şirketler, hissedarlarına temettü ödemesi yoluyla ellerinde bulunan fazla nakdi aktarabilirler. Temettü yoluyla hissedarlara elde bulunan fazla nakdi aktarma eyleminin şirketlerin paylarını değerleri üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığı bir tartışma konusudur. Piyasada bilgi asimetrisinin olmadığı, işlem maliyetlerinin bulunmadığı ve bilgiye erişimde herhangi bir kısıtlama durumunun söz konusu olmadığı durumlarda temettü politikalarının, pay değerleri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı savunulmaktadır (Modigliani ve Miller, 1963). Bu durumda pay geri alımı seçeneği ön plana çıkabilmektedir. Çünkü elde bulunan fazla nakit ile temettü dağıtma durumunda vergisel düzenlemelere bağlı olarak ortaya çeşitli maliyetler çıkabilmektedir. Bu konuyu daha açık ifade etmek gerekirse; bir şirketin temettü dağıtımında bulunmak ve pay geri alımı yapmak olarak elinde iki tane seçeneğin

bulunduğu bir örnek oluşturulabilir. Temettü dağıtımı gönüllülük esasına bağlı değildir. Elbette bazı hissedarlar ilgili şirketin sürekli temettü ödemesi yapması sebebiyle o şirketin paylarını elinde bulundurmamak isteyebilir. Fakat bunu istemeyebilecek hissedarlar da şirketin hissedarları arasında bulunabilir. Hisse sahiplerinin isteğine ve tercihinine bağlı olmaksızın, temettü dağıtımını bütün hissedarlara yapar. Pay geri alımlarında ise, şirketler belirli bir fiyat üzerinden hisse sahiplerine ellerinde buldukları hisseleri satma seçeneği sunmaktadır. Böylece, şirket hisselerini ellerinde bulundurmamak isteyen hisse sahipleri pay geri alımı teklifini reddederken, şirket hisselerini ellerinde bulundurmamak istemeyen hisse sahipleri ise pay geri alımı teklifi kabul edebilirler. Nitekim, her iki durumda da şirketten çıkacak nakit miktarı aynı veya benzer miktarlardır. Burada şirketlerin dikkat etmesi gereken husus, pay geri alımı için belirlenecek pay fiyatına dikkat etmektir. Çünkü olması gerekenden daha düşük bir fiyat teklif edildiği takdirde, hisse sahipleri ellerinde buldukları ilgili şirketin paylarını elde tutmak isteyecek ve pay geri alımı teklifini kabul etmeyecektir. Eğer bu gerçekleşirse, pay geri alımı işlemi amacına ulaşamayacaktır. Tersine durumda yani pay fiyatı olması gerekenden daha yüksek bir tutar olarak belirlenirse, bu sefer de bazı hisse sahiplerine yönelik bir servet aktarımı durumu söz konusu olacaktır (Bagwell ve Shoven, 1988). Ayrıca, temettü politikalarının aksine, pay geri alımı işlemi şirketlerin payları üzerinde değer açısından bir etkiye sahip olabilmektedir. Bu durum göz önünde bulundurulduğunda, şirketlerin pay geri alım stratejilerinden birisi, şirketlerin ellerinde bulunan fazla nakdi değerlendirme stratejisidir (Bagwell, 1992).

Bir diğer pay geri alımı stratejisi ise şirketlerin pay değerleriyle açıklanabilir. Eğer bir şirketin pay değeri, şirket yöneticilerince olması gerekenden daha düşük bir fiyatla değerlendirilmiş ise, şirket yöneticileri pay geri alımı işlemini uygulayabilirler. Şirketlerin pay fiyatları birçok sebeple olması gereken fiyatın altında bir değere sahip olabilmektedir. Şirket paylarının önemli çoğunlukları belirli hisse sahiplerinin elinde bulunduğu zaman, pay fiyatları aşağı yönlü hareket edebilir. Bu durum, şirketin pay değerinin olması gerekenden daha az bir fiyatla değerlendirilmesine sebep olabilir. Keza, bilgi asimetrisinin söz konusu olduğu durumlarda da şirket paylarının fiyatları olması gerekenden az bir seviyeye düşebilir. Fakat hangi sebeple olursa olsun, bir şirketin pay fiyatının olması gerekenden daha düşük bir seviyede olup olmadığı, çok iyi değerlendirilmesi gereken bir konudur. Çünkü herhangi bir yanlış değerlendirme neticesinde, eğer ki şirket paylarının fiyatları

gerçekten de olması gereken seviyedeysse, bu motivasyonla yapılacak olan pay geri alımları, istenen sonuçları vermeyecek yani şirket paylarının fiyatları yukarı yönlü hareket etmeyecektir. Şirket paylarının fiyatlarının değeri gerçekten de olması gerekenden daha alt bir şekilde değerlendirilse dahi, pay geri alımlarının düşük fiyatlamayı düzeltmesi, uzun vadede gerçekleşebilir. Yine de, şirket paylarının düşük fiyatlanması ve uzun süre geçmesi durumlarında dahi pay geri alımları düşük fiyatlamayı düzeltmeyebilir. Bu duruma getirilebilecek bir açıklama; şirketin düşük defter değerine sahip olması olabilir. Düşük defter değerine sahip olan şirketlere kıyasla, yüksek defter değerine sahip olan şirketlerin, düşük fiyatlamayı düzeltmek amacıyla yaptıkları pay geri alımlarının daha etkili olduğu ortaya konulmuştur. Daha net bir ifadeyle, başarılı olsun veya olmasın, düşük fiyatlamayı düzeltme motivasyonu ile yapılan pay geri alımlarındaki amaç piyasaya, şirketin paylarının olması gerekenden daha düşük bir fiyatla değerlendirildiğinin sinyalini vermektir. Bu stratejiye ise, şirket yönetiminin pay geri alımı zamanını ve pay geri alımı miktarını önceden kendilerinin belirlediği açık piyasa geri alımı denilebilir (Ikenberry ve ark., 1994).

Pay geri alımının motivasyonlarından birisi, bir şirketin paylarının önemli bir kısmının belirli hissedarların elinde bulunması durumunun, şirketi yönetimi tarafından değiştirilmek istenmesidir. Çünkü belirli hissedarların şirketlerin önemli çoğunlukta paylarını ellerinde tutmaları, şirketleri piyasada daha kırılabilir bir hale getirmektedir. Bu durumda yapılacak olan pay geri alımı, belirli bir amaçla yapıldığı için, pay başına ödenmesi planlanan geri alım değeri çok önemli bir hale gelmektedir. Şirketlerin paylarının önemli çoğunluğunu elinde tutan hissedarlar, pay geri alımının gerçekleşmesini istemeyeceği için, pay geri alım fiyatının ya olması gerekenden daha az belirlenmesini, ya da olması gerekenden daha fazla belirlenmesini isteyeceklerdir. Olması gerekenden daha az belirlenmesini istemelerinin sebebi, şirket tarafından gerçekleştirilen pay geri alımının hedefine ulaşamamasıdır. Bu sayede şirketin elindeki pay adedi şirket yönetiminin istediği seviyeye gelemeyecek ve elinde önemli çoğunlukta pay tutan hissedarlar, pay geri alımından daha az etkileneceklerdir. Tam tersi durumda, olması gerekenden daha fazla bir fiyat belirlenmesi durumunda ise, şirketin pay geri alımı miktarı açısından hedefine ulaşsa dahi hem şirkete daha fazla bir maliyet oluşturacak hem de pay geri alımı teklifini kabul etmeyen hissedarlara yönelik bir servet aktarımı gerçekleştirilmiş olacaktır. Her iki durumda da önemli çoğunlukta payı elinde bulunduran

hissedarlar, pay geri alımını gerçekleştiren şirkete zarar vermiş olacaklardır. Bu nedenle ideal pay geri alımı fiyatını belirlemek daha da önemli bir hale gelmektedir (Bagwell, 1992).

Bu doğrultuda, 1981 yılında ilk kez Hollanda usulü açık artırma yönteminin kullanıldığı bir pay geri alımı stratejisi ortaya çıkarılmıştır. Bu yöntemde göre, şirketin pay geri alımında herbir pay için belirlediği fiyat, belirli bir üst sınır olmak şartıyla piyasaya açık artırma şeklinde sunulmuştur. Şirketin paylarını elinde bulunduran hissedarlar, farklı pay geri alımı eylemlerine farklı pay fiyatı teklif ederek, aslında şirketin uygulaması gereken pay geri alımı fiyatını belirlemişlerdir. Böylece, şirket hissedarlarından önemli pay sahiplerinin çıkarından ziyade tüm hissedarların ve firmanın çıkarı ön plana çıkmıştır. Hem pay geri alımı eylemi hedefine ulaşmış hem de servet aktarımı gerçekleşmemiştir. Bu durum, firmanın dışarıdan gelebilecek olan saldırılara karşı daha az savunmasız olmasını sağlamıştır. Ayrıca, açık piyasa geri alımında hissedarlara tek bir fiyat sunularak kabul etme veya kabul etmeme seçeneği sağlanırken, Hollanda usulü açık artırma yönteminde hissedarlara, pay fiyatının belirlenmesi seçeneği de sunulmaktadır. Böylece hissedarlar, pay geri alımı sürecinin içerisinde daha fazla bulunabilmektedir (Bagwell, 1992).

Bir başka pay geri alımı stratejisi ise hızlandırılmış pay geri alımı yöntemidir. Hızlandırılmış pay geri alımı, şirketlerin bir aracı kurum ile anlaşarak pay geri alımı yapması düşüncesi üzerine kurulmuştur. Bu aracı kurumlar genellikle bankalardır. Hızlandırılmış pay geri alımının, açık piyasa geri alımına nazaran daha hızlı olmasının en büyük sebebi, bankaların birincil aracılık ağı gibi ağlar üzerinden hissedarlara ulaşarak pay geri alımı yapılmasına imkan sağlamasıdır. Özellikle bir şirketin önemli çoğunlukta hissedarı olan kurumsal yatırım şirketlerinin ellerinde bulunan payların geri alınması, arada banka gibi bir aracı olduğu takdirde çok daha kolay ve hızlı olmaktadır. Çünkü banka bir teminat aracı rolü üstlenmektedir. Pay geri alımı yapacak olan firma ile aracı kuruluş olan banka ve benzeri kuruluşlar, aralarında forward ve benzeri bir anlaşma yaparak pay geri alımını başlatırlar. Daha sonra banka ve benzeri aracı kuruluş ilk etapta elde ettiği şirket hisselerini direkt olarak pay geri alımı yapan şirkete aktarır ve ödemesini alır. Sonraki aşamada ise banka ve benzeri aracı kuruluş, belirlenen miktara kadarki payları tamamlamak için piyasadaki hissedarlardan payları toplama devam eder. Bir nevi

şirketin daha uzun sürede yapacağı pay geri alımını çok daha kısa bir sürede yapar. Böylece pay geri alımı yapan şirket hem, bazı maliyetlerden, hem insan kaynağından hem de süreden tasarruf etmiş olur. Banka ve benzeri aracı kuruluş ile pay geri alımı yapan şirket arasındaki anlaşma eğer forward ve benzeri bir anlaşma ise, pay geri alımı sonrası payların değeri düştüğünde veya arttığında, kar veya zarar eder (Bargeron ve ark., 2010).

1.3. PAY GERİ ALIMININ GENEL ETKİLERİ

Pay geri alımının ilk ve en temel etkisi, şirketlerin piyasada bulunan paylarının şirketler tarafından geri alınması sonucunda azalmasıdır. Aslında pay geri alımının etkilerinin çoğunluğu, şirketlerin piyasada bulunan paylarının azalması neticesinde ortaya çıkar. Çünkü hisse başına getiri, özsermaye karlılığı gibi oranlarda direkt olarak bir değişim meydana gelmektedir. Elbette, pay geri alımının istenen hedefe ulaşabilmesi için, pay geri alımı teklifinde bulunan şirketlerin tekliflerinin hissedarları tatmin edecek düzeyde olması gerekmektedir. Şirketler genellikle pay başına bir geri alım fiyatı belirlerler ve bu fiyat üzerinden hissedarlarına teklifte bulunurlar (Bagwell, 1992). Bu teklif ise genellikle payların işlem gördükleri fiyatların üzerinde değerlendirilmektedir. Sadece bu nedenden dolayı bile, pay geri alımı sonrası şirketlerin paylarının değerinde değişim meydana gelebilmektedir (Pirgaip ve Dinçergök, 2019).

Pay geri alım işlemlerinde, gösterge oranların dışında, piyasada işlem gören payların işlem fiyatlarının üzerinde bir pay geri alımı fiyatı belirlenmesinden ayrı olarak, şirketlerin payların bir anormal pay değeri görülebilmektedir (Ikenberry ve ark., 1995).

Pay geri alımları genellikle şirketlerin ellerinde bulundurdukları ve bir yatırım veya projeye yatırım yapmak istemedikleri fazla nakit ile finanse edilir. Bu durumda temettü dağıtımını yerine pay geri alımı yapılma durumunun gözlemlendiği durumlar da oluşabilmektedir. Fakat pay geri alımları her zaman şirketlerinde ellerinde bulundurdukları fazla nakitle finanse edilmez. Bazı durumlarda şirketler pay geri alımlarını borçlanma yoluyla finanse edebilmektedir. Pay geri alımı işleminin fazla nakitle finanse edildiği durumda sermaye yapısında farklı bir değişim, borçla finanse edildiği durumda ise sermaye yapısında farklı bir değişim meydana gelmektedir. Bu kısmen, şirketlerin pay geri alımı işlemini hangi motivasyonla gerçekleştirdiği ile alakalıdır. Şirketler, pay gerili alımı işlemini elde bulunan fazla nakitle finanse ettiği

durumda, şirketlerin özsermaye tarafında bir nakit çıkışı gerçekleşmektedir. Bu durum, özsermaye karlılığında bir artış görülmesine neden olabilmektedir (Ikenberry ve ark., 1995).

Pay geri alımının borçlanma yoluyla finanse edildiği durumlarda ise şirketlerin borçları yükselirken, özsermayelerinde bir değişim meydana gelmemektedir. Bu durum, borç ve özsermaye arasında yapılan oranlamaların da değişmesine neden olmaktadır. Borç kısmında meydana gelen artış, kaldıraç oranlarını da artırır. Bu duruma kaldıraçlı pay geri alımı da denilebilir. Kaldıraçlı pay geri alımları, özellikle sermaye yapısını yönetmek açısından geçmişe kıyasla çok daha önemli bir yöntem haline gelmiştir. Sermaye yapısındaki değişimin hedefi de bu anlamda ön plana çıkmaktadır. Eğer ki hedef, kaldıraç oranını artırma şeklindeyse, temettü dağıtımını yapmak veya elde bulunan nakitle pay geri alımında bulunmaktansa borçlanma yoluyla pay geri alımında bulunmak çok daha tercih edilebilir bir seçenek olarak görülmektedir. Temettü dağıtımındansa pay geri alımı tercihinde bulunmak, başlı başına bir sermaye yapısı değişimi meydana getirirken, borçlanma yoluyla pay geri alımı işlemi çok daha büyük bir sermaye yapısı değişimi etkisine sahip olabilmektedir. Özellikle faizlerin düşük olduğu ve borçlanma kanallarının da açık olduğu dönemlerde pay geri alımı işlemleri, borçlanma yoluyla finanse edilmeye daha elverişlidir (Aramonte, 2020).

Pay geri alımlarının bir diğer etkisi ise dolaylı bir etkidir. Bu dolaylı etki kredi derecelendirmeye alakalıdır. Şirketler, tıpkı bilançolarını ve nakit akış tablolarını kamuya açıkladıkları gibi hisse senedi geri alımı kararlarını da açıklarlar. Halihazırda pay geri alımları, bilançoların belirli kalemlerinde de yer almaktadır. Bu durum, şirketlerin borç ve nakit durumlarını da kamuya duyurmaktadır. Böylece şirketlerin pay geri alımlarını, borçlanarak mı yoksa nakit parayla mı gerçekleştirdiklerini de görmek mümkündür. Kredi derecelendirme kuruluşları, pay geri alımlarını borçlanma yoluyla gerçekleştiren şirketlerin kaldıraç oranı yükseleceği için bu şirketlerin kredi notlarını düşürebilmektedir. Ellerinde fazla nakit bulunduğu halde sermaye yapısını değiştirme motivasyonu, borçlanma yoluyla pay geri alımı yapan şirketlerin, her ne kadar finansal olarak daha güçlü görünseler de, kredi notlarının düşürülme ihtimali yine de bulunmaktadır. Fakat, kaldıraç oranı ve borcu fazla olan aynı zamanda nakit tutuşu az

olan şirketlerin borçlanma yoluyla pay geri alımı yapması, kredi notlarının daha yüksek ihtimalle düşürülmesiyle sonuçlanabilmektedir (Moser, 2018).

1.4. HUKUK ÇERÇEVESİNDE PAY GERİ ALIM

1956 yılında çıkarılan 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 329. maddesi gereğince Türkiye'de şirketlerin pay geri alımı yapması yasaklanmıştır (Resmi Gazete, 1956). Ancak bu maddeye rağmen bazı istisnai durumlarda şirketlerin pay geri alımı yapmasına izin verilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 27/748 sayılı kararı ile Türkiye'de ilk kez şirketlerin belirli şartlar altında olmak koşuluyla pay geri alımı yapabilmeleri mümkün kılınmıştır (Resmi Gazete, 2009).

Bu gelişmelerden sonra 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK) yayınlamış ve şirketlerin pay geri alımı yapabilmesinin önü iyice açılmıştır (Resmi Gazete, 2011). Bu tarihten sonra yaşanan gelişmeler ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) aldığı daha sonraki kararlar neticesinde Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlerin pay geri alımı yapması daha da kolaylaştırılmış ve yaygınlaşmıştır.

1.5. VERGİ ÇERÇEVESİNDE PAY GERİ ALIM

Pay geri alımı işlemi, vergisel açıdan borçlanma ile ilişkilendirilebilir. Şirketler, pay geri alımı işlemi borçlanarak gerçekleştirdiklerinde bu durum, vergi avantajı sağlayabilmektedir. Bunun nedeni, şirketlerin borçlanmaları neticesinde katlanmayı kabul ettikleri faiz giderleridir. Faiz giderleri, şirketlerin kasalarından nakit çıkışına neden olacağı için, borçlanmayla gerçekleştirilen pay geri alımları, öz sermayeyle finanse edilen pay geri alımlarına kıyasla şirketin kâr miktarını azaltacak ve daha az vergi ödemesi gerçekleştirmesini sağlayacaktır (Miller, 1977; Graham, 2000).

Şirketlerin pay geri işlemi yerine temettü dağıtım işlemi tercih etmeleri durumunda, temettü dağıtımında bulunan şirketlerin hissedarları isteseler de istemeseler de temettü geliri elde ederler. Bunun neticesinde ise hissedarlar için elde edilen gelirin vergisini ödeme zorunluluğu doğar. Temettü dağıtım kararı alındığında, hissedarlar için temettü geliri elde edip etmemek bir seçenek değildir. Temettü geliri elde etmeyen ve dolayısıyla buradan elde edilen gelirin vergisini ödemek istemeyen hissedarlar için tek seçenek, ellerinde bulundurdukları hisseyi satmak ve şirketlerin hissedarları olmaktan

vazgeçmektir. Tam tersi şekilde ise pay geri alımları işlemlerine iştirak etmek, hissedarların kendi tercihlerine bağlıdır. Bu tercih imkanı, hissedarın vergi ödeme tercihini de belirlemektedir. Vergi yükünü karşılamayı tercih eden hissedarlar, şirketlerin yapmış olduğu pay geri alımı teklifini kabul edebilirlerken, vergi yükünü karşılamak istemeyen hissedarlar, şirketlerin pay geri alımı teklifini değerlendirmeme imkanına sahiptirler. Şirketlerin pay geri alımı teklifini değerlendirmek istemeyen hissedarlar bu kararlarıyla ödeyebilecekleri potansiyel vergiyi daha sonraki bir tarihte ödemek üzere erteleyebilmektedirler. Bu da hissedarların ne zaman vergi ödeyeceklerine kendilerinin karar verme imkanını onlara sunmaktadır (Moser, 2018).

1.6. PAY GERİ ALIMI İLE SERMAYE YAPISI İLİŞKİSİ

Sermaye yapısının daha net bir ifadeyle bir şirketin toplam kaynaklarının ögeleri olan borç ve özsermaye arasında meydana gelen değişim, asimetrik bilginin olmadığı, işlem maliyetinin bulunmadığı ve tam rekabetin olduğu bir piyasada, şirketin gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerini etkilemez. Borçlanma, şirketin finansal kaldıraç oranını artırsa dahi ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde bulunan borcun ağırlığı da borç arttıkça artacağı için, şirketin hisse senedinin betasının finansal kaldıraç oranından dolayı yükselmesi ancak riskin borç verende mi yoksa özsermayeden dolayı şirketin kendisinde mi yoğunlaşacağını etkiler. Bu durum da yeni bir fiyatlanma oluşturacağı için, borç ve özsermaye arasındaki değişim şirketin değerini etkilemeyecektir (Modigliani ve Miller, 1958).

Fakat borcun oluşturduğu faiz ödemeleri, şirketin gider kalemleri arasında yer alacaktır. Böylece borç ve özsermaye arasındaki değişim, şirketin gelecekte elde edeceği gelirlerin karşısına bir gider ekleyecek ve borç arttıkça gider de artacağı için şirketin kâr miktarı etkilenecektir. Borcun geri ödemesinin ve faizinin oluşturduğu gider bu sayede şirketin daha az vergi ödemesini sağlayacak ve borç, şirket için bir vergi kalkanı vazifesi görecektir. O halde borcun getirdiği vergi kalkanı olgusundan dolayı sermaye yapısını oluşturan borç ve özsermaye arasındaki değişim, vergi söz konusu olduğunda firma değeri üzerinde bir etkiye sahip olabilmektedir (Modigliani ve Miller, 1963).

Sermaye yapısını oluşturan borç ve özsermaye ögelerinin arasındaki değişim yani borcun bir diğer deyişle finansal kaldıraç oranının artışı vergi kalkanı oluştursa dahi, sınırsız

borçlanmanın doğurabileceği sorunların etkisi, vergi kalkanının sağlayacağı avantajın etkisinden çok daha büyük olabilir. Bu durumda borç ve özsermaye arasında bir denge olması gerekmektedir (Miller, 1977). Bu dengenin bütün şirketler için geçerli olan genel bir oranı ise bulunmamaktadır. Her şirket yapılan yatırımları, sektörel ve bölgesel vergi durumlarını ve diğer değişkenleri göz önünde bulundurarak kendisi için en iyi borç ve özsermaye dengesini tercih etmelidir (DeAngelo ve Masulis, 1980).

Pay geri alımı işleminin, şirketlerin kasasında bulunan nakitle ya da şirketin borçlanarak elde ettiği kaynakla yapıldığı göz önünde bulundurulduğunda, şirketlerin sermaye yapısını etkileyebileceği düşünülebilir. Özellikle şirketlerin borçlanma yoluyla yaptıkları pay geri alımları doğrudan şirketin finansal kaldıraç oranını değiştirmektedir. O halde şirketin borçlanma yoluyla yapacağı pay geri alımı işlemi, ilgisizlik açısından değerlendirildiğinde şirketlerin değerini etkilemeyecektir (Modigliani ve Miller, 1958).

Fakat pay geri alımı işleminin borçlanma yoluyla gerçekleştirilmesi, şirketin karlılığı üzerinde de bir etkiye sebebiyet verecektir. Bu durumda şirketler, borçlanmadan doğan faiz giderlerini neden göstererek daha az vergi ödeme imkanına sahip olacaklardır. Böylece şirketler pay geri alımı işlemi sayesinde kendilerine bir vergi kalkanı oluşturabileceklerdir. Vergilerin dahil olması neticesinde, sermaye yapısındaki değişimin şirketlerin değerini etkileyebileceği göz önünde bulundurulduğunda pay geri alımı işlemlerinin bu kapsamda şirketlerin değerini etkileyebileceği gözlemlenebilir (Modigliani ve Miller, 1963).

Borçlanarak gerçekleştirilen pay geri alımı işlemleri, şirketlerin sermaye yapısını değiştireceği ve bu durum ödenen vergiyi etkileyeceği için, pay geri alımı işlemini gerçekleştirmek amacıyla borçlanmak avantajlı görünse de, tıpkı diğer işlemler için borçlanmada olduğu gibi şirketlerin borç ve özsermaye arasında denge kurması gerekir. Bir şirketin halka arz olmuş bütün paylarını elinde bulundurması da, bu payların tamamının elinden çıkması da veya bu iki durum arasında değişken bir politikayla hareket etmesi de piyasaya bağlı olacaktır. Şirketin bu durumda halka arz olmuş paylarının ne kadarını geri alım yoluyla edinmesi, dolayısıyla eğer pay geri alımı işlemini borçlanma yoluyla gerçekleştirecekse ne kadar borçlanması gerektiği iyi değerlendirilmeli ve bir denge oluşturulmalıdır. Bu konuda pay geri alımları, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti dengelemesinde kullanılabilir (Miller, 1997; DeAngelo ve Masulis, 1980).

1.7. PAY GERİ ALIMI İLE YATIRIMCI İLİŞKİSİ

Pay geri alımı işlemi, yalnızca şirketleri değil aynı zamanda yatırımcıyı da etkilemektedir. Çünkü pay geri alımı işlemi, piyasaya yönelik bir sinyal içerebilmektedir. Şirketler pay geri alımı işlemlerini paylarının olması gerekenden daha düşük fiyatlandığını yatırımcılara göstermek amacıyla yapabilirler. Bu durum yatırımcı için pay geri alımı işlemi yapan şirketin paylarını elde tutmanın daha avantajlı olabileceği düşüncesine sevk edebilir. Pay geri alımı teklifinin kabul edilmesi veya reddedilerek şirketin payının elde tutulması, ilgili payın yatırımcılarının davranış biçimiyle ilişkilidir. Eğer ki pay geri alımı işlemi yapacak olan şirketin yatırımcılarının çoğunluğu payları, alımları sırasında uzun vadeli yatırım yapma niyetiyle ilgili şirketin paylarını almışlarsa bu durumda pay geri alımı işlemi neticesinde şirketin geri aldığı paylar, istenen hacme ulaşmayacaktır. Pay geri alımı işlemi istenen veya hedeflenen hacme ulaşmadığı takdirde, pay geri alımı işleminin payın fiyatı üzerindeki etkisi çok daha düşük olacaktır. Ancak tam tersi şekilde, pay geri alımı işlemi yapacak olan şirketin yatırımcılarının çoğunluğu, alımları esnasında daha kısa vadeli yatırım yapma niyetiyle ilgili şirketin paylarını almışlarsa, pay geri alımı işlemi istenen veya hedeflenen hacme ulaşmaya daha yakın olacak ve pay geri alımı işleminin payın fiyatı üzerinde bir etkisinin olma ihtimali artacaktır. Pay geri alımı teklifini kabul eden ve payları elinde tutmayan yatırımcı sayısı ne kadar artarsa, ilgili payın fiyatının pay geri alımı işlemi sonrası dönemlerde payın fiyatını etkileme ihtimali de o kadar artar (Ikenberry ve ark., 1995).

Pay geri alımı işleminin pay fiyatı üzerindeki etkisini yatırımcı tutumu etkilemektedir. Diğer bir ifadeyle; pay geri alımı işleminin pay fiyatı üzerindeki etkisini pay geri alımı teklifini kabul etmeyen yatırımcılar belirler. Çünkü pay geri alımı teklifi cazip bir teklif olmak zorundadır. Aksi takdirde ilgili şirketin paylarını elinde bulunduran yatırımcılar pay geri alımı teklifini kabul etmeyecektir. Pay geri alımı teklifinde bulunan şirketin, payın o anki fiyatının üzerinde bir fiyat teklifini yatırımcılara sunmaması durumunda, pay geri alımı işleminin istenen hacme ulaşma ihtimali oldukça düşüktür. Yatırımcıların pay geri alımı teklifini kabul etmeleri için payın piyasadaki fiyatının üzerinde bir fiyatla geri alınımının teklif edilmesi de tek başına yeterli olmayabilir. Pay geri alımı teklifinin hem şirketi olması gerekenden daha büyük bir ödemeye maruz bırakmaması hem de hedeflenen pay geri alımı hacmine ulaşılmasını sağlayacak bir fiyatla yapılması gerekir.

Bu konuda, şirketin pay geri alımı yapmadaki amacı da göz önünde bulundurulabilir. Şirketin pay geri alımı gerçekleştirmekteki amacı, piyasadaki pay fiyatının olması gerektiğinden daha düşük fiyatlandığını yatırımcılara iletmek ve pay fiyatını yukarı çekmek ise daha farklı bir pay geri alımı teklifi sunabilir. Ancak pay geri alımı işleminin tek amacı pay fiyatını yukarı çekmek olmayabilir. Ayrıca yatırımcının da vermesi gereken bir karar bulunmaktadır. Bunun nedeni, pay geri alımı işlemi sonrasında ilgili şirketin pay fiyatı, yatırımcının beklediği seviyeye gelmeyebilir. Her pay geri alımı işlemi sonrası, ilgili şirketin pay fiyatı, pay geri alımı işleminde teklif edilen fiyatın üzerinde bir fiyata sahip olmayabilir. Bu durumda yatırımcı, pay geri alımı işleminde teklif edilen fiyatı kabul ederse avantajlı olacaktır (Bagwell, 1992).

Pay geri alımı işlemi gerçekleştirilmeden önce yatırımcıların şirketin hangi amaçla pay geri alımı yapmayı planladığını irdelemesi faydalı olabilir. Şirketler pay geri alımı işlemlerini, paylarının düşük fiyatlanması nedeniyle yapıyorlarsa, pay geri alımı işlemi için teklif ettikleri pay fiyatını daha yüksek bir fiyatla yatırımcıya sunabilirler. Bu durum yatırımcının irdelemesi gereken bir durumken bunun tam tersi şekilde şirketlerin de yatırımcıların tutumlarını irdelemesi, pay geri alımı işlemlerinin hedeflenen hacme ulaşabilmesi için fayda sağlayabilir. Şirketler, paylarını ellerinde bulduran yatırımcıların payları ellerinde bulundurma amaçlarını, nasıl bir yatırım tutumu içerisinde bulduklarını, vergi tercihlerini ve başka sebepleri varsa bunları incelemelidir. Yatırımcıların amacı uzun vadeli bir getiri elde etmek ise pay geri alımı işleminde şirketin teklifini kabul etmeyebilirler. Ya da yatırımcılar pay geri alımı işlemi sonrasında pay fiyatının yükseleceğini tahmin ediyorlarsa yine pay geri alımı teklifini kabul etmeyebilirler. Yine yatırımcılar, pay geri alımı işlemi sonrası elde edecekleri getirinin vergisine katlanmak konusunda çekimser bir tutum içerisindeyse, pay geri alımı teklifi reddetme ihtimalleri mevcuttur. Bu durumda şirketler, pay geri alımı işleminde hedefledikleri hacme ulaşamayabilirler (Grullon ve Michaely, 2004).

1.8. PAY GERİ ALIMI İLE ŞİRKET İTİBARI İLİŞKİSİ

Şirketlerin itibarlarını etkileyen birçok faktör sıralanabilir. Buradaki itibar kavramı aslında şirketlerin yatırımcılar açısından nasıl algılandığını anlatmayı amaçlar. Bir şirketin düzenli olarak temettü dağıtması, finansal ve kurumsal yapısının sağlam olması, yatırımcılarına iyi fırsatlar sunması, şeffaf hareket edilmesi gibi tutumlar, şirket

tarafından atılan adımların yatırımcılar tarafından daha güvenilir olarak algılanmasını sağlayabilir. Bu durum, pay geri alımları için de geçerli olabilir. Pay geri alımlarının şirketin itibarı üzerindeki etkisi ise, şirketin pay geri alımlarında ulaşmayı hedefledikleri pay geri alımı hacmine, pay geri alımındaki teklif edilen fiyata, pay geri alımı işlemi sonrasında şirket paylarının fiyatlarının gidişatına ve diğer bazı değişkenlere bağlılık gösterebilir. Pay geri alımlarının geçmişten bugüne incelenmesi neticesinde, azımsanamayacak sayıda pay geri alımı işlemlerinin hedeflenen hacme ulaşamadığının görülmesi mümkündür. Şirketler pay geri alımı işlemlerinde hedefledikleri hacme ulaşamadıkları takdirde, pay geri alımı işleminin amacına da ulaşamayabilirler. Eğer bir şirket pay geri alımı işlemi, payları belirli yatırımcılarda çoğunluk olarak toplanmasından dolayı yapmak istemiş ve pay geri alımı işlemi sonrasında bu durumu değiştirme hedefine ulaşamamış olursa, şirketin payları yine belirli yatırımcıların elinde çoğunluk olarak bulunmasından dolayı daha farklı risklere katlanmak zorunda kalmaya devam edebilir (Stephens ve Weisbach, 1998). Pay geri alımı işleminin amacı, piyasaya şirketin paylarının olması gerekenden daha az bir şekilde fiyatlandığını göstermek ise, pay geri alımı işleminin istenen hacim hedefine ulaşamaması durumunda pay geri alımı işlemi sonrası şirketin pay fiyatları halen olması gerekenden daha az bir şekilde fiyatlanmaya devam edecektir (Bagwell ve Shoven, 1988). Keza, pay geri alımı için teklif edilen pay fiyatının doğru ayarlanamaması, yine şirketin hedeflenen pay geri alımı hacmine ulaşamamasıyla sonuçlanabilir (Bagwell, 1992).

Pay geri alımı işleminin şirketin yöneticilerinin istediği şekilde sonuçlanamaması, başka faktörlerle de ilgili olabilir. Fakat hangi faktöre bağlı olursa olsun, pay geri alımı işleminin istenen şekilde sonuçlanamaması çoğunlukla pay geri alımı işleminde hedeflenen pay geri alımı hacmine ulaşamamasıyla alakalıdır. O halde, pay geri alımı işlemi ve şirket itibarı arasındaki ilişki, pay geri alımı işleminde hedeflenen pay geri alımı hacmi üzerinden incelenebilir. Bazı durumlarda şirketler, hedefledikleri pay geri alımı hacimlerini bilerek gerçekleşmesi hedeflenen pay geri alımı hacminin üzerinde açıklayabilir. Bunun gerçekleşmesi için de pay geri alımı işleminde teklif edilen fiyatı, olması gereken pay geri alımı teklif fiyatının altında açıklayabilirler. Bu durum şirketin itibarını, yani yatırımcı tarafından şirketin nasıl algılandığını etkileyebilir. Buradan sonuçla, şirketlerin pay geri alımı işlemlerinde bilerek daha fazla hacim hedefi açıklaması ve daha düşük fiyat teklif etmesi, şirketlerin pay geri alımı işleminde hedefledikleri hacme

ulaşamamasıyla neticeleneceği için yatırımcıların, şirketlerin daha önceki açıkladıkları pay geri alımı hacim hedefine ulaştıkları ya da ulaşmadıkları durumu, yatırımcıların pay geri alımı teklifini kabul etme ya da etmeme kararını etkileyebilir (Bonaimé, 2010).

Yatırımcılar, ellerinde bulundurdıkları şirket paylarını şirketin yaptığı pay geri alımı teklifiyle elden çıkarmaya karar verecekleri zaman, şirketin daha önce yapmış olduğu pay geri alımı tekliflerinde hedeflenen pay geri alım hacmine ulaşma durumunu dikkate alabilirler. Bu durum, şirketlerin pay geri alımı işleminin hedefe ulaşma durumunu etkileyebilir. Öyle ki, şirketlerin daha önceki pay geri alımı tekliflerinin hedefe ulaşma yakınlığındaki artış, bir sonraki pay geri alımı tekliflerinin hedefe ulaşma oranını artırmaktadır. Yani şirketler önceki pay geri alımı tekliflerinde pay geri alımı hedeflerine ne kadar yaklaşırlarsa, bir sonraki pay geri alımı tekliflerinde başarılı olmaya daha çok yaklaşmaktadırlar. Bu durum, şirketlerin itibarlarını da etkilemektedir. Çünkü pay geri alımı teklifinde şirketlerin pay geri alımı hedeflerine ulaşma çabaları, yatırımcılar tarafından olumlu değerlendirilmektedir. Bu değerlendirme ise yatırımcıların, şirketlerin bir önceki ve bir sonraki pay geri alımı tekliflerini ne ölçüde kabul ettiğiyle ölçülebilir. Üstelik yatırımcılar, şirketlerin bir önceki pay geri alımı tekliflerinde pay geri alımı hedeflerine tam olarak ulaşip ulaşmadığıyla değil, pay geri alımı hedeflerine ne kadar yaklaşabildikleriyle daha fazla ilgilenebilmektedir. Bu ise şirketlerin pay geri alımı tekliflerinde belirledikleri pay geri alımı fiyatlarını belirlemede, şirketlere yardımcı olabilecektir (Bonaimé, 2010).

1.9. PAY GERİ ALIMININ ZAMANLAMASI

Pay geri alımı işlemleri, şirketler tarafından çoğunlukla, şirket paylarının olması gerektiğinden daha az fiyatlanmış olması düşüncesiyle yola çıkılarak gerçekleştirilir. Bu durum, şirketlerin piyadaki yatırımcılara bir sinyal verme çabasıyla birçok defa açıklanmıştır. Şirketler çoğunlukla, pay fiyatlarının düşük fiyatlandığının ve bu fiyatlanmanın daha yüksek olması gerektiğinin mesajını vermek amacıyla pay geri alımı işlemleri yaptıkları için, pay geri alımı işlemlerinin şirketlerin bir fiyat düzeltmesi yapma düşüncesi içerisine girdiği zaman gerçekleştirildiği söylenebilir. Buradan yola çıkarak, pay geri alımı işlemi yapan şirketlerin çoğunluğunun belirli bir zaman aralığı veya tarihte değil, pay fiyatlarının olması gerekenden düşük fiyatlandığı zaman pay geri alımı işlemlerini gerçekleştirdikleri düşünülebilir. Ancak pay fiyatlarını düzeltme amacı

dışında farklı amaçlarla da pay geri alımı işlemi yapılmaktadır. Burada, pay geri alımı işlemlerinin analizi esnasında incelenen durum da pay geri alımı işlemlerinin motivasyonunun ne olduğuna dair elde edilen sonucu etkileyebilir. Pay geri alımı işlemi sonrası oluşan durumu, yani pay geri alımının hedefine ulaşmış veya pay geri alımı işlemi sonrası şirket paylarının fiyatlarını inceleyen çalışmaların pay geri alımı zamanını incelememesi veya pay geri alımı işlemlerinin şirket paylarının olması gerekenden daha az fiyatlandığı zaman yapıldığı sonucuna ulaşması olağan bir durumdur. Çünkü bu çalışmalardaki ana motivasyon, şirketlerin yaptıkları pay geri alımlarının zamanlamasının önemini araştırmamaktadır. Pay geri alımı işlemlerinin belirli bir zamanda yapılıp yapılmadığını incelemek için, daha farklı değişkenle bakmak gerekebilir (Dittmar ve Field, 2015).

Pay geri alımı işleminin şirketler tarafından zamanlamasının yapılıp yapılmadığını görmenin yollarından birisi, belirli bir zaman aralığında pay geri alımı işlemi yapan şirketlerin pay geri alımı işlemi yapmadan önceki ve yaptıktan sonraki fiyatlarını incelemektir. Bu inceleme, şirketlerin belirli bir ortalama pay fiyatı oluşması durumunda pay geri alımı yapabildiklerini gösterir. Elbette, pay fiyatına bağlı olarak yapılan bu pay geri alımı işlemleri rutin olarak belirli bir tarihte veya zaman aralığında değil, belirli bir pay fiyatı oluştuğunda yapıldığı için zamanlama kavramı farklı şekilde anlaşılabilir fakat, belirli durumlarda pay geri alımı işleminin yapılması da pay geri alımı işleminin zamanlanması şeklinde yorumlanabilir. Ayrıca şirketlerin, piyasadaki fiyatların genel bir düşüşe maruz kaldığı dönemlerde pay geri alımı işlemi daha düşük fiyat teklifleriyle yapmaları da yine pay geri alımı işleminin zamanlanarak yapıldığını gösterebilir. Buna ek olarak, pay geri alımı işlemi yapan şirketlerin çoğunluğu, sık veya sürekli pay geri alımı işlemi yapan şirketler hariç, büyük ölçüde senenin dokuz ayında pay geri alımı işlemi yapmaktadır. Sık veya sürekli pay geri alımı yapan şirketlerin hariç tutulmasının sebeplerinden birisi, sık veya sürekli pay geri alımı yaptıkları için pay geri alımı işleminin zamanlamasına dair herhangi bir çabalarının olmaması olarak görülebilir. Bu da sık veya sürekli pay geri alımı yapan şirketlerin zamanlama becerilerinin diğer şirketler kadar iyi olmadığını sonucunu göstermektedir. Sık veya sürekli pay geri alımı yapan şirketlerin pay geri alımı tekliflerinde belirledikleri fiyatlar, paylarının o anki fiyatlarından daha düşük olsa da, sık ve sürekli pay geri alımı yapmayan şirketlerin pay geri alımı

tekliflerinde belirledikleri fiyatlardan oransal olarak daha fazla olabilmektedir (Dittmar ve Field, 2015).

1.10. PAY GERİ ALIMI İLE KÜRESEL FİNANSAL KRİZLERİN İLİŞKİSİ

Yakın geçmişte yaşanan iki büyük küresel kriz bulunmaktadır. Bunlardan birincisi 2007 senesinden 2009 senesine kadar etkisini sürdüren emlak krizi iken ikincisi ise 2019'un sonlarına doğru ortaya çıkan COVID-19 olarak bilinen pandemi krizidir. Emlak krizi ortaya çıkmadan hemen önce, pay geri alımlarının tercih edilirliliği artmış ve temettü dağıtımını yerine eskiye kıyasla çok daha fazla kullanılan bir hale gelmiştir. Özellikle 2007 senesinde, daha önceye kıyasla en fazla kullanıldığı dönemini yaşamıştır. Temettü dağıtımının daha önce bahsedilen birçok sebepten dolayı yine çoğunlukla tercih edilen yöntem olmasına rağmen önceye kıyasla daha az tercih edildiği, bunun aksine pay geri alımlarının ise önceye kıyasla çok daha fazla tercih edildiği görülmüştür. Ancak emlak krizi, hem temettü dağıtımını hem de pay geri alımı işlemlerini önemli ölçüde etkilemiştir. Şirketlerin nakit tutma eğilimleri azalmış, krizin etkilerini farklı yollarla gidermeye çalıştıkları gözlemlenmiştir. Bu durum, temettü dağıtımının ve pay geri alımı işlemlerinin azalmasına neden olmuştur. Emlak krizinde farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketler, temettü dağıtımına ve pay geri alımı işlemlerinde farklı politikalar izlemişlerdir. Mal üretimi sektöründe yer alan şirketler, hacimlerini azaltarak da olsa temettü dağıtmaya ve pay geri alımı işlemlerini yapmaya devam ederlerken, bankacılık sektöründe yer alan şirketler temettü dağıtımını ve pay geri alımı işlemlerini ya durdurmuşlardır ya da çok daha az hacimli ve sıklığını azaltacak şekilde gerçekleştirmişlerdir. Büyük bankalar temettü dağıtımını ve pay geri alımı işlemlerini hacimlerini ve sıklıklarını azaltarak devam ettirirler de küçük bankalarda bu eylemler durma noktasına gelmiştir. Emlak krizinin etkileri çeşitli sektörlerde birkaç sene sürmüştür. Fakat 2009 senesi sonrasında emlak krizinin etkileri azalmış ve temettü ödemeleri de pay geri alımı işlemleri de bu işlemlerin hacimleri de artmıştır (Floyd ve ark., 2015).

Bir diğer küresel kriz olan COVID-19 krizinin de hem temettü ödemeleri hem de pay geri alımı işlemleri üzerinde etkisi bulunmaktadır. Tıpkı emlak krizinde olduğu gibi, şirketlerin nakit tutma eğilimleri azalmıştır. Buna rağmen, daha küçük ve finansal olarak daha güçsüz olan şirketlerin, daha büyük ve finansal olarak daha güçlü şirketlere kıyasla oransal olarak daha fazla hacimli temettü ödemesi ve pay geri alımı işlemi yaptığı

gözlemlenmiştir. Bu durum, piyasadaki yatırımcılara verilmek istenen bir sinyal olarak yorumlanabilir. Aynı şekilde düşük karlılık oranına sahip şirketler, COVID-19 krizinin başı olarak görünen 2020 senesinde diğer şirketlere kıyasla oransal olarak daha fazla hacimli temettü ödemesi ve pay geri alımı işlemi yapmışlardır. Bu da yine piyasa yatırımcılarına verilmek istenen bir sinyal olarak yorumlanabilir. Ancak genel duruma bakıldığında 2020 senesinin ilk çeyreğinde yapılan temettü ödemeleri ve 2020 senesinin ikinci çeyreğinde yapılan temettü ödemeleri karşılaştırıldığında belirgin bir düşüş görülmektedir. Bu düşüş Amerika Birleşik Devletleri piyasalarında yaklaşık olarak %7'lik bir azalışa tekabül etmektedir. Fakat yine genel duruma bakıldığında 2020 senesinin ilk çeyreğinde yapılan pay geri alımı işlemleri ve 2020 senesinin ikinci çeyreğinde yapılan pay geri alımı işlemleri karşılaştırıldığında çok daha büyük bir düşüş görülmektedir. Bu düşüş Amerika Birleşik Devletleri piyasalarında yaklaşık olarak %83'lük bir azalışa tekabül etmektedir. O halde, bütün dünyayı etkileyecek kadar büyük olan küresel krizlerin pay geri alımı işlemleri üzerindeki etkisinin, temettü ödemeleri üzerindeki etkisinde çok daha büyük olduğu ifade edilebilir (Mazur ve ark., 2023).

1.11. PAY GERİ ALIMI İLE PARA POLİTİKASI İLİŞKİSİ

Pay geri alımı işlemleri, şirketlerin ellerinde bulundurdukları nakit para ile veya borçlanma yoluyla finanse edilebilir. Borçlanma yoluyla finanse edilen pay geri alımı işlemleri, şirketlerin kaldıraç oranlarını yükseltir. Borçlanma ve faiz giderleri söz konusu olduğu için de bir vergi kalkını oluşturur. Şirketlerin bir kısmı, özellikle borçlanma yoluyla pay geri alımı işlemini gerçekleştirmek isterler. Bu durum, şirketlerin faiz giderlerinin ne miktarda olacağına daha çok dikkat etmelerine sebep olabilir. O halde bir ülkede uygulanan para politikasının, borçlanma yoluyla yapılan pay geri alımı işlemlerini, dolayısıyla da ilgili piyasada icra edilen toplam pay geri alımı işlemlerini etkileyebilir. Bir ülkede uygulanan para politikası, düşük faiz uygulama politikası şeklindeyse, şirketlerin borçlanma maliyetleri düşecektir. Tam tersi durumda, bir ülkede uygulanan para politikası, yüksek faiz uygulama politikası şeklindeyse, şirketlerin borçlanma maliyetleri artacaktır. Bunun nedeni, şirketlerin borçlanma neticesinde ödeyecekleri faiz giderinin, ülkede belirlenen faiz oranıyla olan doğrusal ilişkisidir. Elbette bir şirketin pay geri alımı yapması üzerindeki etkisi olan tek faktör piyasada uygulanan para politikası değildir fakat piyasada uygulanan para politikasının, borçlanma maliyetleri üzerinde

etkisi olduğu için, şirketlerin pay geri alımı işlemi yapma kararı üzerinde de etkisi olabilmektedir. Ayrıca zamanlama açısından bakıldığında da pay geri alımı işleminin borçla finanse edildiği durumlarda, düşük faiz uygulama politikası pay geri alımı işlemlerinin sıklığını artırabilmektedir. Daha net bir ifadeyle, düşük faiz uygulama politikası, borçlanma maliyetlerini ve faiz giderlerini azalttığı için, düşük faiz uygulandığı durumlarda şirketler borçlanma yoluyla pay geri alımı işlemlerini finanse etmeye daha yatkın olabilirler. Buna ek olarak, şirketler borçlanma yoluyla pay geri alımı işlemlerini finanse etmek ve herhangi bir nedenden dolayı pay geri alımı işlemini gerçekleştirmek istiyorlarsa, düşük faiz uygulandığı durumlarda, belirledikleri pay geri alımı işleminin hacmini artırabilmektedirler (Elgouacem ve Zago, 2019).

1.12. PAY GERİ ALIMI İLE BELİRSİZLİK İLİŞKİSİ

Pay geri alımı işlemleri, temettü dağıtımına kıyasla belirsizliklere çok daha fazla duyarlıdır. Buradaki belirsizlik, uygulanan para politikası belirsizliğidir. Ülkelerde uygulanacak olan para politikaları genellikle önceden tahmin edilebilir politikalar olduğu için piyasadaki yatırımcılar ve şirketler, pozisyonlarını gelecekte uygulanacağı düşünülen para politikası göre alırlar. Eğer bir ülkede gelecekte uygulanacak olan para politikasının faiz indirimi şeklinde olacağı o ülkedeki piyasalardaki yatırımcılar ve şirketler tarafından tahmin ediliyorsa, borçlanma, yatırım yapma veya pay geri alımı işlemi yapma gibi eylemleri faiz indirimi gerçekleştiğinde yapma ihtimalleri artabilir. Tam tersi şekilde bir ülkede gelecekte uygulanacak olan para politikasının faiz artırımı şeklinde olacağı o ülkedeki piyasalardaki yatırımcılar ve şirketler tarafından tahmin ediliyorsa, o halde bu eylemleri faiz artırımı gerçekleşmeden yapmaya çalışabilirler. Bu durumda, ilgili ülkedeki uygulanacak olan para politikası birçok şeyi etkilediği gibi pay geri alımı işlemlerini de etkileyebilir. Ancak ülke ekonomilerinde dalgalanmalar gözlemlenebilir. Bu dalgalanmalar neticesinde ise ani faiz artırımları veya ani faiz indirimleri gerçekleşebilir. Bunların gerçekleşmesi, şirketler için karar vermeyi zorlaştırabilir. Bu kararlar ise, pay geri alımı işlemlerini de içerebilir. Ani faiz artırımları veya ani faiz indirimleri, hem şirketler hem de yatırımcılar için gelecekteki piyasa durumunu tahmin etmeyi zorlaştırır ve böylece belirsizlik ortamı oluşabilir. Belirsizlik ortamı ise sonrasında küresel olmasa dahi bir krizi tetikleyebilir. Temettü ödemelerine kıyasla pay geri alımları, krizlere çok daha fazla duyarlıdır. Her iki işlem de kriz ortamlarından etkilenirken, pay

geri alımları temettü ödemelerine kıyasla çok daha fazla etkilenmektedir. Böylece, pay geri alımlarının belirsizlik ortamından etkileneceği ve temettü ödemelerine kıyasla pay geri alımlarının belirsizlik ortamından daha fazla etkileneceği düşünülebilir. Belirsizlik ve pay geri alımı işlemlerinin sayısı ve hacimleri arasında ters bir ilişki bulunmaktadır. Piyasadaki belirsizlik azaldığında, pay geri alımı işlemlerinin sayıları ve hacimleri artarken, piyasadaki belirsizlik arttığında, pay geri alımı işlemlerinin sayıları ve hacimleri azalmaktadır. Bu durumun motivasyonlarından birisi, belirsizlik ortamında şirketlerin ellerindeki nakit herhangi bir işlem aracılığıyla dağıtmak istememesi ve olası olağanüstü durumlara karşı ellerinde nakit tutmak istemesi olabilir. Sonuç olarak, bir ülkede uygulanan para politikasındaki geleceğe dair belirsizlik, piyasadaki yatırımcıların ve şirketlerin tahmin kabiliyetlerini azaltmakta ve karar vermelerini zorlaştırmaktadır. Belirsizlikteki artış ise pay geri alımı işlemlerini azaltmaktadır (Pirgaip ve Dinçergök, 2019).

1.13. PAY GERİ ALIMI İLE İLGİLİ TEORİLER

Pay geri alımı işlemleriyle ilişkilendirilebilecek birçok teori ve hipotez bulunmaktadır. Fakat bu teori ve hipotezlerden en öne çıkanları, sinyal teorisi (Bhattacharya, 1979), piyasa zamanlaması (Ikenberry ve ark., 1994) ve ikame hipotezidir (Dittmar, 2000). Bunların yanı sıra sermaye yapısı teorisi (Modigliani ve Miller, 1958), temettü ilgisizliği teorisi (Modigliani ve Miller, 1961), takas (trade-off) teorisi (Kraus ve Litzenberger, 1973) ve sıralı finansman (packing order) teorisi (Myers ve Majluf, 1984) de pay geri alımlarıyla ilişkilendirilebilir.

Pay geri alımı işlemi, şirketlerin yatırımcılara bir mesaj iletme aracı olabilmektedir. Öyle ki, şirketler kendi paylarını aldıklarında yatırımcılara pay fiyatlarının olması gerekenin altında olduğunu veya pay geri alımı yapan şirketin nakit fazlasına sahip olduğunu yatırımcılara pay geri alımı yoluyla iletebilir. Şirketlerin pay geri alımı işlemini gerçekleştirme motivasyonlarından bağımsız olarak bu durum yatırımcılara bu mesajları verebilmektedir. Ayrıca şirketler, pay geri alımı işlemlerinde, mevcut pay fiyatlarının üzerinde bir fiyat teklifinde de bulunabilir. Bu durum, şirket paylarının olması gerekenin altında olduğu mesajını daha vurgulu bir şekilde verebilir. Bu nedenlerle, şirketler pay geri alımı işlemini piyasa bir sinyal vermek için kullanabilir (Vermaelen, 1981).

Pay geri alımı işlemi, şirketlerin bu işlemi ne zaman gerçekleştirdiğine ve bu işlem sonrası şirketlerin pay fiyatlarının ne zaman değiştiğine bağlı olarak amaçlarına ulaşabilmekte veya ulaşamamaktadır. Burada bahsi geçen zamanlama konusu iki farklı şekilde anlaşılabilir. İlki, şirketlerin gerçekleştirdikleri pay geri alımı işlemi sonucunda şirketlerin pay fiyatlarındaki değişimin ne zaman olduğu iken ikincisi, şirketlerin hangi zamanlarda pay geri alımı işlemi yaptıklarının, pay geri alımı işleminin hedefine ulaşip ulaşmadığını etkilemesi şeklindedir. Her iki durum da aslında birbiriyle alakalıdır ve zamanlama konusu en nihayetinde şirketlerin pay geri alımı işlemi neticesinde hedeflerine ulaşmaları veya ulaşmamaları sonucunu inceler. Pay geri alımını gerçekleştiren ilgili şirketin paylarının fiyatları çeşitli nedenlerle bazı durumlarda pay geri alımı işleminden hemen sonraki birkaç gün içerisinde bu işlemde etkilenirken bazı durumlarda ise birkaç ay içerisinde etkilenebilir (Ikenberry ve ark., 1994).

Pay geri alımı işlemi, birçok motivasyonla yapılabilir. Bu motivasyonların her biri için ise hipotezler geliştirilmiş ve motivasyonlar açıklanmaya çalışılmıştır. Fakat bu motivasyonların temelinde şirketlerin temettü dağıtmak ve pay geri alımı işlemi yapmak arasındaki ikilem yatmaktadır. Bu nedenle ikame hipotezi, pay geri alımı motivasyonlarını açıklamaya çalışan hipotezleri kendi çatısı altında birleştirebilir.

Şirketlerin pay geri alımı işlemi yapmaktaki motivasyonlarından birisi şirket paylarının olması gereken fiyatın altında fiyatlanmış olması olabilir. Buna göre şirketler, kendi değerlendirmeleri neticesinde pay fiyatlarının olması gereken değerini belirler ve gerçekleşen değer, olması gereken değer altında olduğu durumlarda, bu değeri olması gereken değere getirmek veya yaklaştırmak amacıyla pay geri alımı işlemine başvurulabilir. Bir diğer motivasyon ise, şirketin kaldıraç oranıyla ilgilidir. Şirketler, kaldıraç oranlarını düşük buldukları durumlarda bu düşüklüğü özsermayelerini azaltıp borç miktarını artırarak dengeleyebilirler. Bu durumda, şirketin özsermaye ile finanse ettiği naktin elden çıkarılması veya borç edinmesi birer seçenektir. Pay geri alım işlemleri, yapıları gereği nakit çıkışına sebebiyet veren işlemlerdir. Şirketler borçlarını artırırsa dahi özsermaye ile finanse ettikleri nakdi elden çıkarttıklarında, kaldıraç oranları artmaktadır. Pay geri alımı işlemleri bu motivasyonla da gerçekleştirilebilir. Başka bir motivasyon ise, geri alımların temettü ödemelerine kıyasla payların fiyatlarını dalgalandırmama özelliğine daha az sahip olmasıdır. Bu durum, şirketlerin kendi pay

fiyalarının dalgalanmamasını istemeleri durumunda bir motivasyon olarak karşımıza çıkabilmektedir. Son olarak, şirketin devir edilmesi gibi durumlar söz konusu olduğunda oluşan riski pay geri alımları azaltabilmektedir (Dittmar, 2000).

2. BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME

Kredi derecelendirme, kurumların finansal kaynak arayışları esnasında edindikleri borçların geri ödenme yeteneğini, kredi derecelendirme kuruluşlarının kendilerine özgü belirlediği not verme sistemleriyle belirleme sürecidir. Bu değerlendirmeyi yapan kuruluşlara ise kredi derecelendirme kuruluşları denmektedir. Verilen her kredi notu, her bir kredi derecelendirme kuruluşunun üzerine inceleme yaptıkları şirketlerle ilgili kendi kanaatlerini bildirir (Pirgaip, 2017).

Kredi derecelendirme kuruluşları belirli periyotlarla, şirketlerin ve ülkelerin farklı vadelerdeki finansal durumlarını inceleyerek, çeşitli analiz yöntemleri kullanarak, kredi notları verirler. Bu kredi notları çeşitli siteler aracılığıyla halka duyurulur. Yapılan duyurular, yatırımcılar için şirketlerin ve ülkelerin finansal durumları hakkında bilgi veren birer araç haline gelirler. Kredi derecelendirme duyuruları, duyuru tarihi öncesinde açıklanmaz. Böylece bilgi asimetrisinin önüne geçmek amaçlanır. Fakat, kredi notları geçmişte duyuru tarihinden önce belirli kişilere sızdırılmıştır. Bu gibi durumlarda duyurulan kredi notlarının ve meydana gelen kredi notu değişimlerinin, duyuru tarihinde, şirketlerin hisse senedi fiyatları veya tahviller üzerinde bir etkisi olması pek olası değildir (Weinstein ve Stason, 1977).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri kredi notlarıyla piyasaların etkinliği arasında da ilişki bulunmaktadır. Bir piyasanın etkin sayılabilmesi için piyasada var olabilecek tüm mevcut bilgilerin, tüm yatırımcılar tarafından ulaşılabilir olması, hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıklar üzerinde etkileri varsa bu etkileri göstermesi, yine bu finansal varlıkların tüm bilgileri içerecek şekilde fiyatlanması gerekmektedir. Yeni fiyatlar, piyasaya ulaşan yeni bilgilere hemen tepki vermeli ve bu bilgiler fiyatları değiştirebilecek etkiye sahipse, fiyatların yeni bilgilerle hemen değişmeleri gerekmektedir. Ayrıca şirketlerin farklı finansal yatırım araçları, yani ihraç ettiği farklı finansal enstrümanlar, birbirlerini etkilemektedir. Örneğin; bir şirketin hem hisse senedi hem de tahvil ihracı bulunuyorsa, hisse senedinde meydana gelen fiyat değişimleri tahvil fiyatlarını da etkileyebilir (Fama, 1969). Sermaye piyasalarının etkinliği göz önünde bulundurulduğunda, kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketlerin ihraç ettiği hisse

senetleriyle ve tahvillerle ilgili belirledikleri kredi notları ve bu kredi notlarında meydana gelen değişiklikler, hisse senetleri ve tahvillerin de fiyatlarına yansımalıdır. Kredi notlarında meydana gelen değişiklikler, hisse senedi ve tahvil fiyatlarında herhangi bir değişikliğe sebebiyet vermeyebilir. Bu durumda, piyasanın etkinliğiyle ilgili bir test yapılması gerekebilir. O halde, kredi derecelendirme kuruluşlarının belirledikleri ve değiştirdikleri kredi notları ile piyasa etkinliği arasında da bir ilişki olabilir (Pinches ve Singleton, 1978).

Kredi derecelendirme, yatırımcıların ihraç edilmiş menkul kıymetleri daha iyi değerlendirebilmesini sağlarken aynı zamanda da bu menkul kıymetlerin alımının ve satımının da üzerinde bir etkiye sahiptir. Her kredi derecelendirme kuruluşunu kendine has bir derecelendirme sistemine sahiptir. Fitch Ratings ve Standard & Poor's için AAA, AA+, D gibi kredi notları bulunurken, Moody's için AAA, Aa1, Ca gibi kredi notları bulunur. AAA kredi notu, her üç kredi derecelendirme kuruluşu tarafından da en yüksek kredi notu olarak değerlendirilmektedir. Bu kredi notunun verildiği menkul kıymetler, riski düşük ve güvenilirliği yüksek menkul kıymetler olarak düşünülmektedir. En düşük kredi notu ise Fitch Ratings ve Standard & Poor's için D iken Moody's için C olarak belirlenmiştir. Bu kredi notunun verildiği menkul kıymetler son derece riskli ve spekülasyon menkul kıymetler olarak düşünülmektedir (Grier ve Katz, 1976).

Kredi notu değişiklikleri bazı durumlarda piyasadaki fiyatlara gecikmeli olarak yansiyabilir. Bu durumda piyasadaki fiyatlar, kredi notu değişikliği ihtimali yüksek de olsa düşük de olsa değişecek olan kredi notuna göre fiyatlanmayabilirler. Böylece kredi notu henüz değişmeden, değişeceğine dair söylentilerin fiyatlara çok kuvvetli bir şekilde etki etmediği görülmüştür. Kredi notu değişikliğinden sonraki günler içerisinde dahi kredi notu değişikliğinin fiyatlar üzerinde herhangi bir etkisi hemen ortaya çıkmayabilir. Kredi notu değişikliğinin fiyatlar üzerindeki etkisinin görülmesi 6 ile 10 hafta arasını bulabilir. Yine de bu durum, etkin piyasalar hipoteziyle uyumluluğu olmayan bir durumdur (Katz, 1974).

Kredi notu değişikliklerinin olumsuz olmaları durumunda fiyatlara daha çok etki edebildiği de görülmüştür. Buna neden olan durumun; olumlu haberin etkisinin, olumsuz haberin etkisinden daha az olmasıdır. Piyasa olumlu haberlere daha geç ve daha az tepki verirken, olumsuz haberlere çok daha erken ve çok daha fazla tepki vermektedir. Verilen

bu tepkiler, piyasadaki fiyatlara yansımakta ve bu fiyatları etkilemektedir. Buna göre, olumlu yöndeki kredi notu değişiklikleri fiyatları yukarı yönlü etkilemezken veya çok az etkilerken, olumsuz yöndeki kredi notu değişiklikleri fiyatları aşağı yönlü etkilemektedir (Hettenhouse ve Sartoris, 1976).

Kredi derecelendirme, bir şirketin veya ülkenin finansal ve mali durumunu ölçmenin, riskliliğini değerlendirmenin araçlarından birisidir. Fakat kredi derecelendirmenin sistematik ve tekrarlanarak yapılması da büyük önem arz etmektedir. Özellikle güvenilir yapıldığına inanılan bir derecelendirme, yatırımcının karar alma süreci üzerinde etkili olabilir. Ancak daha da etkili olan durum, yatırımcının yatırım yapacağı şirket veya ülkenin kredi notunu incelerken, düzenli bir değerlendirme yapıldığını görmesidir. Uzun yıllardan beridir her sene kredi derecelendirmesi yapılmış ve kredi notu edinmiş bir şirketle, aralıklı veya birkaç sefer kredi derecelendirmesi yapılmış ve kredi notu edinmiş bir şirketin kredi notları, yatırımcının nezdinde aynı etkiye sahip olmayabilir (Holthausen ve Leftwich, 1986).

Büyük ve köklü şirketler ile küçük ve yeni kurulmuş şirketler arasında, kredi derecelendirme yapılırken farklılıklar görülebilir. Büyük ve köklü şirketler, belirli bir istikrar sahip oldukları ve varlıklarını daha uzun sürdürebildiklerinden dolayı kredi derecelendirme konusunda daha avantajlıdırlar. Küçük ve yeni şirketler, yatırım alanlarının kısıtlılığından ve ömürlerinin kısılalığından dolayı daha riskli bir görünüme sahiplerdir. Bu nedenle büyük ve köklü şirketler, küçük ve yeni şirketlere nazaran daha yumuşak kredi notu geçişlerine sahip olmaktadır. Büyük ve köklü şirketlerin kredi notu düşüşleri ve yükselişleri daha yumuşak geçerken, küçük ve yeni şirketlerin kredi notu değişimleri daha sert olmaktadır. Yani küçük ve yeni şirketlerin çok iyi bir görünümünden çok kötü bir görünüme geçişini işaret eden kredi notu değişimlerine sahip olma durumları daha sık rastlanabilecek bir durumdur (Dichev ve Pioroski, 2001).

Şirketlerin borçlanabilmeleri için, güvenilir bir görünüm vermeleri gerekir. Güvenilir bir görünüme sahip olmayan şirketler ya yüksek faiz oranlarıyla borçlanmaktadır ya da hiç borç bulamamaktadırlar. Kredi derecelendirme, şirketlerin borçlanabilmeleri açısından da önem göstermektedir. Daha yüksek kredi notuna sahip olan şirketler, daha kolay ve daha düşük faiz oranlarıyla borçlanabilirken, daha düşük kredi notuna sahip olan şirketlerse, daha zor ve daha yüksek faiz oranlarıyla borçlanabilmektedirler. Daha yüksek

faiz oranıyla borçlanmak, sermaye maliyetinin artışı anlamına gelmektedir. Keza, borçlanamamak da yine sermaye maliyetini yükseltmektedir. Bu durumda, kredi notu değişikliklerinin sermaye maliyeti üzerinde etkisi olduğu da gözlemlenebilecek bir durumdur (Graham ve Harvey, 2001).

Gelişmiş ülkelerde kredi derecelendirme uygulamalarına ve kredi notuna sahip olan şirketlere daha sık rastlanırken, gelişmekte olan ülkelerde bu sıklık azalmaktadır. Özellikle üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olan Moody's, Standard & Poor's ve Fitch Ratings tarafından derecelendirmesi yapılmış ve kredi notu belirlenmiş olan şirket sayısı, gelişmiş ülkelerde çok daha fazlayken, gelişmekte olan ülkelerde çok daha azdır. Gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerden, bu üç kredi derecelendirme kuruluşu tarafından değerlendirilmesi yapılmış olan şirketler çoğunlukla o ülkelerdeki en değerli ve en köklü şirketler olmaktadır. Buradan yola çıkarak söylenebilir ki; kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kredi notu verilmesi durumu, şirketin kurumsal yapısının gelişmişlik düzeyini de göstermektedir (Kisgen, 2006).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için kredi notları belirlerken kullandıkları bilgiler ve veriler çok önemlidir. Bu kuruluşlar şirketler için kredi notları belirlerken yalnızca halka açık olan bilgi ve verileri kullanıyorlarsa, belirledikleri kredi notlarının şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarını etkilememesi muhtemeldir. Ancak eğer bu kuruluşlar şirketler için kredi notları belirlerken halka açık olmayan bilgi ve verileri de not değerlendirme sürecine dahil ederek şirketlerin kredi notlarını belirliyorlarsa, bu durumda belirlenen kredi notlarının, şirketlerin hisse senetlerinin fiyatları üzerinde bir etkiye sahip olma ihtimali daha yüksektir. Burada yatırımcıların algısı da önem arz etmektedir. Eğer yatırımcılar, kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notlarının olduğundan daha çok anlam ve bilgi içerdiğine inanıyorlarsa, bu durumda yatırım kararlarında kredi notlarının etkisi daha fazla olacaktır (Kaplan ve Urwitz, 1979).

Kredi notları genellikle yalnızca bir şirketin veya ülkenin anlık risk seviyesini ve güvenilirliğini ölçmekle kalmayıp aynı zamanda iyi birer finansal ve mali analiz olma niteliğine de sahiptirler. Kredi derecelendirme yapılırken genellikle, firmaların hem maddi varlıklarına hem de maddi olmayan varlıklarına dair araştırma yapılmaktadır.

Ayrıca yalnızca firma içi analizler değil, firmanın tüm paydaşlarıyla olan ilişkileri de incelemeye dahil edilmektedir (Ederington ve ark., 1987).

Kredi notları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki, verilerin yapısına göre farklılık gösterebilir. Aylık veriler kullanılarak bu ilişki araştırılırsa, araştırmaya konu olan aylardaki kredi notu değişimi dışındaki değişimler hisse senedi fiyatlarını etkileyebilir. Nitekim bir ay içerisindeki süre, hisse senedi fiyatları gibi çok fazla değişkene karşı hassasiyeti olabilecek olan bir bağımlı değişken için oldukça uzun bir süredir. Bu nedenle kredi notlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi incelenirken günlük veriler kullanılabilir (Holthausen ve Sartoris, 1986).

Şirketler çalkantılı süreçler içine girebilirler. Bu süreçlerde şirketlerin geleceğinde bir belirsizlik durumu ortaya çıkmaktadır. Bu belirsizlik durumu ise şirketlerin riskliliğini artırırken güvenilirlerini azaltmaktadır. Şirketler, kredi derecelendirme kuruluşlarından kendilerini değerlendirmelerini ve kendilerine kredi notu vermelerini talep edebilmektedirler. Belirsizlik durumunda, özellikle riskliliğin arttığı ve güvenilirliğin azaldığı bir ortam bulunuyorsa şirketler, kredi derecelendirme kuruluşlarından kendilerine kredi notu verilmesi talebini artırmaktadırlar (Pottier ve Sommer, 1999).

Olumsuz haberlerin etkisi olumlu haberlerin etkisinden daha büyüktür. Piyasadaki fiyatlanmalar, olumlu haberlere daha az olumlu tepki verirken, olumsuz haberlere daha çok olumsuz tepki vermektedirler. Özellikle firmanın büyüklüğü ve riskliliği, olumsuz habere verilen olumsuz tepkinin büyüklüğünü etkilemektedir (Creihgton ve ark., 2007). Büyük ölçekli firmalar için yapılan kredi notu değişimi aşağı yönlü olsa dahi kredi notu düşürülmesi durumunun büyük ölçekli firmaların hisse senedi fiyatlarına direkt olarak etki ettiği görülmeyebilir. Fakat yine de, büyük ölçekli firmaların kredi notunun düşürülmesi ile bu firmaların performanslarındaki düşüş aynı yönlü olduğundan iki durum arasında tutarlılık mevcuttur (Dichev ve Piotroski, 2001).

Şirketlerin riskliliklerinin artışının ve güvenilirliklerinin azalışının birçok nedeni olabilir. Fakat riskliliği artan bir şirketin kredi notundaki değişim olumsuz yönlü olduğu zaman, söz konusu şirketin hisse senedi fiyatlarının düşüşü daha fazla olmaktadır. Kredi notu değişimi olmadan önce risklilik artışından ve güvenilirlik azalışından daha az etkilendiği gözlemlenebilir. Yani kredi notundaki olumsuz yönlü değişim, risklilik artışının ve

güvenilirlik azalışının hisse senedi fiyatı üzerindeki olumsuz etkisi artırmaktadır (Goh ve Ederington, 1993).

Kredi notu değişiklikleri, bazı durumlarda şirketlerin alenen kötü performans gösterdikleri dönemler sonrası gerçekleşirken bazı durumlarda piyasanın stabil olduğu dönemlerde gerçekleşir. Şirketlerin alenen kötü performans gösterdikleri dönemler sonrası gerçekleşen kredi derecelendirme aksiyonları neticesinde yapılan kredi notu değişimi olumsuz yönlü olursa, piyasa bu kredi notu düşüşünü beklediği için bu düşüşün hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi çok az olabilir. Fakat piyasanın stabil olduğu dönemlerde gerçekleşen kredi notu düşüşleri piyasada sürpriz bir etki yaratabilir. Bunun neticesinde de beklenmedik bir kredi notu düşüşü ortaya çıktığı için hisse senedi fiyatlarının, beklenen düşüş durumundan daha fazla bir etkiye maruz kalmaları gözlemlenebilir (Gropp ve Richards, 2001).

Piyasadaki yatırımcıların kredi notlarındaki değişime dair beklentileri aslında belli başlı göstergelerin, kredi notu değişiminin hangi yönlü olabileceği hakkında ipucu vermesiyle ilişkilidir. Firma büyüklüğü ve defter değeri / piyasa değeri oranı gibi temel finansal göstergeler, makroekonomik değişkenlerle birlikte başarılı bir şekilde analiz edildiğinde, şirketlerin edineceği yeni kredi notları daha tahmin edilebilir hale gelmektedir. Örneğin; piyasalarda genel bir yükseliş ve stabil bir ortam varken, büyük ve defter değeri / piyasa değeri oranı kabul edilebilir bir düzeyde olan şirketlerin kredi notlarında dramatik bir değişiklik olması beklenmemektedir (Vassalou ve Xing, 2004).

Kredi notu değişikliklerinin şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin, şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörlerle de alakalı olabileceği düşünülmektedir. Sektörlerin risklilik seviyelerindeki artışlar, ilgili sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin risklilik seviyelerini de etkilemektedir. Bu durumda riskliliği yüksek olarak kabul edilen bir sektörde faaliyet gösteren ve yine kendi riskliliği yüksek olan bir firma için yapılan kredi derecelendirme aksiyonu, şirketin hisse senedi fiyatları üzerinde daha fazla bir etkiye sahiptir.

2.1. KREDİ DERECELENDİRME NEDİR?

Kredi derecelendirme, bir şirketin finansal durumunu, yükümlülüklerini zamanında yerine getirme becerisini, bu derecelendirmeyi yapan kredi derecelendirme kuruluşlarının

şirketler hakkında veri ve analize dayalı geleceğe dönük görüşlerini kısa, orta veya uzun vadeli olarak beyan etme sistemidir. Kredi derecelendirme, yöneticilerin yönettikleri şirketin sermaye yapısını belirlemede dikkat edilebilecek bir unsurdur. Kredi derecelendirme yapan kredi derecelendirme kuruluşları, farklı kredi notların sahip olabilir. Kredi derecelendirme kuruluşları şirketler için verecekleri kredi notlarını bir çizelge halinde yayınlar ve bu notların ne anlama geldiğini belirtirler. Böylece bir şirket için verilen kredi notunun ne anlama geldiği, kredi notu yükseltilmesi ve düşürülmesi eylemi kredi notunu inceleyen herkes tarafından anlaşılabilir. Kredi derecelendirme kuruluşları, şirketler için kısa, orta ve uzun vadeli kredi notlarını farklı notlar halinde belirleyebilir. Bu durum, şirketlerin farklı vadelerde nasıl bir gelecek projeksiyonuna sahip olabileceği hakkında kredi notlarını inceleyenlere fikir verebilir (Kisgen, 2006).

2.2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Kredi derecelendirme kuruluşları ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkmış olsa da günümüzde birçok farklı ülkede ortaya çıkan kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Amerika Birleşik Devletleri merkezli kredi derecelendirme kuruluşlarında üç tane en öne çıkan ve hatta büyük üçlü olarak adlandırılan kredi derecelendirme kuruluşları Standard & Poor's, Moody's ve Fitch Ratings'tir. Bu üç kredi derecelendirme kuruluşları, kuruldukları zaman birkaç ülkede bulunan şirketlere ve birkaç ülkeye kredi notu verirken günümüzde, dünya üzerinde bulunan hemen hemen tüm ülkeler için kredi notu vermekte ve yine birçok ülkede birçok şirket için kredi notu belirlemektedir. Bu üç kredi derecelendirme kuruluşunun ön plana çıkmalarındaki en büyük etken, dünya üzerindeki en köklü kredi derecelendirme kuruluşlarından olmaları ve güvenilirlikleri konusunda çoğu kişinin ortak bir görüşü bulunmasıdır. Nitekim kredi notları günümüzde, geçmişe kıyasla çok daha büyük öneme sahip olan unsurlar haline gelmişlerdir. Bir şirketin kredi notunun düşmesi veya artması, piyasadaki yatırımcılar üzerinde bir etkiye sahip olabilmektedir. Çünkü kredi derecelendirme kuruluşları, herhangi bir piyasa yatırımcısından çok daha büyük veri setlerine ve çok daha farklı analiz yöntemlerine sahip kuruluşlardır. Bu kuruluşların oluşturdukları analizler ve kullandıkları veriler neticesinde belirledikleri kredi notları ise kimi zamanlar şirketlerin verecekleri kararları dahi etkileyebilmektedir. Piyasada bulunan herhangi bir yatırımcı için herhangi bir şirketin finansal tablolarını incelemek hem zaman alıcı bir iştir hem de maliyetli bir

konu haline gelebilmektedir. Fakat kredi derecelendirme kuruluşları, maliyeti çok yüksek olan veri setlerine erişme konusunda piyasadaki yatırımcılardan çok daha rahat hareket edebilmektedir. Ayrıca piyasadaki yatırımcılar bir veya birkaç analiz yapabilirken, kredi derecelendirme kuruluşları çok daha fazla analiz yöntemiyle analiz yapabilmektedir. Bütün bunların dışında ise güvenilirliklerini kanıtlamış olan kredi derecelendirme kuruluşları ve şirketler için belirledikleri kredi notları, yatırımcı için kimi zamanlar kendi yaptıkları analizlerden ile daha kıymetli olabilmektedir. Elbette, kredi derecelendirme kuruluşlarının belirledikleri kredi notlarında da hatalar olabilir. Bu hatalar çeşitli itiraz kanallarıyla kredi derecelendirme kuruluşlarına iletilerek tekrar yapılan inceleme ve analiz sonucunda ise kredi derecelendirme kuruluşları tarafından düzeltilenmektedir (White, 2013).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıkışı, temel bir probleme dayalıdır. Bu problem ise borç alan tarafın borç veren tarafa, belirlenen vadede borcunu ödeyebilme veya ödeyememe problemidir. Kredi derecelendirme kuruluşlarından daha yüksek kredi notu elde eden şirketler, finansal yapıları daha güçlü ve borçlarını belirlenen vadede belirlenen miktarda ödeyebilen şirketler olarak görülebilirler. Borç alan şirketin borcu aldığı sıradaki finansal durumu ne kadar önemliyse, borcu aldıktan sonra bu borçla hangi faaliyetleri yaptığı ve alınan borçla getiri elde edip etmediğini takip etmek de o kadar önemlidir. Çünkü alınan borcun iyi değerlendirilmemesi durumunda, borç alan tarafın borç veren tarafa borcunu ödeyebilme ihtimali düşebilir. Bu durum elbette çok fazla faktöre bağlıdır ancak borcun nasıl değerlendirildiği de önemlidir. Bankacılık sektöründe, sigortacılık sektöründe ve diğer sektörlerde faaliyet gösteren şirketler için bireylere veya şirketlere borç verme konusu ortaya çıktığında belirlenecek olan risk primi veya faiz miktarı veya borç miktarı gibi değişkenler büyük önem arz etmektedir. Günümüzde bu konuda daha iyi karar vermek adına bu sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin ortak kullanabileceği dijital sistemler ortaya çıkmış olsa da, her şirket kendi analizi ayrıca yapabilmektedir. Bunun dışında, yine bu sektörlerde faaliyet gösteren fakat büyük veri tabanlarının maliyetini karşılayamayacak olan veya kendi analiz yöntemlerine sahip olmayan şirketler de bulunabilir. Bu durumda kredi derecelendirme kuruluşlarının belirledikleri kredi notları bu şirketler tarafından kullanılabilir (White, 2013).

Kredi derelendirme kuruluşları denilince akla gelen ilk üç kredi derelendirme kuruluşu olan Moody's Investors Service, Inc., Standard & Poor's Ratings Services ve Fitch Ratings dışında da küresel ölçekte faaliyet gösteren başka kredi derelendirme kuruluşları da bulunmaktadır. Bunlardan adından bahsetmeye değen kredi derelendirme kuruluşları; A.M. Best Company, Inc., Dominion Bond Rating Services Inc., Egan – Jones, HR Ratings de México, Japan Credit Rating Agency, Ltd., Kroll Bond Rating Agency, Inc., Morningstar Credit Ratings, LLC.'dir (White, 2013). Nitekim bu çalışmada Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR) tarafından verilen kredi notları kullanılmıştır.

Kredi derelendirme kuruluşlarının ortaya çıkışı ise 20. yüzyılın başlarına kadar gitmektedir. Elbette bir borç talep edene borç verip vermeme kararı için yapılan ilk analizler bunlar değildir, fakat kuruluş olarak belirli şirketleri veya ülkeleri notlama eylemi bu konuda baz alınmaktadır. John Moody, Amerika Birleşik Devletleri demiryollarının ihraç ettiği tahviller için kredi notu belirleyerek 1909 yılında ilk kredi derelendirme faaliyetini gerçekleştirmiştir. John Moody, belirlediği kredi notlarını matbaada bastırarak bu notları talep eden kişilere ücret karşılığı vermiştir. Böylece kredi notlarının ilk kez satışının gerçekleşmesi de bu tarihte olmuştur. Daha sonra 1916 yılında Poor's, 1922 yılında Standard Statistics ve 1924 yılında ise Fitch kuruluşları kurulmuştur. 20. yüzyılın ortalarında Poor's ve Standard Statistics kuruluşları birleşmiş ve Standard & Poor's kredi derelendirme kuruluşunu oluşturmuşlardır. Ardından Amerika Birleşik Devletleri'nde bu üç kuruluş, kredi derelendirme sertifikalı kuruluşlar haline getirilmiş ve böylece çok daha büyük bir önem kazanmışlardır (White, 2013).

21. yüzyıla gelindiğinde ise 2008 krizine yol açan yatırım enştrümanlarına bu üç kuruluş tarafından uzunca bir süre iyi kredi notları verilmesi ve krizin yalnızca birkaç yıl öncesinde bu yatırım enştümaları için belirlenen notların düşürülmesi, bu üç kredi derelendirme kuruluşunu kredi notlarının düşürülmesi hususunda geç kalındığı sebebiyle eleştirilerin hedefi haline getirmiştir. Bir diğer taraftan bakıldığında ise, bu üç kredi derelendirme kuruluşu 2008 krizi gerçekleşmeden önce bu krize sebebiyet veren yatırım enştrümanları için belirledikleri kredi notlarını düşürerek krizin gerçekleşebileceğinin mesajını vermişlerdir. Aynı şekilde Yunanistan'da meydana gelen ekonomik krizde de benzeri bir senaryo gerçekleşmiştir. Yunanistan'daki ekonominin kötü gidişatı bu üç büyük kredi derelendirme kuruluşu tarafından analiz edilerek krize

yol açabilecek yatırım enstrümanları için verdikleri not düşürülmüştür. Daha sonrasında kriz gerçekleşmiş fakat krize sebebiyet veren yatırım enstrümanlarının kredi notlarının düşürülmesi, bu üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunu bu sefer kredi notlarının düşürülmesi hususunda erken davranıldığı sebebiyle eleştirilerin hedefi haline getirmiştir. Buradaki eleştiri ise, kredi notlarının erken düşürülmesinin piyasayı olumsuz etkilediğinin bazı çevrelerce düşünülmesi şeklindedir. Her ne olursa olsun, bu üç kredi derecelendirme kuruluşu da geç veya erken olarak görülse de krize sebebiyet verebilecek olan yatırım enstrümanları için verdikleri kredi notlarını düşürmüş ve öngörülerinde başarılı olmuşlardır (White, 2013).

2.3. KREDİ DERECELENDİRME YÖNTEMLERİ

Kredi derecelendirme çeşitli yöntemlerle ve çeşitli şekillerle yapılabilmektedir. Şirketler, gidişatlarındaki durumu daha net algılayabilmek veya piyasadaki yatırımcılar gidişatlarındaki durumu görebilmeleri için kredi derecelendirme şirketlerine başvurarak kendilerine kredi notu verilmesini talep edebildikleri gibi, kredi derecelendirme kuruluşları, şirketlerden herhangi bir talep gelmeden de şirketler için kredi notu verebilmektedirler. Şirketler kendi durumlarını algılayabilmek veya piyasadaki yatırımcılara durumlarının nasıl olduğunu göstermek için kredi derecelendirme kuruluşlarına kendilerine kredi notu verilmesi için başvurduklarında genellikle bu hizmet için bir ücret ödemektedirler. Fakat bunun tam tersine, şirketlerin başvuruları olmadan kredi derecelendirme kuruluşları tarafından şirketler için verilen kredi notları için şirketler herhangi bir ücret ödememektedirler. Elbette bu durum bazı soru işaretlerine ve şüphelere de yol açabilmektedir. Şirketlerin başvurusu dahilinde belirlenen kredi notları ücret karşılığında belirlendiği için bazı şirketler, ücretsiz yayınlanan kredi notlarının bilerek düşük tutulduğunu, kredi derecelendirme kuruluşlarının sırf ücret almak için düşük notlar belirlediğini iddia edebilmektedir. Fakat bu durumla ilgili herhangi bir vaka gözlemlenememiştir. Şirketlerin talebi üzerine yayınlanan kredi notları genellikle şirketlerin talebi olmadan yayınlanan kredi notlarından daha yüksektir. Fakat kredi derecelendirme kuruluşları bu durumun, şirketlerin genellikle iyi gidişata sahip olmasından ve bunu piyasadaki yatırımcılara duyurmak için kredi derecelendirme kuruluşlarına başvurmalarından kaynaklandığını savunmaktadır. Bundan kaynaklı olarak, kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketlerin talebi üzerine yayınladıkları

notların, şirketlerin talebi olmadan yayınladıkları notlardan daha düşük bir getiri etkisi olduğu gözlemlenmiştir. Çünkü ücret ödenerek elde edilen notlar, şirketlerin talebi doğrultusunda gerçekleştirildiği için şirketler kendilerini hem daha iyi notlar alabilmek adına olduklarından daha iyi gösterme çabasına sokmaktadırlar hem de bu notların şişirilmiş notlar olma ihtimali bulunmaktadır. Bunun aksine şirketlerin talebi olmadan belirlenen kredi notları ise şirketlerin performanslarını daha iyi yansıtacağı ve piyasadaki yatırımcılara olası bir düşük notun mesajının kötü görünüm olarak verileceğinden dolayı, şirketler düşük kredi notlarını yükseltmek için performanslarını artırabilmektedirler. Bu da şirketlerin talepleri olmadan verilen kredi notlarının şirketlerin finansal performansları üzerinde daha olumlu bir etkiye sahip olma sonucunu doğurabilmektedir. Yine bu sebeptendir ki, şirketlerin talebi doğrultusunda kendileri için kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen kredi notlarındaki vadeler arasında uzun vadeli kredi notları, kısa vadeli kredi notlarından daha anlamlı olabilmektedir (Fulghieri ve ark., 2013).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için kredi notu belirlerken kullandıkları bir başka yöntem ise, bu notları belirlerken baz alınan para birimi kriteridir. Bu kriter, özellikle küresel ölçekte güçlü para birimi olarak kabul edilen para birimlerinden birisi yani yabancı para birimi olabilirken bir diğeri ise yerel para birimi olabilmektedir. Burada kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kullanılacak ve kriter olarak belirlenecek yabancı para biriminin ne olacağı çoğunlukla kredi derecelendirme kuruluşunun merkeziyle de ilgilidir. Küresel ölçekte Amerika Birleşik Devletleri Dolar'ı, Avrupa Birliği Avro'su ve İngiltere Sterlin'i gibi para birimleri güçlü para birimleri olarak kabul edilirken, kredi derecelendirme kuruluşlarının yabancı para birimi olarak çoğunlukla Dolar'ı kullanmaları, köklü ve büyük üçlü olarak bilinen kredi derecelendirme kuruluşlarının merkezlerinin Amerika Birleşik Devletleri olmasından kaynaklı olabilmektedir. Türkiye'de bulunan şirketler için kredi derecelendirme kuruluşlarının belirledikleri kredi notlarında da hem Türk Lirası bazlı kredi notlarının yayımlandığı hem de Amerika Birleşik Devletleri Dolar'ı bazlı kredi notlarının yayımlandığı görülebilmektedir. Özellikle son yıllarda Türk Lirası'nda yaşanan değer dalgalanmaları göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye'de bulunan Borsa İstanbul'da yer alan şirketler için belirlenen kredi notlarında da Türk Lirası'ndaki dalgalanmaların etkisi görülebilmektedir. Bu nedenle yabancı para birimleri baz alınarak belirlenen kredi notları

yabancı yatırımcılar için daha net bir görünüm sağlayabilmektedir. Nitekim yabancı yatırımcıların, yabancı para birimleri baz alınarak belirlenen kredi notlarına daha çok itibar edecekleri düşünülmektedir. Fakat bu durumun tersinin de yapıldığı gözlemlenebilmektedir. Yani kredi derecelendirme kuruluşları, yalnızca yabancı para birimlerini baz alarak kredi notu yayınlamamakta, aynı zamanda yerel para birimini baz alarak da kredi notu yayınlamaktadır. Bu durum, piyasada bulunan yerli yatırımcılar açısından da talep edilebilmektedir. Yine de, yabancı para birimleri baz alınarak belirlenen kredi notlarına gösterilen itibarın daha fazla olduğu düşünülebilir. Burada, kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notlarında yabancı para birimlerini baz almasının nedenleri, kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için kredi notlarını belirlerken, şirketlerin faaliyet gösterdikleri ülkenin genel finansal ve ekonomik yapısı da olabilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları bu finansal ve ekonomik yapıyı değerlendirirken, şirketlerin faaliyet gösterdikleri ülkedeki enflasyona, mali dengeye, gayri safi yurt içi hasılaya, ülkenin dış borcuna, dış dengesine, ekonomik gelişmişliğine ve temerrüt geçmişine de dikkat ediyor olabilirler. Bu durum, şirketler için belirlenen kredi notlarını da etkileyebilmektedir. Nitekim, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen şirket kredi notları, ülke kredi notlarını çoğunlukla yakın bir seviyede olmaktadır. Nadiren, ülkeler için belirlenen kredi notlarıyla şirketler için belirlenen kredi notları arasında büyük farklılıklar olmaktadır. Bu büyük farklılıklar ise genellikle şirketlerin finansal yapılarının çok iyi durumda olmasından, şirketlerin çok uzun süredir iyi performans göstermesinden veya şirketlerin çok uzun süredir ilgili ülkede faaliyet göstermesinden kaynaklanabilir. Çünkü bu değişkenler baz alındığında bir şirketin, içerisinde faaliyet gösterdiği ülkenin kredi notundan çok daha yüksek bir kredi notuna sahip olması nadir görülen bir durumdur (Cantor ve Packer, 1996).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için kredi notu belirlerken kullandıkları bir diğer yöntem ise vadedir. Kredi derecelendirme kuruluşları, şirketler için kredi notu belirlerken, kısa ve uzun vadeli veya kısa, orta ve uzun vadeli kredi notları belirleyebilmektedirler. Ancak özellikle kısa vadeli kredi notları belirlenirken, kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketlerin başvuruları üzerine ücret edinerek mi kredi notu verdikleri yoksa başvuruya bakılmaksızın ücretsiz bir şekilde mi kredi notu belirledikleri tartışma konusu olabilmektedir. Burada bir başka tartışma konusu ise kısa vadeli kredi

notlarının, uzun vadeli kredi notlarına kıyasla daha kolay ve daha az maliyete katlanılarak belirlenebilmesidir. Ayrıca burada sözü geçen ücretin, kredi notlarının belirlenmesinde bir şişirme etkisine sebebiyet vermesi de tartışma konusu olabilmektedir. Elbette, bir şirket için belirlenen kısa vadeli kredi notları ile uzun vadeli kredi notları arasında da tutarlılık olmalıdır. Bu nedenle eğer kredi derecelendirme kuruluşlarının bir şirket için ücret karşılığı belirledikleri kısa vadeli kredi notlarında bir şişirme bulunuyorsa, bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının aynı şirket için belirleyecekleri uzun vadeli kredi notlarını da etkileyecektir. O halde böyle bir etkinin bulunması durumunda, kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri uzun vadeli kredi notlarına gösterilen itibar azalacaktır. Bu nedenle de kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notu belirlerken daha ihtiyatlı davranışlar sergilemesine yol açabilmektedir. Genellikle, kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kısa vadeli ve uzun vadeli kredi notlarında meydana gelen küçük sapmalar, uzun vadeli kredi notlarına gösterilen itibarı etkilemezken, meydana gelen büyük sapmalar bu itibarı etkileyebilmektedir. Özellikle, kredi notu edinmiş bir şirketin performans düşüklüğünden ziyade iflas etmesi veya iflasa çok yaklaşması, kredi notunda böyle bir durumun mesajını içermiyorsa, yani kredi notu olması gerekenden çok daha yüksekse, hem kısa hem de uzun vadeli kredi notuna ilişkin duyulan itibar çok düşecektir. Bu nedenle kredi derecelendirme kuruluşlarının, özellikle bir şirket için yatırım yapılmaması mesajı içeren veya ihtiyatlı olunması mesajı içeren kredi notunu yayınlarken daha ihtiyatlı olabileceği düşünülmektedir. Çünkü bu durumda yaşanacak olan itibar kaybı, kredi notlarında gerçekleşecek küçük sapmaların oluşturacağı itibar kaybından çok daha büyük bir itibar kaybı yaşanmasına sebebiyet verecektir (Bonsall ve ark., 2016).

2.4. KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI VE ANLAMLARI

Kredi derecelendirme kuruluşlarından en köklüleri, büyük üçlü olarak da adlandırılan Moody's, Standards & Poor's ve Fitch Ratings olarak sıralanabilir. Bu üç kredi derecelendirme kuruluşundan en erken köklüsü ise 1909 yılında John Moody tarafından kurulan Moody's kredi derecelendirme kuruluşudur (White, 2013).

Büyük üçlü olarak adlandırılan kredi derecelendirme kuruluşları arasında en köklüsü olan Moody's, şirketler için kredi notu belirlerken hem harflerin hem de rakamların yer aldığı bir derecelendirme sistemi oluşturmuştur. Tablo 2.1.'de detaylarıyla birlikte açıklanan bu

derecelendirme sistemine göre “Aaa” notu en yüksek kredi notuna karşılık gelirken “C” notu ise en düşük kredi notuna karşılık gelmektedir. Aynı zamanda bu harflerin yanında kullanılan rakamlar da bulunabilmektedir. Bu rakamlardan “1” rakamı borç ödeyebilme yeteneğinin en yüksek olduğu durumu ifade ederken “3” rakamı ise borç ödeyebilme yeteneğinin en düşük olduğu durumu ifade etmektedir. Kısa vadeli kredi notları ise “P-1”, “P-2”, “P-3” ve “NP” ifadeleriyle kredi notları yüksekten düşüğe şekilde belirtilmiştir. Burada da yine “P-1” ifadesi en yüksek kısa vadeli borçları ödeyebilme yeteneğini gösterirken, “P-3” ifadesi ise en düşük kısa vadeli borçları ödeyebilme yeteneğini göstermektedir. “NP” ifadesi ise kısa vadeli borçları ödeyebilme yeteneği olmayan veya herhangi bir kısa vadeli borçları ödeyebilme yeteneği kategorisine giremeyen şirketlerin kredi notlarını temsil etmektedir. (Berk, 2021: 43).

Tablo 2.1. Moody’s Investor Service Inc. Kredi Derecelendirme Notları ve Anlamları

Uzun Vadeli Kredi Notları	Uzun Vadeli Kredi Notlarının Anlamları	Kısa Vadeli Kredi Notları	Kısa Vadeli Kredi Notlarının Anlamları
Aaa	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler, hem en düşük kredi riskine hem de en yüksek kalitedeki kredi notlarına sahip olan yükümlülüklerdir.	P-1	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler, kısa vadeli yükümlülükleri geri ödeme konusunda üstün yeteneğe sahip olan yükümlülüklerdir.
Aa1 Aa2 Aa3	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler, çok düşük kredi riskine ve yüksek kalitedeki kredi notuna sahip olan yükümlülüklerdir.	P-2	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler, kısa vadeli yükümlülükleri geri ödeme konusunda güçlü yeteneğe sahip olan yükümlülüklerdir.
A1 A2 A3	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, düşük kredi riskine ve orta-üst kalitedeki kredi notuna sahip	P-3	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler, kısa vadeli yükümlülükleri geri ödeme konusunda kabul edilebilir

	olan yükümlülüklerdir.		seviyede yeteneğe sahip olan yükümlülüklerdir.
Baa1 Baa2 Baa3	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, orta seviye kredi riskine ve orta kalitedeki kredi notuna sahip olan yükümlülüklerdir. Bu nedenle belirli spekülâtif özelliklere sahip olabilirler.	NP	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, kısa vadeli yükümlülükleri geri ödeme konusunda diğer üç seviyede yer almayan yükümlülüklerdir.
Ba1 Ba2 Ba3	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, önemli seviyede kredi riskine ve spekülâtif kalitedeki kredi notuna sahip olan yükümlülüklerdir.		
B1 B2 B3	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, yüksek kredi riskine ve spekülâtif kalitedeki kredi notuna sahip olan yükümlülüklerdir.		
Caa1 Caa2 Caa3	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, çok yüksek kredi riskine ve spekülâtif kalitedeki kredi notuna sahip olan yükümlülüklerdir.		

Ca	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, temerrüt düzeyinde kredi riskine ve çok spekülâtif kalitedeki kredi notuna sahip olan yükümlülüklerdir.		
C	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, temerrüt düzeyine çok yakın kredi riskine ve çok spekülâtif kalitedeki kredi notuna sahip olan yükümlülüklerdir.		
WR	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, temerrüt düzeyine en yakın kredi riskine ve en spekülâtif kalitedeki kredi notuna sahip olan yükümlülüklerdir.		

Büyük üçlü olarak adlandırılan kredi derecelendirme kuruluşlarından olan Standards & Poor's 1916 senesinde kurulan Poor's kuruluşu ve 1922 senesinde kurulan Standard Statistics şirketlerinin birleşiminden oluşan bir kredi derecelendirme kuruluşudur (White, 2013).

Standards & Poor's, şirketler için kredi notu belirlerken harfleri, sayıları ve sembolleri kullanmaktadır. Tablo 2.2.'de görüleceği üzere "AAA" notu en yüksek kredi notu anlamına gelirken D notu ise en düşük kredi notunu işaret etmektedir. Ayrıca "+" ve "-" sembollerini derecelendirmeye dahil etmektedir. Buna ek olarak kısa vadeli

yükümlülükler “A-1” notundan “D” notuna kadar sıralanmaktadır. Buradaki rakamlar ise yalnızca “A” harfinin yanına “A-3” notuna kadar sıralanmıştır (Berk, 2021: 46).

Tablo 2.2. Standards & Poor’s Credit Market Services Kredi Derecelendirme Notları ve Anlamları

Uzun Vadeli Kredi Notları	Uzun Vadeli Kredi Notlarının Anlamları	Kısa Vadeli Kredi Notları	Kısa Vadeli Kredi Notlarının Anlamları
AAA	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler, finansal taahhütlerini yerine getirmede en güçlü kapasiteye sahiplerdir.	A-1	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler, kısa vadeli finansal taahhütlerini yerine getirme konusunda üstün yeteneğe sahip olan yükümlülüklerdir.
AA+ AA AA-	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler, finansal taahhütlerini yerine getirmede çok güçlü kapasiteye sahiplerdir.	A-2	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler, kısa vadeli finansal taahhütlerini yerine getirme konusunda güçlü yeteneğe sahip olan yükümlülüklerdir.
A+ A A-	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, finansal taahhütlerini yerine getirmede güçlü kapasiteye sahiptirler fakat, ekonomik durumlara ve şartlardaki değişimlere karşı hassas yükümlülüklerdir.	A-3	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler, kısa vadeli finansal taahhütlerini yerine getirme konusunda kabul edilebilir seviyede yeteneğe sahip olan yükümlülüklerdir.
BBB+ BBB	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, finansal taahhütlerini	B	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, kısa vadeli finansal

BBB-	yerine getirmede orta seviye kapasiteye sahiptirler fakat, ekonomik durumlara ve şartlardaki değişimlere karşı daha hassas yükümlülüklerdir.		taahhütlerini yerine getirme konusunda spekülâtif seviyede yer alan yükümlülüklerdir.
BB+ BB BB-	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, kısa vadede daha az kırılğan fakat finansal ve ekonomik durumlara karşı daha bilinmez yapıya sahip olan yükümlülüklerdir.	C	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, kısa vadeli finansal taahhütlerini yerine getirme konusunda oldukça spekülâtif seviyede yer alan yükümlülüklerdir.
B+ B B-	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesi olsa da daha kırılğan fakat finansal ve ekonomik durumlara karşı daha bilinmez yapıya sahip olan yükümlülüklerdir.	D	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, kısa vadeli finansal taahhütlerini yerine getirememeye ve temerrüte yakın olan yükümlülüklerdir.
CCC+ CCC CCC-	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, finansal ve ekonomik durumlara karşı kırılğan yapıya sahip olan yükümlülüklerdir.		
CC	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler,		

	finansal ve ekonomik durumlara karşı oldukça kırılgan yapıya sahip olan yükümlülüklerdir.		
C	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, finansal ve ekonomik durumlara karşı çok kırılgan yapıya sahip olan yükümlülüklerdir.		
D	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, finansal taahhütlerini yerine getirememeye ve temerrüte yakın olan yükümlülüklerdir.		

Büyük üçlü olarak adlandırılan kredi derecelendirme kuruluşlarından 1924 yılında ve en son kurulanı ise Fitch Ratings kredi derecelendirme kuruluşudur (White, 2013).

Fitch Ratings, şirketler için kredi notu belirlerken yine harfleri, sayıları ve sembolleri kullanmaktadır. Tablo 2.3.'te görüleceği üzere "AAA" notu en yüksek kredi notu anlamına gelirken D notu ise en düşük kredi kotunu işaret etmektedir. Ayrıca "+" ve "-" sembollerini derecelendirmeye dahil etmektedir. Buna ek olarak kısa vadeli yükümlülükler "F1" notundan "D" notuna kadar sıralanmaktadır. Buradaki rakamlar ise yalnızca "F" harfinin yanına "F3" notuna kadar sıralanmıştır (Berk, 2021: 47).

Tablo 2.3. Fitch Ratings LTD. Kredi Derecelendirme Notları ve Anlamları

Uzun Vadeli Kredi Notları	Uzun Vadeli Kredi Notlarının Anlamları	Kısa Vadeli Kredi Notları	Kısa Vadeli Kredi Notlarının Anlamları
AAA	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler,	F1	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler,

	finansal taahhütlerini yerine getirmede en güçlü kapasiteye sahiplerdir.		kısa vadeli finansal taahhütlerini yerine getirme konusunda üstün yeteneğe sahip olan yükümlülüklerdir.
AA+ AA AA-	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler, finansal taahhütlerini yerine getirmede çok güçlü kapasiteye sahiplerdir.	F2	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler, kısa vadeli finansal taahhütlerini yerine getirme konusunda güçlü yeteneğe sahip olan yükümlülüklerdir.
A+ A A-	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, finansal taahhütlerini yerine getirmede güçlü kapasiteye sahiptirler fakat, ekonomik durumlara ve şartlardaki değişimlere karşı hassas yükümlülüklerdir.	F3	Bu kredi notuna sahip yükümlülükler, kısa vadeli finansal taahhütlerini yerine getirme konusunda kabul edilebilir seviyede yeteneğe sahip olan yükümlülüklerdir.
BBB+ BBB BBB-	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, finansal taahhütlerini yerine getirmede orta seviye kapasiteye sahiptirler fakat, ekonomik durumlara ve şartlardaki değişimlere karşı daha hassas yükümlülüklerdir.	B	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, kısa vadeli finansal taahhütlerini yerine getirme konusunda spekülasyon seviyesinde yer alan yükümlülüklerdir.
BB+ BB	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, kısa	C	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, kısa

BB-	vadede daha az kırılğan fakat finansal ve ekonomik durumlara karşı daha bilinmez yapıya sahip olan yükümlülüklerdir.		vadeli finansal taahhütlerini yerine getirememeye ve temerrüte yakın olan yükümlülüklerdir.
B+ B B-	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesi olsa da daha kırılğan fakat finansal ve ekonomik durumlara karşı daha bilinmez yapıya sahip olan yükümlülüklerdir.	RD	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, kısa vadeli finansal taahhütlerini yerine getirememeye ve temerrüte oldukça yakın olan yükümlülüklerdir.
CCC+ CCC CCC-	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, finansal ve ekonomik durumlara karşı kırılğan yapıya sahip olan yükümlülüklerdir.	D	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, kısa vadeli finansal taahhütlerini yerine getirememeye ve temerrüte çok yakın olan yükümlülüklerdir.
CC	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, finansal ve ekonomik durumlara karşı oldukça kırılğan yapıya sahip olan yükümlülüklerdir.		
C	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, finansal ve ekonomik durumlara karşı çok		

	kırılgan yapıya sahip olan yükümlülüklerdir.		
D	Bu kredi notuna sahip olan yükümlülükler, finansal taahhütlerini yerine getirememeye ve temerrüte yakın olan yükümlülüklerdir.		

Büyük üçlü olarak tanımlanan kredi derecelendirme kuruluşlarının dışında da birçok kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bu çalışmada verilerinden faydalanılan kredi derecelendirme kurulu ise Japan Credit Ratings Eurasia kredi derecelendirme kuruluşudur. JCR Eurasia, Türkiye’deki faaliyetlerine 2007 yılında Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi olarak başlamış ve daha sonra Japan Credit Rating Agency Ltd. ile ortaklık sözleşmesi imzalayarak JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi ismini almıştır. 2008 yılında bu isimle ilk derecelendirme raporunu açıklamış ve gerekli yetkileri edinmiştir (JCR Eurasia, 2025).

JCR Eurasia kredi derecelendirme kuruluşu şirketler için kredi derecelendirmesi yaparken yine harfleri, sayıları ve sembolleri kullanmaktadır. Tablo 2.4.’te görüleceği üzere “AAA” en yüksek kredi notunu temsil ederken “D” ise temerrüt durumunda olan kredi notunu ifade etmektedir. Yine “+” ve “-“ sembolleri derecelendirmeye dahil edilmektedir. Ayrıca, kısa vadeli yükümlülükler “J1” notundan “D” notuna kadar sıralanmaktadır. Buradaki rakamlar ise yalnızca “J” harfinin yanına “J5” notuna kadar sıralanmıştır.

Tablo 2.4. JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi Kredi Derecelendirme Notları ve Anlamları

Uzun Vadeli Kredi Notları	Uzun Vadeli Kredi Notlarının Anlamları	Kısa Vadeli Kredi Notları	Kısa Vadeli Kredi Notlarının Anlamları
---------------------------	--	---------------------------	--

AAA	Temerrüt riskinin en düşük beklentisini belirtir. Finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesi için güçlü kapasitenin olduğu istisnai durumlarda atanır. Bu kapasitenin öngörülebilir olaylardan olumsuz etkilenmesi pek olası değildir.	J1+	Uzun vadeli kredi notlarıyla aynı anlama sahiptir.
AA+ AA AA-	Çok düşük temerrüt riski beklentisini ifade eder. Finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesi için çok güçlü bir kapasitenin varlığına işaret eder. Bu kapasite, öngörülebilir olaylara karşı önemli ölçüde dirence sahiptir.	J1+	Uzun vadeli kredi notlarıyla aynı anlama sahiptir.
A+ A A-	Düşük temerrüt riski beklentisini ifade eder. Finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesi için güçlü bir kapasitenin varlığına işaret eder. Bununla birlikte, bu kapasite, olumsuz ticari veya ekonomik koşullara karşı daha yüksek derecelendirmelere göre daha savunmasız olabilir.	J1	Uzun vadeli kredi notlarıyla aynı anlama sahiptir.

<p>BBB+</p> <p>BBB</p> <p>BBB-</p>	<p>Temerrüt riski beklentisinin mevcutta düşük olduğunu göstermektedir. Finansal yükümlülüklerle ilişkin ödeme kapasitesi yeterli kabul edilir, ancak olumsuz ticari veya ekonomik koşulların ödeme kapasitesini bozması daha olasıdır.</p>	<p>J2</p>	<p>Uzun vadeli kredi notlarıyla aynı anlama sahiptir.</p>
<p>BB+</p> <p>BB</p> <p>BB-</p>	<p>Özellikle zaman içinde ticari veya ekonomik koşullarda olumsuz değişiklikler olması durumunda, temerrüt riskine karşı yüksek bir kırılma eğilimine işaret eder. Bununla birlikte, finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesini destekleyen ticari veya finansal esneklik mevcuttur.</p>	<p>J3</p>	<p>Uzun vadeli kredi notlarıyla aynı anlama sahiptir.</p>
<p>B+</p> <p>B</p> <p>B-</p>	<p>Önemli temerrüt riskinin mevcut olduğunu, ancak sınırlı bir güvenlik marjının kaldığını gösterir. Mali yükümlülüklerin mevcutta yerine getirilmekle birlikte, ödeme kapasitesi, ticari ve ekonomik koşullardaki</p>	<p>J4</p>	<p>Uzun vadeli kredi notlarıyla aynı anlama sahiptir.</p>

	bozulmaya karşı savunmasızdır.		
CCC+ CCC CCC-	Güvenlik için çok düşük marj. Temerrüt güçlü bir olasılıktır.	J5	Uzun vadeli kredi notlarıyla aynı anlama sahiptir.
CC	Temerrüt artık çok güçlü bir olasılıktır.	J5	Uzun vadeli kredi notlarıyla aynı anlama sahiptir.
C	İflas veya benzeri hukuki bir süreç başlamıştır, faaliyetler durma noktasına gelmiştir. Ödeme kapasitesi geri dönülemez şekilde bozulmuştur.	J5	Uzun vadeli kredi notlarıyla aynı anlama sahiptir.
prD	Herhangi bir tahvil, kredi veya diğer önemli finansal yükümlülüklerden bir kısmını yerine getirememiş, ancak iflas başvurusu veya diğer resmi tasfiye işlemlerine girmemiş bir ihraççıyı gösterir. Faaliyetleri henüz durmamıştır.	prD	Uzun vadeli kredi notlarıyla aynı anlama sahiptir.
D	Finansal yükümlülüklerini tümüyle yerine getirememiş, iflas başvurusu ve tasfiye süreçleri başlamış ve faaliyetleri durmuştur.	D	Uzun vadeli kredi notlarıyla aynı anlama sahiptir.

Buna ek olarak, yerel para birimleri uluslararası para birimleri cinsinden kredi derecelendirmelerini tanımlayabilmek için de Tablo 2.5.'te bulunan eşleştime kullanılmaktadır (JCR Eurasia, 2025).

Tablo 2.5. JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi Ulusal ve Uluslararası Kredi Notu Eşleşmesi

Ulusal Kredi Notları	Uluslararası Kredi Notları
AAA (tr)	BB
AA+ (tr) AA (tr) AA- (tr)	BB
A+ (tr) A (tr) A- (tr)	BB
BBB+ (tr) BBB (tr)	BB
BBB-	BB-
BB+ (tr)	B+
BB (tr)	B+
BB-	B
B+ (tr) B (tr) B- (tr)	CCC
CCC+ (tr) CCC (tr)	CC

CCC- (tr)	
CC (tr)	C
C (tr)	C
prD (tr)	prD
D (tr)	D

2.5. KREDİ DERECELENDİRME ŞİRKET PAYLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notlarının şirket paylarının fiyatları üzerindeki etkileri farklı çalışmalarda farklı şekillerde raporlanmıştır. Bazı çalışmalarda kredi notu edinen şirketlerin kredi notlarını edindikten sonraki dönemlerde pay fiyatlarının değişmediğini raporlanırken, bazı çalışmalarda ise tam tersi şekilde şirket pay fiyatlarının etkilendiği ve kimi şirket paylarının pozitif anormal getiri sağladığı raporlanmıştır. Bazı çalışmalarda ise kredi notu değişimden sonraki aylarda herhangi bir şirket pay fiyatı değişimi olmazken sonraki çeyreklerde veya yıllarda pay fiyatı değişimi olduğu raporlanmıştır. Genel literatür göz önünde bulundurulduğunda, özellikle ücret ödenerek yapılan kredi derecelendirmelerdeki kredi notu yükseltmelerinin şirket pay fiyatları üzerinde etkisi olmayacağı veya sınırlı etkiye sahip olacağı düşünülebilir. Bunun aksine ücretsiz olarak yapılan kredi derecelendirmelerde kredi notu düşürülmesinin şirket pay fiyatları üzerinde negatif anormal getiri etkisine sahip olabileceği ve uzun vadede bu kredi notu düşürülmesine maruz kalan şirketin finansal durumunu düzelttiğinde de pozitif anormal getiri elde edebileceği beklenebilir. Buna uygun olarak, üç aylık ve altı aylık getirilerle, bir yıllık, iki yıllık ve üç yıllık getiriler incelendiğinde, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kredi notu yükseltmesi elde eden şirketlerin pay fiyatlarında herhangi bir pozitif anormal getiri gözlemlenmezken veya çok sınırlı bir getiri artışı gözlemlenirken, kredi notu düşürülmesine maruz kalan şirketlerin pay fiyatlarında ise negatif anormal getiri gerçekleştiği gözlemlenmiştir. Bunun nedenlerinden birisi, kredi derecelendirme kuruluşlarının belirledikleri kredi notlarının piyasadaki yatırımcılar için bir bilgi taşıması olabilir. Burada dikkat edilmesi

gereken bir başka husus ise, kredi derecelendirme kuruluşlarının belirledikleri kredi notlarından, daha küçük ölçekli olan yani küçük olarak nitelendirilebilecek şirketlerin kredi notu düşürülmesi durumundan daha çok etkilenmeleridir. Çünkü bu şirketlerin paylarının fiyatlarında, üç aylık, altı aylık ve bir yıllık dönemlerde kredi notu düşürülmesi sonrası negatif anormal getiri olduğu gözlemlenmiştir (Dichev ve Piotroski, 2001).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notları bilgi içerebilmektedir. Bu nedenle kredi notları yükseltildiğinde veya düşürüldüğünde bu durum piyasadaki yatırımcılar için bir sinyal olarak algılanabilmektedir. İçerilen bu bilginin değerini ölçebilmek adına çeşitli yollar bulunmaktadır. Bu yollardan birisi, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri kredi notları sonrasında, olumlu veya olumsuz etkilenen şirketlerin pay fiyatlarını incelemek olabilir. Bu incelemede özellikle kredi notu düşürülmesine maruz kalan şirketlerin iflas durumuna yaklaşmasına dikkat etmek, kredi notu değişimlerinin etki gücünü anlamaya yardımcı olabilir. Bu yollardan bir diğeri ise, şirketler için belirlenen kredi notları şirketlerin pay fiyatlarını etkilesin veya etkilemesin, bir önceki kredi notu değişimini de incelemek olabilir. Bu sayede bir önceki kredi notu değişiminin şirket payları üzerinde bir etkisi olup olmadığı da görülebilecektir. Bu durumda hem bir önceki hem de bir sonraki kredi notu değişiminin şirket paylarının fiyatları üzerinde bir etkisi varsa, kredi notu değişiminin şirket payları üzerindeki etkisinden bahsetmek daha mümkün olacaktır. Hem önceki kredi notları hem de en son belirlenen kredi notları ve bu notların şirketlerin pay fiyatları üzerindeki etkileri incelendiğinde, düşük kredi notuna sahip olan şirketlerin pay fiyatlarındaki değişimler, yüksek kredi notuna sahip şirketlerin pay fiyatlarındaki değişimlerden daha fazla olmaktadır. Literatürdeki çalışmalarda elde edilen, kredi notu düşüşlerinin kredi notu yükselişlerinden daha fazla etkiye sahip olmasının kesin bir açıklaması olmamakla birlikte, piyasadaki kötü haberin oluşturduğu etkinin iyi haberin oluşturduğu etkiden daha kuvvetli olması, bu açıklamaya bir nebze katkıda bulunabilir. Ancak bununla birlikte, bir şirketin kredi derecelendirme kuruluşlarından edindiği kredi notunda dikkate değer bir artış olması durumunda, bu not yükseltmesinin şirket paylarının fiyatları üzerinde daha belirgin bir etkiye sahip olma ihtimali de artmaktadır. Fakat aynı durumun tam tersi gerçekleştiğinde yani bir şirket için kredi derecelendirme kuruluşları tarafından dikkate değer bir not düşürülme durumu oluştuğunda yine de şirket paylarının fiyatları üzerindeki bu etki kredi notu yükseltilmesi durumundan daha kuvvetli bir etki oluşturmaktadır. Kredi

derecelendirme kuruluşları tarafından şirketler için verilen kredi notlarının şirket paylarının fiyatları üzerindeki etkiyi araştırırken, bir önceki kredi notu değişiminin şirket payları üzerindeki etkiyi araştırmak, kredi notu değişiminin şirket paylarının fiyatını etkileyip etkilemediğini görmek için önemli olabilir (Jorion ve Zhang, 2006).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notlarının aynı zaman şirketlerin kurumsal yönetim kararları üzerinde de etkileri bulunabilir. Bu etki ise dolaylı olarak şirket payları üzerinde bir etkiye yol açabilmektedir. Şirketler, özellikle bir dönem düşük kredi notu edindiklerinde, genellikle bir sonraki kredi notu belirleme sürecine kadar kredi notlarını yükseltecek şekilde kurumsal yönetim kararları almaya çalışırlar. Öyle ki bazı şirketler, stratejik hedef olarak daha yüksek bir kredi notu edinmeyi belirleyebilmektedir. Nitekim, literatürde bulunan kredi notu düşürülmelerinin kısa vadede şirket paylarını negatif anormal getiri elde edecek şekilde etkilemesi ve daha sonra uzun vadede pozitif anormal getiri elde edecek şekilde etkilemesi, bu durumdan kaynaklı olabilmektedir. Bunun yanı sıra, kredi notları aynı zamanda bir şirketin borçlanma maliyetini de etkilemektedir. Kredi notu, şirketlerin borçlanırken maruz kalacakları faiz giderlerini artırabilir veya azaltabilir. Şirketler daha az borç maliyetine maruz kaldıkları zaman kaldıraç oranlarını daha fazla yükseltecek şekilde daha fazla borçlanabilir. Bu durum ise şirket paylarının pozitif şekilde etkilenmesine neden olabilmektedir. O halde şirketler için belirlenen kredi notlarının dolaylı olarak şirket paylarının fiyatları üzerindeki etkisinden de bahsedilebilmektedir. Özellikle kredi notları verildikten sonra belirlenen “yatırım yapılabilir” ve “spekülatif durum” yorumlamaları, şirketlerin hem borçlanma maliyetlerini hem de şirket paylarının fiyatlarını doğrudan ve dolaylı olarak etkileyebilir. Halihazırda bir şirket için belirlenen bir önceki kredi notu yatırım yapılabilir seviyesinde yorumlanmışsa ve bir sonraki kredi notu da aynı şekilde yatırım yapılabilir seviyesinde değişmişse, bu durumda ilgili şirketin sermaye yapısında veya şirket pay fiyatlarında gözle görülür bir değişim olmayabilir fakat, eğer bir şirket için belirlenen bir önceki kredi notu spekülatif durum şeklindeyse ve bir sonraki kredi notu yatırım yapılabilir haline gelecek şekilde değişmişse veya tam tersi olarak bir şirket için belirlenen bir önceki kredi notu yatırım yapılabilir şeklindeyse ve bir sonraki kredi notu spekülatif durum haline gelecek şekilde değişmişse, buradaki sermaye yapısı değişimi ve şirket pay fiyatları değişimi daha gözle görülür bir hal alabilmektedir (Krichene ve Khoufi, 2016).

2.6. KREDİ DERECELENDİRMENİN YATIRIMCI DAVRANIŞI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notlarında şirketlere ilişkin bilgiler bulunabilir. Bu bilgiler piyasadaki yatırımcılar için yatırım kararlarını etkileyecek kadar etkili bilgiler haline gelebilmektedir. Özellikle kredi notlarının düşürülmesi, kredi notu yükseltmelerine kıyasla yatırımcılar için daha etkili bir bilgi mekanizması olabilir. Bunun yanı sıra piyasadaki yatırımcılar için her daim bir şirket algısı vardır. Bazı şirketler büyük, yapısal olarak sağlam ve köklü olarak algılanırken, bazı şirketler ise küçük, yapısal olarak zayıf ve yeni şirketler olarak algılanabilir. Bu durum, şirket paylarının fiyatlarını etkilediği gibi, kredi derecelendirme kuruluşlarında çalışan derecelendirme analistlerini de kredi notu belirleme sürecinde etkileyebilmektedir. Piyasadaki yatırımcıların şirketlere yönelik algıları, kredi derecelendirme kuruluşlarında çalışan derecelendirme analistlerini etkileyebileceği gibi, şirket paylarının fiyatlarını da etkileyebilir. Özellikle yatırımcıların rasyonel olmadığını kabul edildiği durumda, yatırımcı davranışı ve yatırımcıların şirket algıları daha büyük bir önem kazanabilmektedir. Bu açıdan bakıldığında kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notları da daha büyük bir önem kazanacaktır. Yani yatırımcı davranışları ve algıları, kredi notu değişikliklerine daha duyarlı bir hale gelecektir. Çünkü kredi notu değişiklikleri rasyonel olmayan yatırımcıların şirketlere dair bir önyargı geliştirebilir. Özellikle sosyal medya yargıları ve bu mecralardan edinilen bilgiler, veya kredi notu değişimi gibi olayların sosyal medyada şahıslar tarafından yorumlanması gibi konular, yatırımcı davranışını etkileyebilmektedir. Elbette daha önceki literatürle örtüşen bazı bulgular da bulunabilir. Daha önceki literatür, kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için verdikleri kredi notlarındaki kredi notu düşüşlerinin, kredi notu yükselişlerinden daha kuvvetli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu konuda bulunan bulgular da bu etkiyi desteklemektedir. Buna göre, kredi notu düşürülen şirketler için sosyal medyada yapılan yorumlar çoğunlukla kötümser yorumlar olmakta ve şirket algısıyla yatırım davranışı sergileyen yatırımcıların bu yorumlardan etkilendiği görülmektedir. Ayrıca, literatürde bulunan “spekülatif durum” ve “yatırım yapılabilir” durumlarındaki şirketler için de bu durum gözlemlenebilmektedir. Kredi notu spekülatif durum şeklinde yorumlanan şirketler için yatırımcı algısı daha kuvvetli olarak görülürken, kredi notu yatırım yapılabilir şekilde

yorumlanan şirketler içinse yatırımcı algısı daha kuvvetsiz görülebilir. Yatırımcı algısının devreye girdiği bir başka durumsa, yatırımcıların şirketlere yönelik algısı doğrultusunda gerçekleşen kredi notu düşürülmeleri veya yükseltilmeleridir. Piyasadaki yatırımcılar bir şirketin kredi notunun düşürülmesini zaten bekliyorlarsa buna beklemedikleri kredi notu düşürülmeleri durumlarından daha net tepkiler vermektedirler. Aynı şekilde piyasadaki yatırımcılar bir şirketin kredi notunun yükseltilmesini zaten bekliyorlarsa buna beklemedikleri kredi notu yükseltilmeleri durumlarından daha net tepki vermektedirler. Bu durum yatırımcı algısının, kredi notu açıklamaları sonucunda şirketlerin pay fiyatlarının değişimlerini de açıklayabilen bir etken olabileceğini göstermektedir. Sonuç olarak, yatırımcı algısının ölçülmesi ve çalışmalara dahil edilmesi hem kredi derecelendirme kuruluşlarında çalışan derecelendirme analistlerinin daha iyi bir analiz yapmalarını sağlama açısından hem de kredi notu değişimlerinin şirketlerin pay fiyatları üzerindeki etkilerinin daha iyi incelenmesi açısından faydalı olabilir (Malekpour ve ark., 2024).

2.7. KREDİ DERECELENDİRME İLE ÜLKE EKONOMİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notlarıyla makroekonomik değişkenler ve ülke ekonomileri arasında dolaylı yoldan bir ilişki bulunmaktadır. Literatüre ve yapılan çalışmalara bakıldığında zaman, kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notlarıyla ülkeler için belirledikleri kredi notlarının çoğunlukla birbirine paralel olduğu gözlemlenmektedir. Nadiren, finansal açıdan sağlam, köklü ve büyük şirketlerin, kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notlarının şirketlerin faaliyette buldukları ülke için belirledikleri kredi notlarının çok üzerinde kredi notu sahip oldukları görülmektedir. Bu durum, kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notlarıyla makroekonomik değişkenler ve ülke ekonomileri arasında dolaylı yolda bir ilişki olduğunu gözlemlemeye imkan sağlayabilir. Kredi derecelendirme kuruluşları, ülkeler için kredi notlarını belirlerken pek çok farklı değişkenden faydalanırlar. Bu değişkenlerin hangilerinin daha fazla hangilerininse daha az ağırlığa sahip olduğunu söylemek güç olsa da bir ülkedeki makroekonomik değişkenleri söylemek bu kadar güç değildir. Kişi başına düşen gelir, gayri safi yurt içi hasıla, enflasyon, mali denge, dış denge, dış borç, ekonomik kalkınma ve iflas geçmişi gibi faktörler, makroekonomik değişkenleri oluşturabilir. Bu

değişkenlerin her biri kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için belirledikleri kredi notlarıyla kuvvetli bir ilişkiye sahip olmayabilir. Ancak, kişi başına düşen gelir, gayri safi yurt içi hasıla, enflasyon, dış borç, ekonomik kalkınma ve iflas geçmişi, kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için belirledikleri kredi notlarıyla kuvvetli bir ilişkiye sahip olarak görülmektedir (Cantor ve Packer, 1996).

2.8. HUKUK ÇERÇEVESİNDE KREDİ DERECELENDİRME

Kredi derecelendirme uygulamaları, tıpkı pay geri alım uygulamalarında olduğu gibi Türkiye’de dünyadan çok daha geç sayılabilecek tarihlere gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Özellikle gelişmiş ülkelerin piyasalarında sıkça görülen bir uygulama olan kredi derecelendirme uygulamalarının Türkiye’de ilk kez yasal çerçevede düzenlemelerinin yapılması Sermaye Piyasası Kurulu’nun (SPK) yayınladığı tebliğ ile mümkün olmuştur (Resmi Gazete, 2007). Bu tebliğe göre, kredi notu edinmek isteyen bir şirket, kredi derecelendirme şirketiyle sözleşme yapmak suretiyle anlaşabilmektedir. Yine aynı tebliğe göre, kredi derecelendirme kuruluşları, bir şirket için şirketin kredi notu edinme talebi olmaksızın kredi notu belirleyebilmektedir.

Ancak, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından yayınlanan tebliğe göre, bankalara mahsus olmak üzere, Türkiye’de bankacılık faaliyeti yapan şirketler talepte bulunmadıkça, kredi derecelendirme şirketleri Türkiye’de bankacılık faaliyeti yapan şirketler için kredi notu belirleyememektedir (Resmi Gazete, 2012).

Sermaye Piyasası Kurulu’nun yayınladığı tebliğ neticesinde Türkiye’de kredi derecelendirme ile yetkili derecelendirme kuruluşları; DRC Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi, Fitch Ratings LTD., İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi, JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi, Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri Anonim Şirketi, Moody’s Investor Service Inc., Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi, Standard and Poor’s Credit Market Services Europe LTD. şeklindedir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2025).

2.9. KREDİ DERECELENDİRME İLE ULUSLARARASI YATIRIMLAR ARASINDAKİ İLİŞKİ

Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notları ve ülkeler için belirledikleri kredi notlarının her ikisinin de uluslararası yatırımlar ile doğrudan ilişkileri bulunmaktadır. Bir ülkedeki uluslararası yatırımlar arttıkça kredi derecelendirme kuruluşlarının hem şirketler için hem de ülkeler için belirledikleri kredi notları da yükseliş gösterebilmektedir. Fakat tam tersi durumda yani, kredi derecelendirme kuruluşlarının hem şirketler hem de ülkeler için belirledikleri kredi notlarındaki artış, uluslararası yatırımları artırmak için tek başına yeterli olmamaktadır. Fakat kredi notlarındaki düşüş daha kuvvetli bir etkiye sahiptir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler ve ülkeler için belirledikleri kredi notlarındaki yükselişler uluslararası yatırımları artırmıyorken veya küçük bir etkiye sahip olabiliyorken, kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler ve ülkeler için belirledikleri kredi notlarındaki düşüşler, uluslararası yatırımları azaltabilmekte veya daha büyük etkiye sahip olabilmektedir. Uluslararası yatırımların ilişkilendirilebildiği tek değişken ilgili ülkenin ekonomik durumu değildir. Aynı zamanda ülkedeki hammadde ve kaynak yakınlığı, düşük üretim maliyetleri, pazar potansiyeli gibi birçok faktör de uluslararası yatırımların o ülkeye gelmesini sağlayabilmektedir. Ancak yine de uluslararası yatırımları ülkeye çekmek için bu değişkenler de tek başlarına yeterli değildir. Şirketler, bir ülkedeki faaliyetlerinin birçok boyutta güvenli olmasını isterler. Düşük üretim maliyetlerindeki ani artışlar, şirketin faaliyet alanına dair ülkedeki ani mevzuat değişimleri, pazardaki potansiyelin ani düşüşü gibi durumlar, uluslararası yatırımların azalmasında çok büyük etkilere sahiptirler. Bu yüzden ülkeler sürekli olarak uluslararası yatırımlar için yatırımcılara garanti ve teşvik gibi uygulamalar getirmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler ve ülkeler için belirledikleri kredi notlarındaki her düşüş, ülkede bulunan uluslararası yatırımcıyı kaçırmayacağı gibi kredi notlarındaki her yükseliş de yeni bir uluslararası yatırım getirmeyecektir. Ancak literatürdeki araştırmaların çoğunda, kredi notu düşürülmelerinin, kredi notu yükseltmelerinden çok daha büyük bir etkiye sahip olduğu ortak bir görüş olarak sunulmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler ve ülkeler için belirledikleri kredi notlarındaki düşüşler, var olan uluslararası yatırımcıyı kaçırmayabilir ancak yeni bir uluslararası yatırımın gelmesi üzerinde var olan uluslararası yatırımcı üzerindeki etkisinden daha büyük bir etkiye sahiptir. Çünkü halihazırda ülkede faaliyet gösteren

uluslararası yatırımcılar, faaliyet içerisinde buldukları ülkelerde yatırım öncesi öngördükleri avantajlara sahip olmuş, düzenlemelere ayak uydurmuş ve yatırımcısı oldukları ülkeleri daha iyi tanımış olabilirken, ilgili ülkedeki pazara yeni giriş yapacak olan uluslararası yatırımcılar bu konularda zorluk çekebilme ihtimaline sahiplerdir. Bu sebeple kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler ve ülkeler için belirledikleri kredi notları, ilgili piyasaya yeni giriş yapacak olan uluslararası yatırımcılar için bir fikir verici mekanizma görevi görebilmektedir (Arogundade ve ark., 2022).

2.10. KREDİ DERECELENDİRME İLE CDS ARASINDAKİ İLİŞKİ

Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler ve ülkeler için verdikleri kredi notları, güncel bilgilere sahip olmalıdır. Bir şirkete dair bilgiler çok daha yavaş güncelleme gerektirirken yani belirli ve spesifik bir şirkete dair gelişmeler çok daha yavaş gerçekleşirken, bir ülkeye dair gelişmeler çok daha hızlı gerçekleşir. Çünkü ülkeler, piyasalar, siyasi gelişmeler, şirketlerdeki değişimler gibi çok fazla etkeni bünyelerinde barındırırlar. Bu nedenle ülkelere dair güncellemeler çok daha sık yapılmalıdır ki kredi notlarının da bu güncellemelerle paralel ilerlemesi mümkün olabilsin. Kredi temerrüt takası (Credit Default Swap, CDS) ise ilgili ülkedeki gelişmelere göre sürekli olarak güncellenmektedir. Bu durumda kredi notları ve kredi temerrüt takası arasında ilişkinin sağlıklı olabilmesi adına kredi notlarındaki güncellemeler de büyük önem taşımaktadır. Ancak kredi derecelendirme kuruluşları ülkeler için kredi notu belirlerken kısa vadeli durumları ele alırken bir yandan da uzun vadeli durumları ele almaktadır. Bu durum kredi temerrüt takası ile ilişkilendirme yapmayı en azından uzun vadeli değerlendirmeler açısından zorlaştırmaktadır. Bu sebeple kredi derecelendirme kuruluşlarının belirledikleri kredi notlarıyla kredi temerrüt takası arasında ilişki kurarken hem kısa vadeli kredi notlarının hem de uzun vadeli kredi notlarının incelenmesi gerekir. Burada anlamlı bir ilişkiden bahsedebilmek için, kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için belirledikleri kredi notlarındaki düşüşlerle, kredi temerrüt takası seviyesinin artışının paralel olması veya kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için belirledikleri kredi notlarındaki artışlarla, kredi temerrüt takası seviyesinin düşüşünün paralel olması gerekmektedir. Bu etkinin gecikmeli de olsa gözlemlenmesi beklenmektedir. Ancak kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için ve ülkeler için belirledikleri kredi notu yükselişlerinin, kredi notu düşüşlerinin etkisinden daha az bir etkiye sahip olduğu

literatürde sıklıkla yer almaktadır. Bu durum, kredi temerrüt takası için de geçerli olabilmektedir. Yapılan çalışmalar, kredi notlarındaki değişimin kredi temerrüt takası ile ilişkisinin gözlemlenebilmesi için kredi notu düşürülmelerinin veya yükseltmelerinin önemli duyurular içermesi gerektiğini söylemektedir. Bu çalışmalara göre özellikle kredi notu yükseltmeleri, önemli bir duyuru içermediği durumda pay fiyatları üzerinde bir etkiye veya ülkeye yapılan yatırımlar üzerinde bir etkiye ya sahip olmamaktadır ya da çok az bir etkiye sahip olmaktadır. O halde kredi temerrüt takası ile ilişkisi de bu durumda zayıf kalacaktır. Sonuç olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının hem şirket için hem de ülkeler için belirledikleri kredi notlarındaki değişimin, kredi temerrüt takası ile ilişkisinin bulunabilmesi için, kredi notu değişimlerinin önemli bilgiler içermesi ve güncel olması gerekmektedir (Micu ve ark., 2006).

2.11. KREDİ DERECELENDİRME VE TÜRKİYE'DEKİ ŞİRKETLER

Kredi derecelendirme kuruluşları, kuruluş yerleri ve kuruluş yılları sebebiyle, dünyanın birçok ülkesinde faaliyet gösterebilirler dahi, her ülkede bulunan her şirket için kredi notu belirlememektedirler. Bu durum Türkiye için de farklı değildir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere ve diğer Avrupa ülkelerinde değerlendirdikleri ve hakkında kredi derecelendirme işlemi yaptıkları şirketler çok daha fazladır. Bu durum özellikle büyük üçlü olarak adlandırılan Standards & Poor's, Moody's ve Fitch Ratings için geçerlidir. Fakat Japan Credit Ratings Avrasya bu büyük üçlünün aksine Türkiye'de faaliyet gösteren şirketler için çok daha fazla sayıda kredi notu belirlemiştir. Bu nedenle bu çalışmada, JCR Avrasya isimli kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye'de faaliyet gösteren şirketler için belirlediği kredi notları kullanılmıştır.

2.12. KREDİ DERECELENDİRME İLE İLGİLİ TEORİLER

Kredi derecelendirme işlemleriyle ilişkilendirilebilecek birkaç teori ve hipotez bulunmaktadır. Fakat bu teori ve hipotezlerden en öne çıkanları, sinyal teorisi (Bhattacharya, 1979) ve davranışsal finasta yer alan beklenti (prospect) teorisidir (Kahneman ve Tversky, 1979).

Kredi derecelendirme işlemleri, piyasadaki yatırımcılar için mesaj içeren bir olgu haline gelebilmektedir. Nitekim literatürde kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için

verdikleri kredi notlarındaki düşüşlerin, pay fiyatları üzerindeki etkisi çokça araştırılmış ve böyle bir etkinin varlığından bahsedilmiştir. Kredi notları, şirketlerin temerrüt risklerini, yatırım yapılabilirlik seviyelerini, spekülasyon durumlarını ve borçlarını ödeyebilme yeteneklerini gösteren unsurlardır. Özellikle pazara yeni girmiş veya kısa süredir pazarda bulunan şirketler için verilen kredi notlarının, yatırımcı kararı üzerinde etkisi bulunabilir. Kredi notlarında meydana gelen küçük değişikliklerin piyasadaki yatırımcıyı büyük değişikliklere kıyasla daha az etkilediği veya hiç etkilemediği görülmüştür. Ayrıca not düşüşlerinin etkisinin not yükselişlerinin etkisinden daha kuvvetli olduğu da pek çok kez vurgulanmıştır. Elbette burada kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları not değişikliklerinin nedeni de büyük önem arz etmektedir. Not değişikliklerinin temelinde belirli sebepler varsa bu sebepler duyurulduğunda not değişikliklerinin etkisi de artmaktadır. Bir diğer konu ise kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarını belirlerken kullandıkları veriler ve analiz yöntemleridir. Kredi derecelendirme kuruluşları genellikle bireysel yatırımcıların erişemeyeceği kadar büyük veri setlerine ve bireysel yatırımcıların analizlerde kullanamayacağı kadar karmaşık analiz yöntemlerine sahiptirler. Fakat bu analiz yöntemlerinde hangi verilerin ve veri yapılarının daha büyük ağırlık taşıdıkları net bir şekilde paylaşılmamaktadır. Bu durum, şeffaflıkla ilgili problemleri ve soru işaretlerini de beraberinde getirmektedir. Kısacası, kredi derecelendirme işlemleri piyasadaki yatırımcılar için mesaj içermekte ve sinyal etkisi oluşturmaktadır. Fakat bu etkinin büyüklüğünü etkileyen, kredi notu değişimlerinin yanında başka değişkenler de bulunmaktadır (Vermaelen, 1981).

Kredi derecelendirme işlemleri, yatırımcıların karar kalıplarını ve risk algılarını etkileyerek yatırım davranışlarını değiştirebilmektedir; çünkü verilen not, görünüm veya izlemeye alma duyuruları yalnızca bilgi aktarmakla kalmaz, aynı zamanda algısal etkiler de oluşturabilir. Kredi notu değişimleri öncesi yatırımcılar çeşitli duyular alabilirler. Özellikle sosyal medyada kredi notu düşürülmesi beklenen şirketlerle ilgili yapılan yorumlar yatırımcı davranışı üzerinde etkiye sahip olabilmektedir (Malekpour, Karampatsas ve Mavrovitis 2024). Bir şirketin kredi notunun yatırım yapılabilir sınırın altına yani spekülasyon kredi notu aralığına düşmesi, yatırımcıların kayıp yaşama algısını keskinleştirebilir. Bu durumda yatırımcılar, zarar edebilecek pozisyonlarda risk arama eğilimine yönelebilir veya tam tersi riskten kaçınma çabası içerisine girerek ani satış kararları alabilirler. Yatırımcılar, düşük bir ihtimal olsa dahi temerrüt ihtimallerini abartılı

biçimde ağırlıklandırabilirken, orta düzeydeki riskleri hafife alabilirler. Bu durumda kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notlarının yatırımcı davranışı üzerinde bir etkisini olabileceğinden bahsedilebilir (Kahneman ve Tversky, 1979).

3. BÖLÜM

PAY GERİ ALIMI VE KREDİ DERECELENDİRME İLİŞKİSİ

Kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notlarının, şirketlerin pay geri alımı kararları ile olabilecek ilişkisi bu bölümde incelenmiştir. Bu bağlamda Laginha (2022), kredi derecelendirme kuruluşlarından Standards & Poor's kredi derecelendirme kuruluşunun 1985 yılından 2016 yılına kadar Amerika Birleşik Devletleri'nde faaliyet gösteren şirketler için belirlediği kredi notlarının yine bu şirketlerin pay geri alımı eğilimi üzerindeki etkisini incelediği çalışmadan faydalanılmıştır. Ayrıca pay geri alımı ile ilgili modelin oluşturulmasında Dittmar (2000) tarafından kullanılan modeldeki pay geri alımını etkileyebilecek değişkenlerden bazıları bu çalışmada değerlendirilmiştir.

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Pay geri alımları ve kredi derecelendirme konularında çok sayıda çalışma yapılmış olsa da bu iki olgu arasındaki ilişkinin incelenmesine yönelik çalışmalar oldukça sınırlı kalmıştır. Ancak her iki olgu da piyasaya ve paydaşlara önemli finansal bilgileri ileten güçlü birer sinyal aracıdır. Pay geri alımları çoğu zaman yönetsel güveni, algılanan değerinin altında olmayı ya da sermaye yapısını optimize etme çabalarını işaret ederken, kredi derecelendirmeleri bir firmanın kredi değerliliğinin ve finansal disiplininin dışarıdan doğrulanmış bir değerlendirmesini sağlar. Bu nedenle, bu iki olgunun etkileşime girmesi, kredi derecelendirmelerinin geri alım davranışını ve bunun tersinin etkilemesi olasıdır.

Bu çalışmanın amacı, pay geri alımları ve kredi derecelendirme konuları arasındaki ilişki hakkındaki literatüre katkıda bulunmak, Türkiye'de faaliyet gösteren şirketler için bu ilişkinin varlığını veya yokluğunu araştırmaktır. Sonuç olarak bulgular, bu iki konu arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olduğuna işaret etmektedir. Bu çalışma Türkiye'de faaliyet gösteren firmalar için bu iki konunun ilişkisini inceleyen ve istatistiki olarak anlamlı sonuçlar elde edilen ilk çalışma olma özelliğine sahiptir.

3.2. YÖNTEM

Bu çalışmada elde edilen veriler, probit regresyon analizi, istatistiki sağlamlık testi, lojistik regresyon analizi ve en küçük kareler yöntemi ile incelenmiştir. Sonraki bölümlerde bu analiz yöntemlerinin her biri açıklanmıştır.

Kredi notları ile hisse geri alım faaliyeti arasındaki ilişkiyi incelemek için iki aşamalı bir ampirik yaklaşım benimsenmiştir. İlk aşamada, kredi notlarının geri alım kararlarının olasılığı üzerindeki etkisi bir probit regresyon modeli kullanılarak araştırılmıştır. İkinci aşamada ise, bağımlı değişkenin toplam varlıklara göre ölçeklendirilmiş geri alım tutarı olduğu bir EKK (OLS) modeli tahmin edilerek kredi notlarının geri alımların yoğunluğu üzerindeki etkisi değerlendirilmiştir.

Bir şirketin geri alım yapma olasılığını analiz etmek için aşağıdaki probit model tahmin edilmiştir:

$$\begin{aligned} \Pr(DUMREP_{i,t} = 1) \\ = \Phi(\beta_0 + \beta_1RATE_{i,t-1} + \beta_2MTB_{i,t-1} + \beta_3OPER_{i,t-1} + \beta_4DEBT_{i,t-1} \\ + \beta_5CASH_{i,t-1} + \beta_6SIZE_{i,t-1} + \varepsilon_i) \end{aligned}$$

burada: $\Phi(\dots)$, standart normal dağılımın kümülatif dağılım fonksiyonunu (CDF) gösterir,

Bu denklemde, bağımlı değişken $DUMREP_{i,t}$, şirket i yıl t 'de bir hisse geri alımı gerçekleştirirse 1, aksi takdirde 0 değerini alan ikili bir göstergedir. Temel bağımsız değişken, literatürde yerleşik uygulamayı izleyerek kredi kategorilerinin sıralı doğasını yansıtmak amacıyla sayısal bir ölçeğe dönüştürülen şirketin kredi notudur ($RATE_{i,t-1}$) (ör., BB = 9, BBB- = 11). Eşzamanlılık endişelerini azaltmak ve yönetsel karar alma sürecinin zamansal yapısını daha iyi yakalamak için, kontroller dahil tüm açıklayıcı değişkenler bir yıl geciktirilmiştir.

Bulguların sağlamlığını test etmek için, hata terimi için lojistik dağılımı varsayan ve probit spesifikasyonuna doğrusal olmayan ancak yorumlanabilir bir karşılaştırma sunan bir logit regresyonu kullanılarak temel model yeniden tahmin edilmiştir.

İkili analizi tamamlamak ve geri alım davranışının yoğun marjını incelemek için, aşağıdaki EKK (OLS) modeli tahmin edilmiştir:

$$\text{AMNTREP}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{RATE}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{MTB}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{OPER}_{i,t-1} + \alpha_4 \text{DEBT}_i^{t-1} + \alpha_5 \text{CASH}_{i,t-1} + \alpha_6 \text{SIZE}_{i,t-1} + \epsilon_i$$

Bu denklemde, $\text{AMNTREP}_{i,t}$ toplam varlıklara ölçeklenmiş hisse geri alım tutarını ifade eder. Bu sürekli model, kredi notlarının yalnızca geri alım kararını değil, geri alım faaliyetinin ölçeğini de etkileyip etkilemediğini değerlendirmeye olanak tanır.

Ayrıca, sektörlere özgü geri alım uygulamalarındaki heterojenliği kontrol etmek için sektör sabit etkileri dâhil edilmiş ve şirket içi seri korelasyonu dikkate alınmak amacıyla standart hatalar şirket düzeyinde kümeleştirilmiştir. Son olarak, kredi notları ile hisse geri alım davranışı arasındaki ilişkinin pandemi sonrasında değişip değişmediğinin incelenmesi için tüm regresyon modelleri COVID sonrası dönem (2020–2024) için yeniden çalıştırılmıştır. Bu alt örneklem analizi, artan belirsizlik, likidite baskıları ve derecelendirme kuruluşlarının yoğunlaşan denetimi altında, yükselmiş ekonomik stres döneminde şirket finansal politikalarındaki olası yapısal kaymalarının araştırılmasına imkân tanır.

3.3. ÖRNEKLEM

Örneğimiz Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren 55 şirketten oluşmaktadır. Bu şirketler, kurumsal kâr payı dağıtım davranışına çeşitli bir bakış açısı sunan farklı sektörlerde dağılmıştır. Çoğunluk, 23 şirket ile imalat sektöründe faaliyet göstermekte, bunu 18 şirket ile finans sektörü yakından izlemektedir. Kalan 14 şirketin dördü enerji, ikisi inşaat, ikisi telekomünikasyon ve birer tanesi spor, teknoloji, perakende, turizm, ulaştırma ve diğer sektörlerinde faaliyet göstermektedir. Örnekte imalat ve finans şirketlerinin baskınlığı, Türkiye’deki kurumsal kredi derecelendirme yapısının bir yansımasıdır. Türkiye sermaye piyasasında, özellikle büyük şirketler dışındaki kesimlerde kredi derecelendirmesinin sınırlı yaygınlığı göz önüne alındığında, imalat şirketleri ve finansal kuruluşlar, doğal olarak kredi notu verilen varlıkların çoğunluğunu oluşturmaktadır. Örneklem oluşturma sürecimiz bu nedenle öznel seçim ölçütlerine dayanmamakta; oransal kotalar, tabakalı örnekleme ya da şirket büyüklüğü, kuruluş tarihi veya sektör aidiyetine dayalı filtreler uygulamamaktayız. Bunun yerine, örneklekimizi iki nesnel

ölçüte göre tanımlıyoruz: (i) şirketin tanınan bir kuruluştan aktif bir kredi derecelendirmesine sahip olması ve (ii) firmanın hisse geri alım işlemlerinde bulunmuş olması. Bu yaklaşım, kredi derecelendirmeleri ve geri alım faaliyetlerinin birlikte görülme eğiliminde olduğu, özellikle imalat ve finans sektörlerinde, daha büyük ve daha yerleşik firmalarda doğal bir yoğunlaşmaya yol açmaktadır. Ampirik değerlendirmelerde kullanılan finansal veriler ağırlıklı olarak LSEG (önceden Eikon) veri tabanından elde edilmiştir. Buna karşılık, bu şirketlerin kredi derecelendirme verileri LSEG, Kamuyu Aydınlatma Platformu ve şirket web siteleri dahil çeşitli kaynaklardan elle toplanmıştır. Örneklem dönemi, yalnızca kredi derecelendirmelerine ilişkin veri bulunmamasından dolayı değil, aynı zamanda örneklemin COVID-19 pandemisine göre bölünmesi de amaçlandığı için 2016-2024 olarak belirlenmiştir. Değişkenlerin ham biçimdeki özet istatistikleri Tablo 3.1.'de rapor edilmektedir.

Tablo 3.1. Özet İstatistikler

Panel A: Tüm Örneklem Dönemi (2016-2024)						
Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ort.	Ortanca Değer	Standart Sapma	Min.	Maks.
Geri Alım Kukla	495	0,45	0,00	0,50	0,00	1,00
Geri Alım Miktar (bn TL)	495	0,11	0,00	0,75	0,00	10,84
Kredi Notu	283	9,54	9,00	1,37	4,00	13,00
PD/DD Oranı	355	11,31	1,70	144,15	0,27	2,72
Faaliyet Geliri (bn TL)	417	3,69	0,23	22,46	-6,60	327,08
Toplam Borç (bn TL)	418	33,16	2,18	215,88	0,01	2.998,96
Nakit/Nakit Benz. ve Kısa Dönem Yatırımlar (bn TL)	418	6,91	0,25	32,66	0,00	446,21
Toplam Varlık (bn TL)	418	51,38	4,08	282,01	0,04	3.884,19
Panel B: COVID Sonrası Dönem (2020-2024)						

Geri Alım Kukla	275	0,47	0,00	0,50	0,00	1,00
Geri Alım Miktar (bn TL)	275	0,18	0,00	0,99	0,00	10,84
Kredi Notu	223	9,20	9,00	1,32	4,00	13,00
PD/DD Oranı	194	18,67	2,52	194,66	0,27	2,72
Faaliyet Geliri (bn TL)	220	6,23	0,60	20,65	-6,60	327,08
Toplam Borç (bn TL)	220	57,43	4,27	295,11	0,01	2.998,96
Nakit/Nakit Benz. ve Kısa Dönem Yatırımlar (bn TL)	220	11,61	0,72	44,31	0,00	446,21
Toplam Varlık (bn TL)	220	88,11	9,09	384,40	0,72	3.884,19

Not: Bu tablo, çalışmada kullanılan ham verilerin tanımlayıcı istatistiklerini sunmaktadır. Panel A, 2016–2024 tam örneklem dönemine ait bilgileri, Panel B ise 2020–2024 COVID sonrası dönemine ilişkin bilgileri raporlamaktadır.

Tablo 3.1.'in Panel A'sında, geri alım kukla değişkeni, şirket-yıl gözlemlerinin yaklaşık %45'inde bir pay geri alım olayı bulunduğunu göstermektedir; bu da geri alımların eşit derecede yaygın olmadığını ancak örneklemin önemli bir alt kümesinde yer aldığını ima eder. Bu oran Panel B'de yaklaşık %47'ye karşılık gelmekte olup, COVID sonrası dönemde şirketlerin geri alım faaliyetlerini hafifçe artırdığını düşündürmektedir. Nitekim, geri alım tutarları da bunu doğrulamaktadır; ortalama olarak 0,11 milyar TL'den 0,18 milyar TL'ye yaklaşık %65'lik bir artış göstermektedir. Kredi notu değişkeni sayısal olarak 1'den 13'e ölçeklendirilmiştir; örneğin D, 1'e ve AAA, 20'ye karşılık gelmektedir. Bu dönüşüm, derecelendirme kuruluşlarının kullandığı kademeli (notch) ölçeklere dayanmakta olup literatürde yaygındır (Larrain ve ark., 1997). Ancak, Tablo 1'in gösterdiği üzere, örnek döneminde Türk şirketleri için azami (asgari) not puanı 13 (4) olup, bu da sırasıyla BBB+ (CCC) seviyelerini ifade etmektedir. Ayrıca, değişkenlerin azami düzeylerinin tamamının COVID sonrası dönemde gerçekleştiği de kayda değerdir. 35'te kaldım since ile başlıyor.

Örneklemdaki şirketlerin farklı büyüklük ve finansal özelliklerini vurgulayacak şekilde birçok değişken önemli değişkenlik sergilediğinden, veriler için oranların yanı sıra log

dönüşümleri kullanılmıştır. Tablo 3.2., değişkenleri ve ilgili dönüşümlerini tanımlamaktadır.

Tablo 3.2. Değişken Tanımlamaları

Değişkenler	Tanımlar	Değişken Yapısı	Notasyon
Geri Alım Kukla	Şirketin pay geri alımı yapması durumunda 1, yapmaması durumunda 0 değerini alan kukla değişken	N/A	DUMREP
Geri Alım Miktarı	Toplam geri alım tutarının toplam varlıklara oranı	Oran	AMNTREP
Kredi Notu	Şirketin kredi notu	Nümerik	RATE
PD/DD Oranı	PD/DD Oranı	Oran	MTB
Karlılık	Faaliyet gelirinin toplam varlıklara oranı	Oran	OPER
Kaldıraç	Toplam borcun toplam varlıklara oranı	Oran	DEBT
Nakit Varlıklar	Nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli yatırımların toplam varlıklara oranı	Oran	CASH
Firma Büyüklüğü	Toplam varlıklar	Logaritmik	SIZE

Not: Bu tablo değişkenlerin tanımını içerir.

Tablo 3.3., çalışmada kullanılan değişkenlerin dönüştürülmüş sürümlerine dayalı olarak ikili korelasyonlarını göstermektedir.

Tablo 3.3. İkili Korelasyonlar

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) AMNTREP	1,00						

(2) RATE	0,01	1,00					
(3) MTB	-0,03	-0,14	1,00				
(4) OPER	-0,07	0,01	-0,05	1,00			
(5) DEBT	-0,14*	0,01	0,02	-0,02	1,00		
(6) CASH	0,05	-0,07	-0,06	0,07	-0,15*	1,00	
(7) SIZE	0,06	-0,20*	0,01	-0,13	-0,20*	0,20*	1,00

Not: Bu tablo değişkenler arasındaki korelasyonları sunmaktadır. * $p < 0,01$ düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.3.'ün hızlı bir incelemesinde, ikili korelasyonların düşük ile orta düzeylerde olması nedeniyle çoklu doğrusal bağlantının regresyon modellerinde büyük bir sorun olmasının pek olası olmadığı ima edilmektedir. Kredi notları ile geri alım faaliyeti arasındaki ikili korelasyon zayıf ve istatistiksel olarak anlamsız görünse de, iki değişkenli korelasyonlar karıştırıcı değişkenleri kontrol etmediğinden çok değişkenli bir regresyon çerçevesi gereklidir. Buna karşılık, regresyon analizi, kârlılık, büyüklük, kaldıraç ve nakit varlıklar gibi diğer faktörleri sabit tutarken kredi notlarının marjinal etkisini izole edecektir.

3.4. ARAŞTIRMA MODELİ

Bu çalışma, literatürde yer alan araştırmalardaki teorik ve ampirik bilgiler baz alınarak hazırlanmış olup, çalışmada kullanılacak olan hipotezler şu şekildedir:

H1a: Şirketlerin kredi notları arttıkça pay geri alımı yapma olasılıkları azalmaktadır.

Daha yüksek kredi notlarına sahip şirketler, kredi derecelendirme kuruluşları ve kurumsal yatırımcılar tarafından daha büyük bir incelemeye tabi tutulur ve kredi durumlarını korumak için ihtiyatlı finansal politikalar sürdürmeye teşvik edilir. Pay geri alım programlarını başlatmak, paydaş değeri için potansiyel olarak faydalı olsa da, likiditeyi azaltarak veya kaldıraç artırarak—özellikle borçla finanse edilirse—artan finansal risk sinyali verebilir. Bu nedenle, yüksek notlu şirketler, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından olumsuz yeniden değerlendirmeyi önlemek, gelecekteki borçlanma

kapasitelerini korumak ve finansal esnekliği sürdürmek için geri alım programlarından kaçınabilir veya bunları erteleyebilir. Bu durum, kredi notlarının yönetsel karar alma üzerinde, özellikle kısa vadeli paydaş çıkarlarının uzun vadeli kredi istikrarı ile çatılabileceği temettü politikası gibi alanlarda, bir tür dış disiplin uyguladığını öne süren derecelendirme kısıtı hipotezi ile uyumludur.

H1b: Paylarını geri alan şirketler arasında, daha yüksek kredi notları ile daha düşük geri alım yoğunluğu arasında ilişki bulunmaktadır.

Yüksek kredi notlarına sahip şirketler pay geri alım faaliyetine katılmayı seçtiklerinde bile, bunu temkinli ve daha küçük büyüklüklerde yapabilirler. Güçlü bir kredi notunu korumak genellikle likidite, kaldıraç ve karşılama oranlarının dikkatli izlenmesi dahil disiplinli finansal yönetim gerektirir. Büyük ölçekli geri alımlar – özellikle iç kaynaklarla veya borçla finanse edildiğinde – nakit rezervlerini tüketebilir veya sermaye yapısını kredi derecelendirme kuruluşları tarafından olumsuz yeniden değerlendirmeyi tetikleyebilecek şekilde değiştirebilir. Sonuç olarak, yüksek notlu şirketler, paydaş getirilerini kredi istikrarı gerekliliğiyle dengelemek için geri alımları ölçülü kullanarak daha muhafazakâr bir geri alım tutumu benimsemeye eğilimlidir. Bu davranış, geri alım yoğunluğunun finansal esnekliği koruma ve olumsuz derecelendirme etkilerini en aza indirme isteği tarafından sınırlandırıldığı bir kredi disiplini mekanizmasını yansıtır.

Bu çalışmanın birincil odağı, yüksek notlu şirketler arasında muhafazakâr bir ödeme davranışı öngören derecelendirme kısıtı hipotezi (yani, H1a ve H1b) olsa da, sinyal teorisinin (Bhattacharya, 1979; Ikenberry ve ark., 1995) sunduğu tamamlayıcı bakış açısını kabul etmek önemlidir. Daha düşük kredi notlarına sahip şirketler, özellikle artan belirsizlik dönemlerinde veya derecelendirme düşüşlerini takiben, finansal güveni sinyalleme veya düşük değerlemeyi karşılamak amacıyla hisse geri alımlarına yönelmek için daha güçlü teşviklere sahip olabilirler.

H2: Kredi notları ile pay geri alım faaliyeti arasındaki ilişki sektörler arasında farklılık gösterir.

Kredi notlarının şirket finansal kararları üzerindeki etkisi tüm şirketler için yeknesak değildir; bunun yerine, sermaye yoğunluğu, düzenleyici baskı, kâr oynaklığı ve büyüme

fırsatları gibi sektöre özgü özellikler tarafından şekillendirilme olasılığı yüksektir. Örneğin, sermaye yoğun sektörlerdeki (ör. kamu hizmetleri veya imalat) şirketler, dış finansmana daha büyük bağımlılıkları nedeniyle güçlü kredi notlarını korumaya daha duyarlı olabilirler. Buna karşılık, yüksek büyüme veya teknoloji odaklı sektörlerdeki şirketler, sermaye tahsisinde esnekliğe öncelik verebilir ve geri alım kararlarında kredi notları tarafından daha az kısıtlanabilir. Ayrıca, yatırımcı beklentileri ve sinyal dinamikleri sektörler arasında belirgin şekilde farklılık gösterebilir ve geri alımların bir şirketin kredi durumu ışığında nasıl yorumlandığını etkileyebilir. Bu nedenle, kredi notları ile geri alım davranışı arasındaki etkileşim muhtemelen sektör bağlamına bağlıdır ve bu ilişkide sektörler arası heterojenliğin araştırılmasını gerektirir.

3.4.1. Regresyon Modelleri

Bu bölümde parametreleri, En Küçük Kareler (EKK) yönteminin, lojistik (logit) regresyon yönteminin ve probit regresyon yönteminin literatür bilgileri açıklanmıştır.

3.4.1.1. En Küçük Kareler Yöntemi

En küçük kareler yönteminde hedef, yapılan gözlemlerle oluşturulan denklem arasındaki uyumu en iyi sağlayacak modeli oluşturmaktır. Bu doğrultuda yüksek gözlem sayısının olduğu durumda modeli oluşturma sürecinde ortaya çıkan hata terimlerinin kareleri toplamının en küçük olduğu hali seçilmeye çalışılır. Burada hata terimlerinin kendilerinin toplamı değil de karelerinin toplamının en küçük yapılmaya çalışılmasının sebebi, negatif işaretli hata terimlerinden kurtulma çabasıdır. Bunun yerine her bir hata teriminin mutlak değerlerinin toplamının kullanıldığı bir model de bulunmaktadır. Fakat hata terimlerinin karelerinin en küçük değerini bulma yönteminin kullanımı daha yaygındır. Buradaki amaç, hata terimlerinin karelerinin toplamını en küçük yapacak olan parametreleri bulmaktır. Bu yöntemin sınırlılıkları ise hata terimlerin ortalamasının sıfır olması, bağımsız değişkenler arasında korelasyon bulunmadığı ve bağımsız değişkenlerin sabit varyans sahip olduğu varsayımlarıdır (Hansen, 2021).

3.4.1.2. Logit Regresyon

Logit regresyon lojistik regresyon ve çok yönlü faktör analizi olarak literatürde iki farklı analiz şekliyle adlandırılmaktadır. Lojistik regresyonda kesintili, sürekli, ikili veya bunların her birinin bulunduğu bir değişken grubu bulunabilir ve bu değişken grubuyla

sonuç yordanabilir. Lojistik regresyon ile çok yönlü faktör analizinin en temel farkı, lojistik regresyonun daha esnek olabilmesidir. Çünkü lojistik regresyonda bağımlı değişkenin verilerinin normal dağılım göstermesi varsayımı bulunmamaktadır. Aynı şekilde probit regresyonla ayrıldığı en önemli noktalardan birisi de budur. Probit regresyonda da kesintili bağımlı değişkenin verilerinin normal dağılım gösterme varsayımı bulunmamaktadır. Ayrıca lojistik regresyonda yordayıcılarla bağımlı değişkenin doğrusal bir ilişki içinde olması ve grupların varyanslarının eşit olması varsayımları da bulunmamaktadır. Lojistik regresyon, her bir olay için belirli bir çıktının oluşma olasılığı üzerinde yoğunlaşır. Bu analizde olayla çıktılarının kategorilerini doğru yorumlamak önem taşımaktadır. En az bağımsız değişkenle en iyi analiz çıktısı elde edilmeye çalışılır. Bu doğrultuda bağımsız değişkenlerin katsayıları belirlenir ve sonucu yorumlamada kullanılırlar (Tabachnick ve Fidell, 2020).

Logit regresyon, denklemde kesintili değişkenlerin olduğu durumda kullanılan bir analiz yöntemidir. Buradaki amaç, bir durumun varlığının veya yokluğunun bağımlı değişken üzerindeki etkisini ölçmeye çalışmaktır. Denklemde hem bağımlı değişken hem de bağımsız değişkenlerden birisi kesintili bir yapıya sahip olduğu durumda genellikle logit regresyon kullanılır. Elbette denklemde bulunan bağımlı değişkeni etkileyebilecek başka bağımsız değişkenler de bulunabilir. Bu durumda bağımlı değişken üzerinde en yüksek etki ağırlığına sahip bağımsız değişkeni denklemde tutmak önem kazanmaktadır. O halde, bağımsız değişken sayısı arttıkça denklemin yapısındaki karmaşıklık da artacağı için, denklemi basitleştirmek adına bağımlı değişkenler üzerinde en az ve kayda değer olmayan bağımsız değişkenler denklemden elimine edilecek ve denklemin en sade hali oluşturulmaya çalışılacaktır (Tabachnick ve Fidell, 2020).

Logit regresyonda, değişkenlerin bulunduğu grupların farklı kombinasyonları arasında birisinin beklenen frekansın ne olduğu araştırılır. Bu sayede değişkenler için katsayılar oluşturulur. Bu frekansların model ile en uyumlu hali bulunmaya çalışılır. Buradaki en önemli noktalardan birisi denklemin sadeliğini sağlamaktır. Bu durum sağlandığında, parametrik yöntemlerdeki sınırlılıklar bu yöntemde var olmadığı için uygulama esnekliği oldukça fazladır. Çünkü bu yöntemde veri dağılımıyla ilgili bir varsayım bulunmamaktadır. Fakat bu yöntemde gerçekleşen veya gerçekleşmeyen olay sayısının çokluğu ve azlığı büyük öneme sahiptir. Toplamda dört düzeye sahip olan bir olay ki

hakkında logit regresyonla anlamlı bir analiz yapabilmek için yirmiden fazla olayın incelenmesi yorumlama esnasında avantaj sağlayabilmektedir (Tabachnick ve Fidell, 2020).

Logit regresyonda, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki kesintili durumların frekanslarının beklenen düzeyde gerçekleşmesi gerekir. Gerçekleşen frekans, beklenen frekansın çok altında olduğu durumlarda logit regresyon analizi istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç vermeyecektir (Tabachnick ve Fidell, 2020).

3.4.1.3. Probit Regresyon

Probit regresyon, birçok açıdan lojistik regresyona benzemektedir. Hem lojistik regresyonda hem de probit regresyonda kesintili yapıdaki bağımlı değişkenin kesintili yapıya sahip bağımsız değişken tarafından nasıl etkilendiği araştırılmaktadır. Ancak lojistik regresyonda bağımlı değişkenin normal dağılıma sahip olması gibi bir varsayım bulunmazken, probit regresyonda bağımlı değişkenin normal dağılıma sahip olması varsayımı bulunmaktadır. Bu sebeple de probit regresyon daha fazla sınırlılığa sahip olduğundan dolayı lojistik regresyondan daha az esnek bir yöntemdir. Ancak örnekleme uçta yer alan veri sayısının az olması, verilerin normal dağılıma yaklaşması anlamına geleceği için uçta yer alan veri sayısı az ise probit regresyon kullanılabilir (Tabachnick ve Fidell, 2020).

3.5. VERİLERİN ANALİZİ VE BULGULAR

Bu bölümde elde edilen veriler analiz edilmiş ve bulguları belirtilmiştir.

3.5.1. Kredi Notlarındaki Değişimin Pay Geri Alımları Üzerindeki Etkisinin Probit Regresyon Yöntemi İle İncelenmesi

Tablo 3.4., kredi notlarının pay geri alımı olasılığı üzerindeki etkisini inceleyen probit regresyon modellerinin sonuçlarını sunmaktadır, modeller, tüm örneklem dönemi (2016–2024, Panel A) ve COVID sonrası dönemi (2020–2024, Panel B) için ayrı ayrı tahmin edilmiştir. Modeller, gözlemlenmeyen heterojenliğe karşı sağlamlığı sağlamak üzere yıl ve sektör sabit etkilerini kademeli olarak dahil etmektedir.

Tablo.3.4. Probit Regresyon Sonuçları

DUMREP	Panel A: Tüm Örneklem Dönemi (2016-2024)			Panel B: COVID Sonrası Dönem (2020-2024)		
	Model 1a	Model 2a	Model 3a	Model 1b	Model 2b	Model 3b
RATE	-0,13* (0,07)	-0,30** (0,12)	-0,38*** (0,12)	-0,19** (0,08)	-0,31** (0,12)	-0,38*** (0,13)
MTB	-0,02* (0,01)	-0,29* (0,02)	-0,01 (0,01)	-0,02* (0,01)	-0,02 (0,02)	-0,01 (0,01)
OPER	1,61*** (0,62)	1,44* (0,83)	1,57** (0,63)	2,15** (1,02)	2,02 (1,55)	2,08 (1,45)
DEBT	0,54 (0,51)	-0,16 (0,77)	-0,92 (0,83)	0,72* (0,43)	0,03 (0,71)	-0,46 (0,93)
CASH	0,09 (0,91)	0,55 (1,42)	1,09 (1,62)	0,48 (0,68)	1,62 (1,25)	2,33 (1,93)
SIZE	0,01 (0,05)	0,17* (0,10)	0,32*** (0,12)	0,38 (0,05)	0,19* (0,10)	0,41*** (0,13)
Sabit	0,44 (1,62)	-0,50 (2,49)	-3,70 (2,74)	0,11 (1,55)	-1,19 (2,52)	-5,76* (2,96)
Yıl FE	Hayır	Evet	Evet	Hayır	Evet	Evet
Endüstri FE	Hayır	Hayır	Evet	Hayır	Hayır	Evet
Wald chi2	17,46***	53,47***	-	18,10***	28,02***	-
Pseudo R ²	0,04	0,18	0,27	0,07	0,22	0,31
Gözlemler	200	147	143	167	114	110

Not: Bu tablo, probit regresyon sonuçlarını sunmaktadır. Panel A, 2016-2024 tüm örneklem dönemine ait bilgileri rapor ederken, Panel B'deki bilgiler 2020-2024 COVID sonrası dönemine ilişkindir. Değişkenler Tablo 3.2.'de tanımlanmıştır. Standart sapmalar yuvarlak parantez içinde verilmiştir. *, ** ve *** sırasıyla $p < 0.1$, $p < 0.05$ ve $p < 0.01$ düzeylerinde anlamlılığı göstermektedir.

Tüm modellerde, kredi notu (RATE) katsayısı tutarlı biçimde negatiftir ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu bulgu, çalışmanın merkezi hipotezini (H1a) desteklemekte ve güçlü kredi profillerine sahip şirketlerin, not statülerini tehlikeye atabilecek biçimde fazla nakdi dağıtmaya isteksiz olabileceğini öne süren not kısıtı hipoteziyle (Kisgen, 2006) uyumludur. Yüksek kredi notlarının işaret ettiği güçlü nakit akışları, şirketlerin sermayeyi pay geri alımı yerine faaliyetlere yeniden yatırım veya borç geri ödemesi gibi alanlara yönlendirmelerine yol açabilir (Liu ve Shivdasani, 2019). Yüksek kredi notlarına sahip şirketler, finansal olarak istikrarlı algılandıkları için pay geri alımı yapma baskısını daha az hissedebilir; bu da nakdi, büyüme veya yatırım fırsatları için elde tutma tercihini güçlendirebilir (Lee, 2008). Alternatif olarak, kredi dereceleri yüksek şirketler, özellikle bir kredi notu eşğine yakın olduklarında veya derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerine karşı yüksek duyarlılık taşıdıklarında, geri alım yoluyla güç sinyali vermek yerine finansal esnekliği ve likiditeyi korumayı tercih edebilirler. Ancak, kredi notları ile geri alım faaliyeti arasındaki negatif ilişki, kredi notu daha düşük olan şirketlerin pay geri alımlarına daha fazla yönelmeye eğilimli olabileceğini de gösterebilir. Bu şirketler için geri alımlar, finansal istikrara veya düşük değerlemeye ilişkin piyasa endişelerini dengelemeyi amaçlayan stratejik bir sinyal mekanizması işlevi görebilir. Tüm örneklem dönemi ele alındığında, sabit etkiler dâhil edildikçe etki daha belirgin hâle gelmektedir: katsayı büyüklüğü -0.13 'ten (Model 1a, $p < 0.1$) -0.30 'a (Model 2a, $p < 0.05$) ve -0.38 'e (Model 3a, $p < 0.01$) yükselmektedir. Bu durum, COVID sonrası dönemde de sürmekte olup, not katsayısı üç modelin tümünde istatistiksel olarak anlamlı biçimde negatiftir (örn., Model 3b'de -0.38 , $p < 0.01$), bu da daha belirsiz makroekonomik ortamda bile kredi kalitesinin geri alım faaliyeti üzerinde kısıtlayıcı bir rol oynamaya devam ettiğini göstermektedir. Bu sonuçlar, daha yüksek kredi notuna sahip şirketlerin kredi statülerini ve finansal esnekliklerini korumak için sermaye dağıtımında daha temkinli davranabileceklerini öne süren not kısıtı hipotezini (Chen ve ark., 2023) pekiştirmekte ve kredi notu düşüşleriyle karşılaşan şirketlerin düşük değerlendirme endişelerini dengelemek üzere geri alımları bir sinyal aracı olarak kullanabileceği yönündeki görüşü de yinelemektedir.

Kontrol değişkenlerine ilişkin olarak, faaliyet kârlılığı (OPER) tüm spesifikasyonlarda tutarlı biçimde pozitiftir ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu, daha güçlü kârlılık kapasitesine sahip şirketlerin, serbest nakit akımı ve sinyal teorileriyle uyumlu olarak,

pay geri alımı yapma olasılığının daha yüksek olduğunu göstermektedir. Etki, özellikle COVID sonrası dönemde büyük ve sağlamdır (örn., Model 1b’de 2.15, $p < 0.01$), bu da kârlı şirketlerin ekonomik belirsizlik ortamında sermaye iadesi yapmaya daha elverişli olduklarını düşündürmektedir. Şirket büyüklüğü (SIZE) de geri alım olasılığıyla pozitif bir ilişki göstermekte ve sabit etkili modellerde istatistiksel anlamlılık kazanmaktadır (örn., Model 3a: 0.32, $p < 0.01$; Model 3b: 0.41, $p < 0.01$). Bu, daha büyük şirketlerin, muhtemelen sermaye piyasalarına daha iyi erişim veya paydaş baskısı nedeniyle, geri alım başlatmaya daha meyilli oldukları yönündeki görüşü desteklemektedir. Buna karşılık, kaldıraç (DEBT) ve nakit varlıkları (CASH) geri alım faaliyetini tutarlı biçimde öngörmemektedir. Borç katsayısı yalnızca Model 1b’de zayıf düzeyde anlamlıdır (0.72, $p < 0.1$) ve diğer spesifikasyonlarda anlamsız kalmaktadır. Nakit varlıkları da tutarlı biçimde anlamsızdır. Son olarak, piyasa değeri/defter değeri oranı (MTB), sabit etkiler içermeyen modellerde geri alım olasılığıyla zayıf biçimde negatif ilişkilidir (örn., Model 1a ve 1b’de -0.02 , $p < 0.1$), bu durum, şirketlerin piyasanın kendilerini düşük değerlediğini düşündüklerinde pay geri alımı yapabilecekleri fikriyle tutarlıdır. Ancak, bu etki yıl veya sektör varyasyonu kontrol edildiğinde zayıflamaktadır.

3.5.2. Kredi Notlarındaki Değişimin Pay Geri Alımları Üzerindeki Etkisinin İstatistiksel Sağlık Testi ve Logit Regresyon Analizi İle İncelenmesi

Tablo 3.5., Tablo 3.4.’teki probit spesifikasyonlarını yansıtan logit regresyonlarının sonuçlarını sunmaktadır ve hem tüm örneklem dönemini (2016–2024) hem de COVID sonrası alt örneklemini (2020–2024) kapsamaktadır. Temel fark, Tablo 3.5.’te olasılık oranlarının rapor edilmesi ve böylece geri alım olaylarının gerçekleşme olasılığı açısından yorum yapılmasına imkân tanınmasıdır. Fonksiyonel biçimdeki değişime probitteki standart normal dağılımdan logitteki lojistik dağılıma rağmen, temel değişkenlerin yönü, büyüklüğü ve anlamlılığı yüksek ölçüde tutarlılığını korumakta ve bulguların sağlamlığını pekiştirmektedir.

Tablo 3.5. Logit Regresyon Sonuçları

	Panel A: Tüm Örneklem Dönemi (2016-2024)			Panel B: COVID Sonrası Dönem (2020-2024)		
DUMREP	Model 4a	Model 5a	Model 6a	Model 4b	Model 5b	Model 6b

RATE	-0,21* (0,12) [0,81]	-0,352** (0,24) [0,59]	-0,62*** (0,23) [0,54]	-0,31** (0,14) [0,74]	-0,53** (0,24) [0,59]	-0,65** (0,25) [0,52]
MTB	-0,03* (0,02) [0,97]	-0,05** (0,02) [0,95]	-0,01 (0,02) [0,99]	-0,02* (0,01) [0,98]	-0,04* (0,02) [0,96]	-0,01 (0,02) [0,99]
OPER	2,61** (1,09) [13,53]	2,27 (1,45) [9,69]	2,50** (1,12) [12,17]	3,43** (1,66) [30,87]	3,33 (2,78) [27,84]	3,51 (2,61) [33,35]
DEBT	0,87 (0,83) [2,39]	-0,24 (1,30) [0,79]	-1,77 (1,53) [0,17]	1,17 (0,71) [3,21]	0,09 (1,21) [1,09]	-0,98 (1,64) [0,38]
CASH	0,12 (1,46) [1,13]	0,77 (2,31) [2,17]	2,04 (2,79) [7,66]	0,73 (1,10) [2,06]	2,48 (2,10) [11,93]	4,10 (3,44) [60,05]
SIZE	0,02 (0,09) [1,02]	0,28 (0,18) [1,32]	0,56** (0,22) [1,75]	0,06 (0,08) [1,06]	0,32* (0,19) [1,37]	0,71*** (0,24) [2,03]
Sabit	0,77 (2,62) [2,17]	-0,54 (4,47) [0,58]	-6,46 (5,03) [0,00]	0,31 (2,53) [1,36]	-1,78 (4,37) [0,17]	-9,94* (5,33) [0,00]
Yıl FE	Hayır	Evet	Evet	Hayır	Evet	Evet
Endüstri FE	Hayır	Hayır	Evet	Hayır	Hayır	Evet
Wald chi2	16,06**	49,42***	-	16,72**	24,57***	-
Pseudo R ²	0,04	0,18	0,27	0,07	0,22	0,31
Gözlemler	200	147	143	167	114	110

Not: Bu tablo, logit regresyon sonuçlarını sunmaktadır. Panel A, 2016-2024 tüm örneklem dönemine ait bilgileri rapor ederken, Panel B'deki bilgiler 2020-2024 COVID sonrası dönemine ilişkindir. Değişkenler Tablo 3.2.'de tanımlanmıştır. Standart sapmalar yuvarlak parantez içinde verilmiştir. *, ** ve *** sırasıyla $p < 0.1$, $p < 0.05$ ve $p < 0.01$ düzeylerinde anlamlılığı göstermektedir.

Tüm modellerde, RATE değişkeni pay geri alımı olasılığıyla negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki göstermeye devam etmektedir. Tüm örneklem döneminde, RATE katsayısı kontrol değişkenleri ve sabit etkiler eklendikçe mutlak değerce büyümekte ve daha anlamlı hâle gelmektedir (ör., Model 6a: -0.62 , $p < 0.01$) ve bu, 0.54'lük bir olasılık oranına karşılık gelmektedir. Bu, kredi notundaki bir birimlik artışın, diğer her şey sabitken, hisse geri alımı yapma olasılık oranını yaklaşık %46 azalttığını ima eder. COVID sonrası dönemde de bu durum devam etmektedir (ör., Model 6b: -0.65 , $p < 0.01$; olasılık oranı = 0.52) ve artan makroekonomik risk dönemlerinde kredi notlarının kısıtlayıcı etkisinin istikrarlı ve hatta güçlenmiş olduğunu düşündürmektedir.

Kontrol değişkenleri büyük ölçüde probit modellerde gözlemlenen durumları yansıtmaktadır. OPER değişkeni, hem tüm hem de COVID sonrası örneklemelerde yüksek derecede anlamlı katsayılarla geri alım olasılığının güçlü bir pozitif yordayıcısı olmaya 20'nin oldukça üzerindeki olasılık oranlarıyla devam etmektedir (ör., Model 4b: 3.43, $p < 0.01$). Bu değerler, daha kârlı şirketlerin yalnızca geri alım yapma olasılığının daha yüksek olmadığını, aynı zamanda fazla nakit sinyallemesi ve serbest nakit akışının kullanımı teorileriyle tutarlı biçimde, bunu kayda değer ölçüde daha yüksek olasılık oranlarıyla yaptığını göstermektedir. SIZE değişkeni de özellikle sabit etkili modellerde (Model 6a: 0.56, $p < 0.05$; Model 6b: 0.71, $p < 0.01$) pozitif ve anlamlı rolünü sürdürmekte ve daha büyük şirketlerin geri alım başlatma olasılığının anlamlı derecede daha yüksek olduğunu göstermektedir. 1.75 ve 2.03'lük olasılık oranları, olasılıkta kayda değer artışlara işaret etmektedir. Diğer değişkenler, DEBT ve CASH dâhil, çoğu modelde istatistiksel olarak anlamlı kalmamakta ve probit bulgularıyla uyum göstermektedir. MTB, Modeller 4a ve 4b'de zayıf biçimde negatif ve marjinal olarak anlamlıdır; 1'in biraz altındaki olasılık oranları, düşük değerlendirme güdümlü geri alım motivasyonlarına mütevazı bir destek sunmaktadır.

3.5.3. Kredi Notlarındaki Değişimin Pay Geri Alımları Üzerindeki Etkisinin En Küçük Kareler Yöntemi İle İncelenmesi

Tablo 3.6., bağımlı değişkenin toplam varlıklara ölçeklenmiş geri alım tutarı (AMNTREP) olduğu EKK regresyon sonuçlarını rapor etmektedir. Bu analiz, geri alım olasılığına ilişkin ikili modelleri, geri alım faaliyeti koşullu olarak geri alımların yoğunluğuna odaklanarak tamamlamaktadır. Modeller hem tüm örneklem dönemi (2016–

2024) hem de COVID sonrası dönem (2020–2024) için tahmin edilmiştir. Tüm regresyonlar, şirket düzeyinde kümeleme ile sağlam standart hatalar kullanılarak, şirket içi otokorelasyonu dikkate alacak şekilde çalıştırılmıştır.

Hemen hemen tüm durumlarda, RATE üzerindeki katsayı negatif kalmakta, ancak yalnızca Model 9b’de (yıl ve sektör sabit etkileri içeren COVID sonrası dönem) istatistiksel anlamlılığa ulaşmaktadır; katsayı -0.00 ’dır ($p < 0.1$). Bağımlı değişkenin ölçeği nedeniyle mutlak değer olarak küçük olsa da, bu sonuç ana bulguyu pekiştirmektedir. Daha yüksek kredi notlarına sahip şirketler, kredi kısıtı hipoteziyle tutarlı olarak, varlıklarının daha küçük bir kısmını geri satın alma eğilimindedir. Bu etkinin, COVID sonrası örnekleme yakalanan makroekonomik belirsizlik altında daha belirgin görüldüğü, tamamlayıcı hipotezimizi (H1b) desteklediği görülmektedir.

Tablo 3.6. EKK Regresyon Sonuçları

DUMREP	Panel A: Tüm Örneklem Dönemi (2016-2024)			Panel B: COVID Sonrası Dönem (2020-2024)		
	Model 7a	Model 8a	Model 9a	Model 7b	Model 8b	Model 9b
RATE	0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)	-0,00* (0,00)
MTB	-0,00* (0,00)	0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)	-0,00** (0,00)	-0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)
OPER	-0,00 (0,01)	-0,00 (0,01)	-0,00 (0,01)	0,00 (0,01)	0,00 (0,01)	0,01 (0,01)
DEBT	-0,01 (0,01)	-0,01 (0,01)	-0,01 (0,01)	-0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)
CASH	0,01 (0,01)	0,01 (0,01)	-0,00 (0,01)	0,01 (0,00)	0,01 (0,01)	0,00 (0,01)
SIZE	-0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)	0,00 (0,00)

Sabit	0,01 (0,01)	0,01 (0,01)	0,00 (0,02)	0,01 (0,01)	0,02* (0,01)	0,01 (0,01)
Yıl FE	Hayır	Evet	Evet	Hayır	Evet	Evet
Endüstri FE	Hayır	Hayır	Evet	Hayır	Hayır	Evet
F Değeri	4,12***	2,91***	-	4,95***	2,99***	-
Pseudo R ²	0,03	0,12	0,15	0,02	0,11	0,14
Gözlemler	200	200	200	167	167	167

Not: Bu tablo, logit regresyon sonuçlarını sunmaktadır. Panel A, 2016-2024 tüm örneklem dönemine ait bilgileri rapor ederken, Panel B'deki bilgiler 2020-2024 COVID sonrası dönemine ilişkindir. Değişkenler Tablo 3.2.'de tanımlanmıştır. Standart sapmalar yuvarlak parantez içinde verilmiştir. *, ** ve *** sırasıyla $p < 0.1$, $p < 0.05$ ve $p < 0.01$ düzeylerinde anlamlılığı göstermektedir.

MTB, birkaç modelde (Model 7a ve 7b) tutarlı biçimde negatiftir ve istatistiksel olarak anlamlıdır; bu, daha düşük değerlendirme oranlarına sahip, değerinin altında olarak yorumlanan şirketlerin daha yoğun geri alım yapma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Bu, yöneticilerin algılanan düşük değerlemeyi geri alımlar yoluyla değerlendirdiğini öne süren sinyal teorisiyle uyumludur. Kalan kontrol değişkenleri olan OPER, DEBT, CASH ve SIZE değişkenleri genel olarak istatistiksel olarak anlamsızdır.

3.5.4. Ek Analiz: Endüstri Çeşitliliği

Tablo 3.7., H2 hipotezi ile uyumlu olarak, kredi notları ile pay geri alım faaliyeti arasındaki ilişkinin sektörler arasında farklılaşıp farklılaşmadığını inceleyen ek regresyon sonuçlarını sunmaktadır. Bu amaçla örneklem iki gruba ayrılmaktadır: (i) finans sektöründeki şirketler ve (ii) imalat sektöründeki ve diğer tüm sektörlerdeki şirketler. Hem geri alım olasılığını analiz eden probit modelleri (Panel A) hem de geri alım tutarını analiz eden EKK modelleri (Panel B) 2016–2024 tam örneklem dönemi ve 2020–2024 sonrası COVID dönemi için raporlanmaktadır.

Tablo 3.7.'nin Panel A'sında, Model 12a (-0.69 , $p < 0.01$) ve Model 12b'deki (-0.75 , $p < 0.01$) kredi notu katsayılarının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması, finans şirketleri için yüksek kredi notlarının pay geri alımı olasılığıyla güçlü biçimde daha düşük

bir ilişki içinde olduğunu göstermektedir. Buna karşılık, finans dışı şirketleri kapsayan modeller olan 13a ve 13b’de kredi notu katsayıları anlamsızdır; bu da bu sektörlerde kredi kalitesinin pay geri alımı kararında istatistiksel olarak anlamlı bir rol oynamadığını göstermektedir. Bu bulgular, kredi notlarının temettü politikalarını nasıl etkilediğine dair sektörler arası heterojenliği işaret etmekte ve H2 hipotezi için ampirik destek sunmaktadır.

Tablo 3.7.’nin Panel B’sine bakıldığında, EKK modelleri bu sonucu daha da güçlendirmektedir. Finans şirketleri için oluşturulan modeller 14a ve 14b’de, COVID sonrası dönemde kredi notları yeniden negatif ve anlamlı bir katsayı taşımaktadır (Model 14b: -0.00 , $p < 0.1$), bu da bu şirketler geri alım yaptıklarında dahi, kredi kalitesi daha yüksek olanların daha küçük tutarlarda geri alım yapma eğiliminde olduklarını düşündürmektedir. İmalat sektörü ve diğer sektörler için oluşturulan modeller olan 15a ve 15b ise kredi notları ile geri alım yoğunluğu arasında anlamlı bir ilişki göstermemektedir.

Dikkat çekici olarak, şirket büyüklüğü ve faaliyet kârlılığı gibi kontrol değişkenleri, geri alım olasılığı ile pozitif ve anlamlı ilişki göstermeye devam etmektedir (Panel A, Modeller 12a ve 12b), ancak geri alım tutarlarıyla bu ilişki gözlemlenmemiştir (Panel B). Ayrıca, nakit varlıklarının diğer sektörlerde geri alınan tutar açısından önemli olduğu görülmektedir (Model 15b: 0.02 , $p < 0.01$), ancak geri alım kararı açısından bu durum gözlemlenmemektedir.

Birlikte ele alındığında, bu sektör bazlı regresyonlar H2 hipotezi lehine güçlü kanıtlar sunmaktadır. Pay geri alımı yapma kararı ve geri alımın kapsamı üzerindeki kredi notu etkisi neredeyse tamamının yarısı finans sektöründeki şirketler tarafından sürüklenmektedir. Potansiyel olarak farklı finansal kısıtlar veya ödeme normlarıyla karakterize edilen diğer sektörlerde kredi kalitesi, geri alım davranışını anlamlı biçimde etkilememektedir. Bu farklılıklar, kredi notlarının finansal sonuçlarını analiz ederken sektör bağlamını dikkate almanın önemini vurgulamaktadır.

Tablo 3.7. Ek Regresyon Sonuçları

Panel A: Probit (DUMREP)	Panel B: EKK (AMNTREP)
--------------------------	------------------------

	Tüm Örneklem Dönemi (2016-2024)		COVID Sonrası Dönem (2020-2024)		Tüm Örneklem Dönemi (2016-2024)		COVID Sonrası Dönem (2020-2024)	
	Model 12a	Model 13a	Model 12b	Model 13b	Model 14a	Model 15a	Model 14b	Model 15b
RATE	-0,69*** (0,16)	0,48 (0,46)	-0,75*** (0,14)	0,53 (0,39)	-0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	-0,00* (0,00)	0,00 (0,00)
MTB	-0,03 (0,04)	-0,13* (0,07)	-0,05 (0,04)	-0,06** (0,03)	-0,00 (0,00)	-0,00** (0,00)	-0,00 (0,00)	-0,00** (0,00)
OPER	1,78*** (0,64)	3,49 (4,80)	2,33 (1,51)	2,77 (5,19)	-0,01 (0,01)	0,00 (0,01)	0,00 (0,01)	0,00 (0,01)
DEBT	-0,33 (0,97)	2,72 (1,99)	0,26 (1,01)	0,84 (1,58)	-0,01 (0,01)	-0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)
CASH	0,16 (1,81)	-0,24 (4,55)	1,11 (1,94)	2,25 (4,49)	0,00 (0,01)	0,02*** (0,01)	0,01 (0,01)	0,02*** (0,01)
SIZE	0,34*** (0,12)	0,02 (0,23)	0,43*** (0,14)	0,09 (0,21)	0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	-0,00 (0,00)
Sabit	0,26 (3,44)	-7,73 (8,30)	-1,32 (3,26)	-9,03 (7,45)	0,01 (0,02)	0,01 (0,01)	0,01 (0,01)	0,01 (0,01)
Yıl FE	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Wald chi2	144,53***	-	44,71***	64,14***				
Pseudo R ²	0,29	0,45	0,37	0,47				
F value					3,60***	-	2,72**	9,96***
R ²					0,13	0,42	0,12	0,41
Gözlem	113	31	87	24	153	47	127	40

Not: Bu tablo, farklı sektörlere dayalı probit ve EKK regresyon sonuçlarını sunmaktadır. Panel A (Panel B), hem 2016-2024 tüm örneklem dönemi hem de 2020-2024 COVID sonrası döneme ait probit (EKK) analiz sonuçlarını rapor etmektedir. Değişkenler Tablo 3.2.'de tanımlanmıştır. Standart sapmalar yuvarlak parantez içinde verilmiştir. *, ** ve *** sırasıyla $p<0.1$, $p<0.05$ ve $p<0.01$ düzeylerinde anlamlılığı göstermektedir. Uluslararası literatürde yaygın olarak kullanıldığı üzere çalışmada veri analizi finans ve finans dışı şirketler ayrımı üzerinden de gerçekleştirilmiştir. Elde edilen sonuçlar, finans sektöründeki (katsayı: -0,734; p-değeri=0.000) şirketlerde kredi derecelendirme ile geri alımlar arasındaki ilişki diğer sektörlerde (katsayı: -0,244; p-değeri=0.077) nazaran belirgin derecede daha güçlü, anlamlı ve negatif bulunmuştur. Fakat regresyon sonuçları iki veri seti arasında anlamlı bir farklılığa işaret etmemektedir.

4. BÖLÜM TARTIŞMA

Bu çalışmada yer alan değişkenler temelde; şirketlerin yaptıkları pay geri alımları ve kredi derecelendirme kuruluşlarının şirketler için belirledikleri kredi notlarıdır. Kredi notlarının özellikle pay geri alımlarında, Türkiye sermaye piyasasında şirketlerin kâr payı dağıtım davranışlarını kısıtladığına dair sağlam ampirik kanıtlar sunmaktadır. Probit, logit ve EKK regresyonları dâhil tüm modellerde, daha yüksek kredi notlarının, pay geri alımlarının olasılığı ve yoğunluğu ile tutarlı biçimde daha düşük düzeyde ilişkili olduğu görülmektedir. Bu bulgu, daha iyi kredi profiline sahip şirketlerin, not düşüşü riskinden kaçınmak ve finansal esnekliği korumak için hissedarlara dağıtımını kısıtladığını öne süren not kısıtı hipotezini (Kisgen, 2006) destekler.

Literatür incelendiğinde, pay geri alımı yapan şirketlerin bu işlemi yapmalarının ardında birçok motivasyon bulunmaktadır. Şirketler, gelecekteki performanslarının daha iyi olacağı yönünde piyasadaki yatırımcılara bir mesaj vermek isteyebilirler (Rock, 1985; Bhattacharya, 1979), belirsizliklerin arttığı ve piyasanın çalkantılı olduğu dönemlerde piyasadaki yatırımcılara durumun iyi olduğu mesajını vermek isteyebilirler (Miller ve Rock, 1985), yanlış bir yatırım yapmak yerine pay edinme yolunu tercih edebilir (Jensen, 1986) ve bu nedenle kendi paylarını alabilirler. Bu çalışmada da yapılan analizler sonucunda elde edilen bulgular neticesinde, kredi notu daha düşük olan şirketlerin pay geri alımı işlemini gerçekleştirmeye daha yatkın olduğu gözlemlenmiştir. Bunun sebepleri piyasadaki yatırımcılara mesaj vermek, yanlış bir yatırım yapmak yerine kendi paylarını edinmek ve belirsizliklere rağmen firmanın durumunun iyi olduğunu göstermek olabilmektedir. Fakat temelde sinyal teorisi (Bhattacharya, 1979; Ikenberry ve ark., 1995) açısından bir değerlendirme ve literatürle karşılaştırma bulunduğu söylenebilir. Çünkü pay geri alımları, şirket için durumun iyi olduğu şeklinde bir sinyali piyasadaki yatırımcılara iletme yöntemi olarak algılanmaktadır. Bu çalışmada, yüksek kredi notuna sahip şirketlerin, şirket için durumun iyi olduğu mesajını pay geri alımları yoluyla piyasadaki yatırımcılara iletmediği görülmektedir. Bu durum, kredi derecelendirme kuruluşlarının yalnızca bilgi aktarma araçları olduğunu değil, aynı zamanda borçlanma maliyetlerinin ötesinde stratejik şirket finansmanı kararlarına uzanan etkileriyle yarı-düzenleyici etkenler olduğu görüşünü güçlendirmektedir (Almeida ve ark., 2017; Chen

ve ark., 2023). Ayrıca, bu çalışmadaki bulgular, daha düşük kredi notlarına sahip şirketlerin, özellikle finansal güç sinyali vermek, olumsuz algıları dengelemek ve yatırımcı beklentilerini yeniden şekillendirmek amacıyla pay geri alımlarına daha fazla yöneldiğini göstermektedir (Vermaelen, 1981; Miller ve Rock, 1985). Pay geri alımları daha düşük kredi notlarıyla ilişkili olumsuz piyasa değerlemelerini düzeltici bir mekanizma işlevi görebilir, bu da değeri düşük görülen veya finansal kısıtlarla karşı karşıya olan şirketlerin, dağıtım kararları aracılığıyla olumlu bilgi aktarma teşviklerinin daha güçlü olacağı yönündeki sinyal teorisi öngörüsüyle uyumludur. Bu davranış, pay geri alımlarının şirketlerin kredi notu hiyerarşisindeki konumuna bağlı olarak farklı yorumlar ve stratejik amaçlar taşıyabileceğini göstermektedir.

Vekalet teorisi ve sinyal teorisi gibi kuramsal çerçeveler bu çalışmadaki sonuçları yorumlamak için faydalı ipuçları sunar. Vekalet açısından, geri alımlar genellikle fazla nakdin hissedarlara iadesi ve serbest nakit akışı sorunlarının azaltılması için bir mekanizma olarak görülür (Jensen, 1986). Ancak bu çalışmadaki bulgular, yüksek kredi notuna sahip şirketlerin vekalet teorisinde yer alan sorunlarını çözmekten ziyade sermayeyi korumaya öncelik verdiğini, dış yönetim konularının kredi notları aracılığıyla iç yönetim konularının ihtiyaçlarının önüne geçebildiğini göstermektedir. Bu davranış, özellikle kredi notu eşiklerinin (~~ör. yatırım yapılabilir—spekülatif~~) yakınında dolaşan şirketler için rasyoneldir; zira marjinal finansal kararlar bile maliyetli not indirimlerini tetikleyebilir.

COVID sonrası döneme dair sonuçlar, makroekonomik belirsizlik dönemlerinde not kısıtının daha belirgin hâle geldiğini ortaya koymaktadır. Bu durum, firmaların artan finansal risk altında daha temkinli dağıtım politikası izlediklerini öneren kriz literatürüyle uyumludur (Miller ve Rock, 1985; Heller, 2015). Bu bağlamda, elverişli bir kredi profilini korumak, öngörülemeyen fonlama koşullarına karşı tampon işlevi görerek pay geri alımı gibi dağıtımların daha azalmasına sebep olabilir. Bununla birlikte, sinyal teorisi merceğinden bakıldığında bu dinamik, çift yönlü bir durum da doğurur. Bazı düşük notlu veya finansal kısıtlı şirketler için, krizler yatırımcılara dayanıklılık ve istikrar sinyali verme ihtiyacını artırabilir. Bu durumlarda, pay geri alımları, yönetsel güveni iletmek ve makroekonomik daralma tarafından şiddetlenen olumsuz piyasa algılarını dengelemek için bir araç hâline gelebilir (Pirgaip, 2021).

Ek olarak, sektör bazlı analizimiz kayda değer heterojenlik göstermektedir. Kredi notları ile geri alım faaliyeti arasındaki negatif ilişki, örneklemin büyük kısmını oluşturan ve genellikle daha sıkı düzenleyici denetime ve daha yüksek sermaye yoğunluğuna tabi olan finans sektöründeki şirketler tarafından çok daha net bir şekilde ortaya konmaktadır. Buna karşılık, imalat sektöründeki ve diğer sektörlerdeki şirketler, kredi notları ile dağıtım davranışı arasında anlamlı bir ilişki sergilememektedir. Bu ayrışma, kredi notlarının yönetsel tercihleri nasıl etkilediğini gösterme konusunda sektörel durumların ve kurumsal kısıtların önemini vurgular (Brav ve ark., 2005).

4.1. ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI

Bu çalışmanın sınırlılıklarını örneklem büyüklüğü, yapısı ve uygulanan regresyon yöntemlerinin sınırlılıkları oluşturmaktadır.

Örneklemden kaynaklanan sınırlılıklardan birisi, Türkiye sermaye piyasasında hem pay geri alımı işlemi yapan hem de bir veya birkaç yıldan daha uzun süre kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kredi notu verilen şirketlerin sayısının az olması oluşturmaktadır. Gelecek çalışmalarda bu şirketlerin sayısının artması beklenmektedir. Örneklemden kaynaklanan sınırlılıklardan bir diğeri ise, örnekleme oluşturan şirketlerin buldukları sektördür. Söz konusu şirketlerin çok büyük bir çoğunluğu imalat ve finans sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerdir. Gelecek çalışmalarda örnekleme oluşturacak olan şirketlerin sektör çeşitliliğinin de artması beklenmektedir.

Çalışmada kullanılan araştırma yöntemlerinin sınırlılıkları regresyon modellerinin kendi sınırlılıklarından kaynaklanmaktadır. EKK regresyon yönteminin sınırlılıkları, fazla sayıda varsayım içermesidir. Buna göre, hata terimlerin ortalamasının sıfır olması, bağımsız değişkenler arasında korelasyon bulunmaması ve bağımsız değişkenlerin sabit varyans sahip olması gerekmektedir.

Çalışmada kullanılan bir diğer regresyon yöntemi ise lojistik regresyondur. Lojistik regresyonda kesintili, sürekli, ikili veya bunların her birinin bulunduğu bir değişken grubu bulunabilir ve bu değişken grubuyla sonuç yordanabilir. Bu açıdan lojistik regresyon esnek bir yöntemdir. Çünkü lojistik regresyonda bağımlı değişkenin verilerinin normal dağılım göstermesi varsayımı bulunmamaktadır. Aynı şekilde probit regresyonla ayrıldığı en önemli noktalardan birisi de budur. Ancak lojistik regresyon, genellikle

küçük örneklem grubu olduğu zaman kullanıldığı için analiz sonuçları yanlışlık içerebilmektedir.

Çalışmada kullanılan regresyon yöntemlerinden bir diğeri ise probit regresyondur. Probit regresyonda da kesintili bağımlı değişkenin verilerinin normal dağılım gösterme varsayımı bulunmaktadır. Ayrıca probit regresyonda yordayıcılarla bağımlı değişkenin doğrusal bir ilişki içinde olması ve grupların varyanslarının eşit olması varsayımları da bulunmaktadır.

4.2. GELECEK ÇALIŞMALAR İÇİN ÖNERİLER

Bu çalışmada Türkiye sermaye piyasasında faaliyet gösteren, pay geri alımı işlemi gerçekleştirmiş ve bir veya birkaç yıldan uzun bir süredir kredi derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirilmiş şirketlerin kullanılmasıyla bir örneklem oluşturulmuştur. Bu sebeple, gelecek çalışmalarda örneklem mümkünse genişletilerek elde edilecek olan sonuçlar bu çalışmada elde edilen sonuçlarla karşılaştırılabilir.

Yapılabilecek bir diğer çalışmada ise Avrupa'nın çeşitli ülkelerinde veya bölgelerinde faaliyet gösteren şirketler kullanılarak bir örneklem oluşturulabilir.

Bir diğer çalışma fikrinde ise Türkiye sermaye piyasasında faaliyet gösteren şirketlerin gerçekleştirdikleri pay geri alımı işlemleriyle, Türkiye'nin ülke kredi notu arasındaki ilişki incelenebilir. Çünkü kredi derecelendirme kuruluşlarıyla ilgili literatür araştırıldığında, ülke kredi notlarıyla, ilgili ülkede faaliyet gösteren şirketlerin kredi notları arasında pozitif bir korelasyon olduğu gözlemlenmiştir. Daha açık bir ifadeyle, ilgili ülkede faaliyet gösteren şirketlerin kredi notları genellikle o ülkenin kredi notuna yakın bir seviyede derecelendirilmektedir.

Ayrıca, pay geri alımı yapma olasılığı veya pay geri alımı yapma miktarı incelenirken oluşturulacak yöntemlere makroekonomik değişkenler dahil edilebilir. Buna ek olarak, borçlanma yoluyla yapılan pay geri alımı işlemleri üzerine bir çalışma da yapılabilir.

Son olarak, Türkiye'de kredi derecelendirme uygulamaları sayısı arttıkça, sektörel kredi derecelendirme notları sayısı da artacaktır. Bu sayede şirketlerin pay geri alımı işlemi

gerçekleştirme kararıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının sektörler için verdikleri kredi notları arasındaki ilişki de incelenebilir.

SONUÇ

Bu çalışma, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren şirket düzeyindeki verileri kullanarak kredi notları ile şirketlerin pay geri alımı davranışı arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Geri alım olasılığını tahmin etmek için probit ve logit modelleri, geri alım yoğunluğunu analiz etmek için ise EKK modellerinin birlikte kullanılmasıyla, kredi notlarının dağıtım politikasını kısıtladığına dair sağlam ve tutarlı kanıtlar bulunmuştur. Yıl ve sektör sabit etkilerini de içeren tüm durumlarda, daha yüksek kredi notlarına sahip şirketlerin geri alım faaliyetine katılma olasılığı anlamlı düzeyde daha düşüktür ve katıldıklarında daha küçük tutarlarda geri alım yapmaktadırlar. Bu bulgular, not kısıtı hipotezini desteklemekte ve şirketlerin kredi kalitesini koruma ile paydaşlara sermaye iadesi arasında bir denge olduğunu vurgulamaktadır. Sonuçlar ayrıca, daha düşük notlu şirketlerin, düşük değerlemeyi dengelemek veya olumsuz piyasa algılarını hafifletmek için pay geri alımlarını stratejik bir sinyal olarak kullanabileceğini de önermektedir. Ayrıca piyasadaki yatırımcılar için yalnızca pay geri alımı programlarının duyurulması değil, gerçekleşen pay geri alımlarına ilişkin duyurular da sinyal içerebileceği için piyasa ve şirketler açısından bu duyurular önem arz etmektedir.

Kredi notlarının yanı sıra, bulgular kârlılık ve şirket büyüklüğünün geri alım davranışının temel belirleyicileri olduğunu doğrularken, kaldıraç ve nakit varlıkların, şirket heterojenliği kontrol edildiğinde, sınırlı açıklayıcı güce sahip olduğunu göstermektedir. Sektör düzeyindeki analizimiz, kredi notları ile geri alım faaliyeti arasındaki negatif ilişkinin örnekleme hâkim olan finans ve imalat sektörlerinde yoğunlaştığını ortaya koymaktadır. Diğer sektörlerdeki şirketler istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki sergilememekte, bu da sektör-özel normların, düzenleyici kısıtların veya iş modellerinin kredi notlarının etkisini zayıflattığını düşündürmektedir. Ayrıca, derecelerin kısıtlayıcı etkisinin COVID sonrası dönemde daha belirgin olduğu görülmekte, bu da artan makroekonomik belirsizliği ve sermaye dağıtımlarına yönelik daha temkinli yönetsel yaklaşımı yansıtmaktadır.

Politika açısından bakıldığında, bulgularımız derecelendirme kuruluşlarının yalnızca şirketlerin sermaye maliyetini etkilemediğini, aynı zamanda dolaylı olarak dağıtım politikasını da şekillendirdiğini göstermektedir. Bu sebeple kâr payı dağıtımını

uygulamalarında, pay geri alımı işlemleri de bu uygulamalara dahil edilmek üzere, kredi notları önemli bir faktör olarak değerlendirilebilir. Şirketler, özellikle yatırım yapılabilir veya spekülasyon eşik gibi derecelendirme basamaklarına yakın konumlandıklarında, not indirimlerinden kaçınmak için geri alımları erteleyebilir veya azaltabilirler. Bu durum, kredi notları, özellikle finansal açıdan sağlıklı ancak riskten kaçınan şirketlerde, verimli hissedar ödemelerini farkında olmadan engellemekte midir sorusunu düzenleyiciler ve politika yapıcılar için gündeme getirir. Aynı zamanda, yatırımcılar, yüksek notlu şirketlerin seyrek geri alımlarını, bu eylemler seçici ve temkinli biçimde gerçekleştirildiği için, özellikle güçlü değer sinyalleri olarak yorumlayabilirler. Düzenleyiciler için bu durum, geri alım çerçeveleri tasarlanırken dağıtım esnekliği ile finansal istikrar hususları arasında denge kurulması gerektiğini vurgular.

Şirket yöneticileri açısından çalışma, sermaye iadesi kararlarının kredi risk yönetimi hedefleriyle uyumlandırılmasının önemini öne çıkarır. Not durumunu korumak veya iyileştirmek isteyen şirketler, pay geri alımlarının sinyal faydalarını, derecelendirme metrikleri üzerindeki olası etkilerle dikkatle tartmalıdır. CFO'lar ve yönetim kurulları, özellikle para politikası sıkılaşması veya finansal kırılganlık dönemlerinde, dağıtım planlamasına kredi notu duyarlılığını entegre edebilir.

Yatırımcılar için sonuçlar, geri alım kararlarının yalnızca şirket temelleri veya değerlendirme kaygılarıyla değil, aynı zamanda kredi kalitesi gibi dış kısıtlarla da şekillendiğinin altını çizer. Bir şirketin kredi notu eğilimindeki değişimleri izlemek, geri alım yoluyla sermaye dağıtım olasılığı veya kapasitesine ilişkin ileriye dönük değerli içgörüler sunabilir.

Bu katkılara karşın bazı sınırlılıkları not etmek gerekir. İlk olarak, kredi notlarının sayısal bir ölçüğe dönüştürülerek operasyonelleştirilmesi, literatürde standart olmakla birlikte, not görünümleri, kuruluş itibarları veya not eylemlerine piyasa tepkileri gibi daha nüanslı değişkenleri soyutlayabilir. İkinci olarak, analiz farklı geri alım yöntemleri (örneğin piyasa'dan geri alım veya çağrı yoluyla teklif) arasında ayırım yapmamaktadır; oysa bunlar farklı yönetsel güdülerini yansıtabilir ve değişen düzenleyici yüklerle karşılaşılabilir. Üçüncü olarak, eşzamanlılığı azaltmak için gecikmeli değişkenler ve sabit etkiler kullansak da, gözlemsel tasarım kesin nedensel çıkarımlar yapma kapasitemizi sınırlar.

Gelecek araştırmalar, yöntemsel olarak derecelendirme metodolojilerindeki dışsal değişiklikler veya egemen not olayları gibi şoklardan yararlanarak nedensel tanımlama stratejileri benimseyebilir. Not eşikleri yakınındaki heterojenliğin incelenmesi, kredi baskısı altındaki şirketlerin davranışsal tepkilerini daha da aydınlatabilir. Ayrıca kredi değerliliği ve dağıtım politikası arasındaki evrilen kesişim, özellikle sürdürülebilirlik metrikleri kredi değerlendirmelerine entegre edildikçe, umut verici bir hattı temsil etmektedir. Son olarak, kurumsal çerçevelerin, sermaye piyasası gelişmişliğinin ve derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliğinin, kredi notu ve geri alım ilişkisini küresel ölçekte nasıl etkilediğini inceleyen ülkeler arası karşılaştırmalı çalışmalar literatürü zenginleştirebilir.

KAYNAKÇA

- Aharoni, G., Brown, C., & Wang, J. (2011). The Payout Policy of Australian Firms: Dividends, Repurchases and Soft Substitution. *Proceedings of the 2011 FMA Asian Conference*.
- Almeida, H., Cunha, I., Ferreira, M., A. & Restrepo, F., (2017). The real effects of credit ratings: The sovereign ceiling channel. *The Journal of Finance*, 72(1), 249-290. <https://doi.org/10.1111/jofi.12434>
- Aramonte, S. (2020). Mind the buybacks, beware of the leverage. *BIS Quarterly Review*, September 2020. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2009d.pdf
- Arogundade, S., Biyase, M., & Eita, J., H. (2022). Do Sovereign Credit Ratings Matter for Foreign Direct Investment: Evidence from Sub-Sahara African Countries. *MPRA Paper*. University Library of Munich, Germany.
- Bagwell, L., S. (1991). Share Repurchase and Takeover Deterrence. *The RAND Journal of Economics*, 22(1), 72–88. <https://doi.org/10.2307/2601008>
- Bagwell, L., S., & Shoven, J., B. (1988). Share Repurchases and Acquisitions: An Analysis of Which Firms Participate. *National Bureau of Economic Research*, 191-220.
- Bargeron, L.L., Lehn, K.M. and Zutter, C., J. (2010). Sarbanes-Oxley and Corporate Risk-Taking. *Journal of Accounting and Economics*, 49, 34-52. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.05.001>
- Berk, E. (2021). Makroekonomik Değişkenler Ve Kredi Notları; Türkiye Örneği. (Doktora Tezi). Pamukkale Üniversitesi. Denizli.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Billett, M.T. and Xue, H. (2007), Share Repurchases and the Need for External Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19: 42-55. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2007.00145.x>
- Bonaime, A., A. (2010). Repurchases, Reputation, and Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1361800>
- Bonsall, S.B., Koharki, K., Muller, K.A., & Sikochi, A. (2016). Issuer Default Risk and Rating Agency Conflicts.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Cantor, R., M., & Packer, F. (1996). Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. *Economic Policy Review*, 2(2). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1028774>
- Chen, Z., Lei, Z., & Xia, C. (2023). Precautionary versus signalling motive of share repurchases: Evidence from policy uncertainty and the COVID-19 crisis. *British Journal of Management*, 34(4), 1750-1773. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12668>

- Comment, R., & Jarrell, G. A. (1991). The relative signalling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. *The Journal of Finance*, 46(4), 1243-1271.
- Creighton, A., Gower, L. & Richards, A., J. (2007). The impact of rating changes in Australian financial markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(1), 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2006.04.003>
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2000). Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company. *Journal of Financial Economics*, 56(2), 153–207.
- DeAngelo, H., & Masulis R., (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7)
- Demirkan, Y. (1999). Halka Açık ve Halka Kapalı Anonim Ortaklıklarda Temettü ve Bedelsiz Hisse Senedi Dağıtımındaki Farklılıklar. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(4).
- Dichev, I. D., & Piotroski, J. D. (2001). The Long-Run Stock Returns following Bond Ratings Changes. *The Journal of Finance*, 56(1), 173–203. <http://www.jstor.org/stable/222466>
- Dittmar, A. WHY DO FIRMS REPURCHASE STOCK. *The Journal of Business*, 73(3), 331-355. <https://doi.org/10.1086/209646>
- Dittmar, A., & Field, L., C. (2015). Can Managers Time the Market? Evidence Using Repurchase Price Data. *Journal of Financial Economics*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2423344>
- Ederington, L. H., & Goh, J. C. (1998). Bond Rating Agencies and Stock Analysts: Who Knows What When? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(4), 569–585. <https://doi.org/10.2307/2331132>
- Ederington, L., H., & Goh, J., C. (1993). Is a Bond Rating Downgrade Good News, Bad News, or No News to Stockholders?. *The Journal of Finance*, 48. 2001-2008. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb05139.x>
- Ederington, L., H., Yawitz, J., B., & Roberts, B., E. (1987). The informational content of bond ratings. *Journal of Financial Research*, 10(3), 211-226. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1987.tb00492.x>
- Elgouacem, A., & Zago, R. (2019). Share Buybacks, Monetary Policy and the Cost of Debt. *International Journal of Central Banking*, 19(2), 295-249. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3032534>
- Elton, E., & Gruber, M. (1968). The Effect of Share Repurchase on the Value of the Firm. *The Journal of Finance*, 23(1), 135–149. <https://doi.org/10.2307/2325314>
- Fama, E., F., (1969). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>

- Floyd, E., Li, N., Skinner, D. (2015). Payout Policy Through the Financial Crisis: The Growth of Repurchases and the Resilience of Dividends. *Journal of Financial Economics*, 12(1). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1979501>
- Fulghieri, P., Strobl, G., & Xia, H. (2013). The Economics of Solicited and Unsolicited Credit Ratings. *Review of Financial Studies*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1572059>
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Grier, P., & Katz, S. (1976). The Differential Effects of Bond Rating Changes among Industrial and Public Utility Bonds by Maturity. *The Journal of Business*, 49(2), 226-239. <https://www.jstor.org/stable/2352250>
- Gropp, R., & Richards, A., J. (2001). Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: What can we infer about private sector monitoring of bank soundness?. European Central Bank.
- Grullon, G. & Michaely, R., (2004). The information content of share repurchase programs. *The Journal of Finance*, 59(2), 651-680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00645.x>
- Guay, W., R., & Harford, J. (1998). The Cash Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases vs. Repurchases. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.143049>
- Hansen, B., E. (2021). *Econometrics*.
- Hettenhouse, G., & Sartoris, W. (1976). An analysis of the informational value of bond rating changes. *Quarterly Review of Economics and Business*, 16(2), 65-78. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90006-1](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(86)90006-1)
- Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. (1986). The effect of bond rating changes on common stock prices. *Journal of Financial Economics*, 17(1), 57-89. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90006-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90006-1)
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T., (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39(2-3), 181-208. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00826-Z](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00826-Z)
- Japan Credit Ratings Eurasia. (2025). Kredi Derecelendirme. <https://www.jcrer.com.tr/tr/metodoloji/notasyonlar/kredi-derecelendirme>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070. <https://doi.org/10.2307/2328394>
- Jorion, P., Zhang, G. (2006). Good and Bad Credit Contagion: Evidence from Credit Default Swaps. *Journal of Financial Economics*, 84.

- Kahle, K., 2002. When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics*, 63(2), 235–261. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00095-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00095-2)
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Kaplan, R. S., & Urwitz, G. (1979). Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry. *The Journal of Business*, 52(2), 231–261. <http://www.jstor.org/stable/2352195>
- Katz, S. (1974). The Price and Adjustment Process of Bonds to Rating Reclassifications: A Test of Bond Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 29(2), 551–559. <https://doi.org/10.2307/2978826>
- Kisgen, D., J. (2006). Credit Ratings and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 61(3), 1035–1072. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00866.x>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Krichene, A., F., & Khoufi, W. (2016). On the Nonlinearity of the Financial Ratios-Credit Ratings Relationship. *Applied Finance and Accounting*, 2(2), 65–70. <https://doi.org/10.11114/afa.v2i2.1604>
- Laginha, R., (2022). Do credit rating changes affect equity issuance/repurchase? Case study of the US market [master of science thesis]. Universidade Católica Portuguesa.
- Lee, Y. J. (2008). The effects of employee stock options on credit ratings. *The Accounting Review*, 83(5), 1273–1314.
- Lintner, J. (1956) Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 2, 97–113.
- Liu, Tim, and Anil Shivdasani, 2019, Do credit ratings matter? Evidence from S&P's 2013 methodology revision. Working paper, UNC.
- Malekpourkolbadinejad, S., Karampatsas, N., Mavrovitis (Mavis), C. (2024). Credit Rating Changes and Stock Market Reaction: The Impact of Investor Sentiment. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4898885>
- Manconi, A., Peyer, U., & Vermaelen, T. (2019). Are Buybacks Good for Long-Term Shareholder Value? Evidence from Buybacks around the World. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(5), 1899–1935. <https://www.jstor.org/stable/26782116>
- Mazur, M., Dang, M., & Vo, T. T. A. (2023). Dividends and share repurchases during the COVID-19 economic crisis. *Journal of Financial Research*, 46, 291–314. <https://doi.org/10.1111/jfir.12324>
- Micu, M., Remolona, E., & Wooldridge, P., D. (2006). The Price Impact of Rating Announcements: Which Announcements Matter?. BIS Working Paper No. 207. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.911598>
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051. <https://doi.org/10.2307/2328393>

- Miller, M.H. (1977). DEBT AND TAXES*. *The Journal of Finance*, 32: 261-275. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x>
- Miller, M.H. and Modigliani, F. (1961) Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34, 411-433. <http://dx.doi.org/10.1086/294442>
- Mills, J., Bible, L., & Mason, R. (2002). Defining free cash flow. *The CPA Journal*, 72(1), 36.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Moser, W., J. (2018). Leveraged Share Repurchase: A Tax-Based Explanation.
- Myers, S., C., & Majluf, N., S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Pinches, G., E., & Singleton, J., C. (1978). THE ADJUSTMENT OF STOCK PRICES TO BOND RATING CHANGES. *The Journal of Finance*, 33(1), 29-44. <https://doi.org/10.2307/2326348>
- Pirgaip, B. (2017). Impacts of Credit Rating Changes on Borsa Istanbul (BIST) Equity Market. *Ege Academic Review*, 17(3), 351-368.
- Pirgaip, B., & Karacaer, S. (2015). Borsa Şirketlerinin Pay Geri Alım İşlemlerine Yönelik TMS/TFRS Uygulamaları. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 66, 105-128. <https://doi.org/10.25095/mufad.396534>
- Pirgaip, B., Dinçergök, B. (2019). Share repurchases under uncertainty: US evidence. *Finance Research Letters*, 30, 130-138. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.03.036>
- Pottier, S., & Sommer, D. (1999). Property-Liability Insurer Financial Strength Ratings: Differences Across Rating Agencies. *The Journal of Risk and Insurance*. 66. <https://doi.org/10.2307/253867>
- Resmi Gazete. (1956, Temmuz 9). Türk Ticaret Kanunu. <https://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/9353.pdf>
- Resmi Gazete. (2007, Temmuz 12). Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti Ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği. <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/07/20070712-24.htm>
- Resmi Gazete. (2009, Eylül 2). Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği. <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/09/20090902-5.htm>
- Resmi Gazete. (2011, Şubat 14). Türk Ticaret Kanunu. <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2011/02/20110214-1-1.htm>
- Resmi Gazete. (2012, Haziran 28). Bankaların İç Sistemleri Hakkında Yönetmelik. <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/06/20120628-17.htm>

- Richardson, S., A. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 159–189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Rock, K., 1986. Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 1051–1069. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90054-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90054-1)
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2025). Kredi Derecelendirmesi ile yetkili Derecelendirme Kuruluşları İletişim Bilgileri. <https://spk.gov.tr/kurumsal-iletisim/derecelendirme-kuruluslari>
- Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (1998). Actual Share Repurchases in Open-Market Repurchase Programs. *The Journal of Finance*, 53(1), 313–333. <http://www.jstor.org/stable/117443>
- Strege, D. G. (1999). Employee Strategies For Stock Based Compensation. *Compensation & Benefits Review*, 31(6), 41-54. <https://doi.org/10.1177/088636879903100608>
- Tabachnick, B. G. ve Fidell, L. S. (2015). *Çok değişkenli istatistiklerin kullanımı* (M. Baloğlu, Çev.), Nobel Akademik Yayıncılık.
- Vassalou, M., & Xing, Y. (2003). Default Risk in Equity Returns. *The Journal of Finance*, 59(2), 831-868.
- Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signalling: An empirical study. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139-183. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90011-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90011-8)
- Wang, J., Y. (2023). Tax clientele and share repurchase execution. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 88, 168-176. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2023.01.003>
- Weinstein, M.C. and Stason, W.B. (1977). Foundations of Cost-Effectiveness Analysis for Health and Medical Practices. *New England Journal of Medicine*, 296, 716-721. <http://dx.doi.org/10.1056/NEJM197703312961304>
- White, L., J. (2013). Credit Rating Agencies: An Overview. *Annual Review of Financial Economics*, 5, 93-122. <https://dx.doi.org/10.1146/annurev-financial-110112-120942>

EK1 ORJİNALLİK FORMU

	HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ	Doküman Kodu Form No.	FRM-DR-21
	FRM-DR-21 Doktora Tezi Orjinallik Raporu <i>PhD Thesis Dissertation Originality Report</i>	Yayın Tarihi Date of Pub.	04.01.2023
		Revizyon No Rev. No.	02
		Revizyon Tarihi Rev. Date	25.01.2024

HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ İŞLETME ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞINA	
Tarih: 22/12/2025	
Tez Başlığı (Türkçe): Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Belirlediği Kredi Notları ile Hisse Senedi Geri Satın Alma Kararları Arasındaki İlişki	
Tez Başlığı (Almanca/Fransızca)*:	
Yukarıda başlığı verilen tezinin a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 105 sayfalık kısmına ilişkin, 22/12/2025 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda işaretlenmiş filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orjinallik raporuna göre, tezinin benzerlik oranı % 4 'tür.	
Uygulanan filtrelemeler**:	
1. <input checked="" type="checkbox"/> Kabul/Onay ve Bildirim sayfaları hariç	
2. <input checked="" type="checkbox"/> Kaynakça hariç	
3. <input checked="" type="checkbox"/> Alıntılar hariç	
4. <input type="checkbox"/> Alıntılar dâhil	
5. <input checked="" type="checkbox"/> 5 kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç	
Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orjinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tezinin herhangi bir intihal içermediğini; aksininin tespit edileceği muhtemel durumlarda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.	
Gereğini saygılarımla arz ederim.	
Mustafa Çağrı AYKAC	

Öğrenci Bilgileri	Ad-Soyad	Mustafa Çağrı AYKAC
	Öğrenci No	
	Enstitü Anabilim Dalı	İşletme Anabilim Dalı
	Programı	İşletme Doktora Programı
	Statüsü	Doktora <input checked="" type="checkbox"/> Lisans Derecesi ile (Bütünlük) Dr <input type="checkbox"/>

DANIŞMAN ONAYI

UYGUNDUR.
Prof. Dr. Burak PİRGAİP

*Tez **Almanca** veya **Fransızca** yazılıyorsa bu kısımda tez başlığı **Tez Yazım Dilinde** yazılmalıdır.
**Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orjinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nın ikinci bölümü madde (4)'te de belirtildiği üzere: Kaynakça hariç, Alıntılar hariç/dâhil, 5 kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç (Limit match size to 5 words) filtreleme yapılmalıdır.

	HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ	Doküman Kodu Form No.	FRM-DR-21
		Yayın Tarihi Date of Pub.	04.01.2023
	FRM-DR-21 Doktora Tezi Orijinallik Raporu PhD Thesis Dissertation Originality Report	Revizyon No Rev. No.	02
		Revizyon Tarihi Rev. Date	25.01.2024

**TO HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION**

Date: 22/12/2025

Thesis Title (In English): The Relationship Between Credit Ratings Assigned by Credit Rating Agencies and Stock Buyback Decisions

According to the originality report obtained by myself/my thesis advisor by using the Turnitin plagiarism detection software and by applying the filtering options checked below on 22/12/2025 for the total of 105 pages including the a) Title Page, b) Introduction, c) Main Chapters, and d) Conclusion sections of my thesis entitled above, the similarity index of my thesis is 4 %.

Filtering options applied**:

1. Approval and Declaration sections excluded
2. References cited excluded
3. Quotes excluded
4. Quotes included
5. Match size up to 5 words excluded

I hereby declare that I have carefully read Hacettepe University Graduate School of Social Sciences Guidelines for Obtaining and Using Thesis Originality Reports that according to the maximum similarity index values specified in the Guidelines, my thesis does not include any form of plagiarism; that in any future detection of possible infringement of the regulations I accept all legal responsibility; and that all the information I have provided is correct to the best of my knowledge.

I respectfully submit this for approval.

Mustafa Çağrı AYKAÇ

Student Information	Name-Surname	Mustafa Çağrı AYKAÇ	
	Student Number		
	Department	Business Administration Department	
	Programme	Business Administration PhD Programme	
	Status	PhD <input checked="" type="checkbox"/>	Combined MA/MSc-PhD <input type="checkbox"/>

SUPERVISOR'S APPROVAL

APPROVED
Prof. Dr. Burak PIRGAİP

**As mentioned in the second part (article (4)/3) of the Thesis Dissertation Originality Report's Codes of Practice of Hacettepe University Graduate School of Social Sciences, filtering should be done as following: excluding reference, quotation excluded/included, Match size up to 5 words excluded.

EK 2 ETİK KURUL MUAFİYET FORMU (YA DA İZİNİ)

	HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ	Doküman Kodu Form No.	FRM-DR-12
		Yayın Tarihi Date of Pub.	22.11.2023
	FRM-DR-12 Doktora Tezi Etik Kurul Muafiyeti Formu Ethics Board Form for PhD Thesis	Revizyon No Rev. No.	02.
		Revizyon Tarihi Rev. Date	25.01.2024

**HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞINA**

Tarih: 3/11/2025

Tez Başlığı Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Belirlediği Kredi Nottarı ile Hisse Senedi Geri Satın Alma Kararları Arasındaki İlişki
Tez Başlığı (Almanca/Fransızca)*:

Yukarıda başlığı verilen tez çalışmam:

1. İnsan ve hayvan üzerinde deney niteliği taşımamaktadır.
2. Biyolojik materyal (kan, idrar vb. biyolojik sıvılar ve numuneler) kullanılmasını gerektirmemektedir.
3. Beden bütünlüğüne veya ruh sağlığına müdahale icermemektedir.
4. Anket, ölçek (test), mülakat, odak grup çalışması, gözlem, deney, görüşme gibi teknikler kullanılarak katılımcılardan veri toplanmasını gerektiren nitel ya da nicel yaklaşımlarla yürütülen araştırma niteliğinde değildir.
5. Diğer kişi ve kurumlardan temin edilen veri kullanımını (kitap, belge vs.) gerektirmektedir. Ancak bu kullanım, diğer kişi ve kurumların izin verdiği ölçüde Kişisel Bilgilerin Korunması Kanuna riayet edilerek gerçekleştirilecektir.

Hacettepe Üniversitesi Etik Kurulunun Yönergelerini inceledim ve bunlara göre çalışmamın yürütülebilmesi için herhangi bir Etik Kuruldan izin alınmasına gerek olmadığını; aksi durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

Mustafa Çağrı AYKAÇ

Öğrenci Bilgileri	Ad-Soyad	Mustafa Çağrı Aykaç	
	Öğrenci No		
	Enstitü Anabilim Dalı	İşletme Anabilim Dalı	
	Programı	İşletme Doktora Programı	
	Statüsü	Doktora <input checked="" type="checkbox"/>	Lisans Derecesi ile (Bütünleşik) Dr <input type="checkbox"/>

DANIŞMAN ONAYI

UYGUNDUR.
Prof. Dr. Burak PIRGAİP

* Tez Almanca veya Fransızca yazılıyor ise bu kısımda tez başlığı Tez Yazım Dilinde yazılmalıdır.

	HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ	Doküman Kodu Form No.	FRM-DR-12
		Yayın Tarihi Date of Pub.	22.11.2023
	FRM-DR-12 Doktora Tezi Etik Kurul Muafiyeti Formu Ethics Board Form for PhD Thesis	Revizyon No Rev. No.	02
		Revizyon Tarihi Rev. Date	25.01.2024

**HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION**

Date: 3/11/2025

Thesis Title (In English): The Relationship Between Credit Ratings Assigned by Credit Rating Agencies and Stock Buyback Decisions

My thesis work with the title given above:

- Does not perform experimentation on people or animals.
- Does not necessitate the use of biological material (blood, urine, biological fluids and samples, etc.).
- Does not involve any interference of the body's integrity.
- Is not a research conducted with qualitative or quantitative approaches that require data collection from the participants by using techniques such as survey, scale (test), interview, focus group work, observation, experiment, interview.
- Requires the use of data (books, documents, etc.) obtained from other people and institutions. However, this use will be carried out in accordance with the Personal Information Protection Law to the extent permitted by other persons and institutions.

I hereby declare that I reviewed the Directives of Ethics Boards of Hacettepe University and in regard to these directives it is not necessary to obtain permission from any Ethics Board in order to carry out my thesis study; I accept all legal responsibilities that may arise in any infringement of the directives and that the information I have given above is correct.

I respectfully submit this for approval.

Mustafa Çağrı Aykaç

Student Information	Name-Surname	Mustafa Çağrı Aykaç	
	Student Number		
	Department	Business Administration Department	
	Programme	Business Administration PhD Programme	
	Status	PhD <input checked="" type="checkbox"/>	Combined MA/MSc-PhD <input type="checkbox"/>

SUPERVISOR'S APPROVAL

APPROVED
Prof. Dr. Burak PIRGAİP