



T.C.
NIĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ FİNANSAL PİYASALAR
ÜZERİNE ETKİSİ: BRICS ÜLKELERİ VE TÜRKİYE ÜZERİNE BİR
UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Asuman BALAT

Niğde
Ocak, 2019

T.C.
NIĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ FİNANSAL PİYASALAR
ÜZERİNE ETKİSİ: BRICS ÜLKELERİ VE TÜRKİYE ÜZERİNE BİR
UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Asuman BALAT

Danışman: Prof. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU
Üye: Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK
Üye: Prof. Dr. Serkan Yılmaz KANDIR

Niğde
Ocak, 2019

YEMİN METNİ

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “Kredi Derecelendirme Notlarının Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi: BRICS Ülkeleri ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde tez yazım kılavuzuna uygun olarak tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmamın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım (24.10.2018).

Asuman BALAT



ONAY SAYFASI

Prof. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU danışmanlığında **Asuman BALAT** tarafından hazırlanan "**Kredi Derecelendirme Notlarının Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi: BRICS Ülkeleri ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama**" adlı bu çalışma jürimiz tarafından Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tarih: 04/01/2019

JÜRİ :

Danışman : Prof. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU

Üye : Prof. Dr. M. Başaran ÖZTÜRK

Üye : Prof. Dr. Serkan Yılmaz KANDIR

ONAY :

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu'nun Tarih ve sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Doç. Dr. Emin Hüseyin ÇETENAK
Enstitü Müdürü V.

ÖNSÖZ

Tezimin her aşamasında bana yardımcı olan, titizlikle her yaptığımı güzelleştiren, bilgi ve tecrübelerini esirgmeden bana aktaran değerli danışman hocam Sayın Prof. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU'na, her zaman yanımda olan, bana yol gösteren kıymetli hocam Sayın Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK'e, analizimde yardımlarını esirgemeyen değerli hocalarım Sayın Prof. Dr. Serkan Yılmaz KANDIR ve Sayın Doç. Dr. Eşref Savaş BAŞCI'ya, verileri bulmamda önemli desteği olan hocam Sayın Dr. Öğr. Üyesi Özkan HAYKIR'a teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca, tez çalışmam sırasında her zaman yanımda olan ve yardımlarını esirgemeyen arkadaşım Cemil Adar YILMAZER'e teşekkür ederim. Eğitim hayatı boyunca maddi ve manevi yanımda olan, dualarını esirgemeyen canım annem ve babama, bana olan sevgilerini her zaman hissettiğim kardeşlerime ve stresli zamanımda bana neşe kaynağı olan canım yeğenim Asel'e minnettarım.

Asuman BALAT

ÖZET

YÜKSEK LİSANS TEZİ

KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNE ETKİSİ: BRICS ÜLKELERİ VE TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA

BALAT, Asuman

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe Finansman Bilim Dalı

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU

Uluslararası sermayenin sınırlarının kalkması ile birlikte derecelendirmeye olan ihtiyaç da artış göstermektedir. Hem sermaye ihtiyacı olan ülkeler hem de uluslararası yatırımcılar kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme notlarına göre hareket etmektedir. Bu bağlamda kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelere verdiği kredi notları söz konusu ülke piyasaları üzerinde etkili bir faktördür. Bu çalışmada, 1 Ocak 2013 ile 21 Mart 2018 tarihleri arasında Moody's, S&P ve Fitch uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından Türkiye ve BRICS ülkelerine verilen ülke kredi notlarındaki değişikliklerin Kredi Temerrüt Takas (CDS) primi, Borsa İstanbul 100 (BIST100), Bolsa de Valores de Sao Paulo (BOVESPA), Moscow Times İndeks (RTSI), Bombay Stock Exchange (BSE SENSEX30), Shanghai Stock Exchange Composite Index (SHANGHAI) ve Johannesburg Stock Exchange (JSE TOP40) endeksi işlem hacmi üzerindeki etkisi olay analizi yöntemi ve eşleştirilmiş örneklem t-testi ile incelenmiştir. İnceleme sonuçları, ülke kredi notu değişikliklerinin hem CDS primleri hem de işlem hacmi üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Ancak, ülke kredi notu değişikliğinin CDS primleri üzerinde daha fazla etkili olduğu söylenebilir.

Anahtar kelimeler: Derecelendirme, Ülke Kredi Derecelendirme, Olay Analizi

ABSTRACT

MASTER'S THESIS

THE IMPACT OF THE SOVEREIGN RATING ON THE FINANCIAL MARKETS: AN APPLICATION ON BRICS COUNTRIES AND TURKEY

BALAT, Asuman

Business Administration

Accounting Finance

Supervisor: Prof. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU

With the abolition of the boundaries of international capital, the need for rating increases. Both the countries in need of capital and international investors act according to the ratings of credit rating agencies. In this context, credit ratings given by credit rating agencies to countries are an effective factor on the markets in question. In this study, between the dates of 1st January 2013 - 21st March 2018 by Moody's, S&P and Fitch international rating agencies have given to Turkey and BRICS countries of sovereign credit rating changes the impact on Credit Default Swap (CDS) Premium, trading volume of the Borsa İstanbul 100 (BIST 100), Bolsa de Valores de Sao Paulo (BOVESPA), Moscow Times Indeks (RTSI), Bombay Stock Exchange (BSE SENSEX30), Shanghai Stock Exchange Composite Index (SHANGHAI) ve Johannesburg Stock Exchange (JSE TOP40) index were investigated by the event study method and paired samples t-test. The results show that sovereign credit rating changes are effective on both CDS premiums and trading volume. However, it can be said that the sovereign credit rating change is more effective on CDS premiums.

Keywords: Rating, Sovereign Credit Rating, Event Study

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	İ
ÖZET	İİ
ABSTRACT	İİİ
İÇİNDEKİLER	İV
TABLolar LİSTESİ	Vİİ
ŞEKİLLER LİSTESİ	X
KISALTMALAR LİSTESİ.....	Xİ
EKLER LİSTESİ.....	Xİİ
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

DERECELENDİRMEİN KAPSAMI VE ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARI

1.1. DERECELENDİRME	2
1.2. DERECELENDİRMEİN TARİHÇESİ	3
1.3. DERECELENDİRMEİN ÖNEMİ	6
1.3.1. Derecelendirmenin Yatırımcılar Açısından Önemi	7
1.3.2. Derecelendirmenin İşletmeler ve Finans Kurumları Açısından Önemi	8
1.3.3. Derecelendirmenin Sermaye Piyasaları Açısından Önemi.....	10
1.3.4. Derecelendirmenin Ülkeler Açısından Önemi	11
1.4. DERECELENDİRME KRİTERLERİ.....	12
1.5. DERECELENDİRME TÜRLERİ	16
1.5.1. Vadeye Göre Derecelendirme	17
1.5.2. Paranın Cinsine Göre Derecelendirme	18
1.5.3. Derecelendirmeyi Yapan Kuruluşa Göre Derecelendirme	19
1.5.4. Derecelendirilen Kuruma Göre Derecelendirme	20
1.5.4.1. Ülke Derecelendirme	21
1.5.4.2. Kurum Derecelendirme.....	22
1.5.4.3. Tahvil Ve Proje Derecelendirme	23
1.6. ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE DERECELENDİRME NOTLARI	24
1.6.1. Standard & Poors'un Uzun Vadeli Derecelendirme Notları	26
1.6.2. Moody's Yatırımcı Hizmeti'nin Uzun Vadeli Derecelendirme Notları.....	27

1.6.3. Fitch Rating’ in Uzun Vadeli Derecelendirme Notları.....	29
1.6.4. Japanese Credit Rating’in Uzun Vadeli Derecelendirme Notları.....	30
1.6.5. Derecelendirme Kuruluşlarının Not Sistemi	31
1.7. DERECELENDİRME KURULUŞLARINA YÖNELİK YAPILAN ELEŞTİRİLER	32

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI İLE FİNANSAL PİYASALAR ARASINDAKİ İLİŞKİ

2.1. KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI İLE HİSSE SENEDİ PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİYİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR	36
2.2. KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI İLE TAHVİL PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİYİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR	43
2.3. KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI İLE CDS PRİMLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİYİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR	47

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ FİNANSAL PİYASALAR İLE İLİŞKİSİ

3.1. ÇALIŞMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....	53
3.2. ÇALIŞMANIN KAPSAMI VE KISITLARI.....	54
3.3. ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ.....	56
3.4. BULGULAR	62
3.4.1. Ülke Kredi Notları ile CDS Primleri Arasındaki İlişkiye Yönelik Bulgular	62
3.4.1.1. Türkiye’ye İlişkin Bulgular.....	62
3.4.1.2. Brezilya’ya İlişkin Bulgular.....	67
3.4.1.3. Rusya’ya İlişkin Bulgular	71
3.4.1.4. Hindistan’a İlişkin Bulgular.....	74
3.4.1.5. Çin’e İlişkin Bulgular	75
3.4.1.6. Güney Afrika’ya İlişkin Bulgular	76
3.4.2. Ülke Kredi Notları ile İşlem Hacmi Arasındaki İlişkiye Yönelik Bulgular	81
3.4.2.1. Türkiye’ye İlişkin Bulgular.....	81
3.4.2.2. Brezilya’ya İlişkin Bulgular.....	85
3.4.2.3. Rusya’ya İlişkin Bulgular	90

3.4.2.4. Hindistan'a İlişkin Bulgular.....	93
3.4.2.5. Çin'e İlişkin Bulgular	94
3.4.2.6. Güney Afrika'ya İlişkin Bulgular	96
3.5. BULGULARIN DEĞERLENDİRİLMESİ.....	100
SONUÇ	104
KAYNAKÇA.....	106
EKLER	116
ÖZGEÇMİŞ	128



TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: S&P' nin Ülke Kredi Derecelendirme Kriterleri.....	14
Tablo 2: Gösterge Niteliğinde Derecelendirme Seviyeleri.....	15
Tablo 3: Derecelendirme Türleri.....	17
Tablo 4: Derecelendirme Kuruluşları ve Ülkeler.....	25
Tablo 5: Derecelendirme Kuruluşlarının Kullandığı Not Sistemi	32
Tablo 6: Ülke kredi Notları ile Hisse Senedi Piyasası Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar.....	42
Tablo 7: Kredi Notları ile Tahvil Piyasası Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar	47
Tablo 8: Kredi Notları ile CDS Primi Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar	52
Tablo 9: Çalışmada İncelenen Ülkeler ve Hisse Senedi Piyasaları	55
Tablo 10: 1 Ocak 2013 ile 21 Mart 2018 Tarihleri Arasındaki Toplam Not ve Görünüm Değişikliği	58
Tablo 11: Analiz Kapsamında İncelenen Ülke Kredi Derecelendirme Notları	58
Tablo 12: 27.03.2013 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	63
Tablo 13: 20.07.2016 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	64
Tablo 14: 27.01.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	65
Tablo 15: 07.03.2018 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	66
Tablo 16: 24.03.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	67
Tablo 17: 11.08.2015 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	68
Tablo 18: 05.05.2016 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	69
Tablo 19: 11.01.2018 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	70
Tablo 20: 25.04.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	71
Tablo 21: 17.10.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	72

Tablo 22: 23.02.2018 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	73
Tablo 23: 16.11.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	74
Tablo 24: 24.05.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	76
Tablo 25: 10.01.2013 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	77
Tablo 26: 13.06.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	78
Tablo 27: 04.12.2015 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	79
Tablo 28: 24.11.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	80
Tablo 29: 27.03.2013 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	82
Tablo 30: 20.07.2016 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	83
Tablo 31: 27.01.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	84
Tablo 32: 07.03.2018 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası BIST 100 İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları	85
Tablo 33: 24.03.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası BOVESPA İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları	86
Tablo 34: 11.08.2015 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası BOVESPA İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları	87
Tablo 35: 05.05.2016 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası BOVESPA İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları	88
Tablo 36: 11.01.2018 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası BOVESPA İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları	89

Tablo 37: 25.04.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası RTSI İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	90
Tablo 38: 17.10.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası RTSI İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	91
Tablo 39: 23.02.2018 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası RTSI İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları.....	92
Tablo 40: 16.11.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası BSE SENSEX 30 İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları	94
Tablo 41: 24.05.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası SHANGHAI İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları	95
Tablo 42: 10.01.2013 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası JSE Top 40 İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları	96
Tablo 43: 13.06.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası JSE Top 40 İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları	97
Tablo 44: 04.12.2015 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası JSE Top 40 İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları	98
Tablo 45: 24.11.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası JSE Top 40 İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları	99
Tablo 46: CDS Primi ve İşlem Hacmi Değişkenlerinin Değişim Yönü ve T-Testi İstatistiğine Ait Olasılık Değerleri.....	100

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Derecelendirilen Kuruma Göre Derecelendirme	20
Şekil 2: Olay ve Tahmin Penceresi	59



KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AD	: Anormal Değişim
BIST100	: Borsa İstanbul 100
BOVESPA	: Bolsa de Valores de Sao Paulo
BRICS	: Brazil, Russia, India, China, South Africa
BSE SENSEX30	: Bombay Stock Exchange
CDS	: Credit Default Swap
GSYİH	: Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
JCR	: Japanese Credit Rating
JSE TOP40	: Johannesburg Stock Exchange
KAD	: Kümülatif Anormal Değişim
NRSRO	: Nationally Recognized Statistical Rating Organisation
RTSI	: Moscow Times Indeks
S&P	: Standard & Poor's
SEC	: Securities and Exchange Commission
SHANGHAI	: Shanghai Stock Exchange Composite Index
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
UNCTAD	: United Nations Conference on Trade and Development
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

EKLER LİSTESİ

Ek 1: Türkiye'nin Kredi Notunun Değişmesi Olayında CDS Primine İlişkin AD ve KAD Değerleri	116
Ek 2: Brezilya'nın Kredi Notunun Değişmesi Olayında CDS Primine İlişkin AD ve KAD Değerleri	117
Ek 3: Rusya'nın Kredi Notunun Değişmesi Olayında CDS Primine İlişkin AD ve KAD Değerleri	118
Ek 4: Hindistan'ın Kredi Notunun Değişmesi Olayında CDS Primine İlişkin AD ve KAD Değerleri	119
Ek 5: Çin'in Kredi Notunun Değişmesi Olayında CDS Primine İlişkin AD ve KAD Değerleri	120
Ek 6: Güney Afrika'nın Kredi Notunun Değişmesi Olayında CDS Primine İlişkin AD ve KAD Değerleri.....	121
Ek 7: Türkiye'nin Kredi Notunun Değişmesi Olayında BIST 100 İşlem Hacmine İlişkin AD ve KAD Değerleri.....	122
Ek 8: Brezilya'nın Kredi Notunun Değişmesi Olayında BOVESPA İşlem Hacmine İlişkin AD ve KAD Değerleri.....	123
Ek 9: Rusya'nın Kredi Notunun Değişmesi Olayında RTSI İşlem Hacmine İlişkin AD ve KAD Değerleri.....	124
Ek 10: Hindistan'ın Kredi Notunun Değişmesi Olayında BSE SENSEX 30 İşlem Hacmine İlişkin AD ve KAD Değerleri	125
Ek 11: Çin'in Kredi Notunun Değişmesi Olayında SHANGHAI İşlem Hacmine İlişkin AD ve KAD Değerleri.....	126
Ek 12: Güney Afrika'nın Kredi Notunun Değişmesi Olayında JSE Top 40 İşlem Hacmine İlişkin AD ve KAD Değerleri	127

GİRİŞ

Kredi derecelendirme kuruluşları, bir ülkenin, bir kurumun ya da bir menkul kıymetin kredi risklilik durumunu belirli kriterler çerçevesinde hesaplayıp sembollerle ortaya çıkaran ulusal ve uluslararası şirketlerdir. Ülke kredi notu hem sermaye ihtiyacı olan ülkeler hem de yatırımcılar açısından büyük önem arz etmektedir. Yatırım yapılabilir derecede nota sahip olan ülkeler uluslararası piyasalardan hem daha kolay şekilde hem de daha düşük maliyetle fon sağlayabilmektedir. Yatırımcılar ise kredi notuna sahip ülkeler arasında kıyaslama yaparak daha güvenli şekilde yatırımlarını yapabilmektedir.

Ülke kredi notunun bir başka finansal gösterge olan CDS primi ve hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini araştıran literatürde fazla çalışma bulunmamaktadır. Bu çalışmanın amacı; S&P, Moody's ve Fitch uluslararası derecelendirme şirketleri tarafından Türkiye ve BRICS ülkelerine verilen kredi notlarının söz konusu ülke CDS primi ve hisse senedi piyasa işlem hacmi üzerinde etkisinin olup olmadığını incelemektir.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde; derecelendirmenin tanımı, tarihçesi, önemi, türleri ve derecelendirme ölçütleri konu edilmiştir. Daha sonra dört büyük uluslararası derecelendirme şirketleri hakkında bilgi verilerek kullandıkları semboller ve onlara yönelik yapılan eleştiriler anlatılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde literatürde yer alan uygulamalı çalışmalara yer verilmiştir. Literatür kısmı geniş tutularak üç alt başlığa ayrılmıştır. Bu bağlamda ilk olarak kredi notunun hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar hakkında bilgi verilmiştir. İkinci olarak ise kredi notunun tahvil piyasası üzerindeki etkisini araştıran çalışmalar incelenmiştir. Son olarak da kredi notunun CDS primi üzerindeki etkisini ele alan çalışmalar hakkında bilgi verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümde; araştırmanın amacı, önemi, kapsamı ve kısıtları açıklanmıştır. Daha sonra uygulamada kullanılan olay analizi yöntemi ile eşleştirilmiş örneklem t-testi hakkında bilgi verilmiştir. Sonra Türkiye ve BRICS ülkelerinin kredi notlarının söz konusu ülke CDS primi ve hisse senedi piyasa işlem hacmi üzerindeki etkilerine yönelik elde edilen bulgular raporlandırılıp bulguların değerlendirilmesi yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

DERECELENDİRMENİN KAPSAMI VE ULUSLARARASI

DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Dünya genelinde finans sisteminin sınırlarının kalkmasıyla birlikte, ülkeler arasında dolaşan uluslararası sermayenin hacminde büyük bir artış görülmüştür (Yılmaz vd., 2017: 417). UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) raporuna göre; 2016 yılında uluslararası sermaye hacmi dünya genelinde 1,75 trilyon ABD Doları'dır (UNCTAD, 2017: 1). Artan sermaye hacmi ile birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının finans piyasalarındaki rolü önem kazanmıştır. Çünkü bu kuruluşlar bir ülkenin ekonomik trendini ve menkul kıymet piyasalarının kredibilitelerini uluslararası standartlarda ölçen, yükümlülükleri karşılayabilme kapasitesini ve istekliliğini karşılaştırarak sınıflandıran değerlendirmeler yapmaktadır (Harmancı, 2013: 3).

Bu bölümde, derecelendirme kavramının kapsamlı şekilde tanımları yapıldıktan sonra derecelendirmenin tarihçesi, önemi, türleri ve derecelendirme ölçütleri konu edilecektir. Daha sonra Moody's, Standard & Poor's (S&P), Fitch ve Japanese Credit Rating (JCR) uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ve onlara yönelik yapılan eleştiriler anlatılacaktır.

1.1. Derecelendirme

Derecelendirme; ihraç edenlerin gelecekte hem borçlarını hem de faizlerini geri ödeyebilme kabiliyetinin değerlendirilmesi işlemi olarak tanımlanmaktadır (Afonso vd. 2011: 8). İhraççıları, yatırımcıları ve kamu menfaatçilerini korumak amacı ile ülke ve kurumların, borçlanma araçları ihraç ederek elde ettikleri kredilerin anapara ve faizlerinin eksiksiz ve zamanında geri ödenmelerindeki riskleri, kendi finans ve idari yapılarından kaynaklanacak riskleri, özel olarak ayrıca tasarladıkları finansal yapılardaki riskleri ölçme, sayısallaştırma ve belirleme faaliyeti "derecelendirme veya rating" olarak ifade edilmektedir (Akbulak, 2012: 171). Rating,

borçlanma araçları üzerindeki anapara ve faizlerin geri ödenmeme riskini belirleme faaliyetidir (Şirvan, 2004: 4). Rating aynı zamanda bir görüştür ve herhangi bir menkul kıymeti satın alma, satma ya da elde tutma önerisi olmadığı gibi yatırım kararlarında gerekli olan piyasa likiditesi veya fiyat oynaklığı gibi diğer hususlar hakkında da rehberlik etmemektedir (Katz, Munoz and Stephanou, 2009: 1).

Derecelendirme, ülkelerin siyasi risklerine, işletmelerin de taşınır değerlerinin ticari riskine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından ölçülüp sıraya konulması işlemidir (<http://www.tdk.gov.tr>). Kısaca derecelendirme, bazı ölçütler baz alınarak kurum ya da kuruluşları veya ülkeleri kategoriye ayırıp, sınıflandırarak sıralama işlemidir (Ulusoy ve Yılmaz, 2017: 63). Derecelendirme çoğunlukla alfabetik, sayısal ya da ikisinin birleşiminden oluşan sembollerle ifade edilmektedir (Akçayır ve Yıldız, 2014: 3).

TCR Kredi Derecelendirme Hizmeti A.Ş.'nin tanımına göre kredi derecelendirme; bir işletmenin mali sorumluluklarını, anapara ve faiz olarak tam ve zamanında geri ödeyebilme kabiliyetinin ortaya konulması sürecidir (<http://www.turkkredirating.com>). Kredi derecelendirme SPK' nın Seri: VIII, No: 51 sayılı tebliğinde ise; "İşletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti" olarak ifade edilmiştir.

1.2. Derecelendirmenin Tarihçesi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıkışı 1800'lü yıllara uzanmaktadır. Bu yüzden, o yıllar derecelendirme kavramının da miladı olarak kabul edilmektedir. ABD ekonomisinin 1837 yılında yaşadığı finansal kriz sonucunda çoğu şirket taahhütlerini yerine getirememiş ve bu durumdan birçok yatırımcı ve ABD ekonomisi olumsuz yönde etkilenmiştir. Bir yatırımcı olarak bu krizden en çok etkilenen Lewis Tappan, pek çok yatırımcının ihtiyaçlarına cevap vermek adına,

şirketleri izlemek ve değerlendirmek amacıyla Mercantile Agency isimli ilk derecelendirme şirketini 1841 yılında kurmuştur (Kab, 2015: 10).

1860 yılında Henry Varnum Poor, “Amerkika Birleşik Devletleri’ndeki Demiryolları ve Kanalların Tarihi” (History of Railroads and Canals of the United States) isimli çalışmasıyla yatırımcının bilgi edinme hakkının olduğu düşüncesiyle Standard & Poors’un tarihindeki ilk adımı atmıştır. Bu çalışma büyük demiryolu şirketlerinin finansal istatistiklerini ve faaliyetlerini kapsamaktadır. 1867 yılında da Henry Varnum Poor ve oğlu Henry William Poor tarafından “Poor’s Railroad Manual Company” isimli şirket kurulmuştur. Bu şirketin faaliyet alanı demiryolu şirketlerinin mali tablolarını toplayıp kayıt altında bulundurmaktır (Vergili, 2016: 6).

1900 yılında John Moody şirketleri bilgilendirmek amacı ile “Moody’s Manual of Industrial & Corporation Securities” isimli el kitabı yayınlamıştır. 1909 yılında ilk defa şirket borcunu değerlendirerek yüksek kalitede, orta kalitede ve düşük kalitede borç sınıflandırması yapmıştır (Şirvan, 2004: 3). Moody’s 1962 yılında Dun & Bradstreet tarafından satın alınmış ve 2000 yılında da Dun & Bradstreet’e yarı bağlı, bağımsız bir şirket olmuştur (Sipahi, 2010: 12).

Moody’s derecelendirme şirketinden sonra 1916 yılında “Poor’s Publishing Company” isimli derecelendirme şirketi faaliyete başlamıştır. 1922 yılında da “Standard Statistic Company” isimli şirket derecelendirme raporunu yayınlamıştır. 1941 yılında da bu iki derecelendirme şirketinin birleşimi ile günümüzde üç büyük derecelendirme kuruluşlarından biri olan Standard and Poor’s şirketi kurulmuştur (Hasbi, 2012: 7).

John Knowles Fitch tarafından 1913 yılında da ABD’de genel kabul görmüş ilk Avrupa asıllı derecelendirme kuruluşu “Fitch Publishing Company of Newyork” kurulmuştur. Fitch derecelendirme şirketi 1924 yılında faaliyetlere başlamıştır. Başlangıçta bankaların derecelendirmesini yapan Fitch, ilerleyen zamanlarda farklı sektördeki şirketlerin derecelendirmesini de yapmaya başlamıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 12). Fitch, faaliyet alanını genişletmek için 1997 yılında IBCA Limited şirketi ile birleşmiş ve Fimalac S.A. isimli Fransız şirketini de bünyesine dahil etmiştir (Sipahi, 2010: 12).

ABD’de 1929 yılı Mart ayında yaşanan büyük buhrandan 6 ay önce, “Standard Statistics” ve “Poor’s” müşterilerine bütün yatırımlarını likit varlıklara yönlendirmelerini önererek piyasada çok fazla ilgi görmüşlerdir. 1931 yılında “Wall Street’in çöküşünün ardından ilk defa kredi derecelendirmeler düzenleyici amaçlarla kullanılmıştır. Bu düzenlemeleri sağlamak amacıyla 1932’ de “Duff & Phelps” adlı derecelendirme şirketi kurulmuştur (Vergili, 2016: 7).

ABD’nin Duff & Phelps şirketi ile ortak olarak da Türkiye’nin ilk derecelendirme şirketi olan IBAR-DUFF Phepls Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. 1997 yılında kurulmuştur. Bu şirket uluslararası standartlarla uyumlu derecelendirme notu vereceğini taahhüt etmektedir (Kab, 2015: 12).

Japonya’da ise 1975 yılında JCR Derecelendirme Şirketi kurulmuş ve 1980’li yıllarda ismini duyurmaya başlamıştır. JCR Derecelendirme Şirketi çoğunlukla ülke derecelendirmesi yapmaktadır (Halıcı, 2005: 21).

Sonuç olarak, dünya üzerinde ulusal ve uluslararası alanda faaliyet gösteren pek çok kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Ancak bu şirketler arasında, dünya genelinde önde gelen üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard & Poor’s, Moody’s ve Fitch’ dir. Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) derecelendirme şirketlerinin faaliyetlerini, piyasaya giriş çıkışlarını kontrol altına alabilmek ve şirketleri bir arada tutabilmek için 1975 yılında Nationally Recognized Statistical Rating Organisation’ ı (NRSRO) kurmuştur (Yazıcı, 2009:6).

2008 yılı Eylül ayı itibarıyla NRSRO statüsüne sahip on kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bunlar, Moody's Investor Service, Standard & Poor’s, Fitch Ratings, A. M. Best Company, Dominion Bond Rating Service Ltd., Japan Credit Rating Agency Ltd., R&I Inc., Egan-Jones Ratings Company, LACE Financial, Realpoint LLC’dir (TCMB, 2010: 3). NRSRO bünyesinde bulunan bu şirketler ABD menşeli olmaktadır (Ayaz, 2013: 4).

Türkiye’de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetkilendirilen beş şirket bulunmaktadır. Türkiye’de kurulan derecelendirme şirketleri; JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş., Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Kobirate Uluslararası Kredi

Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. TURKRATING İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Türk-KrediRating Kredi Derecelendirme Hiz. A.Ş.'dir (www.spk.gov.tr).

1.3. Derecelendirmenin Önemi

Ülkelerin ekonomik ilişkilerini sürdürebilmeleri sermayenin serbest bir şekilde hareket etmesine bağlı olmaktadır. Küresel ekonomi içerisinde ülkelerin ekonomik faaliyetlerini sürdürebilmeleri için gereksinim duydukları yabancı fonları, uluslararası sermaye piyasalarından elde edebilmeleri çoğunlukla derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlara bağlı olmaktadır (Harmancı, 2013: 12). Uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından gelişmekte olan ülkelere yatırım yapılabilir seviyenin altında notlar verilmesi söz konusu ülkelere fonların girişini engellemektedir. Ülkelerin yatırım yapılabilir seviyede notlar alması ise sermaye akışı önündeki engelin kalkmasını ve düşük maliyetli fonlar elde edilmesini sağlamaktadır. Ülke kredi derecelendirme notu hem fon maliyetini hem de sermaye akışını etkilediği için büyük derecede önemli olmaktadır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 14).

Yatırımcının üstesinden gelmesi gereken önemli bir problem, asimetrik bilgi sorunudur. Yatırımcı, yatırım yapacağı ülke veya işletme hakkında idari, siyasi ve ekonomik bilgiler edinip olası riskleri bilmek istemektedir. Ancak sermaye piyasalarında bu bilgileri elde etmek piyasa aktörleri açısından hem çok maliyetlidir hem de uzun bir zaman gerektirmektedir. Yatırımcı, ülke veya işletme hakkında doğru bilgiler elde etse bile her zaman siyasi ve ekonomik dalgalanmaları öngöremeyebilir (Akçayır, 2013: 9). Kredi derecelendirme kuruluşunun temel amacı, asimetrik bilgi sorununu çözüme kavuşturmak ve piyasaların işleyişini düzeltmektir (Kılıçaslan ve Giter, 2016: 61). Kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal varlıkları derecelendirerek onların geleceği hakkında sağlıklı ve gerçekçi öngörülerini vereceği beklentisi de derecelendirme için önem arz etmektedir (Akçayır, 2013: 9).

Derecelendirmenin artması ile birlikte kayıt dışı ekonomide ve yolsuzlukta azalma olduğu, derecelendirmenin piyasa disiplinin meydana gelmesine pozitif katkılar sağladığı genel olarak kabul görmektedir. Çünkü derecelendirmenin amacı;

para ve sermaye piyasalarını geliştirip etkinliliği artırmak, kurum ve kuruluşların şeffaflığını öne çıkartıp yatırımcılar açısından belirsizlikleri azaltmak, idarenin niteliğini ve başarı durumunu ölçmektir. Bu yüzden derecelendirme birden fazla alanda, piyasanın her bir aktörü için ayrı ayrı önem ifade etmektedir (Akbulak, 2012: 171-172). Bunların başında yatırımcılar, finans kurumları, sermaye piyasaları ve ülkeler gelmektedir.

1.3.1. Derecelendirmenin Yatırımcılar Açısından Önemi

Derecelendirme, borçlunun borcunu zamanında ve tam ödeyebilme kabiliyetini belirli rakam ve sembollerle, yatırımcılara üstlenecekleri riskler hakkında bilgi vermek amacıyla yapılan bir işlemdir. Dolayısıyla yatırımcılar, yatırım kararı alırken verilen bilgileri göz önünde bulundurarak daha sağlıklı tercihler yapma imkânına sahip olmaktadır. Yatırımcı yatırım kararı almadan önce getiri risk analizini belirlemeyi amaçlamaktadır. Bu süreçte kredi derecelendirme kuruluşları, işletmelerin finansal, yönetsel yapılarını ortaya çıkartıp, mali güçleri hakkında bilgi vererek yatırımcılara daha güvenilir yatırım imkânı sunmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının analizler sonucu elde ettikleri veriler, risk ve belirsizliğin en alt düzeye indirilmesinde ve menkul kıymet fiyatının belirlenmesinde önemli bir faktördür (Hasbi, 2012: 11).

Derecelendirmenin yatırımcılara sağladığı katkılar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Şirvan, 2004: 9):

- Yatırımcılara üstlendikleri risklerin boyutunun sembollerle anlatımını sağlar.
- Yatırımcılara yatırım yapacağı işletme ve kuruluşlar hakkında yapamayacağı analizleri daha düşük maliyetle elde edebilme imkanı sunar.
- Yatırımcılara risk eğilimlerine göre tahvil alım tercihi yapabilme fırsatı verir.
- Devamlı olarak kurum ve kuruluşların finansal yapılarının incelenmesine yardımcı olur.
- Yatırımcıların kısa vadeli işlemler kadar uzun vadeli işlemler de yapmasını sağlar.

Derecelendirme notu ile amaçlanan yatırımcının alım satım veya yatırım yapması için tavsiyede bulunmak değildir. Bu notlar derecelendirme kuruluşlarının görüşünü yansıtmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının görüşleri ne kadar çok geleceğe yönelik doğru sinyaller verirse bu görüşlere olan güvende o ölçüde artmaktadır. Kredi derecelendirme her ne kadar bir görüş niteliğinde olsa da verilen notlar, yatırımcıların alacağı yatırım kararlarını etkileyebilmektedir. Hatta, yerli yatırımcıların iş yapması, yurt dışından kredi almaları, tahvil alıp satmaları ve yurt dışı finansman ihtiyacı olan büyük altyapı projelerinin düşük finansmanı gibi yatırıma dair finansal kaynakların hepsi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlardan etkilenmektedir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 14).

1.3.2. Derecelendirmenin İşletmeler ve Finans Kurumları Açısından Önemi

Derecelendirme ile işletmenin içinde bulunduğu durum, işletmeye ait varlıklar ve yetenekler belirlenmeye çalışılmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları bir işletmeyi derecelendirirken işletmenin ortaklık yapısı, yönetim stratejisi ve faaliyet durumu gibi niteliksel faktörler ile işletmenin mali tablolarından hesaplanan oranlar ve nakit akış analizleri gibi niceliksel faktörleri değerlendirmektedir (Meydan, 2010: 74). Derecelendirilen işletmeler daha geniş yatırımcı kitlesine ulaşabilmekte, özellikle yüksek derecelendirilen işletmeler, düşük finansman maliyeti ile uzun vadeli borçlanma imkânına ve finansal esnekliğe sahip olabilmektedir (Şen, 2014: 12).

Derecelendirmenin işletmeler açısından önemi aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Suadiye, 2006: 8):

- Piyasada geniş kitleler tarafından yeterince bilinmeyen küçük ve orta ölçekli işletmelerin, menkul kıymet piyasaların içine girmesine imkân sağlar.
- Piyasada oluşan güven olgusundan dolayı genellikle, kredi notu alan işletmeler, kredi notu almayan işletmelere kıyasla tahvil piyasasında avantajlı konuma gelir. Bundan dolayı, yüksek kredi notu alan işletmelerin borçlanma maliyeti, düşük kredi notu alan işletmelere göre daha düşüktür.

- Yöneticilerinin alacakları stratejik kararları tekrardan göz önünde bulundurmaları için baskı oluşturur ve firmanın kontrol mekanizmalarının geliştirilmesini, yönetim kalitesinin artırılmasını destekler, etkinliğini artırır.
- İşletmenin etkin bir borçlanma politikasına sahip olmasına yardımcı olur.

Derecelendirme, finans kurumları için önemli bir fonksiyonu yerine getirmektedir. Başta bankalar olmak üzere diğer finans kurumları da, derecelendirme ile kredi sözleşmesi yapacakları müşterilerin nicel ve nitel yapıları hakkında rasyonel bir analiz elde etmekte ve bu analiz neticesine göre kredi sürecini saptamaktadır (Şen, 2014: 9). Derecelendirme, reel sektör firmalarının bankalar ile olan ilişkilerinde de önem arz etmektedir. Firmaların derecelendirme kuruluşlarından almış oldukları kredi notlarına göre bankaların ayırmak zorunda olacakları sermaye farklılık göstermektedir. Herhangi bir firmanın kredi derecelendirme notu “AAA”, “AA” olduğunda bankanın o firma için ayıracağı sermaye oranı % 20 iken, firmanın kredi derecelendirme notunun “B-”nin altında olması durumunda bankanın ayıracağı sermaye miktarı % 150 olacaktır. Firmaların kredi notu olmadığında ise, risk ağırlığı % 100 olarak kabul edilmekte ve bankanın kredi için ayıracağı sermaye oranının % 100 olması gerekmektedir (Geyikçi ve Kargın, 2014: 324).

Derecelendirmenin finans kurumlarına sağladığı katkılar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Şirvan, 2004: 7):

- Finans kurumlarının uyguladığı faiz oranlarının riske göre farklılaşmasını sağlar.
- Risk faktörüne göre mali kurum tercihi yapılmasına imkan verir.
- Bankalarda mevduat maliyetinde tasarruf sağlar.
- Finans kurumlarının mali yapısının güçlenmesini ve risklerin sınırlandırılmasını teşvik eder, etkinliği artırır.
- Devlet garantisi olmaksızın sisteme güven duyulmasını sağlar.
- Finans kurumlarının uluslararası finans çevreleri ile ilişkilerini geliştirir ve dış kaynak kullanım maliyetinde tasarruf sağlar.
- Bankaların Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) ihraçlarında üstlenilen riskin belirlenmesini sağlar.

Küreselleşme ile birlikte öncelikle bankalar olmak üzere finans kurumları, ülke ekonomileri için çok önemli yapıtaşları haline gelmiştir. Günümüzde, ülke ekonomilerinin istikrarlı ve sağlıklı bir yapıya sahip olması için iyi bir finansal alt yapıya ihtiyaç duyulmaktadır. Hem iyi bir finansal altyapının oluşması hem de sistemin düzgün işlemesi açısından derecelendirme faaliyeti, önemli bir fonksiyonu yerine getirmektedir (Şen, 2014: 11).

Derecelendirme sayesinde Merkez Bankası, Borsa İstanbul ve Sermaye Piyasası Kurulu gibi para ve finans otoritelerinin de piyasaları gözetim ve denetim yükü hafifletmekte ve böylece, kontrol altında bulundukları piyasanın sağlıklı ve güvenilir bir şekilde ilerlemesi gerçekleşmektedir (Başoğlu vd., 2009: 509).

1.3.3. Derecelendirmenin Sermaye Piyasaları Açısından Önemi

Bir ülkenin sermaye piyasasının genel olarak, bankacılık sektörü, hisse senetleri ve tahvil piyasaları, yatırım ve emeklilik fonları ile sigorta-leasing-factoring şirketlerinin toplamından oluştuğu söylenebilir (Teker ve Özer, 2012: 2). Dolayısıyla sermaye piyasası, ülkenin parasal hareketlerinin merkezidir. Bu derece önemli ve etkili bir piyasanın sağlam ve güvenilir bir taban üzerine oturtulması oldukça önemlidir. Çünkü geçmişte yaşanan finansal krizler sermaye piyasasının önemli derecede eksikleri olduğunu göstermektedir. Derecelendirmenin önemi de bu noktada ortaya çıkmaktadır (Kedikli, 2015: 9).

Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme yaparken kurum veya kuruluşların, ihracı yapılan menkul değer niteliği hakkında yatırımcıların kolay bir şekilde yapamayacağı analizleri yaparak büyük bir kesimin faydalanmasına imkân vermektedir. Derecelendirme, firmaların menkul kıymetlerinin sermaye piyasalarında işlem görmesi onların gücünü gösterdiğinden, firmalar açısından tekrardan yapılanma olanağı sunmaktadır. Dahası, aracı kurumları üstlendikleri finansal riskleri gözetim altında bulundurmaya, bir disiplin içerisinde işlemlerini devam ettirmeye ve hizmet başarılarını yükseltmeye yönlendirmektedir. Bu durumda, sermaye piyasaları güvenli ve sağlıklı bir şekilde ilerleme göstermektedir (Başoğlu vd., 2009: 509).

Derecelendirmenin sermaye piyasalarına katkıları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Suadiye, 2006: 8):

- Sermaye piyasalarının sağlam bir zemin üzerine inşa edilip, güvenli ve sağlıklı bir şekilde ilerlemesine yardımcı olur.
- Sermaye piyasalarına yabancı yatırımcıların çekilmesine yardımcı olur ve piyasaların uluslararası piyasalarla entegrasyonu sağlanır.
- Farklı ihraççıları ve bunların menkul kıymetlerini ortak bir zemine oturtturarak riskin belirlenmesinde standardizasyon sağlar.
- Sermaye piyasalarında işlem hacminin artmasına dolaylı olarak yardımcı olabilir.

Yukarıda anlatılanlar doğrultusunda; derecelendirilen şirketlerin, ülkelerin sadece kendi pazarlarında değil, aynı zamanda uluslararası pazarlarda da yer edinmelerinde ve bunlarla ilgili bilgilerin yatırımcılara objektif ve doğru olarak iletilmesinde kredi notlarının sermaye piyasaları açısından çok önemli olduğu anlaşılmaktadır (Adalı, 2011: 13).

1.3.4. Derecelendirmenin Ülkeler Açısından Önemi

Ülke kredi notları borçlunun yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığına ilişkin yapılan değerlendirmelerdir. Hükümetler genellikle kredi notunu uluslararası sermaye piyasalarına erişimlerini kolaylaştırmak için tercih etmektedir (Cantor ve Packer, 1996: 38).

Küresel ekonomi içerisinde, fon ihtiyacı bulunan ülkeler ekonomik faaliyetlerini sürdürebilmeleri için ara ara yabancı fonlara gereksinim duyabilmektedir. Bu ülkelerin, uluslararası piyasalardan ihtiyaç duydukları yabancı fonları elde edebilmeleri, büyük derecede kredi kuruluşları tarafından verilen ülke kredi notlarına bağlı olmaktadır. Yüksek kredi notu alan ülkeler, uluslararası piyasalardan çok uygun şartlarda borç alabilirler. Bu yüzden, ülkelerin ihraç ettikleri tahvilin faiz oranı, vadesi, miktarı ülke kredi notlarından çok yüksek derecede etkilenmektedir (Akyurt, 2011: 46-47).

Ülke kredi notlarının yabancı yatırımcıların yatırım yapacakları ülke tercihlerini doğrudan etkilediği düşünülmektedir. Yabancı yatırımcı yatırım kararlarında yatırımın güvenliği, kar edebilirliği ve nakde dönüştürülüp ülkeden çıkarılabilirliği gibi unsurları dikkate almaktadır. Bu hususların ölçülmesinde ülke kredi notlarının öneminin büyük olduğu kabul edilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar ise ülkelerin refah düzeylerinin artmasında ve ülke ekonomilerinin gelişmesinde çok önemli bir rol oynamaktadır. Bu yüzden, hükümetler yabancı yatırımcıların ülkelere gelmesini talep etmektedir. Yabancı yatırımcı bir ülkede yatırım yapmaya karar vermeden önce, o ülkenin ekonomik, hukuki ve politik yapısı ile ilgili bilgi sahibi olmak istemektedir. Yatırımcı, ihtiyaç duyduğu bu bilgileri derecelendirme kuruluşları tarafından verilen ülke kredi notları ile elde edebilmektedir. Bundan dolayı, ülke kredi notlarının doğrudan yabancı yatırım üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu da düşünülmektedir (Erkan ve Demircioğlu, 2011: 209).

Derecelendirmenin ülke ekonomisine katkıları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Şirvan, 2004: 9):

- Ekonomiye güvenilir ve istikrarlı olarak gelişen finansal piyasalar kazandırır.
- Ekonominin yabancı fon gereksiniminin karşılanmasına ve piyasaların uluslararası piyasalarla entegre olmasına yardımcı olur.
- Ekonomideki genel risk seviyesine sınır getirerek finansal faaliyetlerin etkinliğini yükseltir ve büyüme için daha etkin finansman olanağı sunar.

Derecelendirme kısaca, ülke ekonomisinin hemen hemen her alanında iyi ya da kötü etki bırakmaktadır. Bu etki en çok sermaye ihtiyacı duyan, gelişme ve büyüme vizyonundaki ülkelerde görülmektedir (Kedikli, 2015: 11).

1.4. Derecelendirme Kriterleri

Derecelendirme kuruluşları ülke kredi notlarını belirlemeye başlamadan önce birçok yönden ülkeyi analiz etmekte ve değerlendirmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının ülke kredi notunu belirleme yöntemleri büyük oranda benzerlik göstermektedir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 17). Bu kısımda Fitch Ratings ve JCR

derecelendirme kuruluşlarının ülke kredi derecelendirme kriterlerinden bahsedilip S&P'nin ülke kredi derecelendirme kriterleri kapsamlı şekilde anlatılacaktır.

Fitch Ratings, ülke kredi notunu birçok kriteri ele alıp analiz ederek belirlemektedir. Fitch Ratings'in 23 Mart 2018 tarihinde yayınlanan raporunda ülke dört ana kategoride incelenmektedir. Bu kategoriler; ülkenin yapısal özellikleri, makroekonomik performans ve beklentiler, kamu maliyesi ve dış maliyedir. Ülke kredi derecelendirme kriterleri içerisindeki ağırlığı %55 olan yapısal özellikler içerisinde; yönetim kalitesi, ekonominin zenginlik ve esnekliği, politik risk, bankacılık sektörü, kişi başına düşen GSYİH, dünya GSYİH içindeki pay, geniş para kaynağı yer almaktadır. Ülke kredi derecelendirme kriterleri içerisindeki ağırlığı %10,4 olan makroekonomik performans ve beklentiler içerisinde; politika çerçevesi, enflasyon, GSYİH büyümesi ve reel efektif döviz kuru bulunmaktadır. Kamu maliyesinin kriterler içerisindeki ağırlığı da %17,3 olmaktadır. Kamu maliyesi adı altında ülkenin borç durumu, mali dengesi, borç dinamikleri, maliye politikası gibi unsurlar ele alınmaktadır. Dış maliyenin de ülke kredi derecelendirme kriterleri içerisindeki ağırlığı %17,3'tür. Ödemeler dengesi, dış bilanço, dış likidite, cari işlemler dengesi ve rezerv para esnekliği gibi unsurlar da dış maliye dahilinde incelenmektedir (FitchRatings, 2018: 2-6).

JCR kredi derecelendirme şirketi, bir ülkenin borç yükümlülüklerini yerine getirme konusundaki kabiliyetini ve istekliliğini belirlemek için ülkenin mali, ekonomik, sosyal ve politik yapısı, finans sistemi, dış pozisyonu, ekonomi politikaları ve uluslararası ilişkileri olmak üzere yedi kriteri dikkate almaktadır. Hükümetin mali yapısının sağlamlığı, doğrudan borç ödeme kapasitesini etkilediği için son derece önemli olmaktadır. Sağlam bir ekonomik yapı, büyümeyi ve dolayısıyla devlet için vergi ve diğer finansman kaynakların sürdürülebilirliğini sağlamaktadır. Sürdürülebilir ekonomik büyüme büyük ölçüde sosyal ve politik yapının istikrarına bağlı olmaktadır. Finans sistemi, gelecekteki ekonomik büyüme için gerekli sermayeyi sağlayan önemli bir rol üstlenmektedir. Ekonominin artan istikrarı ve sürdürülebilir büyümesi için uygun ekonomi politikalarının yürürlüğe konulması gerekmektedir. Uluslararası ilişkiler, ülkenin ekonomik faaliyetlerinin kendi yollarını sürdürebilecekleri uluslararası bir ortama sahip olup olmadıkları dikkate alınarak değerlendirilmektedir. Bu değerlendirme kriterlerinin birbiriyle örtüştüğü ve birbiriyle

ilişkili olduğu ve bunların ilgili derecelerinin ülke ve zamana göre değişebileceğine dikkat edilmektedir (JCR, 2014: 2).

S&P, 2017 Aralık ayında ülke kredi derecelendirme kriterlerini güncelleştirmiş ve dikkate aldıkları faktörleri nasıl değerlendirdiklerini kapsamlı şekilde açıklamışlardır. Ülke derecelendirmesinde S&P politik skor, ekonomik skor, harici skor, mali skor ve parasal skor olmak üzere beş kriteri değerlendirmektedir (S&P, 2017: 2). Bu kriterler Tablo 1’de gösterilmektedir.

Tablo 1: S&P’ nin Ülke Kredi Derecelendirme Kriterleri

Bir Ülkenin Kredi Notunun Belirlenmesinde Kullanılan Beş Faktör				
Politik Skor	Ekonomik	Harici Skor	Mali Skor	Parasal Skor
Politik ve Ekonomik Profil		Esneklik ve Performans Profili		
Gösterge Niteliğinde Derecelendirme Seviyesi				
↓				
Yabancı Döviz Kuru Üzerinden Derecelendirme				
↓				
Yerel Para Cinsinden Derecelendirme				

Kaynak: S&P, 2017:2

Politik skor, bir devletin kurumlarının ve politikalarının sürdürülebilir kamu finansmanı oluşturarak, dengeli ekonomik büyümeyi teşvik ederek ve ekonomik ya da politik şoklara tepki vererek o ülkenin kredi temellerini nasıl etkilediğine ilişkin görüşü yansıtmaktadır. Ekonomik skor, ülkenin gelir seviyesine, büyüme beklentisine, ekonomik çeşitlilik ve volatilitesine bakışı yansıtmaktadır. Harici skor, bir ülkenin para biriminin uluslararası işlemlerdeki durumunu yansıtmakta aynı zamanda vatandaşlarının varlıklarını ve borçlarını dünyanın geri kalanına göre kıyaslanması durumunu göstermektedir. Mali skor, bir devletin borç yükünü ve bütçe açıklarının sürdürülebilirliği konusundaki görüşü yansıtmaktadır. Mali skorda, mali esneklik, uzun vadeli mali eğilimler, kırılmalıklar, borç yapısı ve fon erişimi, koşullu yükümlülüklerden kaynaklanan potansiyel riskler dikkate alınmaktadır. Bu skorda birçok boyut göz önünde bulundurulduğundan, analiz “mali performans ve esneklik” ve “borç yükü” olmak üzere iki bölüme ayrılmıştır. Parasal skorda da, bir ülkenin enflasyon eğiliminin, finansal sisteminin ve sermayesinin derinliğinin ve çeşitliliğinin

bir fonksiyonu olan para mekanizmalarının reel ekonomiye etkileri ölçülmektedir (S&P, 2017: 3).

S&P ülke kredi notunu belirlemek için bu beş skoru 1'den (en güçlü) 6'ya (en zayıf) kadar rakamlarla değerlendirmektedir. Değerlendirmede nitel ve nicel faktörlerden yararlanılmaktadır. Bunlar neticesinde, ülkenin devlet borçlarına yönelik politik ve ekonomik profili (politik ve ekonomik skorun ortalaması) ile esneklik ve performans profili (harici, mali ve parasal skor ortalaması) oluşmaktadır. S&P bu iki profili oluşturduktan sonra ülkenin gösterge niteliğindeki derecelendirme seviyesini Tablo 2'de gösterildiği gibi belirlemektedir (S&P, 2017: 3-4).

Tablo 2: Gösterge Niteliğinde Derecelendirme Seviyeleri

Politik ve Ekonomik Profil												
Esneklik ve Performans Profili	Kategori	Üstün	Aşırı güçlü	Çok güçlü	Güçlü	Orta derecede güçlü	Orta	Orta derecede zayıf	Zayıf	Çok zayıf	Aşırı zayıf	Yetersiz
Aşırı güçlü	1-1,7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	bb+	bb-
Çok güçlü	1,8-2,2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
Güçlü	2,3-2,7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
Orta derecede güçlü	2,8-3,2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
Orta	3,3-3,7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
Orta derecede zayıf	3,8-4,2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
Zayıf	4,3-4,7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
Çok zayıf	4,8-5,2	bbb	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
Aşırı zayıf	5,3-6	bb+	bb+	Bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	b-	b-

Kaynak: S&P, 2017: 4

Ülkelerin yabancı döviz kuru üzerinden derecelerinin gösterge niteliğindeki derecelendirme seviyelerinin bir basamak altında olması beklenilmektedir. Örneğin bir ülkenin politik ve ekonomik profili “orta derecede güçlü” esneklik ve performans profili “çok güçlü” ise derece notu büyük olasılıkla “AA-“ notunun bir basamak altında olmaktadır. Yerel para cinsinden derecelendirme notu ise yabancı döviz kuru üzerinden derecelendirme notunun iki basamağa kadar yükseltilmesi ile belirlenmektedir (S&P, 2017: 3-4).

S&P 1 Mayıs 2018’de Türkiye’nin yabancı döviz kuru üzerinden kredi derecelendirme notunu “BB-”ye düşürmüştür (<https://www.paraborsa.net>). Tablo 3’e bakarak Türkiye’nin gösterge niteliğindeki derecelendirme seviyesinin de verilen notun bir basamak üstü olan “BB” notunun olduğu tespit edilebilmektedir.

S&P 24 Şubat 2018’de Rusya’nın yabancı döviz kuru üzerinden derecelendirme notunu “BBB” seviyesine yükseltmiştir (www.tgrthaber.com.tr). Rusya’nın da gösterge niteliğindeki derecelendirme seviyesi “BBB+” olmaktadır.

Uluslararası derecelendirme kuruluşları ülke derecelendirme kriterlerinde genellikle ekonomik ve siyasi göstergeleri kullanmaktadır. Ekonomik değerlendirmede; ülke ekonomisinin esnekliği, büyüme potansiyeli ve ekonomik istikrarı, ülkenin borç düzeyi gibi göstergeler bulunmaktadır. Siyasi değerlendirmede ise; ülkenin siyasi istikrarı, ülke liderinin durumu, dış politika gelişmeleri, siyasi gündemdeki riskler ve Merkez Bankası’nın bağımsızlık derecesi gibi faktörler yer almaktadır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 16).

1.5. Derecelendirme Türleri

Derecelendirme işlemi vadesine, para cinsine, derecelendirmeyi yapan kuruma ve derecelendirilen kuruma göre kategoriye ayırmak mümkündür. Derecelendirmenin türleri Tablo3’de özet olarak gösterilmektedir.

Tablo 3: Derecelendirme Türleri

Vadeye Göre	Paranın Cinsine Göre
Kısa Vadeli	Uluslararası Döviz Cinsinden
Uzun Vadeli	Uluslararası Yerel Para Cinsinden
	Ulusal Para Cinsinden
Derecelendirilen Kuruma Göre	Derecelendirmeyi Yapan Kuruma Göre
Ülke Derecelendirme	İçsel Derecelendirme
Kurum Derecelendirme	
Tahvil Derecelendirme	Dışsal Derecelendirme
Proje Derecelendirme	

Kaynak: Akçayır ve Yıldız, 2014: 4

Derecelendirme Tablo 3’de olduğu üzere; vadesine göre, para cinsine göre, derecelendirilen kuruma göre ve derecelendirmeyi yapan kuruma göre tasnif edilebilir. Vadesine göre derecelendirme kısa vadeli derecelendirme ve uzun vadeli derecelendirme olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Para cinsine göre derecelendirme, uluslararası döviz cinsinden derecelendirme, uluslararası yerel para cinsinden derecelendirme ve ulusal para cinsinden derecelendirme olarak üç kategoriye ayrılmaktadır. Derecelendirmeyi yapan kuruma göre derecelendirme tasnif edilecek olursa, bankaların müşterilerin kredibilitelerini kendi içsel kriterlerine göre değerlendirmeye aldığı içsel derecelendirme ve kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı derecelendirme işlemi olan dışsal derecelendirme olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Derecelendirme derecelendirilen kuruma göre ayrıldığında ise, ülke derecelendirme, kurum derecelendirme, tahvil derecelendirme ve proje derecelendirme olmak üzere dört kategoriye ayrılmaktadır (Akçayır ve Yıldız, 2014: 4).

1.5.1. Vadeye Göre Derecelendirme

Vadeye göre derecelendirme, geleceğe yönelik risklerin ve tutumların süresine göre kısa ve uzun vadeli derecelendirme olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İhraççı veya değerlendirilen menkul kıymet hakkında oluşturulan kanaatin uzun veya kısa vadeli olması, verilecek kredi derecelendirme notunun vadeye göre türünü belirlemektedir (Kedikli, 2015: 12).

Kısa vadeli derecelendirme, bir yıldan daha az süreli yükümlülükleri yerine getirebilmek amacıyla para ve sermaye piyasalarından, sermaye ve likidite kaynaklarına ulaşabilmeyi ölçmektedir. Uzun vadeli derecelendirme ise ülke veya şirketlerin kendileri ve buldukları sektörün başarısı, temel ekonomik ve finansal karakteristiklere bağlı olarak, teknolojik durum ve yasal düzenlemeler doğrultusunda derecelendirme kuruluşları tarafından uzun süreli yükümlülüklerin yerine getirilmesini ölçmektedir (Akbulak, 2012: 172). Örneğin, Fitch Ratings tarafından Eximbank’ın güncel kısa vadeli derecelendirme notu “B”, uzun vadeli derecelendirme notu “BB+” olarak belirlenmiştir (www.eximbank.gov.tr).

1.5.2. Paranın Cinsine Göre Derecelendirme

Paranın cinsine göre derecelendirme, uluslararası döviz, uluslararası yerel para, ulusal para cinsinden olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Uluslararası döviz cinsinden derecelendirme; kurumun döviz cinsinden yükümlülüklerini döviz yaratarak ödeyebilme yeteneğinin konvertibilite riski dahil bütün ülke riskleri göz önünde bulundurularak değerlendirilmesi işlemidir (Kedikli, 2015: 12). Uluslararası yerel para cinsinden derecelendirme; kurumun yerel para türünden yükümlülüklerini yerel para yaratarak yerine getirebilme kabiliyetini uluslararası ölçütler dikkate alınarak değerlendirme faaliyetidir. Bu derecelendirmede konvertibilite riski hariç bütün ülke riskleri dikkate alınmaktadır. Ulusal yerel para cinsinden derecelendirme; kurumun yerel para türünden borçlarını yerel para ile ödeyebilme yeteneğinin ulusal ölçütler dikkate alınarak değerlendirme işlemidir. Derecelendirme yapılırken ülke riskleri göz önünde bulundurulmadan yapılmaktadır (Akbulak, 2012: 175). Örneğin, S&P 1 Mayıs 2018’de Türkiye’nin uluslararası döviz cinsinden kredi notunu “BB” den “BB-” ye, ulusal para cinsinden kredi notunu ise “BB+” dan “BB” ye düşürmüştür (<https://www.paraborsa.net>).

1.5.3. Derecelendirmeyi Yapan Kuruluşa Göre Derecelendirme

Dışsal derecelendirme; büyük çaplı şirketlerin sermaye piyasalarından borçlanabilmelerine yardımcı olmak için dışarıdan verilen gösterge niteliğindeki derecelendirme notudur (Yazıcı, 2009: 3). Örneğin Fitch, TEB, QNB Finansbank ve ING Bank'ın kredi notunu BBB- olarak teyit ederken Denizbank'ın kredi notunu BB+ olarak korumuştur (www.businessht.com.tr). Bu derecelendirme işlemi kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yürütülmektedir.

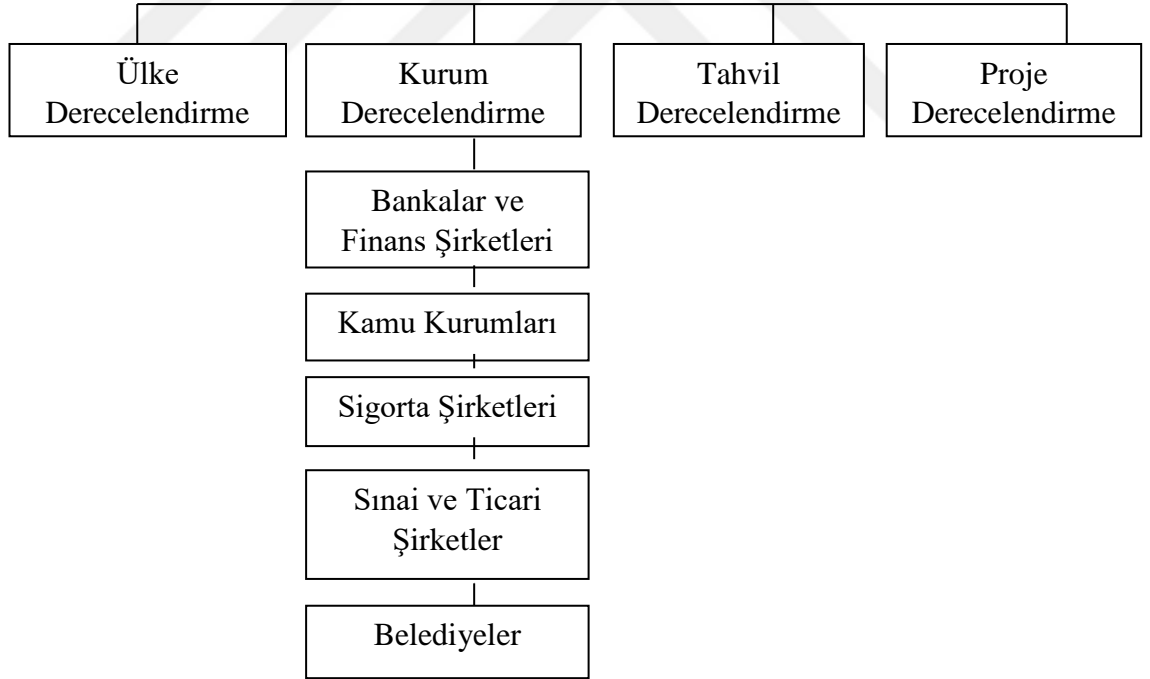
İçsel derecelendirme ise, bankaların kredi almak isteyen müşterilerine bankanın içsel derecelendirme ölçütleri doğrultusunda takdim ettikleri kredi notlarıdır. Bankalar bu işlemi yaparken yararlanmak için müşterilerinden finansal tablolarını, resmi belgelerini, içsel ve dışsal bütün referans kaynaklarını talep etmektedir. Bu sistemin sağlıklı olarak devam edebilmesi, verilere basit ve genel bir şekilde ulaşabilmeye ve aynı zamanda verileri geçmişten bugüne sırasıyla depolamaya, işlenebilir duruma getirebilmeye bağlıdır (Yazıcı, 2009: 3). Sonuç olarak bankalar, kendi derecelendirme yöntemleriyle gerçekleştirdikleri kredi risk ölçümü ile kredi almaya uygun olan müşterilerini belirleme fırsatına kavuşmaktadır (Melek, 2011: 59). Ancak, bankalar kredi müşterilerini Basel II'de yer alan içsel derecelendirme yaklaşıma göre değerlendirebilmektedir. İçsel derecelendirmeye dayalı sistem içerisinde Temel Yaklaşım ve Gelişmiş Yaklaşım olmak üzere iki yaklaşım bulunmaktadır. Temel Yaklaşımda bankalar sadece temerrüt olasılığını hesaplamaktadır. Geriye kalan risk bileşenleri ise ulusal denetim ve gözetim otoritesi tarafından karşılanmaktadır. Gelişmiş Yaklaşımda ise bankalar bütün risk bileşenlerini kendileri hesaplamaktadır (Babuşcu, 2005: 278).

İçsel derecelendirme yaklaşımları bankalara, kendi derecelendirme modellerini kullanma imkanı tanıdığından ve bundan dolayı temerrüt olasılıklarını belirlemeleri mümkün olduğundan, önemli derecede manevra alanı oluşturmakta ve yaklaşımın uygulanmasında özerklik sağlamaktadır. Ancak, resmi otorite bankanın içsel derecelendirme yöntemini gözden geçirmek ve uygulanabilirliğine onay vermek durumunda olduğu için büyük bir sorumluluk üstlenmektedir (Yayla ve Kaya, 2005: 8).

1.5.4. Derecelendirilen Kuruma Göre Derecelendirme

Derecelendirme kuruluşları ilk faaliyete başladıkları zaman, sadece ülke ve kurum derecelendirmesi yapmaktaydı. Ancak piyasanın gelişmesi ve yeni oluşan ihtiyaçlar neticesinde menkul kıymetlerin, yapılandırılmış ürünlerin ve projelerin derecelendirilmesi ile derecelendirmenin kapsamı genişlemiştir (Harmancı, 2013: 4). Bu sayede derecelendirme ile bir ülkeye, kuruma, menkul değere veya projeye yatırım yapıldığı veya borç verildiği takdirde vade bitiminde bu yatırımın veya borcun anapara ve faiziyle birlikte geri alınabilmesiyle ilgili kredibilitesi değerlendirilmektedir (Mukatel, 2006: 7). Sonuç olarak, kuruma göre derecelendirme Şekil 1’de görüldüğü gibi “ülke derecelendirme”, “kurum derecelendirme”, “tahvil derecelendirme” ve “proje derecelendirme” olarak kategorilere ayrılabilir.

Şekil 1: Derecelendirilen Kuruma Göre Derecelendirme



Kaynak: Şirvan, 2004: 5; kendi çalışmamız.

1.5.4.1. Ülke Derecelendirme

Ülkelerin uluslararası piyasalardan fon sağlamaları çoğunlukla ülke kredi notlarına bağlı olmaktadır. Bu yüzden ülke kredi notları, finans kurumları (banka vb. kuruluşlar) tarafından dikkate alınmakta ve uluslararası fon akımlarını doğrudan etkilemektedir. Gelişmekte olan ülkelere yaşanan finansal krizler, uluslararası finans kuruluşlarının söz konusu ülkelere karşı risk tutumlarındaki endişenin yeniden oluşmasına sebebiyet vermiştir. Meksika’da 1994 yılında meydana gelen “Peso Krizi”, 1997 tarihli “Asya Krizi”, Rusya’nın 1998 yılında moratoryum ilan etmesi ve 2001 yılında Arjantin’in dış borçlarında temerrüde düşmesi, ülke kredi riskinin değerlendirilmesi ve ölçülmesi durumunu yeniden gündeme getirmiştir (Akyurt, 2011: 46).

Ülke kredi derecelendirmesi, hükümetin kamu borcunun anapara ve faizlerini zamanında geri ödeme yeteneğinin ve ödeme arzusunun değerlendirilmesi işlemidir. Ülke kredi notları üç açıdan önemlidir. İlk olarak, ülke kredi notları uluslararası finansal piyasada bir ülkenin karşılaştığı faiz oranlarının ve borçlanma maliyetinin önemli bir belirleyicisidir. İkinci olarak, ülke kredi notları şirket ve bankaların kredi notları üzerinde sınırları bir etkiye sahiptir (Afonso vd., 2007: 7). Ülke kredi derecelendirme notları, doğrudan kamu borç durumunu dolaylı olarak da şirketlerin borç durumunu etkilemektedir (Valle ve Marin, 2005: 159). Bütün bu durumlar kredi derecelendirme kuruluşların ne kadar büyük bir güce sahip olduğunun da kanıtıdır (Akçayır, 2013: 15). Son olarak da, bazı kurumsal yatırımcılar yatırımlarında üstlenebilecekleri risk için daha düşük sınırlara sahiptir ve ülke kredi derecelendirme notları aracılığıyla algılanan kredi riskini dikkate alarak tahvil portföyü kompozisyonlarını seçecektir (Afonso vd., 2007: 7).

Bir ülkenin kredi riskinin ölçülmesi ve analizinin yapılması çok zor olmakla birlikte uzmanlığı da gerektiren bir iştir. Bu zorluk genellikle kredi riski ölçümü sırasında onu etki altında bırakan ekonomik, siyasal ve sosyal değişkenlerin analizinin zorluğundan kaynaklanmaktadır. Ülkeler açısından kredi derecelendirme notunun bir defa yapılması yeterli değildir, o notu muhafaza etmek ve daha yukarı taşımak ülke kredibilitesi açısından çok fazla önem arz etmektedir. Böyle bir tutarlılık arayışı içerisinde, derecelendirme kuruluşları kalıcı olduğunu düşünmedikleri negatif ya da

pozitif gelişmeleri ülke kredi notlarına hemen yansıtmasa da kalıcı olarak gördükleri değişiklikleri ülkelerin derecelerine aktarmaktadırlar. Ayrıca bu kuruluşlar, geçmişte notu düşürülmüş bir ülkenin notunun tekrar düzeltilmesi aşamasında daha fazla ihtiyatlı tavır sergilemektedirler (Akyurt, 2011: 46).

1.5.4.2. Kurum Derecelendirme

Finans kurumlarının, kamu kurumlarının, bankaların, sigorta şirketlerinin, belediyelerin ve ticari şirketlerin kapsamlı olarak değerlendirilmesi ile yapılan derecelendirme işlemi “kurum derecelendirmesi” olarak adlandırılmaktadır (Akçayır, 2013: 14). Bahsi geçen kurumların; faaliyet durumu, pazar durumu, ortaklar ve üst yönetim, faaliyette bulunulan yıl sayısı, muhasebe standartları, muhasebe politikaları ve mali yapı unsurları değerlendirilerek kurum derecelendirmesi yapılmaktadır (Akbulak, 2012: 176).

Kurum derecelendirmede amaç, kurumların kredibiliteleri ile ilgili uluslararası sermaye piyasalarına istikrarlı ve karşılaştırılabilir değerlendirmeler sunmaktır. Menkul kıymetin alınıp satılması ya da stoklanması konusunda yatırımcıya mali danışman gibi önerilerde bulunmak değildir (Yıldız, 2014: 73). Kurum derecelendirmeye örnek olarak Moody’s’in 2018 Mart ayında Türkiye’nin not indiriminin ardından yedi şirketin ve iki belediyenin notunu indirmesi verilebilir. Moody’s Anadolu Efes, Coca Cola, Koç Holding, Turkcell ve Ordu Yardımlaşma Kurumunun (OYAK) notlarını yatırım yapılabilir en alt düzey olan Baa3’ten Ba1’e, Doğu Holding ve Toplu Konut İdaresi Başkanlığı’nın (TOKİ) kredi notlarını Ba1’den Ba2’ye indirip Şişecam’ın ve Tüpraş’ın kredi notlarını Ba1 olarak teyit etmiştir. Ayrıca, kurum İstanbul Büyükşehir Belediyesi ve İzmir Büyükşehir Belediyesi’nin kredi notlarını Ba1’den Ba2’ye revize etmiştir (www.dunya.com).

1.5.4.3. Tahvil ve Proje Derecelendirme

Kredi derecelendirme kuruluşları tahvil ve bono gibi menkul kıymet derecelendirmesi de yapmaktadır. Tahvil derecelendirme, her bir mali kurum ve yatırımcı açısından farklı bir öneme sahiptir. Tahvil ihraççıları; tahvil derecelendirmesini faiz oranının tespiti ve tahvilin satılabilirliği açısından ele almaktadır. Yatırımcılar ise; tahvillerin görece piyasa fiyatlarının doğru bir ölçütle sunulması, ihraççının sağlamlığı ve güvenilirliği açısından dikkate alırken, tahvil satıcıları ve aracı kurumlar; ihraççıyı ve yatırımcıyı karşılaştırabilme fırsatı ve tahvilin pazarlanabilirliği açısından dikkate almaktadır. Bankalar ve sigorta şirketleri tahvil derecelendirmesini; portföy risklerinin ölçülebilmesi açısından göz önünde bulundurmaktadır. Tahvilde derecelendirme süreci tahvilin ihracı ile başladığı için yatırımcılar, ihraçla birlikte aynı zamanda tahvilin derecesi hakkında da bilgi sahibi olmaktadır. Yatırımcı bu bilgilerle yatırım kararına yön verebilmektedir (Halıcı, 2005: 47). Örneğin, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu S&P's 2018 Nisan ayında Turkcell'in ayında uluslararası piyasalarda uzun vadeli ve 750 milyon dolara kadar ihraç etmeyi planladığı tahvilleri için "yatırım yapılabilir seviye" olan BBB- notunu vermiştir (www.sabah.com.tr).

Proje derecelendirmede ise, projenin özellikleri neticesinde alınan kredi notu sayesinde projelerin daha uygun fonlanması ve yapılacak yeni projelerin daha rahat hayata geçirilmesi sağlanmaktadır (Kedikli, 2015: 15). Yani, şirketlerin projelerine finansman sağlamak için kredi derecelendirme kuruluşlarından talepte bulunduğu derecelendirme türüdür. Projelerin niteliği, nakit akışı, içsel getiri oranı baz alınarak yapılan derecelendirme sonucunda, yatırımcılar projenin genel niteliği ve geri dönüşümü hakkında bilgi edinmektedir (Demren, 2015: 31). Genellikle, yol, köprü, baraj, enerji santralleri, kanalizasyon ve arıtma tesisi gibi büyük miktarlarda parasal kaynak gerektiren yatırımlar için proje derecelendirme yapılmaktadır (www.turkkredirating.com).

1.6. Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları ve Derecelendirme Notları

Kredi derecelendirme kuruluşları genellikle yabancı piyasalardan kredi talep eden ülkelerin ve şirketlerin anapara ve faiz ödemelerini zamanında ve tam olarak karşılayıp karşılayamadıklarını ortaya çıkartmaktadır. Derecelendirme kuruluşları borçlunun ödeme kapasitesinin olup olmadığını araştırmasının yanı sıra, borcunu ödemeye arzulu olup olmadığını da belirlemektedir. Ancak kredi notunun belirlenmesinde, bir borçlunun borcunu ödememesi veya zamanın da ödememesi durumunda meydana gelebilecek zarar riski değerlendirilmeye alınmakta; faiz oranlarındaki, kurlardaki değişimlerin etkisi ya da borcun zamanından önce ödenmesi ile oluşabilecek zarar riski gibi riskler değerlendirilmeye tabi tutulmamaktadır (Eren, 2010: 114).

Derecelendirme kuruluşları, faaliyete başladığı ülkede ya da ülke dışında derecelendirme işlemlerini yürütmek üzere faaliyette bulunacağı ilgili ülkenin sermaye piyasası kurulu tarafından yetkilendirilen, faaliyet alanına göre yerel ya da uluslararası kuruluşlardır. Örneğin; derecelendirme kuruluşlarının faaliyet kapsamı, tabi oldukları düzenlemeler ve diğer özellikleri ABD’de SEC (Securities and Exchange Commission), Türkiye’de SPK (Sermaye Piyasası Kurulu), diğer ülkelerde de ülkenin kendi sermaye piyasası denetim ve gözetim kurumları tarafından belirlenmektedir (Akçayır ve Yıldız, 2014: 4).

Günümüzde çok fazla kredi derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen, en çok bilinen ve piyasaya hakim olan kuruluşlar Moody’s (ABD), Standard&Poor’s (ABD) ve Fitch (ABD/İngiltere)’dir. Dördüncü uluslararası derecelendirme kuruluşu ise Japonya’da kurulan Japanese Credit Rating (JCR)’dir (<https://www.gzt.com>). Bu derecelendirme kuruluşları hem kendi ülkelerinde hem de uluslararası piyasalarda faaliyet göstermektedir. Bu kuruluşlar gelişmiş sermaye piyasalarında kendi şubelerini açarak diğer piyasalarda da yerel kredi derecelendirme şirketleriyle ortaklık yaparak çalışmalarını sürdürmektedir (Adalı, 2011: 17). Dünya çapında Ekim 2011 tarihi itibari ile ulusal ve uluslararası düzeyde faaliyet gösteren 76 kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bu kuruluşlar Tablo 4’de ülkeleri ile birlikte verilmektedir (www.defaultrisk.com).

Tablo 4: Derecelendirme Kuruluşları ve Ülkeler

Derecelendirme Kurumu Adı	Ülke	Derecelendirme Kurumu Adı	Ülke
Rapid Ratings International, Inc.	Australia/NZ	HR Ratings de Mexico, S.A. de C.V.	Mexico
Islamic International Rating Agency, B.S.C. (IIRA)	Bahrain	CMC International, Ltd.	Nigeria
Slovak Rating Agency, a.s. (SRA)	Balkans	Agusto & Co. Ltd.	Nigeria
Credit Rating Agency of Bangladesh, Ltd. (CRAB)	Bangladesh	Pakistan Credit Rating Agency, Ltd. (PACRA)	Pakistan
Credit Rating Information and Services, Ltd. (CRISL)	Bangladesh	JCR-VIS Credit Rating Co. Ltd.	Pakistan
Emerging Credit Rating, Ltd. (ECRL)	Bangladesh	Class y Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo	Peru
SR Rating Prestatae Services, Ltd.	Brazil	Pacific Credit Rating (PCR)	Peru
Dominion Bond Rating Service (DBRS)	Canada	Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.	Peru
Caribbean Information & Credit Rating Services Ltd. (CariCRIS)	Caribbean	Equilibrium Clasificadora de Riesgo	Peru
Clasificadora de Riesgo Humphreys, Ltda.	Chile	Philippine Rating Services, Corp. (PhilRatings)	Philippines
Feller Rate Clasificadora de Riesgo	Chile	Central European Rating Agency (CERA)	Poland
China Lianhe Credit Rating, Co. Ltd.	China	Companhia Portuguesa de Rating, SA (CPR)	Portugal
Dagong Global Credit Rating Co., Ltd.	China	Interfax Rating Agency (IRA)	Russia
Shanghai Credit Information Services Co., Ltd.	China	Rus Ratings	Russia
Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd.	China	Global Credit Rating Co.	S.Africa
Chengxin International Credit Rating Co., Ltd.	China	Lanka Rating Agency, Ltd. (LRA)	Sri Lanka
BRC Investor Services S.A.	Columbia	Taiwan Ratings, Corp. (TCR)	Taiwan
Duff & Phelps de Colombia, S.A., S.C.V	Columbia	Thai Rating and Information Services Co., Ltd. (TRIS)	Thailand
Sociedad Clasificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. (SCRiesgo)	Costa Rica	Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.ğ.	Turkey
Capital Intelligence, Ltd.	Cyprus	Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.ğ	Turkey
Ecuability, SA	Ecuador	TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.S.	Turkey
Bank Watch Ratings S.A.	Ecuador	JCR Avrasya Derecelendime A.S.	Turkey
Credit Analysis & Research Ltd (CARE)	India	İstanbul International Rating Services, Inc	Turkey
Investment Information and Credit Rating Agency (ICRA)	India	European Rating Agency (ERA)	UK
ONICRA Credit Rating Agency of India, Ltd.	India	"Credit-Rating": A Ukrainian rating agency	Ukraine
SME Rating Agency of India Limited (SMERA)	India	Calificadora de Riesgo, PCA	Uruguay
CRISIL, Ltd.	India	TheStreet.com Ratings, Inc.	US
P.T. PEFINDO Credit Rating Indonesia	Indonesia	Veribanc, Inc.	US
P.T. Kasnic Credit Rating Indonesia – Indonesia	Indonesia	Demotech, Inc.	US
Mikuni & Co., Ltd.	Japan	A.M. Best Company, Inc.	US
Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)	Japan	Egan-Jones Rating Company	US
Rating and Investment Information, Inc. (R&I)	Japan	Kroll Bond Rating Agency, Inc.	US
National Information & Credit Evaluation, Inc. (NICE)	Korea	Moody's Investors Service	US
Korea Ratings Corporation	Korea	Realpoint, LLC	US
Seoul Credit Rating & Information, Inc.	Korea	Standard and Poors (S&P)	US
Korea Investors Service, Inc. (KIS)	Korea	Fitch Ratings, Ltd.	US/UK
Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC)	Malaysia	Ahbor Rating	Uzbekistan
RAM Rating Services Berhad (RAM)	Malaysia		

Kaynak: www.defaultrisk.com (10.05.2018)

Kredi derecelendirme kuruluşları, ülkeleri, kurumları ve menkul kıymetleri analiz edip değerlendirdikten sonra harf, rakam veya ikisinin bileşimi ile derecelendirmektedir. Bu kısımda S&P, Moody's, Fitch ve JCR kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için kullandıkları uzun vadeli derecelendirme notları ve anlamları açıklandıktan sonra bu kuruluşların notları toplu halde verilecektir.

1.6.1. Standard & Poors'un Uzun Vadeli Derecelendirme Notları

Standard and Poor's'un bünyesinde S&P Rating Services, S&P Indices ve S&P Capital IQ olmak üzere üç bağlı şirket bulunmaktadır. Bu şirketler arasından S&P Rating Services şirketler, ülkeler ve finansal ürünler için derecelendirme notu vermektedir. S&P Indices finansal piyasalara yatırım ve karşılaştırmalı değerlendirme endeksleri veren bir şirket iken S&P Capital IQ çok uluslu finansal bilgi sağlayan bir şirkettir (Demren, 2015: 52).

Standard & Poor's derecelendirme notları ile büyümeyi yönlendirmek, şeffaflık sağlamak ve piyasa katılımcılarını eğiterek kararlar alabilmelerine yardımcı olmak amacı ile 150 yılı aşkın bir süredir 28 ülkede yaklaşık 1,500 kredi analisti ile faaliyet göstermektedir. Bu şirketin devlet, kurumsal sektör, yapılandırılmış finans şirketleri ve menkul kıymetler üzerinde 1 milyondan fazla kredi notu bulunmaktadır (www.spratings.com).

Standard & Poors' un tüm dünyada kabul gören uzun vadeli kredi notları ve bu notların ifade ettiği anlam aşağıda açıklanmaktadır (www.standardandpoors.com).

AAA: Finansal taahhütlerini karşılamak için son derece güçlü bir kapasite.

AA: Finansal taahhütlerini yerine getirme konusunda çok güçlü bir kapasite.

A: Finansal taahhütlerini yerine getirme konusunda güçlü bir kapasite ancak, ekonomik değişimlere karşı duyarlıdır.

BBB: Finansal taahhütlerini yerine getirmek için yeterli kapasiteye sahiptir. Bununla birlikte ekonomik koşullardan ya da değişen koşullardan etkilenme olasılığı yüksektir.

BB: Diğer düşük faizli borçlulara göre kısa vadede daha savunmasız olması ile birlikte ekonomik ve mali konularda belirsizlik taşır.

B: BB olarak derecelendirilenlerden daha savunmasız ancak finansal yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesine sahiptir.

CCC: Finansal taahhütlerini yerine getirmesi olumlu mali ve ekonomik koşullara bağlıdır.

CC: Finansal taahhütlerini karşılama kapasitesi oldukça zayıftır.

C: Finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesi yüksek derecede zayıftır.

D: Taahhütlerin yerine getirilememesi.

S&P' nin kredi notlarının anlamları yukarıda bahsedildiği üzere “BBB” ve onun üzerindeki notlar “yatırım yapılabilir” seviye, “BB” ve onun altındaki notlar ise “spekülatif seviye” olmaktadır. Temerrüt durumunda olan ülkelere ise “D” notu olarak ifade edilen not verilmektedir (Haspolat, 2015: 18). “AA” ve “CCC” arasındaki derecelendirmeler, ana not kategorilerinde görelî duruşunu göstermek için artı (+) veya eksi (-) işareti eklenerek değiştirilebilir (www.standardandpoors.com). Notlarda kısa vadede oluşabilecek değişim tahminleri de notun görünümü olarak ifade edilerek harf notlarının yanına parantez içerisinde yazılmaktadır. Notun görünümü “pozitif” olarak açıklanır ise notun kısa vadede artış gösterebileceği, “negatif” olarak açıklanmış ise kısa vadede azalış gösterebileceği ya da not “durağan” olarak açıklanmış ise kredi notunda kısa zamanda olası bir değişimin olmayacağı ifade edilmektedir (Ulusoy ve Yılmaz, 2017: 66).

1.6.2. Moody's Yatırımcı Hizmeti'nin Uzun Vadeli Derecelendirme Notları

Moody's firması bünyesinde Moody's Investor Services (MIS) ve Moody's Analytics (MA) olmak üzere iki şirket bulundurmaktadır. Moody's Investor Services genellikle ürün, şirket ve ülke özelinde şirket, ülke, şirket tahvilleri, yapılandırılmış

finansman ve kredi puanlaması yapmakta iken Moody's Analytics kredi analizleri ve araştırmaları yapmaktadır (Demren, 2015: 51).

Moody's geniş kapsamlı bir borçlanma senedi için derecelendirme, araştırma ve risk analizi sağlayan ve piyasada lider konumunda olan bir şirkettir. Moody's derecelendirmeleri ve analizleri 135'den fazla devleti, yaklaşık 11,000 ihraççı şirketi, 21,000 kamu finansmanı ihraççısı ve 72,000 yapılandırılmış finansal tahvili kapsamaktadır. 2016 yılında 3,6 milyar dolar gelir sağladığını bildiren Moody's Investor Service, dünya genelinde yaklaşık 11,700 kişiye istihdam sağlamakta ve 41 ülkede varlığını sürdürmektedir (www.moodys.com).

Moody's'in uzun vadeli kredi notları "Aaa" ile "Baa" arası yatırım yapılabilir seviye olarak kabul edilirken "Ba" ve altındaki notlar spekülâtif seviye olarak kabul edilmektedir. Moody's' in uzun vadeli kredi notları ve anlamları aşağıda açıklanmaktadır (www.moodys.com);

Aaa: En yüksek kalite ile en az riski gösterir.

Aa: Çok düşük kredi riski ile yüksek kaliteye sahiptir.

A: Üst orta derece olarak kabul edilip düşük kredi riski altındadır.

Baa: Orta düzeyde kredi riski altındadır. Orta sınıf olarak kabul edilip spekülâtif özellikler taşır.

Ba: Önemli derecede kredi riski altında ve spekülâtif özelliklere sahiptir.

B: Spekülâtif özellik taşır ve yüksek kredi riski altındadır.

Caa: Yükümlülüklerin yerine getirilmesi zayıftır. Çok yüksek kredi riski bulunmaktadır.

Ca: Yüksek derecede spekülâtif ve temerrüt olasılığı bulunmaktadır.

C: En düşük dereceyi ve en yüksek riski göstermektedir.

Moody's' in ülkelere verdiği kredi notları S&P kredi notları ile büyük ölçüde benzerlik göstermektedir (Haspolat, 2015: 21). Ancak Moody's, "Aa" ile "Caa"

arasındaki not kategorilerine 1, 2, 3 rakamlarını vererek kendi içinde sınıflandırma yapmaktadır (www.moodys.com).

1.6.3. Fitch Rating' in Uzun Vadeli Derecelendirme Notları

Fitch Amerika Birleşik Devletleri'nde kabul gören ilk Avrupa kökenli derecelendirme şirkettir (Vergili, 2016: 23). Fitch Group bünyesinde iki şirket bulunmaktadır. İlki Fitch Rating olan şirket kredi derecelendirmesi yapmakta ve aynı zamanda kredi görüşlerini, araştırmalarını ve verilerini elde ederek, şirketler, ülkeler ve ürünler için kredi notu vermektedir. Bünyesinde bulunan bir diğer şirket Fitch Solution ise kredi piyasası verileri, analitik araçlar ve risk hizmetleri konusunda finansal geliştirme hizmetleri vermektedir (Demren, 2015: 53).

Üçüncü büyük derecelendirme kuruluşu olan Fitch Rating, kredi derecelendirme, yorum ve araştırma alanlarında lider bir kuruluştur. Bağımsız ve ileriye dönük kredi görüşleri ile derecelendirmenin ötesinde bir değer vermeye adanmış olan Fitch Ratings, güçlü yerel piyasa deneyimi ve kredi piyasa uzmanlığı aracılığı ile küresel bakış açıları sunmaktadır. Diğer kuruluşlara benzer şekilde Fitch Ratings, şirketler, finansal kuruluşlar, sigorta şirketleri ve devlet tarafından sunulan çok çeşitli borç menkul kıymetleri kapsamaktadır. Fitch' nin uzun vadeli kredi notları ve anlamları aşağıda açıklanmaktadır (www.fitchrating.com).

AAA: En yüksek kredi kalitesi. En düşük risk beklentisini ve taahhütlerin yerine getirilmesinde olağanüstü güçlü kapasiteyi temsil eder. Bu kapasitenin öngörülebilir olaylardan olumsuz etkilenme olasılığı bulunmamaktadır.

AA: Çok yüksek kredi kalitesi. Risk beklentisinin çok düşük olduğu ve taahhütlerin yerine getirilmesinde çok güçlü kapasiteyi ifade eder. Bu kapasite, öngörülebilir olaylara karşı önemli derecede dayanıklıdır.

A: Yüksek kredi kalitesi. Düşük risk beklentisini ve taahhütleri yerine getirme konusunda güçlü kapasiteyi ifade eder. Bununla birlikte, bu kapasite, diğer yüksek derecelerle kıyaslandığında olumsuz iş veya ekonomik koşullardan daha çok etkilenmektedir.

BBB: İyi kredi kalitesi. Risk beklentilerinin düşük olduğu ve taahhütleri gerçekleştirme kapasitesinin yeterli olduğu derecedir. Ancak olumsuz iş veya ekonomik koşullardan etkilenme olasılığı bulunmaktadır.

BB: Spekülatif. İş ortamında veya ekonomik koşullarda meydana gelen olumsuz değişimlere karşı çok duyarlı olduğunu gösterir.

B: Yüksek derecede spekülatif. Mevcut risk bulunmaktadır. Taahhütlerin yerine getirildiğini ancak iş dünyasında veya ekonomik koşullarda meydana gelen olumsuz değişimlere karşı çok duyarlı olduğunu ifade eder.

CCC: Önemli kredi riski. Taahhütleri yerine getirememe olasılığı bulunmaktadır.

CC: Çok yüksek kredi riski seviyesi. Taahhütlerin yerine getirilmeme olasılığı belirginleşmiştir.

C: Taahhütlerin gerçekleşmemesinin kaçınılmaz olduğu durumdur. Ödeme kapasitesinin geri dönülmez şekilde bozulduğunu göstermektedir.

D: İflas seviyesidir ve taahhütler yerine getirilemez.

1.6.4. Japanese Credit Rating'nin Uzun Vadeli Derecelendirme Notları

Dünya ekonomisi üzerinde önemli derecede etkisi olan Japonya'da, piyasaların geliştirilmesi ve S&P, Moody's, Fitch derecelendirme şirketlerine olan bağımlılığın azaltılması için JCR derecelendirme şirketi kurulmuştur (Demren, 2015: 55). JCR Japonya'nın önde gelen kurumsal yatırımcı grupları tarafından Tokyo'da kurulmuş ve SEC tarafından tanınan dördüncü ulusları derecelendirme şirkettir. JCR'ın 109 ortağı arasında Japonya'nın önemli sigorta şirketleri ve yatırım bankaları ile Norinchukin Bank ve Bank of Tokyo Mitsubishi gibi kuruluşlar bulunmaktadır (www.jcrer.com.tr).

JCR derecelendirme şirketinin amacı ülkelerin, bankaların, finans ve sigorta şirketlerinin risklilik düzeyini belirlediği kriterler doğrultusunda ortaya çıkarmaktır (Hasbi, 2012: 46). JCR orta ve uzun vadeli tahviller ve finansman bonusu gibi

finansal ürünlerin de içerisinde bulunduğu geniş kapsamlı bir derecelendirme yapmaktadır (www.jcrer.com.tr).

JCR'nin uzun vadeli derecelendirme notları S&P derecelendirme notlarına çok fazla benzerlik göstermektedir. JCR uzun vadeli derecelendirme notları olan "AAA" ve "BBB" yatırım yapılabilir seviyeyi "BB" ve "C" spekülâtif seviyeyi göstermektedir. "D" notu ise default yani yatırım yapılamaz anlamına gelmektedir. Bunlara ek olarak "AA" ve "BB" kategorileri arasında kalan notların yanına (+) ve (-) işareti konarak ülkenin gelecekteki notunun ne yönde olabileceği gösterilmektedir (JCR, 2014: 2).

1.6.5. Derecelendirme Kuruluşlarının Not Sistemi

Derecelendirme notlarında belirli gruplar bulunmakta ve bu gruplar sayı, alfabe veya bu ikisinin bileşimlerinden meydana gelen sembollerle gösterilmektedir. Buna göre, anapara ve faiz ödemelerinde AAA ve AA notları "çok güçlü" bir kapasiteyi göstermekte olup verilebilecek en yüksek notu ifade etmektedir. Negatif ekonomik değişimlere karşı tedbirli davranılmasını gösteren "orta" dereceli notlar A ve BBB, ülkelerin "spekülâtif" davranışlara açık olduğunu ve borçlarını karşılama gücünün zayıf olduğunu gösteren notlar BB ve B'dir. CCC, CC, C ve D notları ise, ülkelerin "çok yüksek risk" teşkil ettiğini, ödeme durumunun tamamen zayıf olduğunu, borçların kesinlikle karşılanamayacağını belirtmektedir. Ayrıca bu durumda verilebilecek en kötü not olmaktadır (Akbulak, 2012: 173).

Derecelendirme kuruluşları notlarda kısa vadede oluşabilecek değişim tahminlerini de notun görünümü olarak ifade ederek harf notlarının yanına parantez içerisinde yazmaktadır. Notun görünümü "pozitif" olarak açıklanır ise notun kısa vadede artış gösterebileceğini, "negatif" olarak açıklanmış ise kısa vadede azalış gösterebileceğini ya da not "durağan" olarak açıklanmış ise kredi notunda kısa zamanda olası bir değişimin olmayacağını ifade etmektedir (Ulusoy ve Yılmaz, 2017: 66).

S&P, Fitch, JCR ve Moody's derecelendirme kuruluşlarının ülke kredi notları toplu olarak Tablo 5'te gösterilmektedir.

Tablo 5: Derecelendirme Kuruluşlarının Kullandığı Not Sistemi

S&P's	Fitch	JCR	Moody's	Not'un açıklanması	
AAA	AAA	AAA	Aaa	En yüksek derece	Yatırım Yapılabilir Seviye
AA+	AA+	AA+	Aa1		
AA	AA	AA	Aa2	Çok yüksek derece	
AA-	AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A+	A1		
A	A	A	A2	Yüksek derece	
A-	A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	BBB+	Baa1		
BBB	BBB	BBB	Baa2	Orta derece	
BBB-	BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	BB+	Ba1		Yatırım Yapılamaz Seviye
BB	BB	BB	Ba2	Spekülatif	
BB-	BB-	BB-	Ba3		
B+	B+	B+	B1		
B	B	B	B2	Yüksek derecede spekülatif	
B-	B-	B-	B3		
CCC+	CCC+	CCC+	Caa1		
CCC	CCC	CCC	Caa2	Önemli derecede spekülatif	
CCC-	CCC-	CCC-	Caa3		
CC	CC	CC	Ca	Şiddetli spekülatif	
C	C	C	C	Aşırı spekülatif	
D	D	D		Yükümlülüğünü yerine getiremez	İflas Seviyesi

S&P, Moody's, Fitch ve JCR kuruluşlarının değerlendirme yaparken göz önünde bulundurdıkları ölçütler ve notları duyurma yöntemleri birbirine çok fazla benzerlik göstermektedir. Bu kuruluşların kullandıkları not sistemine bakıldığında derecelendirme notuyla ülkeleri “yatırım seviyesi”, spekülatif seviye” ve iflas seviyesi” olmak üzere üç gruba ayırdığı görülmektedir. S&P, Fitch ve JCR'nin harf sistemi büyük oranda benzer olmakla birlikte Moodys'in kullandığı harf sistemi onlara göre daha farklı olmaktadır (Ovalı, 2014: 56).

1.7. Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Yapılan Eleştiriler

Derecelendirme kuruluşlarının kamuyu riskler hakkında aydınlatması, yatırımcının yatırım yapmasına yardımcı olması ve güven olgusunun finans piyasalarında hakim olmasını sağlaması, finans piyasaları için onları vazgeçilmez

kılmıştır (Suadiye, 2006: 2). Ancak, ABD’de yüksek derecelendirme notuna rağmen iflas eden büyük şirketler bulunmaktadır (Adalı, 2011: 47). Enron, Parmalat, WorldCom gibi büyük şirket skandalları ile Latin Amerika borç krizi ve 2001 Arjantin çöküşü derecelendirme kuruluşlarına olan güveni azaltmıştır (Katz, Munoz and Stephanou, 2009: 4). Dolayısıyla bu kuruluşların erken uyarı mekanizmaları fonksiyonunun sektöre uğraması ve ülke not değişikliğinin piyasa endekslerini geriden izlemesi kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik eleştirileri artırmıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 9).

Kredi derecelendirme kuruluşları ve derecelendirme sektörü birçok yönden eleştirilmiştir. Öztürk ve Gür çalışmasında kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik eleştiriler yedi başlık altında birleştirilmiştir. Bu eleştiriler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Öztürk ve Gür, 2011: 75):

- Erken uyarı mekanizmaları işlevinin aksaması
- Derece düşüşleri sonrasında piyasaların çok daha kötüye gitmesi
- Büyük derece indirimleri
- Metodolojilerin şeffaf olmaması
- Finansal düzenlemelerde kredi notlarına aşırı bağımlılık
- Kredi risklilik durumunu belirtmede notların yeterli olmaması
- İhraççıların derecelendirme kuruluşlarına ücret ödemesi

Erken uyarı mekanizmaları işlevinin aksaması; ülkelerin, yatırımcıların ve firmaların temel beklentisi derecelendirme kuruluşlarının geleceğe yönelik doğru bilgiler vermesi yönündedir. Derecelendirme kuruluşları bir ülkenin notunu belirlerken ülkenin geçmiş ekonomik göstergelerini göz önünde bulundurup bunları gelecekte tahmin edilen performanslarıyla birleştirerek karar verdiklerini belirtmektedirler. Dolayısıyla, kredi derecelendirme kuruluşlarının erken uyarı mekanizmasında meydana gelen bir aksamanın ülke tahminlerini saptıracağı ve verilen notun güvenilirliği hakkında eleştiri alacağı söylenebilir (Demir, 2014: 65).

Piyasaların, not düşüşleri olduktan sonra çok daha kötüye gitmesi; kredi notlarının indirimleri sonrasında ülkelerin finansman olanaklarının daha da zorlaştığı ve kırılganlıklarının attığı gözlemlenmektedir. Asya krizi sürecinde ülke notlarının düşmesi ile birlikte büyük miktarda sermaye çıkışları başlamış ve bu durum ülkede

panik ortamı yaratmıştır. Burada asıl eleştiri notların indirilmesinden ziyade notların farklı göstergeler göz önünde bulundurularak krizden önce düşürülmemesinden dolayı yapılmaktadır (Kaymaz, 2012: 37).

Büyük not düşüşleri; derecelendirme kuruluşlarının bir kerede ülke notlarını birden fazla derece düşürmesi, bu kuruluşlara yönelik yapılan önemli eleştirilerden biri olmaktadır. Ülke göstergelerinde kayda değer değişimler olmadan notlarda büyük düşüşlerin olması, derecelendirme kuruluşlarının ülkelerle ilgili sağlam bir ölçüm yapamadıkları ve bu verilen notların güvenilir olmadığı yönündeki eleştirileri gündeme getirmektedir (Öztürk ve Gür, 2011: 77).

Metodolojilerin şeffaf olmaması; derecelendirme kuruluşları bir ülkeyi veya kurumu değerlerken bazı yöntem ve analizlerden yararlanmaktadır. Bunun neticesinde elde edilen veriler, bilgi üzerinden kazanç sağlanan bir sektör olması dolayısıyla ilan edilmemektedir. Ancak bu durum da derecelendirme kuruluşlarının gizemli bir hale dönüşmesine yol açmaktadır. Derecelendirme işlemi sırasında değişken olarak nelerin kullanıldığı ve onların ne derece etkili olduğunun ticari sır sebebiyle açıklanmaması, hem değerlendirilen kuruluşlar hem de yatırımcılar tarafından eleştirilmektedir (Haspolat, 2015: 24).

Kredi risklilik durumunu göstermede notların yeterli olmaması; kredi notlarının kredi riskini göstermede yetersiz kaldığı görüşü üzerine kredi temerrüt primleri (CDS), tahvil getirileri ve hisse fiyatları gibi finansal göstergelerin de varlıkların kredi riskini belirleyebileceği öne sürülmektedir. Kredi notları yerine bu göstergeler kullanılarak en yüksek ve en düşük getiri veya fiyat seviyelerine göre risk aralıkları belirlenebilmektedir (Harmancı, 2013: 37).

İhraççıların kredi derecelendirme kuruluşlarına ücret ödemesi; kredi derecelendirme kuruluşları daha önce kredi değerliliğini tespit etme görevlerini ücret talep etmeden yapmakta ve not satışı ile gelirlerini finanse etmekteydiler. Yalnız ilerleyen zamanlarda hizmet çeşitliliğine gittikleri için hizmetleri karşılığında ücret almaya başlamışlardır. Bu durum “daha fazla ücret daha yüksek not” algısının oluşmasına sebep olmuştur. Her ne kadar derecelendirme kuruluşları bu durumun kendileri için uzun vadede büyük bir saygınlık kaybına neden olacağını şuurunda

olduklarını ve bu doğrultuda bir eğilimlerinin olmadığını ifade etseler de, piyasalarda bu konu hakkında endişeler giderilmemiştir (Öztürk ve Gür, 2011: 80).



İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI İLE FİNANSAL PİYASALAR ARASINDAKİ İLİŞKİ

Kredi riski hemen hemen tüm finansal faaliyetlerde yer almaktadır. Dolayısıyla, kredi riski kredi temerrüt takas (CDS) primlerini ve tahvil, hisse senedi gibi varlıkların piyasa fiyatlarını etkilemektedir. Bu piyasalar farklı yapıda oldukları için kredi riskinde meydana gelen değişimlere farklı derecede tepki vermektedir (Forte ve Lovreta, 2008: 1). Kredi derecelendirme notlarındaki değişimlerin piyasalara etkisini araştıran çalışmaların geçmişi 1990'lara uzanmaktadır (Pirgaip, 2017: 353). Araştırmalar başlangıçta tahvil ve hisse senedi piyasalarına odaklanmaktadır. Ancak, CDS piyasasında kayda değer gelişme ve büyüme görülmesi araştırmaların 2000'li yıllarda CDS piyasasına kaymasına neden olmaktadır (Yılmaz, 2014: 36). Kronolojik literatür akışına paralel olarak, kredi derecelendirme duyurularının piyasalar üzerindeki etkisi ile ilgili çalışmalar, hisse senedi piyasasına, tahvil piyasasına ve CDS piyasasına etkisi olarak üç bölümde sunulmuştur.

2.1. Kredi Derecelendirme Notları ile Hisse Senedi Piyasası Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Kredi notlarındaki değişimlerin hisse senedi fiyatlarına etkisi ile ilgili geniş kapsamlı araştırmalar yapılmaktadır (Yılmaz, 2014: 40). Yapılan çalışmalar incelendiğinde genellikle kredi derecelendirme not artışlarının hisse senedi getirileri üzerinde pozitif yönde etkili olduğu, kredi derecelendirme not indirimlerinin ise hisse senedi getirileri üzerinde negatif yönde etkili olduğu anlaşılmıştır. Hisse senedi piyasası üzerine etkiyi ele alan literatürdeki ulusal ve uluslararası çalışmalar aşağıda özetlenmiştir:

Kaminsky ve Schmukler (2002), çalışmasında ülke derecelendirme notu ve görünüm değişikliklerinin, gelişmekte olan finansal piyasaların istikrarsızlığına neden

olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışma, gelişmekte olan 16 ülkenin Ocak 1990 ve Haziran 2000 yılları arasındaki piyasa verilerini kapsamaktadır. Kredi derecelendirme ve görünüm değişikliklerinin finansal piyasalar üzerindeki etkisi, ülke kredi notu, devlet tahvil getirisi, hisse senedi fiyatı ve ABD faiz oranı değişkenleri kullanılarak panel veri analizi ve olay analizi yöntemleri ile tespit edilmiştir. Panel regresyon, finansal piyasaların derecelendirme notu ve görünüm değişikliklerine anında tepki vermesine odaklanırken; olay analizi, finansal piyasaların bu değişimlerin zaman boyunca dinamik tepkisini incelemektedir. Çalışmanın sonucunda görünüm değişikliklerinin derece değişiklikleri kadar etkili olduğu, derece ve görünüm değişikliklerinin ülkenin hisse senedi ve tahvil piyasalarını doğrudan etkilediği ve ülkeler arasında özellikle komşu ülkeler arasında da etkili olduğu tespit edilmiştir. Dahası, düşük derecelendirilen ülkelerdeki finansal piyasaların uluslararası piyasalardaki dalgalanmalardan daha fazla etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Brooks, Faff, Hillier ve Hillier (2004), çalışmasında ülke kredi not değişikliklerinin hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi olay analizi ve panel veri analizi yöntemleriyle incelenmiştir. Ocak 1973 - Temmuz 2001 döneminde S&P, Fitch, Moody's ve Thomson şirketlerinin yaptığı ülke kredi not değişimleri analizde veri olarak kullanılmıştır. Çalışmada not indirimlerinin hisse senedi piyasası üzerinde negatif etki bıraktığı ve not artırımlarının anormal getiri sağlamadığı tespit edilmiştir.

Hooper, Hume ve Kim (2008), çalışmasında 1995-2003 yılları arasında dünyanın farklı bölgelerinde, farklı gelir seviyesine sahip gelişmiş ve gelişmekte olan 42 ülkenin derecelendirme değişikliklerinin uluslararası finansal piyasalardaki etkisi panel regresyon yöntemi ile incelenmiştir. Analizde S&P, Moody's ve Fitch' nin verdiği ülke kredi notları kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, kredi derecelendirme kuruluşlarının döviz ve hisse senedi piyasalarına yeni bilgi sağladığı, derece artışının ABD doları cinsinden hisse senedi piyasa getirilerini önemli derecede artırdığı ve oynaklığı azalttığı tespit edilmiştir. Bunlara ek olarak, piyasada oluşan tepkilerin genelde not indirimlerin, döviz borcunun, artan piyasa borcunun ve krizin yaşandığı zamanlarda daha belirgin olduğu anlaşılmıştır.

Öztürk (2008), çalışmasında 1995 – 2007 tarihleri arasında ülke kredi not ve görünüm değişikliklerinin ISE-100 endeksi, dolar/euro kuru ve kur oynaklığı üzerine etkisi olay analizi yöntemi ile incelenmiştir. Moody's ve Fitch-IBCA şirketlerinin Türkiye'ye verdiği 9 kredi not düşüşü, 14 not artışı ve 13 görünüm olmak üzere toplam 36 duyuru analize dahil edilmiştir. Notlar şirketlerin resmi sayfalarından, ISE-100 Endeks ve Dolar/Euro Kurları T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden elde edilmiştir. Olay analizi sonucunda not indirimlerinin hisse senedi getirilerini ve onun oynaklığını olumsuz etkilediği, döviz kurlarında değer kaybına neden olduğu ve oynaklığı artırdığı tespit edilmiştir.

Li, Jeon, Cho ve Chiang (2008), çalışmasında Ocak 1990 ile Mart 2003 yılları arasında 1997 Asya krizinden en fazla etkilenen ülkeler Tayland, Malezya, Endonezya, Filipinler ve Kore'nin döviz cinsi kredi notlarındaki değişikliklerin hem kendi hisse senedi getirileri hem de diğer ülkenin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Analizde, S&P ülke kredi notları ile hisse senetlerinin günlük kapanış verileri arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla panel regresyon yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda bir ülkenin hisse getirileri üzerinde hem kendi ülke kredi notlarının hem de yabancı ülke kredi notlarının etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Kriz döneminde komşu ülkelerin kredi notlarındaki düşüşün hisse senedi getirilerini önemli ölçüde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Kabadayı (2013), çalışmasında Türkiye'nin hisse senedi piyasası üzerine S&P, Moody's ve Fitch derecelendirme şirketlerinin verdiği ülke kredi notlarının etkisi araştırılmıştır. 1995 ile 2011 yılları arasında derecelendirme notlarındaki değişikliklerin, hisse senedi piyasa göstergesi olan BİST100 endeksi üzerindeki etkisi zaman serisi analizi yöntemiyle incelenmiştir. Kontrol değişkenler olarak kişi başına düşen GSYİH büyüme oranı ve reel faiz oranı kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda ülke kredi derecelerinin hisse senedi piyasası üzerinde çok fazla etkili olduğu gözlenmiş ve ülke not indirimlerine hisse senedi piyasasının negatif, ülke not artırımına ise pozitif tepki verdiği tespit edilmiştir. Buna ek olarak, kişi başına düşen GSYİH ve reel faiz oranlarının da ülke kredi notları aracılığıyla hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Analiz sonucunda ise; kişi başına düşen

GSYİH' nın Türkiye'nin hisse senedi piyasasını pozitif etkilediği, reel faiz oranlarının negatif etkilediği tespit edilmiştir.

Rosenius ve Sharafuddin (2013), çalışmasında ulusal GSYİH içindeki borç oranı (Borç/GSYİH) % 80'den fazla olan 11 Avrupa ülkesine 2008 – 2013 yılları arasında Moody's tarafından verilen kredi derecelendirme notlarının hisse senedi piyasası üzerinde etkisi olup olmadığı incelenmiştir. Bu amaç doğrultusunda olay analizi yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada, pozitif duyuruların kısa dönemde pozitif etkisinin olduğu, uzun dönemde etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Negatif duyuruların ise 2008 krizine göre hisse senedi getirileri üzerinde önemli ölçüde daha büyük etkisinin olduğu ve bu etkinin kriz sonrasında da devam ettiği tespit edilmiştir.

Correa, Lee, Sapriza ve Suarez (2014), çalışmasında ülke kredi not değişikliklerinin bankacılık sektörü hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Ocak 1995 ile Mayıs 2011 yılları arasında gelişmiş ve gelişmekte olan 37 ülkenin kredi notları ile bankacılık sektörü hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi test etmek için olay analizi yöntemi kullanılmıştır. Sonuçta, muhtemel devlet desteği aldığı düşünülen bankaların hisse senedi getirileri üzerinde ülke kredi not değişikliklerinin güçlü bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, banka hisse senedi fiyatlarının ülke notu düşürüldükten sonra düştüğü, ülke notu yükseltilmesine karşı ise hisse senedi fiyatlarında artışın sınırlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Fatnassi, Ftiti ve Hasnaoui (2014), çalışmasında 1 Haziran 2008 ile 7 Haziran 2012 tarihleri arasında 4 Avrupa ülkesinin hisse senedi getirilerinin, Fitch, Moody's ve S&P şirketleri tarafından verilen ülke kredi not değişimlerine tepkisi panel regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Seçilen dönemde 2008 krizinden sonra en fazla ülke notu değişen Avrupa ülkelerinden Yunanistan, İspanya, Portekiz ve İtalya örneklem olarak analize dâhil edilmiştir. Çalışmada, ülke not indirimlerinin ve artırımlarının hem kendi hisse senedi getirileri hem de diğer ülkelerin hisse senedi getirileri üzerinde etkili olduğu; başka ülkelerin not indirimlerine karşı piyasa tepkisinin, ülke borç krizlerinin yaşandığı dönemlerde daha güçlü olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Wu ve Treepongkaruna (2014), çalışmasında ülke kredi notlarının finansal kriz zamanlarında gerçekleşen hisse senedi ve döviz piyasası oynaklığı üzerindeki etkisi panel regresyon yöntemi ile incelenmiştir. Çalışma Asya Pasifik bölgesinde yer alan 5 ülkenin 1997-2001 yılları arasında S&P tarafından verilen ülke kredi notlarını kapsamaktadır. Sonuçta, hisse senedi ve döviz piyasalarının ülke kredi notlarına heterojen bir şekilde tepki verdiği, değişen ülke kredi notlarına karşı hisse senedi piyasasının döviz piyasasından daha duyarlı olduğu tespit edilmiştir.

Şensoy, Eraslan ve Ertürk (2016), çalışmasında gelişmekte olan 11 Avrupa ülkesinin kredi derecelendirme duyurularının hisse senedi getirileri arasındaki korelasyon üzerinde önemli bir etkiye sahip olup olmadığı incelenmiştir. Çalışmada Ocak 2000 ile Mayıs 2015 yılları arasındaki veriler yer almaktadır. Avrupa ülkelerine S&P, Moody's ve Fitch tarafından verilen ülke kredi notlarının ülkelerin günlük hisse senedi getirileri arasındaki korelasyona etkisini tespit etmek için ARCH modeli kullanılmıştır. Sonuçta, ülke kredi notlarının çift yönlü korelasyon üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiş ve sınırlı sayıdaki durumlarda Moody's kredi notlarının diğer şirketlerin kredi notlarından daha etkili olduğu anlaşılmıştır. Bunlara ek olarak, bir ülkede derecelendirme değişiminden dolayı meydana gelen şokların genellikle yayılmadığı tespit edilmiştir. Bu durumun muhtemel bir nedeninin Avrupa'daki yatırımcıların ülke notuyla ilgili olayları, bölgesel bir etki kaynağı olarak değil, ülkeye özgü bir haber olarak görmeleri olduğu açıklanmıştır.

Kang ve Min (2016), çalışmasında ülke kredi notlarının hisse senedi, CDS primi ve büyüme oranları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma Doğu Asya'da yer alan yedi ülkenin 2000 ile 2013 yılları arasındaki çeyrek verilerini kapsamaktadır. Ülke kredi notlarının CDS primi, hisse senedi ve büyüme oranları üzerindeki etkisini tespit etmek için analizde Panel VAR modeli kullanılmıştır. Analiz sonucunda, kredi notlarındaki artış ve pozitif görünümün kredi notlarındaki azalış ve negatif görünümünden daha güçlü bir etkiye sahip olduğu hatta pozitif görünüm ve derece etkisinin 2008 krizinden sonra arttığı tespit edilmiştir.

Pirgaip (2017), çalışmasında 1993 ve 2016 yılları arasında S&P, Moody's ve Fitch tarafından Türkiye'ye verilen ülke kredi notlarındaki olumlu ve olumsuz değişimlerin BİST Hisse Senedi Piyasası'ndaki etkileri olay analizi yöntemiyle incelenmiştir. Analiz sonucunda, BIST100 endeksi anormal getirilerinin olumlu ve olumsuz kredi derecelendirme değişikliklerine önceden beklentilere uygun tepkiler vermeye başladığı, değişiklik tarihinde bu tepkilerin daha belirgin olduğu sonraki zamanlarda ise bu tepkinin azaldığı tespit edilmiş ve olumlu yöndeki derecelendirme değişikliklerinin olumsuz yöndeki derecelendirme değişikliklerine kıyasla daha az etkili olduğu anlaşılmıştır.

Yıldırım, Yıldız ve Aydemir (2018), çalışmasında uluslararası derecelendirme kuruluşu S&P, Moody's ve Fitch tarafından Türkiye'ye verilen ülke kredi notlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi olay analizi yöntemi ile araştırılmıştır. Veri setinde 2012-2016 yılları arasında BIST'te yer alan BIST Banka, BIST Mali, BIST Menkul Kıymet Yat. Ort., BIST Ticaret, BIST Sınai ve BIST Kobi Sanayi olmak üzere altı endeks kullanılmıştır. Sermaye piyasasında işlem gören bu endeksler kredi notlarına duyarlılığı en yüksek olacağı düşünüldüğü için tercih edilmiştir. Analiz sonuçlarında ülke kredi notlarının BIST Banka, BIST Sınai ve BIST Mali endekslerinde etki oluşturduğu BIST Kobi Sanayi, BIST Menkul Kıymet Yat. Ort. ve BIST Ticaret endekslerinde ise hiçbir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Ülke kredi notları ile hisse senedi piyasası arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmaların kolaylıkla kıyaslanabilmesi amacıyla ilgili çalışmalar Tablo 6'da özetlenmiştir.

Tablo 6: Ülke kredi Notları ile Hisse Senedi Piyasası Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Yazar /Yıl	Ülke	Dönem	Konu	Yöntem	Sonuç
Kaminsky ve Schmukler (2002)	Gelişmekte olan 16 ülke	1990-2000	Ülke kredi derecelendirme notlarının hisse senedi ve tahvil piyasası üzerindeki etkisi	Panel veri analizi ve olay analizi	Ülke kredi notlarının hisse senedi ve tahvil piyasasını doğrudan etkilediği tespit edilmiştir.
Brooks, Faff, Hillier ve Hillier (2004)	Çin, Katar, Venezuela, Türkiye, Umman, Pakistan ve Rusya	1973-2001	Ülke kredi derecelendirme değişikliklerinin hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi	Olay analizi ve panel veri analizi	Not indirimlerinin hisse senedi piyasasını negatif etkilediği tespit edilmiştir.
Hooper, Hume ve Kim (2008)	Gelişmiş ve Gelişmekte olan 42 ülke	1995-2003	Ülke kredi derecelendirme değişikliklerinin hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi	Panel regresyon	Derece artışının hisse senedi piyasa getirilerini artırdığı tespit edilmiştir.
Öztürk (2008)	Türkiye	1995-2007	Ülke kredi derecelendirme değişikliklerinin BIST 100 üzerindeki etkisi	Olay analizi	Derece azalışlarının hisse senedi getirilerini olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.
Li, Jeon, Cho ve Chiang (2008)	Taylan, Malezya, Endonezya, Filipinler ve Kore	1990-2003	Ülke kredi derecelendirme değişikliklerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi	Panel regresyon	Bir ülkenin hisse senedi getirilerini hem söz konusu ülke kredi notlarının hem de diğer ülke notlarının etkilediği tespit edilmiştir.
Kabadayı (2013)	Türkiye	1995-2011	Ülke kredi derecelendirme notlarının BIST100 endeksi üzerindeki etkisi	Zaman serisi analizi	Ülke kredi notlarının hisse senedi piyasasını etkilediği tespit edilmiştir.
Rosenius ve Sharafuddin (2013)	11 Avrupa Ülkesi	2008-2013	Ülke kredi derecelendirme notlarının hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi	Olay analizi	Pozitif duyuruların kısa dönemde pozitif etkisinin olduğu tespit edilmiştir.
Correa, Lee, Sapriza ve Suarez (2014)	Gelişmiş ve gelişmekte olan 37 ülke	1995-2011	Ülke kredi derecelendirme notlarının bankacılık sektörü hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi	Olay analizi	Ülke notu düşürüldükten sonra banka hisse senedi fiyatlarının düştüğü ülke notu artışına karşı hisse senedi fiyatlarında sınırlı derece artış olduğu tespit edilmiştir.
Fatnassi, Ftiti ve Hasnaoui (2014)	4 Avrupa ülkesi	2008-2012	Ülke kredi derecelendirme notlarının hisse senedi üzerindeki etkisi	Panel regresyon	Kredi derecelendirme değişikliklerinin hem söz konusu ülke hisse senedi piyasasını hem de diğer ülkelerin hisse senedi piyasasını etkilediği tespit edilmiştir.
Wu ve Treepongkaruna (2014)	Asya Pasifik bölgesinde yer alan 5 ülke	1997-2001	Ülke kredi derecelendirme notlarının hisse senedi ve döviz piyasası üzerindeki etkisi	Panel regresyon	Hisse senedi ve döviz piyasalarının ülke kredi notlarına heterojen bir şekilde tepki verdiği tespit edilmiştir.
Şensoy, Eraslan ve Ertürk (2016)	11 Avrupa Ülkesi	2000-2015	Ülke kredi derecelendirme notlarının hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi	ARCH modeli	Ülke kredi notlarının hisse senedi getirileri üzerinde etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Kang ve Min (2016)	7 Doğu Asya Ülkesi	2000-2013	Ülke kredi derecelendirme notlarının hisse senedi, CDS ve büyüme oranları üzerindeki etkisi	Panel VAR	Pozitif kredi not ve görünümünün negatif kredi not ve görünümünden daha etkili olduğu tespit edilmiştir.
Pirgaip (2017)	Türkiye	1993-2016	Ülke kredi derecelendirme notlarının BIST100 üzerindeki etkisi	Olay analizi	Kredi notlarının olay öncesi beklentilere uygun tepki verdiği olay günü tepkinin daha belirgin olduğu olay sonrası ise bu tepkinin azaldığı tespit edilmiştir.
Yıldırım, Yıldız ve Aydemir (2018)	Türkiye	2012-2016	Ülke kredi derecelendirme notlarının BIST'te yer alan 6 endeks üzerindeki etkisi	Olay analizi	Kredi notlarının bazı endeksler üzerinde etkili olduğu diğerlerinde ise etkili olmadığı tespit edilmiştir.

2.2. Kredi Derecelendirme Notları ile Tahvil Piyasası Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Kredi notlarının tahvil piyasası üzerindeki etkisini ilk olarak 1996 yılında Cantor ve Packer ele almıştır. Bu çalışmayı Reisen ve Maltzan (1999), Creighton, Gower ve Richards (2007) çalışmaları takip etmiştir. Ülke kredi notlarının tahvil piyasaları üzerindeki etkisini tespit etmek için genellikle olay analizi yöntemi tercih edilmekle birlikte regresyon analiz yöntemi, panel veri analiz yöntemi ve ARCH modeli de kullanılmıştır. Tahvil piyasasını ele alan çalışmalar aşağıda özetlenmiştir:

Cantor ve Packer (1996), çalışmasında iki lider derecelendirme şirketi Moody's ve S&P tarafından verilen ülke kredi notlarının belirleyicileri incelenip tahvil piyasası üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Dolar cinsinden tahvili olan 18 ülkenin 1987 ve 1994 yılları arasında Moody's ve S&P şirketleri tarafından verilen toplam 79 ülke kredi notu analiz kapsamına alınmıştır. Bu çalışma neticesinde, ülke kredi notu değerlendirme aşamasında önemli rolü olan 6 faktör tespit edilmiştir. Bunlar ise; kişi başına düşen gelir, GSYİH büyüme, temerrüt geçmişi, dış borç, ekonomik gelişim seviyesi ve enflasyondur. Olay analizi ile ülke kredi derecelendirme değişikliğinin tahvil getirileri üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Reisen ve Maltzan (1999), çalışmasında Moody's, S&P ve Fitch derecelendirme şirketlerinin gelişmekte olan ülke piyasalarında meydana getirdiği ani yükseliş ve düşüşlerdeki belirleyiciliği araştırılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin 1989-1997 yılları arasında ülke kredi notları ile tahvil getirileri arasındaki ilişki olay analizi ve Granger nedensellik yöntemleri kullanılarak incelenmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke kredi notlarında yaptığı artışlar ve azalışların tahvil getirileri üzerinde önemli bir etkide bulunduğu tespit edilmiştir. Aynı zamanda da ülke kredi notlarının bağımsız olarak piyasayı yönetmediği, tahvil getirisi ile ülke kredi notları arasında karşılıklı bir etkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Creighton, Gower ve Richards (2007), çalışmasında Ocak 1990 ile Temmuz 2003 yılları arasında S&P ve Moody's tarafından Avustralya'daki ihraççılara verilen kredi derecelendirme notlarının hisse senedi ve tahvil fiyatları üzerindeki etkisi olay analizi yöntemi ile incelenmiştir. Kapasitelerine göre iki gruba ayrılmış 62 farklı firma üzerinde uygulama yapılmıştır. Analiz sonucunda kredi derecelendirme duyurularının tahvil ve hisse senedi fiyatlarını etkilediği, tahvil fiyatlarında pozitif derecelendirmelerin aksine negatif derecelendirmelere tepkinin daha büyük olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, bu derecelendirme duyurularına karşı tahvil fiyatlarında meydana gelen değişimlerin küçük firmalarda daha büyük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Le, Elayan ve Rose (2007), çalışmasında 34 ülkenin 1990 – 2000 yılları arasındaki verileri kullanılarak ülke derecelendirme not ve görünüm değişikliklerinin uluslararası sermaye piyasaları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. S&P ve Moody's tarafından verilen ülke kredi notları, günlük hesaplanan hisse senedi ve tahvil getirileri olay analizi yöntemi ile incelenmiştir. Olay analizinde duyurunun yapıldığı gün, duyurudan 10 gün önce ve duyurudan 10 gün sonra olmak üzere 21 günlük olay penceresi oluşturulmuştur. Hisse senedi ve tahvil piyasalarının ülke kredi notlarına tepkisini tahmin edebilmek için olay analizi yöntemi tercih edilmiştir. Küresel hisse senedi ve tahvil piyasalarının anormal getirilerinin olay penceresi etrafında incelenmesi içinde çok değişkenli regresyon modeli kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda kredi derecelendirme ve görünüm değişikliklerinin hem hisse senedi piyasasını hem de tahvil piyasasını önemli ölçüde etkilediği ve kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal piyasalara yeni ticari bilgiler sağladığı tespit edilmiştir. Ayrıca, tahvil piyasalarının birçok açıdan hisse senedi piyasalarından farklı tepkiler verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Ülke kredi not azalışının hisse senedi getirileri üzerindeki negatif etkisinin söz konusu ülkede yüksek enflasyon, düşük mali denge ve yerel ülke borcunun olması durumunda daha belirgin olduğu tespit edilmiştir. Ülke kredi not azalışının tahvil getirileri üzerindeki negatif etkisinin ise ülkenin yüksek enflasyon ve düşük cari hesaba sahip olması durumunda daha belirgin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Mateev (2012), çalışmasında gelişmekte olan dokuz ÷lkenin 1998 – 2007 yılları arasındaki ÷lke kredi derecelendirme notlarının hisse senedi ve tahvil piyasaları üzerindeki etkisi incelenmiştir. İlgili çalışmada, kredi derecelendirme değişikliklerinin ÷lkeye özgü ve ÷lkeler arası yayılma etkisine odaklanılmış ve kredi derecelendirme değişikliklerinin olduğu zaman aralığında dinamik etkiyi yakalamak için olay analizi yöntemi kullanılmıştır. Analizde, kredi derecelendirmedeki değişikliklerin tahvil ve hisse senedi piyasasını etkilediği tespit edilmiştir. Buna ek olarak, gelişmekte olan bir ÷lkenin kredi derecelendirme not değişikliğinin gelişmekte olan başka bir ÷lkenin tahvil getirisindeki değişimi tetiklediği sonucuna ulaşılmıştır.

Christopher, Kim ve Wu (2012), çalışmasında gelişmekte olan 19 ÷lkenin 1 Ocak 1994 ile 1 Temmuz 2007 yılları arasındaki ÷lke kredi derecelerinin hisse senedi ve tahvil piyasası üzerindeki geçici ve kalıcı etkisi incelenmiştir. Çalışmada, bölgesel piyasa endekslerinin yanı sıra ulusal hisse senedi ve tahvil piyasası endekslerinin kapanış fiyatları ile S&P uzun vadeli ÷lke kredi derecelendirme ve görünüm değerlendirmeleri kullanılmıştır. Zamanla değişen hisse senedi ve tahvil piyasası korelasyonlarında ÷lke kredi derecelerinin etkisini analiz edebilmek için ARCH modeli uygulanmıştır. Tahvil piyasası getirilerinin ÷lke kredi derecelerine farklı şekilde tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Böninghausen ve Zabel (2015), çalışmasında üç büyük derecelendirme kuruluşunun gelişmiş ve gelişmekte olan 73 ÷lkeye verdiği kredi notlarının tahvil piyasaları üzerindeki etkisi regresyon analiz yöntemi ile incelenmiştir. Veri setinde ÷lkelerin Ocak 1994 ile Aralık 2011 yılları arasındaki günlük tahvil getirileri ve ÷lke kredi notları bulunmaktadır. Analiz sonucunda, ÷lke kredi notlarındaki düşüşlere tepki olarak tahvil piyasalarında ortaya çıkan negatif etkinin derece artışından kaynaklı pozitif etkiden daha güçlü olduğu tespit edilmiştir.

Özmen ve Doğanay Yaşar (2015), çalışmasında 1998-2012 yılları arasında ÷lke kredi notları ile küresel finansal koşulların gelişmekte olan ÷lkelerin tahvil getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Analizde gelişmekte olan 23 ÷lkenin günlük verileri kullanılmış ve panel veri analiz yöntemi uygulanmıştır. Çalışmada, not değişikliklerinin gelişmekte olan ÷lkelerin tahvil getirileri üzerinde etkili olduğu tespit

edilmiştir. Ancak, küresel finansal krizlerden sonra ülke kredi notlarının tahvil getirileri üzerindeki etkisinin önemli derecede azaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Vu, Alsakka ve Gwilym (2015), çalışmasında 68 ülkenin 21 Eylül 2000 ile 31 Aralık 2012 dönemleri arasında kredi derecelendirme notlarının devlet tahvil getirileri üzerindeki etkisi regresyon analiz yöntemi ile araştırılmıştır. Bu tarihler arasında ülkelere S&P tarafından verilen 297 derecelendirme, Moody's tarafından verilen 256 derecelendirme ve Fitch tarafından verilen 247 derecelendirme ile ABD doları cinsinde ihraç edilen 1-30 yıl vadeli devlet tahvilleri analiz kapsamına alınmıştır. Sonuçta, piyasa tepkisinin düşük derecelendirme üzerindeki negatif olaylar ve yüksek derecelendirme üzerindeki pozitif olaylar için de çok daha güçlü olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, devlet tahvil getirilerinin özellikle S&P tarafından verilen negatif derecelere tepki gösterdiği ifade edilmiştir.

Tahvil piyasasının ülke kredi notları ile firma kredi notları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların kolaylıkla kıyaslanabilmesi amacıyla ilgili çalışmalar Tablo 7'de özetlenmiştir.

Tablo 7: Kredi Notları ile Tahvil Piyasası Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Yazar /Yıl	Ülke	Dönem	Konu	Yöntem	Sonuç
Cantor ve Packer (1996)	18 Ülke	1987-1994	Ülke kredi derecelendirme notlarının tahvil piyasası üzerindeki etkisi	Olay analizi	Kredi notlarının tahvil getirileri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.
Reisen ve Maltzan (1999)	29 ülke	1989-1997	Ülke kredi derecelendirme notlarının tahvil getirileri üzerindeki etkisi	Olay analizi ve Granger nedensellik	Kredi notlarındaki değişikliklerin tahvil getirilerini etkilediği tespit edilmiştir.
Creighton, Gower ve Richards (2007)	Avustralya'daki 62 firma	1990-2003	Firma kredi derecelendirme notlarının tahvil ve hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi	Olay analizi	Tahvil getirileri üzerinde pozitif derecelendirmelere kıyasla negatif derecelendirmelerin daha etkili olduğu tespit edilmiştir.
Le, Elyan ve Rose (2007)	34 ülke	1990-2000	Ülke kredi derecelendirme notlarının tahvil ve hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi	Olay analizi	Kredi notlarındaki azalışların tahvil getirileri üzerinde negatif etkisinin olduğu tespit edilmiştir.
Mateev (2012)	Gelişmekte olan 9 ülke	1998-2007	Ülke kredi derecelendirme notlarının tahvil ve hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisi	Olay analizi	Ülke kredi derecelendirmenin hisse senedi ve tahvil getirileri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.
Christopher, Kim ve Wu (2012)	Gelişmekte olan 19 ülke	1994-2007	Ülke kredi derecelendirme notlarının tahvil ve hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi	ARCH modeli	Tahvil piyasası getirilerinin ülke kredi notlarına farklı şekilde tepki verdiği tespit edilmiştir.
Böninghausen ve Zabel (2015)	Gelişmiş ve gelişmekte olan 73 ülke	1994-2011	Ülke kredi derecelendirme notlarının tahvil piyasası üzerindeki etkisi	Regresyon analiz	Ülke kredi notlarındaki düşümlere tepki olarak tahvil piyasalarında ortaya çıkan negatif etkinin daha güçlü olduğu tespit edilmiştir.
Özmen ve Doğanay Yaşar (2015)	Gelişmekte olan 23 ülke	1998-2012	Ülke kredi derecelendirme notlarının tahvil getirileri üzerindeki etkisi	Panel veri analizi	Kredi not değişikliklerinin tahvil getirileri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.
Vu, Alsakka ve Gwilym (2015)	68 ülke	2000-2012	Ülke kredi derecelendirme notlarının tahvil getirileri üzerindeki etkisi	Regresyon analizi	Tahvil getirilerinin ülke kredi notlarına tepkisinin çok güçlü olduğu tespit edilmiştir.

2.3. Kredi Derecelendirme Notları ile CDS Primleri Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Literatür kapsamlı olarak incelendiğinde, çoğunlukla kredi derecelendirme duyuruları ile hisse senedi ve tahvil piyasaları arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalar yer almaktadır. Ancak türev piyasaların hızlı büyümesi nedeniyle, araştırma ilgisi CDS pazarına kaymaktadır. Özellikle 2007'de meydana gelen Lehman krizinden bu yana, kredi derecelendirme şirketleri ve onların CDS piyasası ile ilişkileri üzerine yapılan çalışmalar ilgi çekmektedir (Yılmaz, 2014: 46). Bu bölümde de ülke kredi

derecelendirme notlarının CDS primleri üzerine etkisini ele alan çalışmalar ile firma kredi derecelendirme notlarının CDS primleri üzerine etkisini ele alan çalışmalara yer verilmiştir. Literatürde yer alan çalışmalar aşağıda özetlenmiştir:

Lehnert ve Neske (2004), çalışmasında kredi derecelendirme duyurularının Avrupa sermaye piyasalarındaki CDS primleri üzerine etkisi incelenmiştir. Faiz değişkeni olarak J. P. Morgan Trak-X şirketlerinin CDS primleri kullanılmıştır. Çalışmada 2000 – 2003 dönemlerini kapsayan veri seti kullanılmıştır. Şirketlerin kredibilitesi ile ilgili bilgilerin CDS primlerini kesinlikle etkilediği tespit edilmiştir. Hatta negatif görünümlerin CDS primleri üzerinde önemli derecede artışa sebep olduğu, pozitif görünümlerin ise CDS primleri üzerinde azalışa sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kredi notlarındaki düşüşün negatif görünümünden daha önemli etkilerinin olduğu tespit edilmiş ve bu yüzden bir basamak not indirimi ile iki basamak not indirimin etkileri ayrı ayrı incelenmiştir. Sonuç olarak iki basamak not indirimin CDS primi üzerindeki etkisinin daha belirgin olduğu tespit edilmiştir.

Norden ve Weber (2004), çalışmasında kredi derecelendirme duyurularının hisse senedi ve CDS piyasası üzerine etkisi olay analizi yöntemi ile incelenmiştir. Veri seti olarak 90 firmanın (58 Avrupa, 24 ABD, 8 Asya) 2000 – 2002 dönemlerine ait günlük hesaplanan CDS primleri, S&P, Moody's ve Fitch tarafından verilen kredi derecelendirme duyuruları ile hisse senedi piyasa endeksi olarak Stoxx 50, S&P 500 ve Topix 100 kullanılmıştır. Firmaların bu üç derecelendirme şirketi tarafından yapılan not indirimlerini daha önceden tahmin ettikleri ve bu tahminlerin duyuru yapılmadan 90-60 gün önce başladığı tespit edilmiştir. Ayrıca, CDS piyasasının hisse senedi piyasasına göre daha erken tepki vermeye eğilimli olduğu anlaşılmıştır. Son olarak S&P ve Moody's tarafından yapılan not indirimlerinin CDS piyasası üzerinde etkili olduğu ancak, Fitch tarafından yapılan not indirimlerinin CDS piyasası üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Micu, Remolona ve Wooldridge (2004), çalışmasında Avrupa Birliği, Birleşik Krallık, Japonya, İsveç, İsviçre ve ABD 'de bulunan finansal ve finansal olmayan sektörlerden 694 kuruluşun kredi derecelendirme notları ile CDS primleri

arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada AA'nın üzerinde BBB'nin altında olan derecelendirmeler hariç tutulmuş ve regresyon analiz yöntemi kullanılmıştır. Analiz kapsamında, Ocak 2001 ile Aralık 2003 dönemlerine ait 5 yıl vadeli CDS primleri ile S&P ve Moody's tarafından verilen kredi derecelendirme notları bulunmaktadır. Sonuçta, kredi derecelendirme not indiriminin CDS primleri üzerinde önemli etkisinin olduğu ortaya çıkmıştır. Ancak bu etkinin A- ve BBB- notu ile derecelendirilen kurumlarda daha büyük olduğu ileri sürülmüştür. Ayrıca, kredi derecelendirme duyurusunun olup olmadığına bakılmasının olumsuz değerlendirmelerinde CDS primleri üzerinde etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Ismailescu ve Kazemi (2010), çalışmasında ülke kredi not değişikliğinin CDS primleri üzerindeki etkisi ve diğer gelişmekte olan ekonomilerin CDS primleri üzerinde yayılma etkisi incelenmiştir. Veri seti olarak Ocak 2001 ile Nisan 2009 tarihleri arasında gelişmekte olan 22 ülkenin günlük hesaplanan CDS primleri ile bu ülkelere S&P kredi derecelendirme şirketinin verdiği ülke kredi notları kullanılmıştır. Çalışmada ülke kredi notlarının CDS primleri üzerinde etkisinin olup olmadığı olay analizi yöntemi ile gelişmekte olan ekonomilerin CDS primleri üzerindeki yayılma etkisi ise regresyon yöntemi ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda, pozitif kredi derecelerinin CDS piyasaları üzerinde hemen etkisinin olduğu, negatif kredi derecelerinin ise hiçbir etkisinin olmadığı ifade edilmiştir. Ayrıca, pozitif kredi derecelerinin diğer gelişmekte olan ülkelerin CDS piyasalarına yayılma olasılığının negatif kredi derecelerinden daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Afonso, Davide ve Pedro (2011), çalışmasında ülke kredi not veya görünüm değişikliklerinin AB devlet tahvilleri ve CDS marjları üzerindeki etkisi olay analizi yöntemiyle incelenmiştir. Analiz için Ocak 1995 – Ekim 2010 dönemi arasında Standard&Poors, Fitch ve Moody's tarafından 24 AB ülkesine (Avusturya, Belçika, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İrlanda, İtalya, Letonya, Litvanya, Malta, Hollanda, Polonya, Portekiz, Romanya, Slovakya, Slovenya, İspanya, İsveç, Birleşik Krallık) verilen ülke kredi notları ve görünümleri ile bu ülkelerin 10 yıllık devlet tahvil getirileri ve CDS marjları için 5 yıllık üst düzey borç verileri kullanılmıştır. Analiz sonucunda; ülke

kredi not ve görünüm değişikliklerine karşı devlet tahvil getirilerinde önemli derecede etkilenme olduğu ve pozitif notlara kıyasla negatif notlara tepkinin daha fazla olduğu, CDS primleri ile ülke kredi notları arasında negatif yönde ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Blau ve Roseman (2014), çalışmasında 5 Ağustos 2011 tarihinde ABD ülke kredi notu düşüşünün hemen hemen tüm Avrupa ülkelerinin CDS primleri üzerinde etkisinin olup olmadığı olay analizi yöntemi ile incelenmiştir. Ayrıca çalışmada, ABD'nin kredi notu düşüşü sırasında Avrupa ülkelerinin CDS piyasasını etkileyen ülkeye özgü faktörlerde incelenmiştir. Yapılan analiz sonucunda ABD CDS primlerinde herhangi bir artış görülmemiş ancak, Avrupa ülkelerinin CDS primlerinde belirgin bir artış görülmüştür.

Wang, Svec ve Peat (2014), çalışmasında CDS primlerindeki anormal değişiklikler ölçülerek Avustralya kredi derecelendirme duyurularının bilgi içeriği olay analizi yöntemi ile araştırılmıştır. Çalışmada, 3 Eylül 2004 ve 30 Haziran 2011 dönemleri arasında hesaplanan Avustralya iTraxx CDS endeks verileri ile S&P, Moody's, Fitch tarafından yapılan kredi derecelendirme duyuruları kullanılmıştır. Analiz sonucunda aşağı yönlü izlenimlerin CDS primleri üzerinde negatif yönde etkili olduğu ancak not indirimlerinin CDS primleri üzerinde etkisinin beklendiği tespit edilmiştir. Not artışlarının ise CDS primlerinde önemli ama küçük anormal azalışlara yol açtığı ancak, yukarı yönlü izlenimlerin CDS primleri için yeni bilgi içermediği sonucuna ulaşılmıştır.

Wengner, Burghof ve Schneider (2015), çalışmasında kredi derecelendirme duyurularının firmaların CDS primleri üzerindeki etkisi ile rakipleri üzerinde yayılma etkisi incelenmiştir. Veri setinde 168 firmanın 2004 – 2011 dönemlerine ait S&P tarafından verilen kredi derecelendirme notları ile CDS primleri kullanılmıştır. Kredi derecelendirme duyurularının beklenmeyen piyasa tepkilerine yol açıp açmadığını belirlemek için olay analizi yöntemi kullanılmıştır. Sonuçta, kredi notlarındaki azalışların ve artışların CDS primleri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Not artışlarının pozitif kümülatif anormal değişime, not indirimlerinin negatif kümülatif

anormal değişime sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca piyasa tepkisinin endüstriler arasında farklılaştığı ve 2007 finansal krizin başlangıcından bu yana daha belirgin olduğu, yayılma etkisinin de aynı endüstri içerisindeki firmalar üzerinde görüldüğü tespit edilmiştir.

Kaya, Öner Kaya ve Yalçıner (2015), alışmasında 31 Ekim 2001 – 9 Mart 2015 tarihleri arasında olay analizi yöntemi ile Standard & Poor’s, Moody’s ve Fitch tarafından Türkiye’ye yönelik yapılan derecelendirme notu duyurularının CDS primleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Analiz neticesinde, derecelendirme notu ya da görünüm yükselişine ilişkin duyuruların CDS primleri üzerinde anlamlı bir farklılaşmaya sebep olmadığı tespit edilmiştir. Ancak, derecelendirme notu ya da görünüm düşüşleri olmadan önce CDS primlerinde anormal bir artış, derecelendirme ve görünüm azalışından sonra anormal bir azalış olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

CDS priminin ülke kredi notları ile firma kredi notları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların kolaylıkla kıyaslanabilmesi amacıyla ilgili alışmalar Tablo 8’de özetlenmiştir.

Tablo 8: Kredi Notları ile CDS Primi Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Yazar /Yıl	Ülke	Dönem	Konu	Yöntem	Sonuç
Lehnert ve Neske (2004)	100 firma	2000-2003	Firma kredi derecelendirme notlarının CDS primleri üzerindeki etkisi	Olay analizi	İki basamak not indiriminin CDS primleri üzerindeki etkisinin daha belirgin olduğu tespit edilmiştir.
Norden ve Webwe (2004)	90 firma	2000-2002	Firma kredi derecelendirme notlarının CDS primi ve hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi	Olay analizi	CDS primleri üzerinde S&P ve Moody's kredi notlarının Fitch kredi notlarından daha etkili olduğu tespit edilmiştir.
Micu, Remolona ve Wooldridge (2004)	694 firma	2001-2003	Firma kredi derecelendirme notları ile CDS primleri arasındaki ilişki	Regresyon analizi	Kredi derecelendirme not indiriminin CDS primleri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.
Ismailescu ve Kazemi (2010)	22 ülke	2001-2009	Ülke kredi derecelendirme notlarının CDS primleri üzerindeki etkisi	Olay analizi ve regresyon analizi	CDS primleri üzerinde pozitif kredi notlarının etkili olduğu negatif kredi notlarının ise hiçbir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.
Afonso, Davide ve Pedro (2011)	24 AB ülkesi	1995-2010	Ülke kredi derecelendirme not ve görünümünün CDS primleri ile AB devlet tahvilleri üzerindeki etkisi	Olay analizi	CDS primleri ile kredi derecelendirme notları arasında negatif yönde ilişki tespit edilmiştir.
Blau ve Roseman (2014)	ABD	5 Ağustos 2011	Ülke kredi derecelendirme not düşüşünün Avrupa ülkelerinin CDS primleri üzerindeki etkisi	Olay analizi	ABD CDS primleri üzerinde artış olmadığı, Avrupa ülkelerinin CDS primleri üzerinde belirgin bir artış olduğu tespit edilmiştir.
Wang, Svec ve Peat (2014)	Avustralya	2004-2011	Ülke kredi derecelendirme duyurularının CDS primleri üzerindeki etkisi	Olay analizi	Kredi not artışına karşı CDS primlerinin azaldığı kredi not azalışına karşı CDS primlerinde hiçbir etki olmadığı tespit edilmiştir.
Wengner, Burghof ve Schneider (2015)	168 firma	2004-2011	Firma kredi derecelendirme notlarının CDS primleri üzerindeki etkisi	Olay analizi	Not artışlarının pozitif kümülatif anormal değişime, not indirimlerinin negatif kümülatif anormal değişime sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır
Kaya, Öner Kaya ve Yalçın (2015)	Türkiye	2001-2015	Ülke kredi derecelendirme notlarının CDS primleri üzerindeki etkisi	Olay analizi	Kredi not artışının CDS primleri üzerinde etkili olduğu azalışın ise etkili olmadığı tespit edilmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ FİNANSAL PİYASALAR İLE İLİŞKİSİ

Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak araştırmanın amacı, önemi, kapsamı ve kısıtları açıklanmıştır. Daha sonra olay analiz yöntemi ile eşleştirilmiş örneklem t-testi hakkında bilgi verilmiştir. Analizlerde kullanılan yöntemler açıklandıktan sonra Türkiye ve BRICS ülkelerinin kredi notlarının CDS primi ve işlem hacmi verileri üzerindeki etkilerine yönelik elde edilen bulgular raporlandırılıp bulguların değerlendirilmesi yapılmıştır.

3.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi

Bu çalışmanın amacı, 1 Ocak 2013 ile 21 Mart 2018 tarihleri arasında uluslararası derecelendirme şirketleri Moody's, S&P ve Fitch tarafından Türkiye ve BRICS ülkeleri için verilen yabancı para cinsinden ülke kredi derecelendirme notlarının söz konusu ülkelerin hisse senedi piyasası işlem hacmi ve CDS primi üzerinde etkisinin olup olmadığını incelemektir.

Ülke ekonomisi hakkındaki gelişmeler çok sayıda farklı makro faktör ile incelenebilmektedir. En önemli makro faktörlerden birisi CDS primleridir. CDS primi, yatırımcıların temerrüt, iflas, batma gibi durumlarda uğrayacağı zararlarını üçüncü bir kişiye transfer etmesi amacıyla kullandıkları bir sözleşmedir (Kaya vd., 2015: 559).

Ülke ekonomisindeki gelişmeleri gösteren en önemli göstergelerden bir diğeri hisse senedi piyasa endeksi olarak değerlendirilmektedir (Harmancı, 2013: 44). Bu nedenle, çalışmada Türkiye ve BRICS ülkelerinin hisse senedi piyasalarını temsilen BIST100, BOVESPA, RTSI, BSE SENSEX30, SHANGHAI, JSE TOP40 gösterge endeksleri kullanılmıştır.

Hisse senedi piyasa endekslerinin ülke ekonomisindeki makroekonomik, politik, mevsimsel ve uluslararası gelişmeleri ve beklentileri yansıttığı görüşüne dayanarak ülke kredi derecelendirme notlarının bu endeksler üzerindeki etkisinin incelenmesinin önemli bilgiler vereceği düşünülmektedir. Ülke ekonomisindeki makroekonomik, politik ve uluslararası gelişmeleri ve beklentileri gösteren bir başka gösterge ise ülke kredi derecelendirme notlarıdır. Ülke ekonomisinin mevcut performansı, gelecek durumu ve ülke kredibilitesi hakkında başta yatırımcılar olmak üzere bilgi edinmek isteyenler ülke kredi derecelendirme notlarını değerlendirmektedir (Harmancı, 2013: 44).

Literatürde bulunan kredi derecelendirme çalışmalarının çoğu kurum derecelendirmesinin borsa üzerindeki etkisine odaklanırken, ülke kredi derecelendirme notlarının hisse senedi piyasası ve CDS primi üzerindeki etkisini araştıran çok az sayıda çalışma bulunmaktadır. Ayrıca, bu çalışma diğerlerinden farklı olarak hisse senedi piyasa işlem hacmi üzerine odaklanmıştır. Bu doğrultudaki çalışmalara katkıda bulunmak amacı ile ülke kredi derecelendirme notlarının borsa ve CDS primleri üzerindeki etkisini analiz etmek için Türkiye ve BRICS ülkelerinin verileri kullanılarak olay analizinin sonuçları raporlanmıştır.

3.2. Çalışmanın Kapsamı ve Kısıtları

Ülke kredi notları ile finansal piyasalar arasındaki ilişkinin incelenmeye çalışıldığı 1 Ocak 2013 ile 21 Mart 2018 tarihleri arasındaki dönemi kapsayan bu çalışmada, ulusal borsa günlük işlem hacimleri ve CDS primleri olmak üzere iki farklı değişken kullanılmaktadır. Moody's, S&P ve Fitch tarafından Türkiye ve BRICS ülkelerine verilen kredi derecelendirme notları "Trading Economics" sitesinden temin edilmiştir (<https://tradingeconomics.com/>).

Kullanılan değişkenlerden birincisi, BIST100, BOVESPA, RTSI, BSE SENSEX30, SHANGHAI, JSE TOP40 endeksi günlük işlem hacimleridir. BIST 100 endeksi; Borsa İstanbul'da işlem gören piyasa değeri ve işlem hacmi bakımından en yüksek 100 şirketin hisse senetlerini, BOVESPA endeksi; B3'te işlem gören en büyük şirketlerin hisse senetlerini, RTSI endeksi; borsada işlem gören Rus ekonomisinin ana

sektörleri ile ilgili ekonomik faaliyetlere sahip, en büyük ve dinamik gelişmekte olan ihraççıların en likit hisselerini, BSE SENSEX30 endeksi; iyi kurulmuş, mali açıdan sağlam 30 şirketin hisselerini, SHANGHAI endeksi; Şangay Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören tüm A ve B hisselerini, JSE TOP40 endeksi; Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören en büyük 40 şirketin hisselerini temsil etmektedir. Bu endekslere ilişkin günlük işlem hacimleri de “investing.com” sitesinden elde edilmiştir. Bu çerçevede çalışmada incelenen ülkelerin hisse senedi piyasalarına ilişkin bilgiler Tablo 9'da sunulmuştur.

Tablo 9: Çalışmada İncelenen Ülkeler ve Hisse Senedi Piyasaları

Ülke	Borsa İsmi	Endeks Türü
Türkiye	Borsa İstanbul 100 Endeksi	BIST100
Brezilya	Bolsa de Valores de Sao Paulo	BOVESPA
Rusya	Moscow Times Indeks	RTSI
Hindistan	Bombay Stock Exchange	BSE SENSEX30
Çin	Shanghai Stock Exchange Composite Index	SHANGHAI
Güney Afrika	Johannesburg Stock Exchange	JSE TOP40

Kullanılan ikinci değişken Türkiye ve BRICS ülkelerinin 5 yıl vadeli CDS primleridir. CDS primleri 1 yıl, 5 yıl ve 10 yıl gibi vadelerde hesaplanabilmektedir. Piyasada işlem gören 1 yıl ve 10 yıl vadeli CDS sözleşmelerine karşın, 5 yıl vadeli CDS sözleşmeleri daha likit olmakta ve literatürde (Ismailescu ve Kazemi (2010); Blau ve Roseman (2014); Wang, Svec ve Peat (2014); Wengner, Burghof ve Schneider (2015)) daha sık kullanılmaktadır (Kaya vd., 2015: 563). Bu nedenle analizlere 5 yıl vadeli CDS primleri dahil edilmiştir. CDS primlerine ilişkin veriler de “Datastream” veri tabanından temin edilmiştir.

Uluslararası derecelendirme şirketlerinden S&P, Moody's ve Fitch'nin Türkiye ve BRICS ülkelerine vermiş olduğu kredi notları analize dahil edilmiştir. Ayrıca, analizde not yükselişleri ve düşüşleri dikkate alınmış olup not görünümleri analiz dışı bırakılmıştır.

3.3. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmada iki yöntem kullanılmıştır. İlk önce anormal değişim ile kümülatif anormal değişimlerin söz konusu olaylara verdiği tepkiler olay analizi (event study) yöntemi ile incelenmiştir. Olay analizi herhangi bir olayın finansal piyasalar üzerine etkisini tespit etmek için kullanılan istatistiksel bir tekniktir. Olay analizinin amacı gerçekleşen olayların piyasada anormal veya fazla değişime sebep olup olmadığını, gerçekleşen ile beklenen (normal) değişim arasında anormal değişim elde edilmediğini tespit etmektir (Schweitzer, 1989: 17-18). İkinci olarak ise, söz konusu olaylardan önce ve sonra elde edilen kümülatif anormal değişimlerin ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı eşleştirilmiş örneklem t-testi ile tespit edilmiştir.

Olay analizi, verilen bir olayın ekonomik etkisinin değerlendirilmesinde kullanılmaktadır (Mackinley, 1997: 13). Ayrıca, olay analizi ile piyasa verilerinin yayınlanan haberlere ne kadar hızda tepki verdiği tespit edilebilir. Veriler haberlere yavaş mı, yoksa hızlı mı tepki vermektedir? Olayların ilan edilmesinden sonraki değişim anormal olarak yüksek mi, yoksa düşük müdür? Bu ve benzeri soruların cevapları olay analizi ile karşılanmaktadır (Bekçioğlu, S., Öztürk, M. ve Kaderli, Y., 2004: 44).

Olay analiz yöntemi ile yapılan çalışmalar çok uzun bir geçmişe sahiptir. Konuyla ilgili olarak yapılan ilk çalışmalardan birisi Dolley (1993)'dır. Dolley, çalışmasında hisse senedi bölünmelerinin fiyat üzerindeki etkisini incelemiştir. Olay analizi ile ilgili Myers ve Bükey (1948), Barker (1956), Barker (1957) ve Barker (1958), Ashley (1962) gibi çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Ancak olay analizi yöntemi günümüzdeki şekliyle ilk olarak Ball ve Brown tarafından gerçekleştirilmiştir. Ball ve Brown (1968) çalışmasında, firma kazançlarının duyurulmasının hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemiştir (Kaderli ve Demir, 2009: 48).

Olay analizi yöntemi Fama, Fisher, Jensen ve Roll (1969) çalışması ile popüler hale gelmiş ve zamanla genişletilmiştir. MacKinlay (1997) ve Binder (1998) çalışmaları günümüzde kullanılan olay analizi yöntemine kapsamlı bir şekilde rehberlik etmektedir (Ölmez, 2017: 66).

Olay analizi yöntemi ile ilgili olarak kullanılan belli bir model olmamasına rağmen genellikle finansal olay çalışmasında dört adım bulunmaktadır. Bu yöntemin uygulanma aşamaları MacKinlay (1997: 14-15) ve Schweitzer (1989: 18-19) tarafından aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

- Olayın tanımlanması
- Olay penceresi ve tahmin penceresinin belirlenmesi
- Anormal değişim ile kümülatif anormal değişimlerin hesaplanması
- Verilerin analiz edilmesi

İfade edildiği üzere olay analizi yönteminin uygulanabilmesi için olayın, olay penceresinin ve tahmin penceresinin belirlenmesi gerekmektedir. Çalışmada olay, uluslararası derecelendirme şirketleri tarafından Türkiye ve BRICS ülkelerine verilen kredi derecelendirme notları olmaktadır. Çalışmanın kapsadığı dönem aralığında S&P, Fitch ve Moody's derecelendirme şirketleri Türkiye için toplam 10 not değişikliği ve 6 görünüm değişikliği; Brezilya için toplam 10 not değişikliği ve 10 görünüm değişikliği; Rusya için toplam 7 not değişikliği ve 10 görünüm değişikliği; Hindistan için toplam 2 not değişikliği ve 2 görünüm değişikliği; Çin için toplam 2 not değişikliği ve 3 görünüm değişikliği; Güney Afrika için ise toplam 8 not değişikliği ve 8 görünüm değişikliği yapmıştır. Toplam not ve görünüm değişikliği ve bu notların kaç tanesinin analiz kapsamında incelendiği Tablo 10'da gösterilmektedir.

Tablo 10: 1 Ocak 2013 ile 21 Mart 2018 Tarihleri Arasındaki Toplam Not ve Görünüm Değişikliği

Ülke	Derecelendirme Şirketi	Toplam Not ve Görünüm Değişikliği	Analizde Kullanılan Not Değişikliği
Türkiye	Moody's	7	1
	S&P	7	2
	Fitch	2	1
Brezilya	Moody's	7	1
	S&P	8	2
	Fitch	5	1
Rusya	Moody's	10	1
	S&P	7	2
	Fitch	-	-
Hindistan	Moody's	2	1
	S&P	1	-
	Fitch	1	-
Çin	Moody's	3	1
	S&P	2	-
	Fitch	-	-
Güney Afrika	Moody's	7	-
	S&P	4	2
	Fitch	5	2

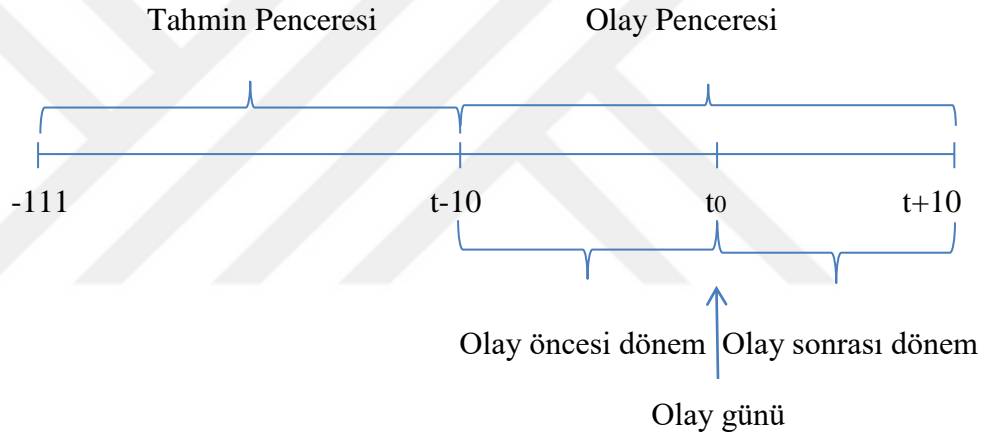
Çalışmada sadece not değişiklikleri dikkate alınmış olup görünüm değişiklikleri kapsam dışı bırakılmıştır. Ayrıca, çalışmada kullanılan yöntemin özelliği gereği söz konusu not değişikliklerinin bazıları analiz dışında tutularak Tablo 11'de gösterilen toplam 17 ülke kredi derecelendirme notu analiz kapsamında incelenmiştir.

Tablo 11: Analiz Kapsamında İncelenen Ülke Kredi Derecelendirme Notları

Ülke	Tarih	Derecelendirme Şirketi	Not
Türkiye	27.03.2013	S&P	BB'den BB+'ya yükseliş
	20.07.2016	S&P	BB+'dan BB'ye düşüş
	27.01.2017	Fitch	BBB-'den BB+'ya düşüş
	07.03.2018	Moody's	Ba1'den Ba2'e düşüş
Brezilya	24.03.2014	S&P	BBB'den BBB-'ye düşüş
	11.08.2015	Moody's	Baa2'den Baa3'e düşüş
	05.05.2016	Fitch	BB+'dan BB'ye düşüş
	11.01.2018	S&P	BB'den BB-'ye düşüş
Rusya	25.04.2014	S&P	BBB'den BBB-'ye düşüş
	17.10.2014	Moody's	Baa1'den Baa2'ye düşüş
	23.02.2018	S&P	BB+'dan BBB-'ye yükseliş
Hindistan	16.11.2017	Moody's	Baa3'den Baa2'ye yükseliş
Çin	24.05.2017	Moody's	Aa3'den A1'e düşüş
Güney Afrika	10.01.2013	Fitch	BBB+'dan BBB'ye düşüş
	13.06.2014	S&P	BBB'den BBB-'ye düşüş
	04.12.2015	Fitch	BBB'den BBB-'ye düşüş
	24.11.2017	S&P	BB+'dan BB'ye düşüş

Olay penceresi, olay öncesi ve olay sonrası belirlenen dönem ile olay gününü kapsamaktadır. Tahmin penceresi ise olayın etkisinin olmadığı düşünülen, olay öncesi dönemi ifade etmektedir (Harmancı, 2013: 52). Çalışmada olay penceresi, -10 gün olay öncesi, +10 gün olay sonrası ve olay günü olmak üzere 21 gün olarak, tahmin penceresi ise olayın etkisinin olmadığı düşünülen olay öncesi (-111, -11) 100 gün olarak belirlenmiştir. Çalışmada 21 günlük olay penceresi ile 100 günlük tahmin penceresinde, yani toplamda 121 günlük dönemde çakışan olaylar analiz kapsamı dışında bırakılmıştır. Ayrıca, art arda verilen kredi derecelendirme notlarından ilk önce verilen notlar tercih edilmiştir. Olay penceresi ve tahmin penceresi Şekil 2’de gösterilmektedir.

Şekil 2: Olay ve Tahmin Penceresi



Kaynak: (MacKinley, A. C., 1997: 20).

Olay analizinin amacı, bir olayın gerçekleştiği tarih etrafındaki aşırı değişimleri incelemektir. Aşırı değişimler, bu olay gerçekleşmediği zaman elde edilen normal değişimlerden yüksek veya düşük değişimlerdir. Bu değişimlerde “anormal değişim” olarak adlandırılmaktadır (Ölmez, 2017: 68). Anormal değişim (AD), ortalamaya göre düzeltilmiş getiri (mean-adjusted return) ve piyasaya göre düzeltilmiş getiri (market-adjusted returns) yöntemleriyle hesaplanmaktadır (Schweitzer, 1989: 25). Bu çalışmada da ortalamaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi tercih edilmiştir. Bunun nedeni; piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminin genellikle hisse senedi bazındaki sapmaları tespit etmesidir. Oysa, bu çalışmada derecelendirme notu açıklamalarının etkisi hisse senedi bazında olmayıp endeks bazında tespit edilmeye

çalışıldığı için, yalnızca endeksin anormal değişim oranlarının hesaplanması gerekmektedir (Harmancı, 2013: 59).

Anormal değişim oranını hesaplayabilmek için öncelikli olarak verilerin günlük değişimlerini hesaplamak gerekmektedir. Bu nedenle, işlem hacimleri ile CDS primlerinin günlük değişimleri hesaplandıktan sonra analiz kapsamına alınmıştır. Çalışmada kullanılan değişim oranı hesaplama formülü aşağıda gösterilmektedir:

$$D_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

D_t = t dönemindeki değişim oranı

P_t = t dönemindeki işlem hacmi veya CDS primi

P_{t-1} = t-1 dönemindeki işlem hacmi veya CDS primi

Anormal değişimlerin hesaplanması için kullanılan denklem aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Schweitzer, 1989: 25):

$$AD_t = D_t - \bar{D}_i$$

AD_t = t günündeki anormal değişim oranı,

D_t = t günündeki gerçekleşen değişim oranı

\bar{D}_i = tahmin penceresi ortalama değişim (beklenen değişim) oranı.

Beklenen değişim oranı (\bar{D}_i), tahmin penceresindeki gerçekleşen değişimlerin ortalamasını temsil etmektedir. Bu yöntemle göre, beklenen değişim oranı sabit ve geçmiş ortalama değişim oranına eşit olmaktadır. Anormal değişim de beklenen ile gerçekleşen değişim arasındaki farkı ifade etmektedir.

Anormal değişim oranları hesaplandıktan sonra ele alınan olayların etkisinin değişim oranlarının birikimli değerleri üzerindeki etkisinin tespiti için kümülatif anormal değişim (KAD) hesaplanmaktadır. Kümülatif anormal değişim aşağıdaki denklem yardımı ile hesaplanmaktadır (Harmancı, 2013: 60).

$$KAD_t = \sum_{t=1}^n (AD_t)$$

KAD_t = t günündeki kümülatif anormal değişim oranı

AD_t = t günündeki anormal değişim oranı

n = Gün

Anormal değişim oranları hesaplandıktan sonra bu oranlar toplanarak kümülatif anormal değişim oranları elde edilmektedir. Hesaplanan KAD sıfırdan farklılık arz ediyorsa ilgili olayın değişkenler üzerinde etkili olduğu ve anormal değişimi mümkün kıldığı söylenebilir. Ancak, elde edilen KAD 0'a eşit ya da 0'a çok yakın değerler alıyorsa ilgili olayın değişkenler üzerinde etkili olmadığı ifade edilebilir (Kaderli ve Demir, 2009: 51). Olay penceresi kapsamında olay öncesi ve olay sonrası elde edilen kümülatif anormal değişim oranlarının ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılık olup olmadığının tespiti için eşleştirilmiş örneklem t-testi uygulanmıştır. Bu test için aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir.

H_0 = Olay öncesi ve olay sonrası ortalama bakımından anlamlı farklılık yoktur.

H_a = Olay öncesi ve olay sonrası ortalama bakımından anlamlı farklılık vardır.

Ortalamaların anlamlılık derecesi (p) 0,05'den küçük ise H_0 reddedilir ve alternatif hipotez olan H_a kabul edilir (Korkmaz vd., 2017: 182). Çalışmada, eşleştirilmiş örneklem t-testinde de, CDS primleri ve işlem hacimlerindeki kümülatif anormal değişimlerin ortalamalarında, derecelendirme duyuru öncesinde ve sonrasında, anlamlı bir farklılaşma olup olmadığının belirlenmesi amaçlanmıştır. Eğer anlamlılık derecesi 0,05'den küçük ise derecelendirme notlarının söz konusu değişkenler üzerinde etkili olduğu ifade edilebilir.

3.4. Bulgular

Ülke kredi notları ile finansal piyasalar arasındaki ilişkinin incelenmeye çalışıldığı bu çalışmada iki farklı değişkene yönelik elde edilen bulgular ayrı ayrı raporlanmıştır. Çalışmanın bu kısmında ilk önce ülke kredi not değişikliği olayının CDS primlerinin AD ve KAD üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin bulgular ile olay öncesi dönem ve olay sonrası dönemdeki KAD oranları arasındaki farkı istatistiksel olarak test eden t-testi sonuçları yer almaktadır. Ayrıca, ülke kredi notları ile CDS primleri arasındaki ilişkiye yönelik yapılan olay analizi ile ilgili detaylı sonuçlar Ek 1, Ek 2, Ek 3, Ek 4, Ek 5 ve Ek 6'da; ülke kredi notları ile işlem hacimleri arasındaki ilişkiye yönelik yapılan olay analizi ile ilgili detaylı sonuçlar ise Ek 7, Ek 8, Ek 9, Ek 10, Ek 11 ve Ek 12'de gösterilmektedir.

3.4.1. Ülke Kredi Notları ile CDS Primleri Arasındaki İlişkiye Yönelik Bulgular

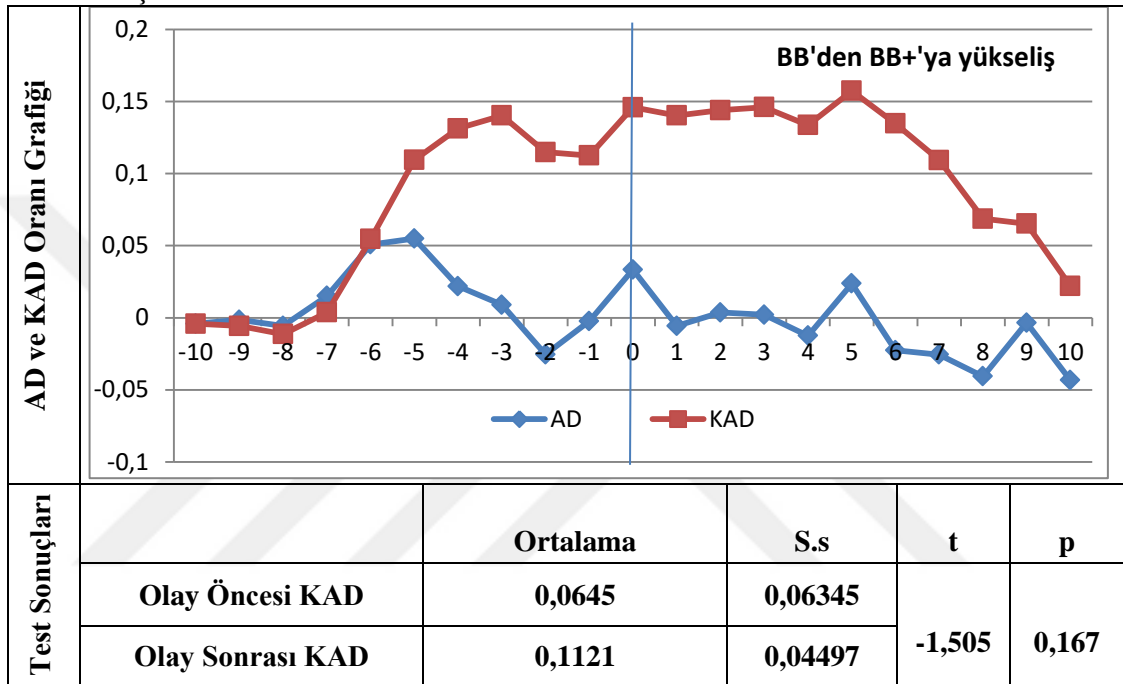
Ülke kredi notları ile CDS primleri arasındaki ilişkinin incelendiği bu çalışmada, olay öncesi dönem ile olay sonrası dönem analizinde olay gününden önceki 10 günlük kümülatif anormal değişim oranları ortalamasının, olay gününden sonraki 10 günlük kümülatif anormal değişim oranları ortalamasından farklı olup olmadığının test edilebilmesi için eşleştirilmiş örneklem t-testi kullanılmıştır. İncelenen olaylardan elde edilen test sonuçları ile olaydan önceki 10 güne, olay gününe ve olaydan sonraki 10 güne ait anormal değişim ve kümülatif anormal değişim oranları sırasıyla aşağıda sunulmaktadır. Türkiye ve BRICS ülkelerine ait kredi notlarının CDS primleri üzerindeki etkisine yönelik elde edilen bulgular aşağıda özetlenmektedir.

3.4.1.1. Türkiye'ye İlişkin Bulgular

Çalışmada Türkiye'ye yönelik Tablo 11'de verilen dört olay inceleme kapsamına alınmıştır. Bu olaylara ilişkin sonuçlar sırasıyla aşağıda sunulmaktadır.

S&P uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu 27.03.2013 tarihinde, Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılamaz seviye olan BB'den yatırım yapılabilir seviyenin bir basamak altı olan BB+'ya yükseltmiştir. Bu olaya ilişkin CDS primlerin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 12'de özetlenmektedir.

Tablo 12: 27.03.2013 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

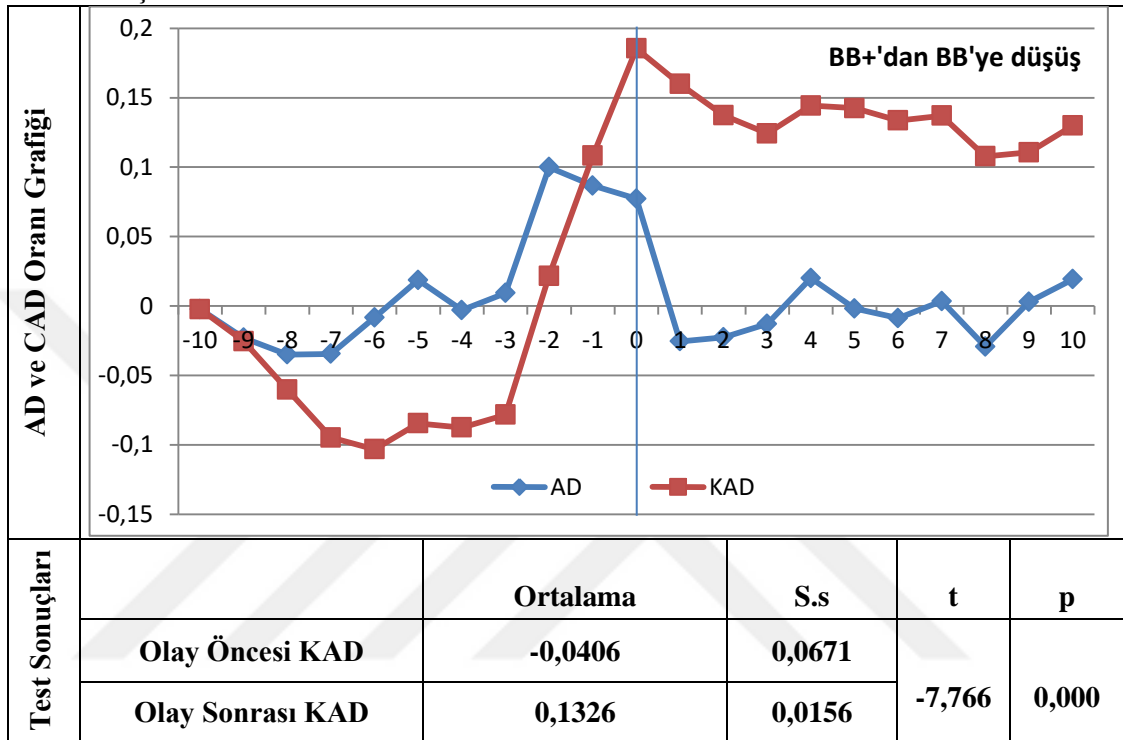


Tablo 12'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi KAD oranlarının ortalaması ile olay sonrası KAD oranlarının ortalaması arasında artış görülmüştür. Ancak, bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin -1,505 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,167 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasında anlamlı bir farkın olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Türkiye'nin kredi notunun S&P tarafından 27.03.2013 tarihinde BB seviyesinden BB+ seviyesine yükseltilmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

S&P uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu 20.07.2016 tarihinde Türkiye'nin kredi notunu BB+ seviyesinden BB seviyesine düşürmüştür. Bu olaya

ilişin CDS primlerin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 13’de özetlenmektedir.

Tablo 13: 20.07.2016 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

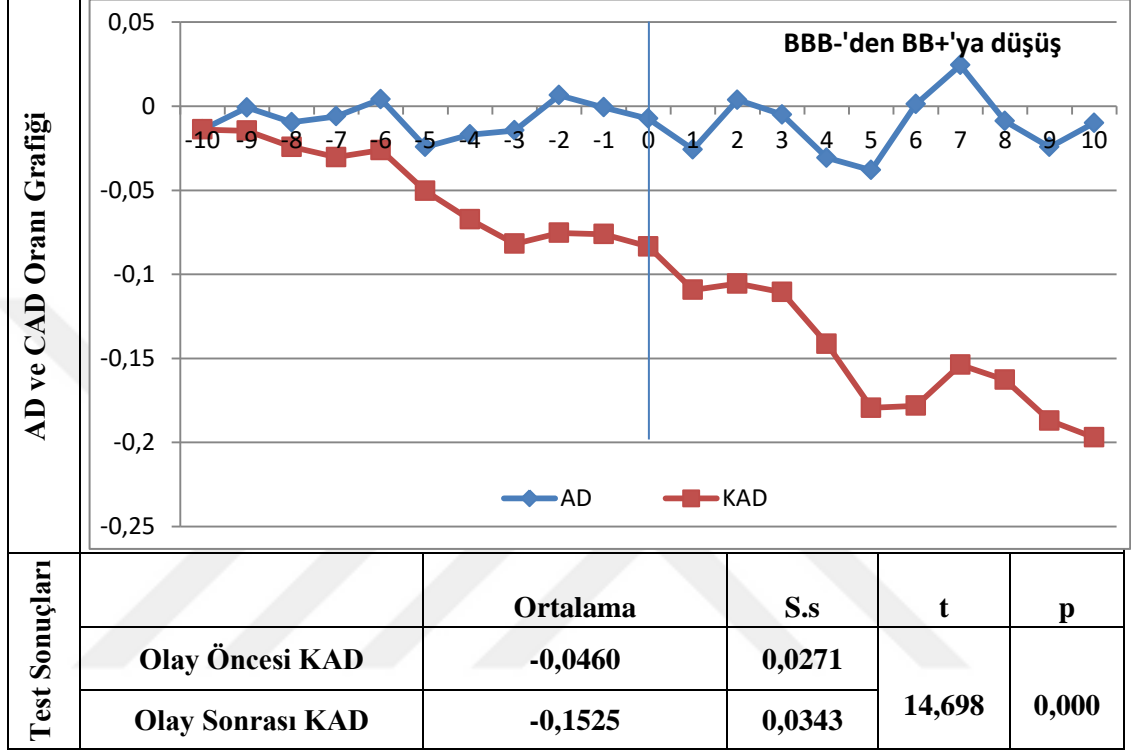


Tablo 13’de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin -7,766 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,000 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Türkiye’nin kredi notunun S&P tarafından 20.07.2016 tarihinde BB+ seviyesinden BB seviyesine düşürülmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

Fitch uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Türkiye’nin kredi notunu BBB- seviyesinden yatırım yapılabilir seviyenin bir basamak altı olan BB+ seviyesine

indirmiştir. Bu olaya ilişkin CDS primlerin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 14’de özetlenmektedir.

Tablo 14: 27.01.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

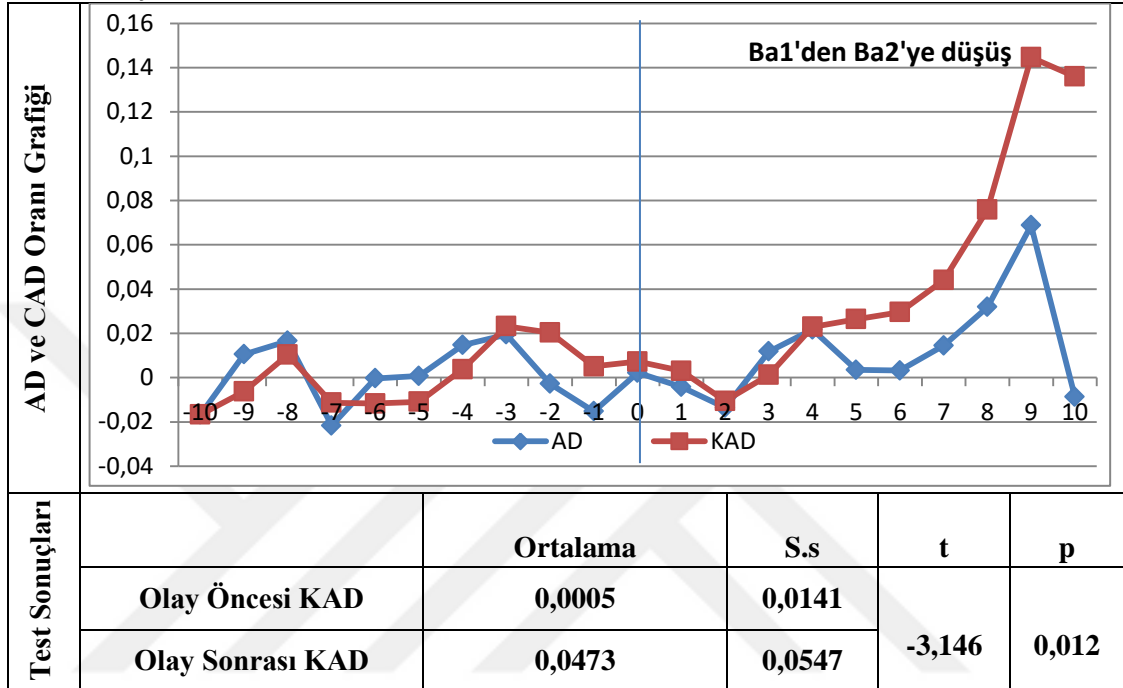


Tablo 14’de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında azalış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin 14,698 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,000 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Türkiye’nin kredi notunun Fitch tarafından 27.01.2017 tarihinde BBB-seviyesinden BB+ seviyesine düşürülmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

Moody’s uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu 07.03.2018 tarihinde Türkiye’nin kredi notunu Ba1 seviyesinden Ba2 seviyesine düşürmüştür. Bu olaya

ilişin CDS primlerin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 15’de özetlenmektedir.

Tablo 15: 07.03.2018 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

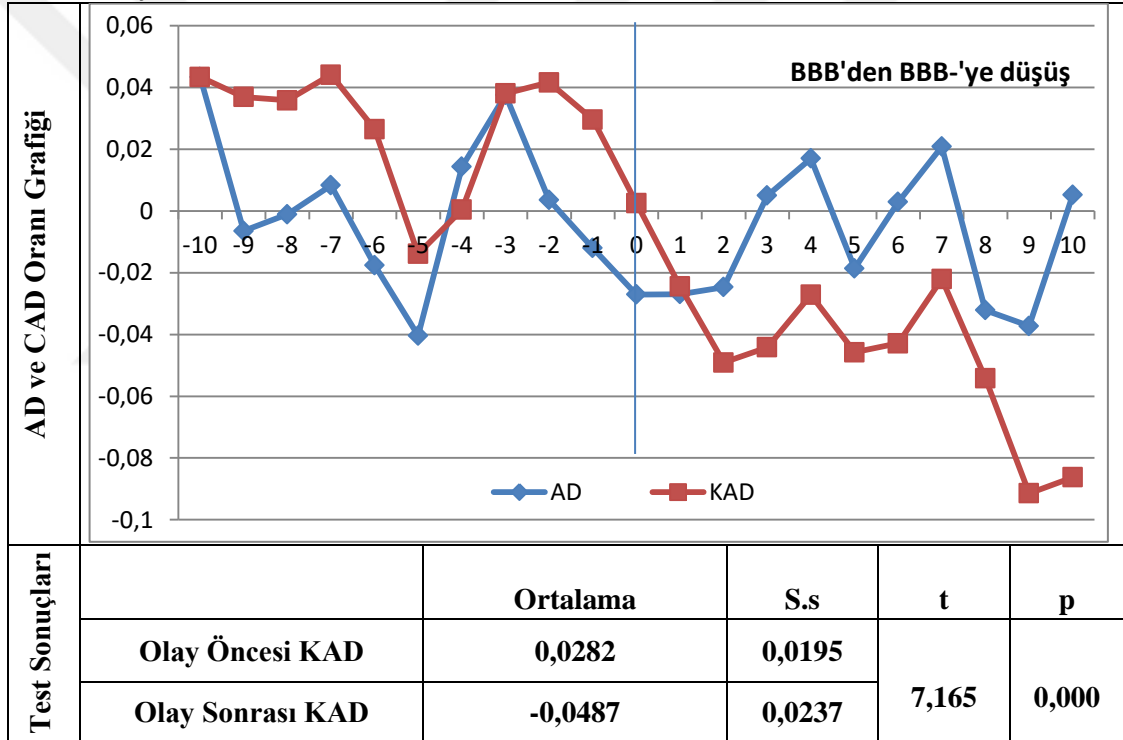


Tablo 15’de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin -3,146 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,012 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Türkiye’nin kredi notunun Moody’s tarafından 07.03.2018 tarihinde Ba1 seviyesinden Ba2 seviyesine düşürülmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

3.4.1.2. Brezilya'ya İlişkin Bulgular

Çalışmada Brezilya'ya yönelik Tablo 10'da verilen dört olay inceleme kapsamına alınmıştır. Bu olaylara ilişkin sonuçlar sırasıyla aşağıda sunulmaktadır. S&P uluslararası derecelendirme şirketi 24.03.2014 tarihinde Brezilya'nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine indirmiştir. Bu olaya ilişkin CDS primlerin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 16'da özetlenmektedir.

Tablo 16: 24.03.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

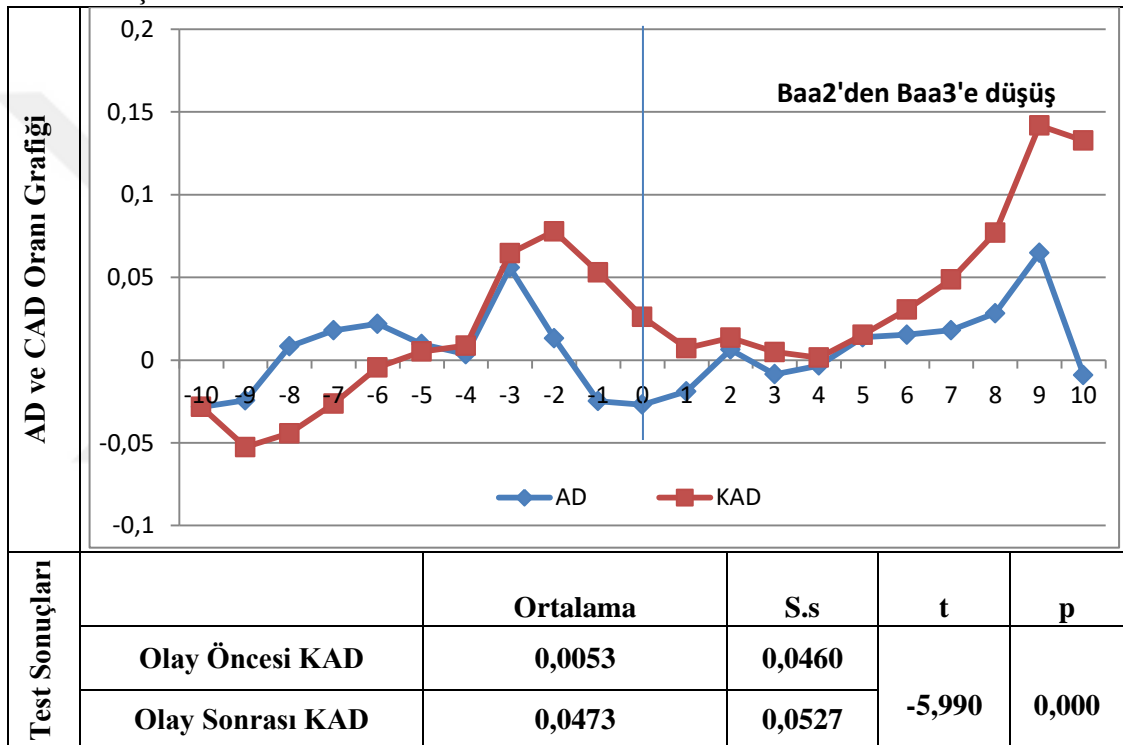


Tablo 16'da, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında azalış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin -7,165 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,000 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, S&P derecelendirme şirketinin 24.03.2014 tarihinde Brezilya'nın kredi

notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine düşürmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

Moody's 11.08.2015 tarihinde Brezilya'nın kredi notunu Baa2 seviyesinden Baa3 seviyesine indirmiştir. Bu olaya ilişkin CDS primlerin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 17'de özetlenmektedir.

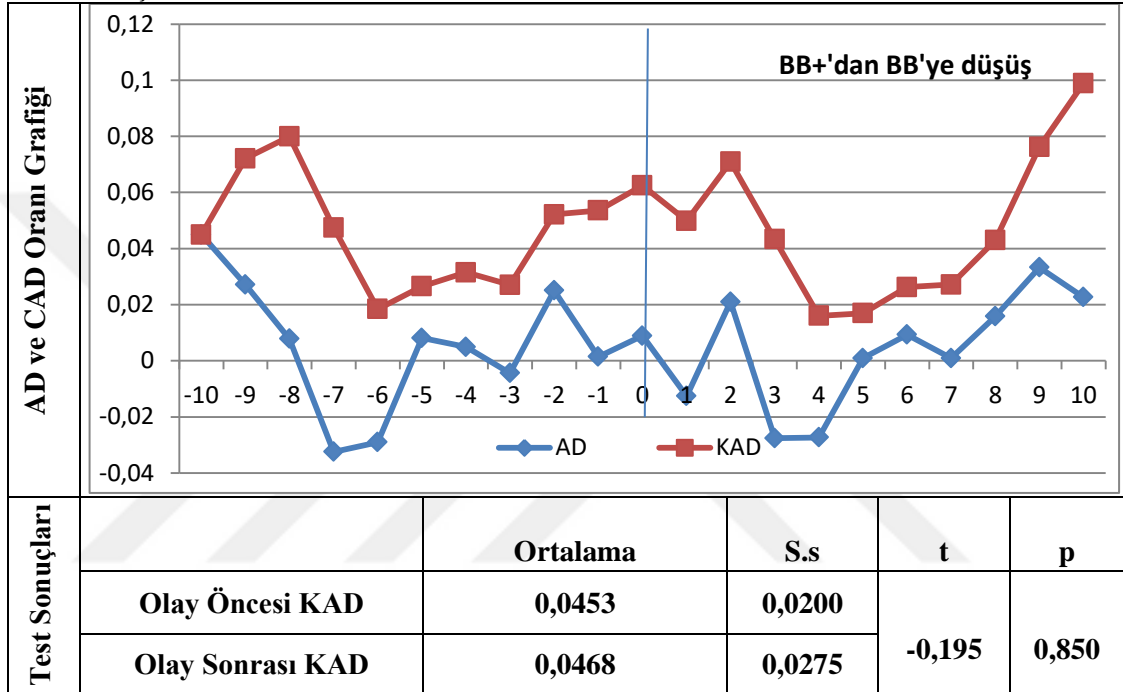
Tablo 17: 11.08.2015 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



Tablo 17'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında pozitif yönde artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin -5,990 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,000 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Moody's uluslararası derecelendirme şirketinin 11.08.2015 tarihinde Brezilya'nın kredi notunu Baa2 seviyesinden Baa3 seviyesine indirmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

Fitch uluslararası derecelendirme şirketi 05.05.2016 tarihinde Brezilya'nın kredi notunu BB+ seviyesinden BB seviyesine düşürmüştür. Bu olaya ilişkin CDS primlerin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 18'de özetlenmektedir.

Tablo 18: 05.05.2016 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

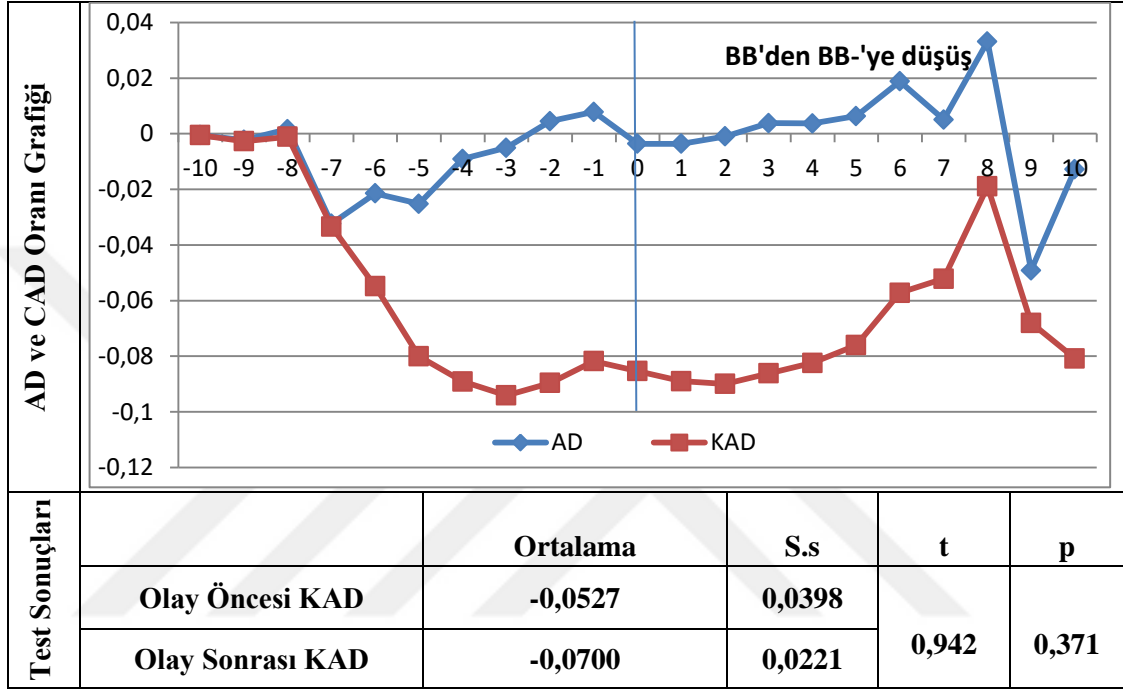


Tablo 18'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında çok fazla değişiklik görülmemiştir. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin -0,195 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,850 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Fitch uluslararası derecelendirme şirketinin 05.05.2016 tarihinde Brezilya'nın kredi notunu BB+ seviyesinden BB seviyesine indirmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

S&P uluslararası derecelendirme şirketi 11.01.2018 tarihinde Brezilya'nın kredi notunu BB seviyesinden BB- seviyesine indirmiştir. Söz konusu bu olayın CDS

primlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 19’da özetlenmektedir.

Tablo 19: 11.01.2018 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

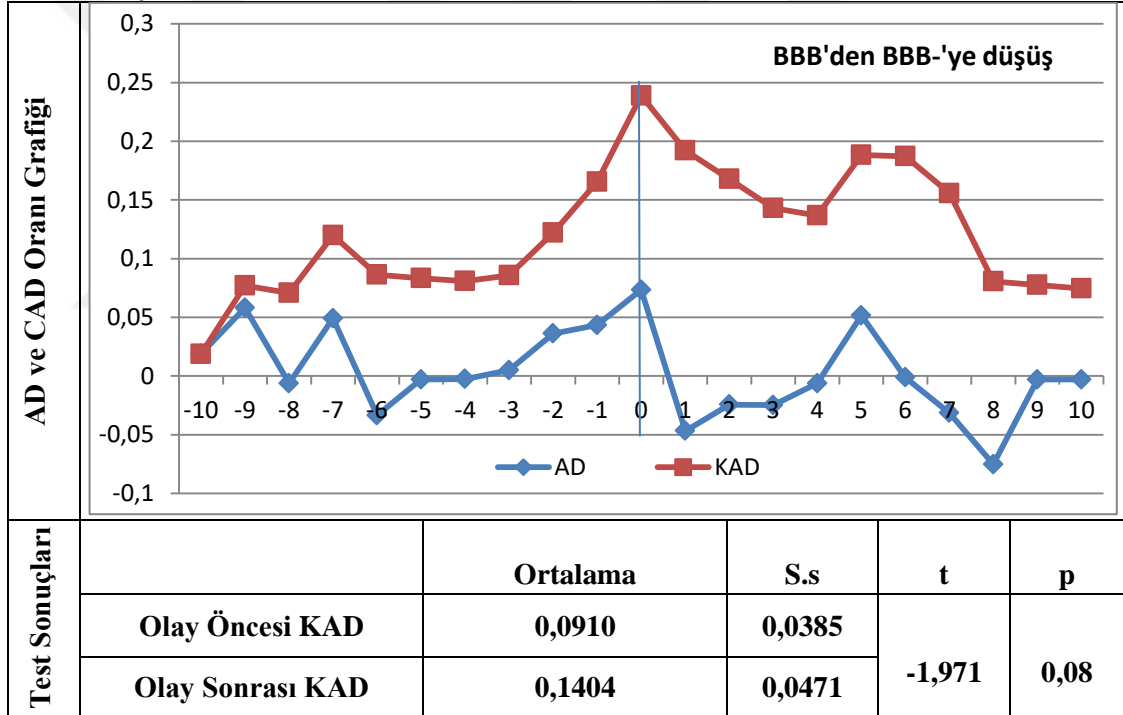


Tablo 19’da, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında çok fazla değişiklik görülmemiştir. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin 0,942 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin 0,371 > 0,05 olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, S&P uluslararası derecelendirme şirketinin 11.01.2018 tarihinde Brezilya’nın kredi notunu BB seviyesinden BB- seviyesine indirmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

3.4.1.3. Rusya'ya ilişkin Bulgular

Çalışmada Rusya'ya yönelik Tablo 10'da verilen üç olay inceleme kapsamına alınmıştır. Bu olaylara ilişkin sonuçlar sırasıyla aşağıda sunulmaktadır. S&P uluslararası derecelendirme şirketi 25.04.2014 tarihinde Rusya'nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın CDS primlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 20'de özetlenmektedir.

Tablo 20: 25.04.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

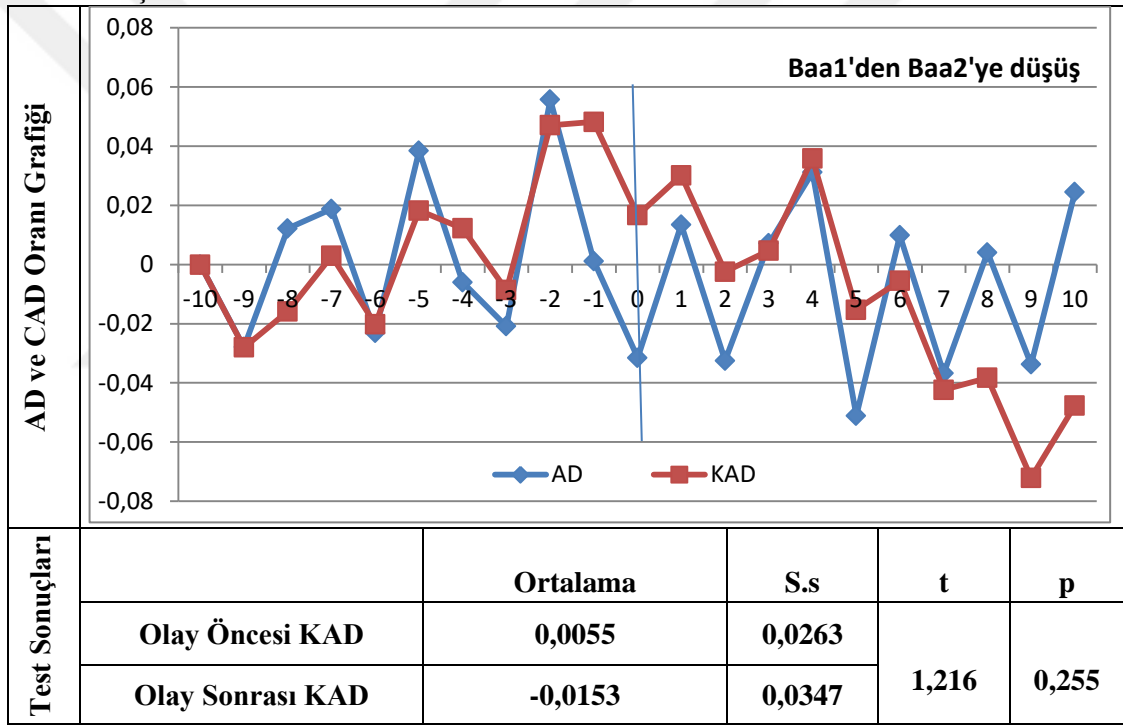


Tablo 20'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında pozitif yönde artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin -1,971 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,080 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, S&P uluslararası derecelendirme şirketinin 25.04.2014

tarihinde Rusya'nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine indirmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

Moody's uluslararası derecelendirme şirketi 17.10.2014 tarihinde Rusya'nın kredi notunu Baa1 seviyesinden Baa2 seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın CDS primlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 21'de özetlenmektedir.

Tablo 21: 17.10.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

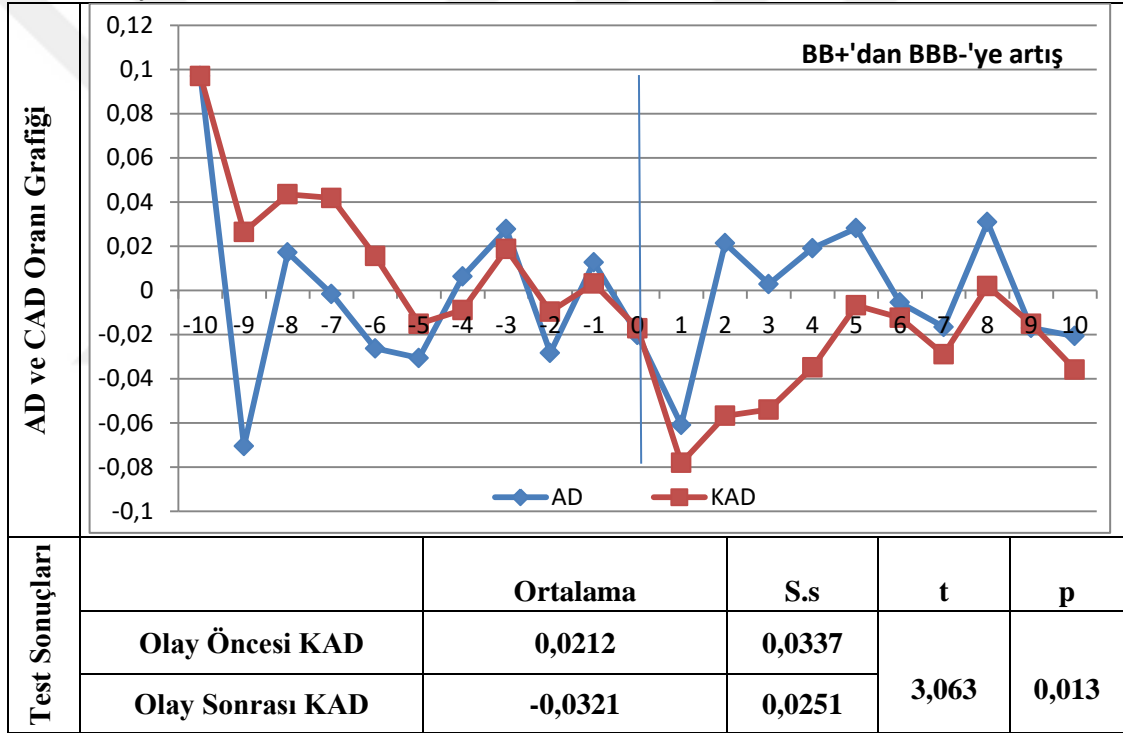


Tablo 21'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında azalış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin -1,216 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,255 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Moody's uluslararası derecelendirme şirketinin 17.10.2014 tarihinde

Rusya'nın kredi notunu Baa1 seviyesinden Baa2 seviyesine indirmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

S&P uluslararası derecelendirme şirketi 23.02.2018 tarihinde Rusya'nın kredi notunu yatırım yapılamaz seviye olan BB+'dan yatırım yapılabilir seviye olan BBB-'ye artırmıştır. Söz konusu bu olayın CDS primlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 22'de özetlenmektedir.

Tablo 22: 23.02.2018 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



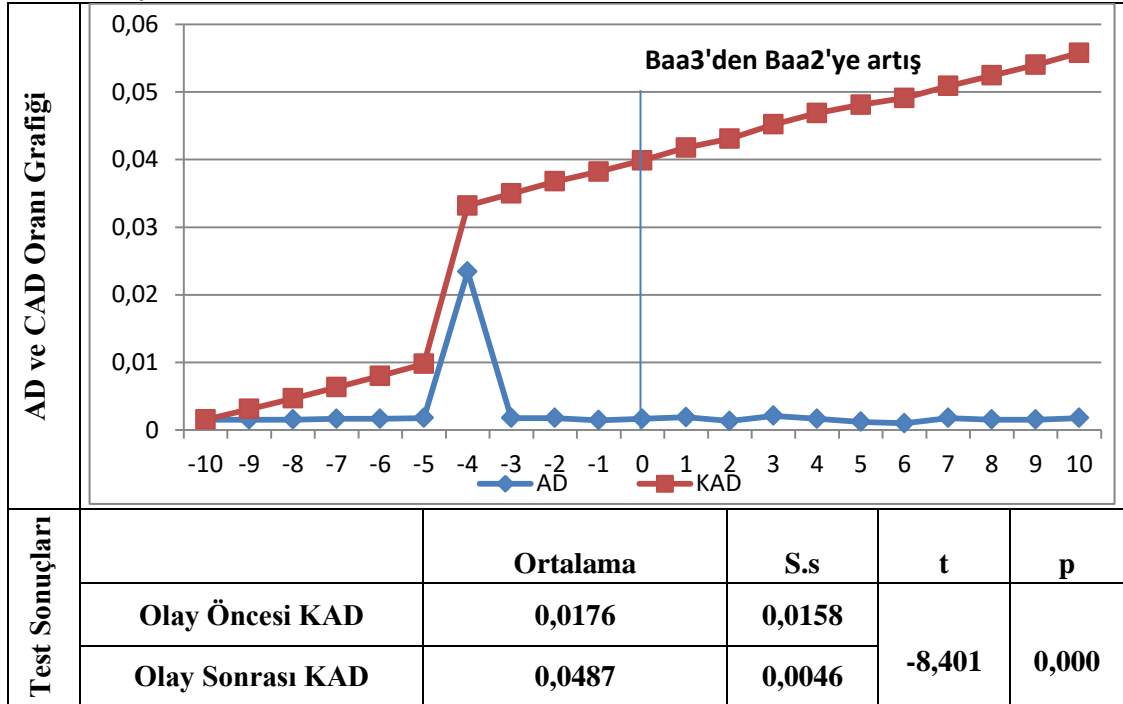
Tablo 22'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında azalış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin -3,063 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,013 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, S&P uluslararası derecelendirme şirketinin 23.02.2018 tarihinde

Rusya'nın kredi notunu BB+ seviyesinden BBB- seviyesine yükseltmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

3.4.1.4. Hindistan'a İlişkin Bulgular

Uluslararası derecelendirme şirketlerinden S&P ve Fitch Hindistan'ın kredi notunda son 10 yıldır değişiklik yapmamıştır. Ancak, Moody's derecelendirme şirketi 13 yıl sonra Hindistan'ın kredi notunu değiştirmiştir. Bu nedenle, çalışmamızda Hindistan için sadece bir olay inceleme kapsamına alınmıştır. Uluslararası derecelendirme şirketi Moody's 16.11.2017 tarihinde Hindistan'ın kredi notunu Baa3 seviyesinden Baa2 seviyesine yükseltmiştir. Böylelikle, Hindistan'ın kredi notu yatırım yapılabilir en düşük seviyenin bir basamak üstüne yükseltildi. Söz konusu bu olayın CDS primlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 23'de özetlenmektedir.

Tablo 23: 16.11.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

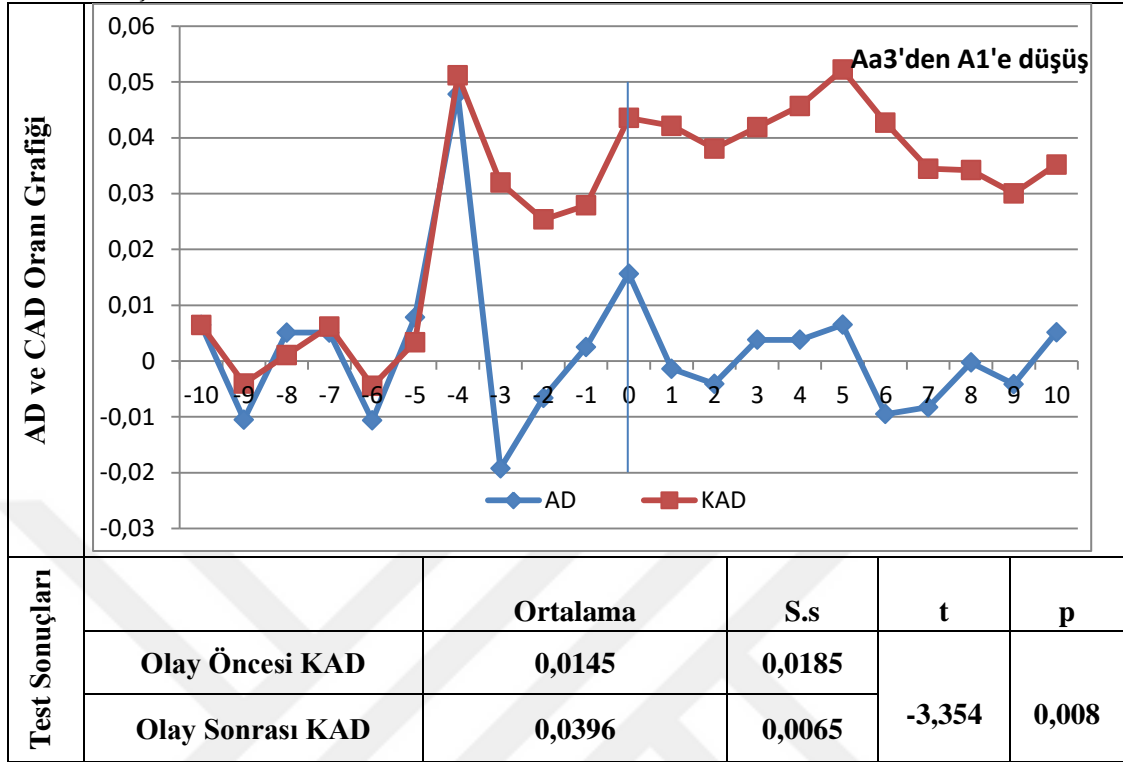


Tablo 23’de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin – 8,401 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,000 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Moody’s uluslararası derecelendirme şirketinin 16.11.2017 tarihinde Hindistan’ın kredi notunu Baa3 seviyesinden Baa2 seviyesine yükseltmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

3.4.1.5. Çin’e İlişkin Bulgular

Çalışmada Çin’e yönelik Tablo 10’da verilen bir olay inceleme kapsamına alınmıştır. Bu olaya ilişkin sonuç aşağıda sunulmaktadır. Uluslararası derecelendirme şirketi Moody’s 24.05.2017 tarihinde Çin’in kredi notunu Aa3 seviyesinden A1 seviyesine indirmiştir. Söz konusu bu olayın CDS primlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 24’de özetlenmektedir.

Tablo 24: 24.05.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



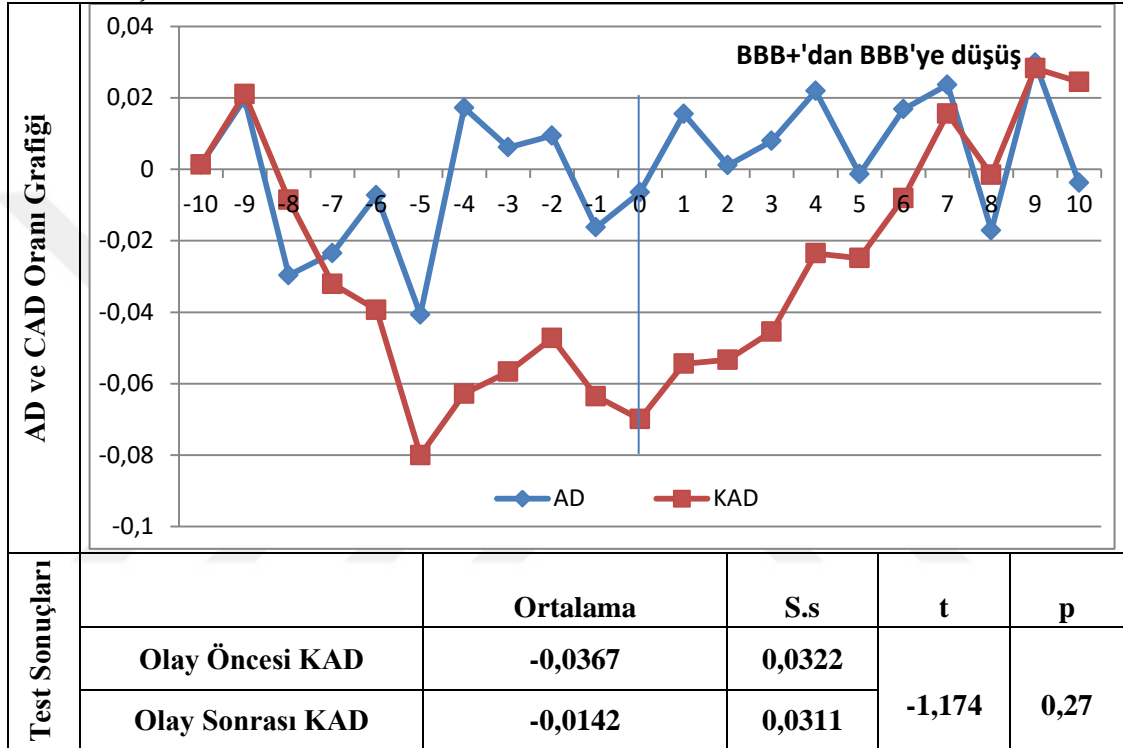
Tablo 24’de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıdığında elde edilen bulgular t-test değerinin -3,354 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,008 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Moody’s uluslararası derecelendirme şirketinin 24.05.2017 tarihinde Çin’in kredi notunu Aa3 seviyesinden A1 seviyesine indirmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

3.4.1.6. Güney Afrika’ya İlişkin Bulgular

Çalışmada Güney Afrika’ya yönelik Tablo 10’da verilen dört olay inceleme kapsamına alınmıştır. Bu olaylara ilişkin sonuçlar sırasıyla aşağıda sunulmaktadır. Uluslararası derecelendirme şirketi Fitch 10.01.2013 tarihinde Rusya’nın kredi notunu

BBB+ seviyesinden BBB seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın CDS primlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 25’de özetlenmektedir.

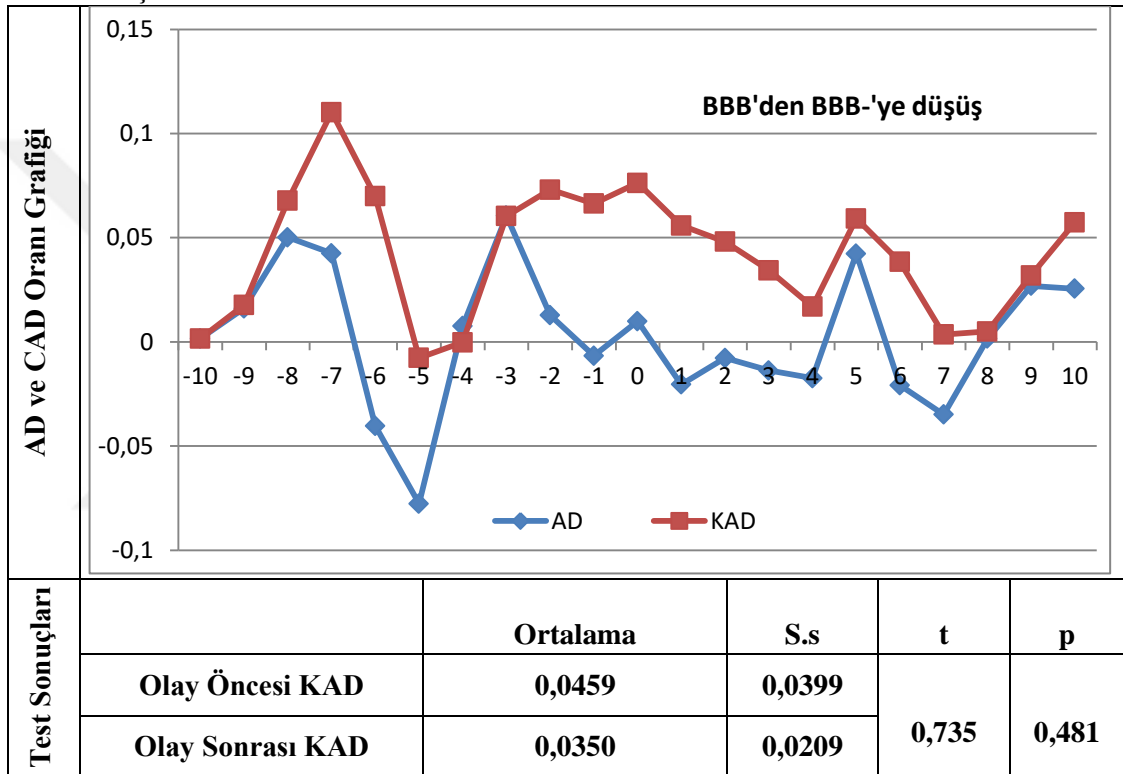
Tablo 25: 10.01.2013 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



Tablo 25’de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında pozitif yönde artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin $-1,174$ düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,27 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Fitch uluslararası derecelendirme şirketinin 10.01.2013 tarihinde Güney Afrika’nın kredi notunu BBB+ seviyesinden BBB seviyesine indirmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

Uluslararası derecelendirme şirketi S&P 13.06.2014 tarihinde Güney Afrika'nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın CDS primlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 26'da özetlenmektedir.

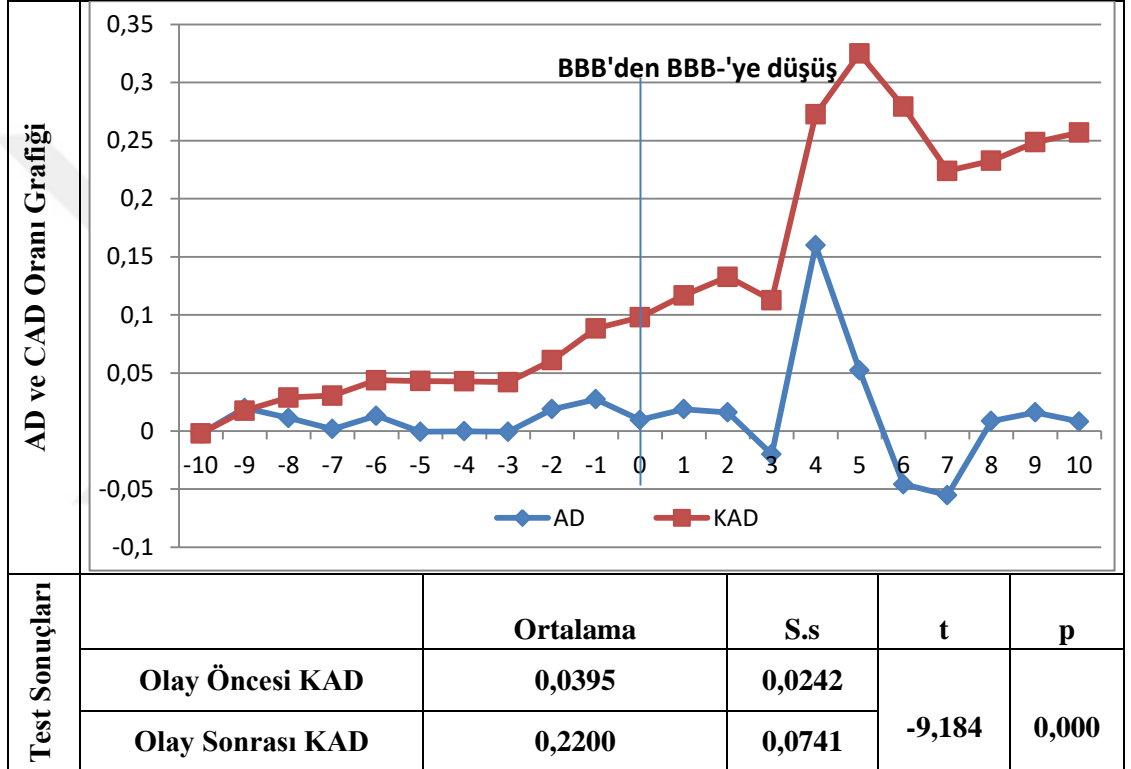
Tablo 26: 13.06.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



Tablo 26'da, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında azalış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin 0,735 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,481 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, S&P uluslararası derecelendirme şirketinin 13.06.2014 tarihinde Güney Afrika'nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine indirmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

Uluslararası derecelendirme şirketi Fitch 04.12.2015 tarihinde Güney Afrika'nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın CDS primlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 27'de özetlenmektedir.

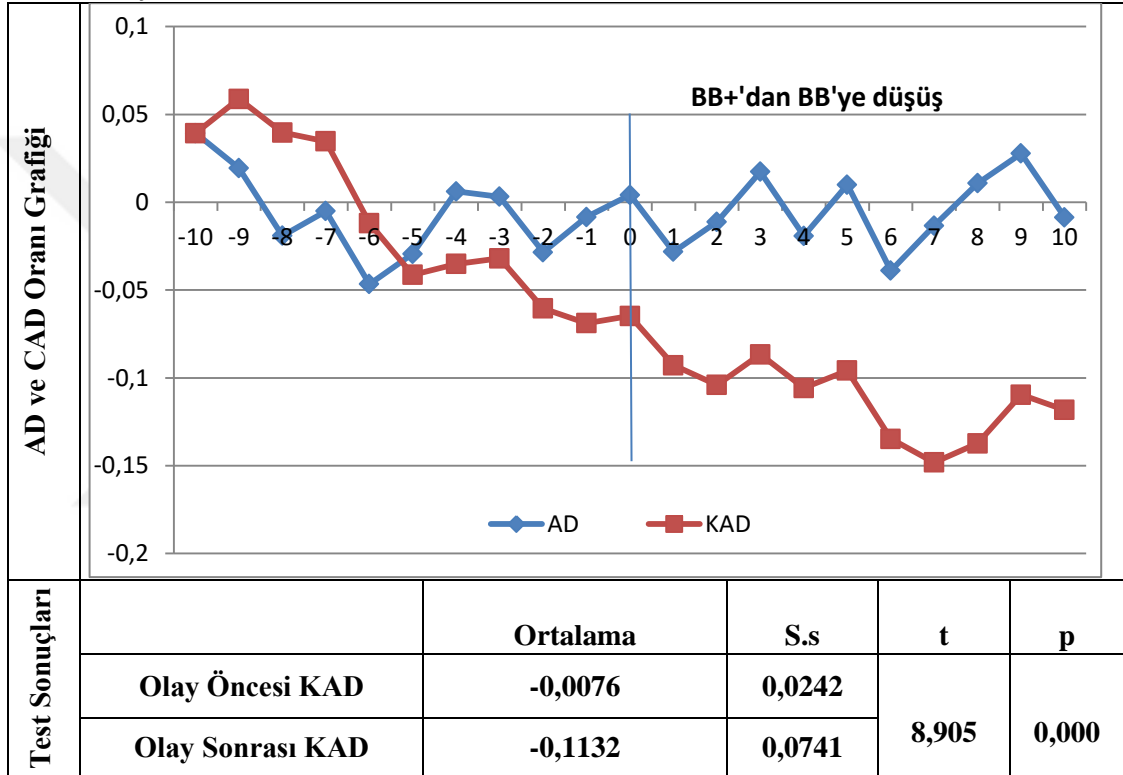
Tablo 27: 04.12.2015 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



Tablo 27'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin -9,184 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,000 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Fitch uluslararası derecelendirme şirketinin 04.12.2015 tarihinde Güney Afrika'nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine indirmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

Uluslararası derecelendirme şirketi S&P 24.11.2017 tarihinde Güney Afrika'nın kredi notunu BB+ seviyesinden BB seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın CDS primlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 28'de özetlenmektedir.

Tablo 28: 24.11.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



Tablo 28'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında eksi yönde artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değeri 8,905 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değeri 0,000 < 0,05 olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, S&P uluslararası derecelendirme şirketinin 24.11.2017 tarihinde Güney Afrika'nın kredi notunu BB+ seviyesinden BB seviyesine indirmesi olayının CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

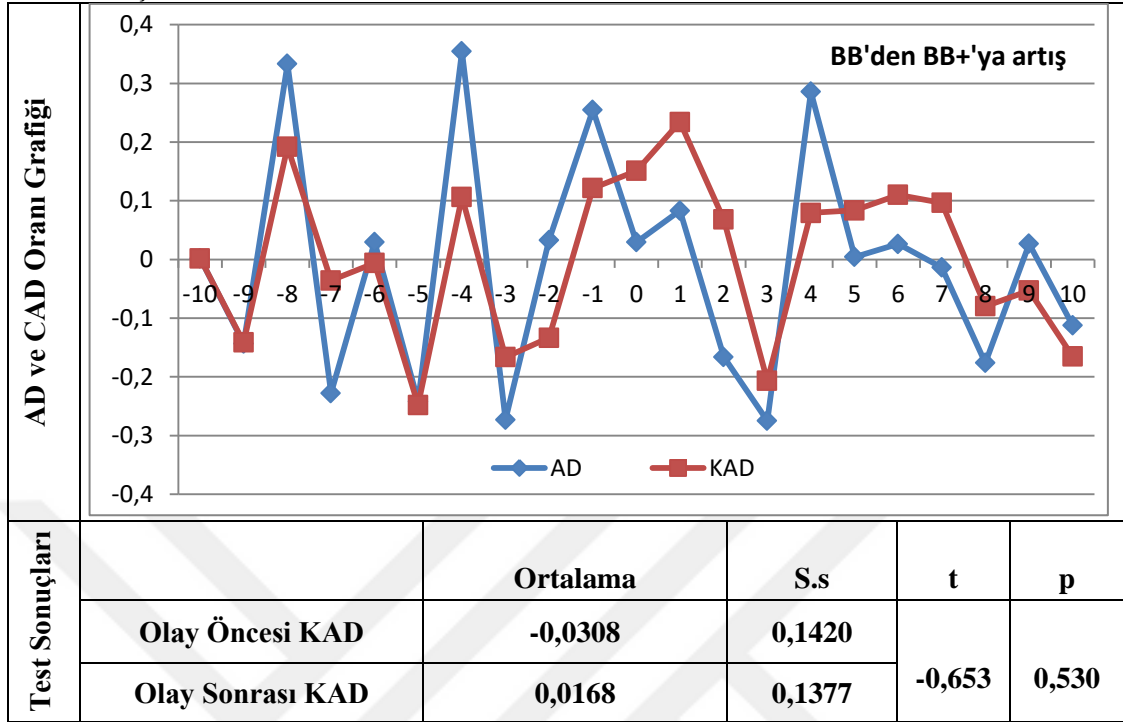
3.4.2. Ülke Kredi Notları ile İşlem Hacmi Arasındaki İlişkiye Yönelik Bulgular

Ülke kredi notları ile işlem hacmi arasındaki ilişkinin incelendiği bu çalışmada, olay öncesi dönem ile olay sonrası dönem analizinde olay gününden önceki 10 günlük kümülatif anormal değişim oranları ortalamasının, olay gününden sonraki 10 günlük kümülatif anormal değişim oranları ortalamasından farklı olup olmadığının test edilebilmesi için eşleştirilmiş örneklem t-testi kullanılmıştır. İncelenen olaylardan elde edilen test sonuçları ile olaydan önceki 10 güne, olay gününe ve olaydan sonraki 10 güne ait anormal değişim ve kümülatif anormal değişim oranları sırasıyla aşağıda sunulmaktadır. Türkiye ve BRİCS ülkelerine ait kredi notlarının işlem hacimleri üzerindeki etkisine yönelik elde edilen bulgular aşağıda özetlenmektedir.

3.4.2.1. Türkiye'ye İlişkin Bulgular

Çalışmada Türkiye'ye yönelik Tablo 10'da verilen dört olay inceleme kapsamına alınmıştır. Ayrıca, çalışmada kredi notlarının işlem hacimleri üzerindeki etkisini incelemek için Türkiye'nin temel gösterge endeksi olan BIST 100 endeksi günlük işlem hacimleri kullanılmıştır. Bu olaylara ilişkin sonuçlar sırasıyla aşağıda sunulmaktadır. S&P uluslararası kredi derecelendirme kuruluşunun 27.03.2013 tarihinde, Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılamaz seviye olan BB'den yatırım yapılabilir seviyenin bir basamak altı olan BB+'ya yükseltmesi olayının BIST 100 işlem hacimlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 29'da özetlenmektedir.

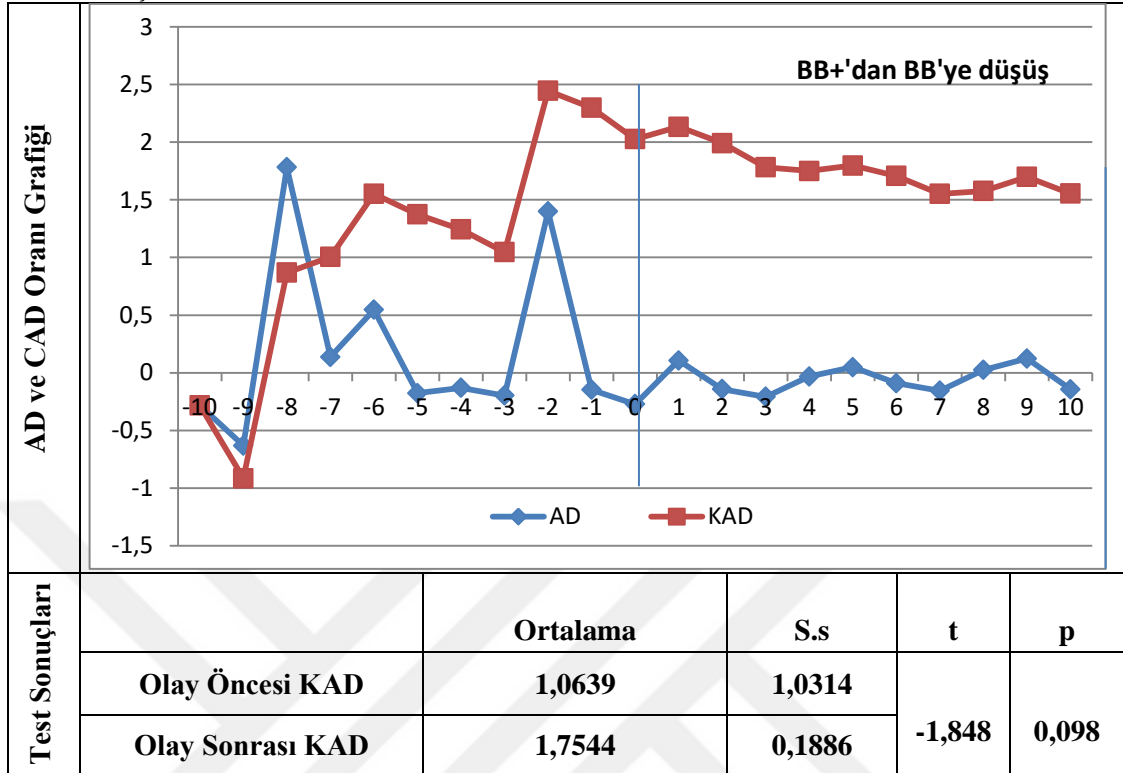
Tablo 29: 27.03.2013 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



Tablo 29’da, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi KAD oranlarının ortalaması ile olay sonrası KAD oranlarının ortalaması arasında artış görülmüştür. Ancak, bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değeri -0,653 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,530 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasında anlamlı bir farkın olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, S&P derecelendirme şirketi tarafından 27.03.2013 tarihinde Türkiye’nin kredi notunun BB’den BB+’ya yükseltilmesi olayının BIST 100 endeksi işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

S&P uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu 20.07.2016 tarihinde Türkiye’nin kredi notunu BB+ seviyesinden BB seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın BIST 100 işlem hacimlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 30’da özetlenmektedir.

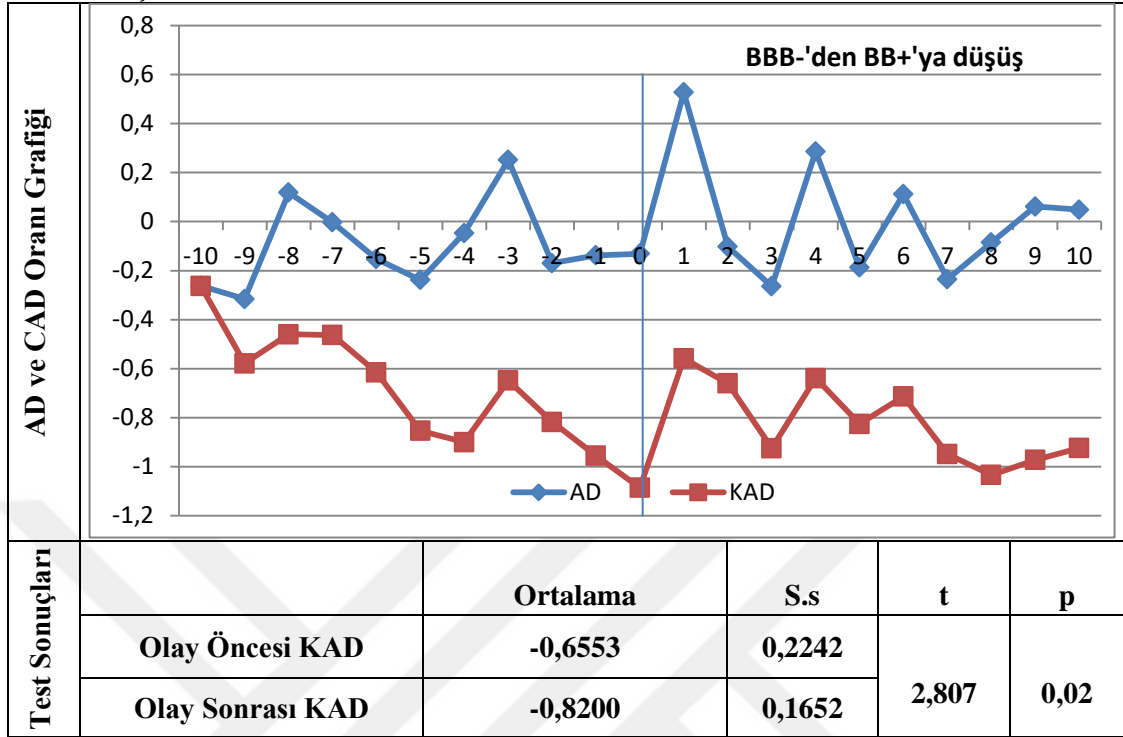
Tablo 30: 20.07.2016 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



Tablo 30'da, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin -1,848 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,098 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Türkiye'nin kredi notunun 20.07.2016 tarihinde S&P derecelendirme şirketi tarafından BB+ seviyesinden BB seviyesine düşürülmesi olayının BIST 100 işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

Fitch uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu 27.01.2017 tarihinde Türkiye'nin kredi notunu BBB- seviyesinden yatırım yapılabilir seviyenin bir basamak altı olan BB+ seviyesine indirmiştir. Söz konusu bu olayın BIST 100 işlem hacimlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 31'de özetlenmektedir.

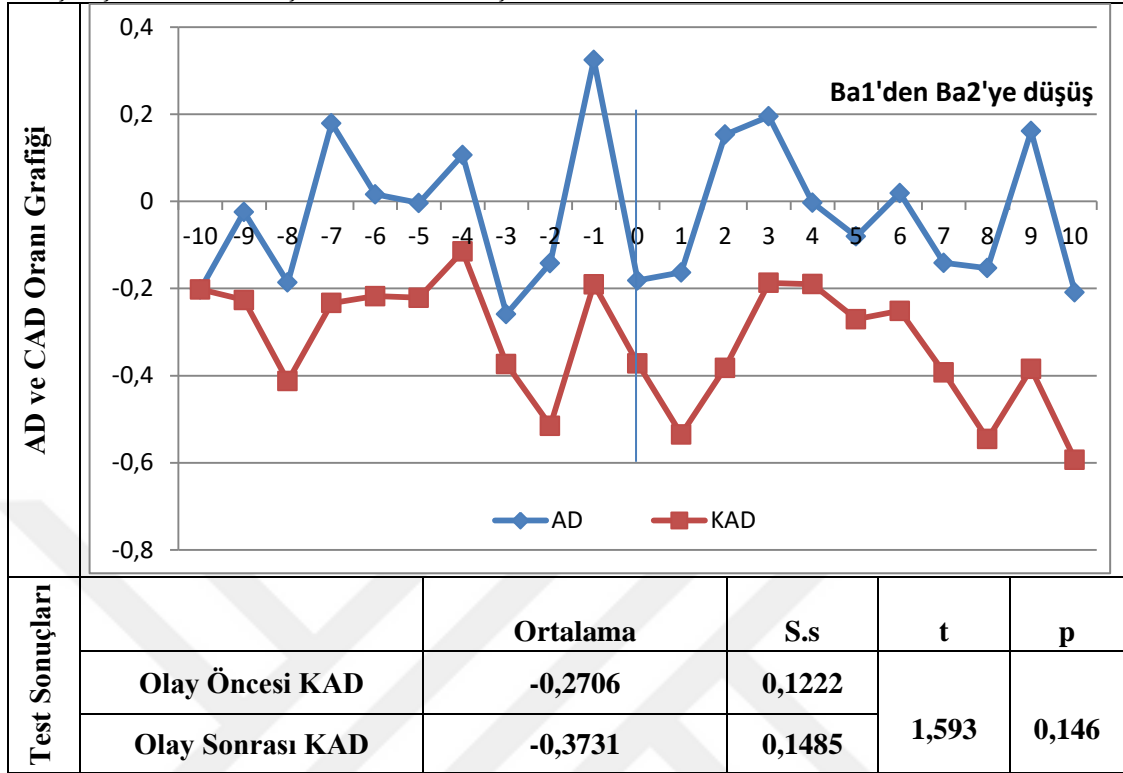
Tablo 31: 27.01.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası CDS Primi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



Tablo 31’de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında azalış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin 2,807 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,02 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Türkiye’nin kredi notunun 27.01.2017 tarihinde Fitch derecelendirme şirketi tarafından BBB- seviyesinden BB+ seviyesine düşürülmesi olayının BIST 100 işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

Moody’s uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu 07.03.2018 tarihinde Türkiye’nin kredi notunu Ba1 seviyesinden Ba2 seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın BIST 100 işlem hacimlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 32’de özetlenmektedir.

Tablo 32: 07.03.2018 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası BIST 100 İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



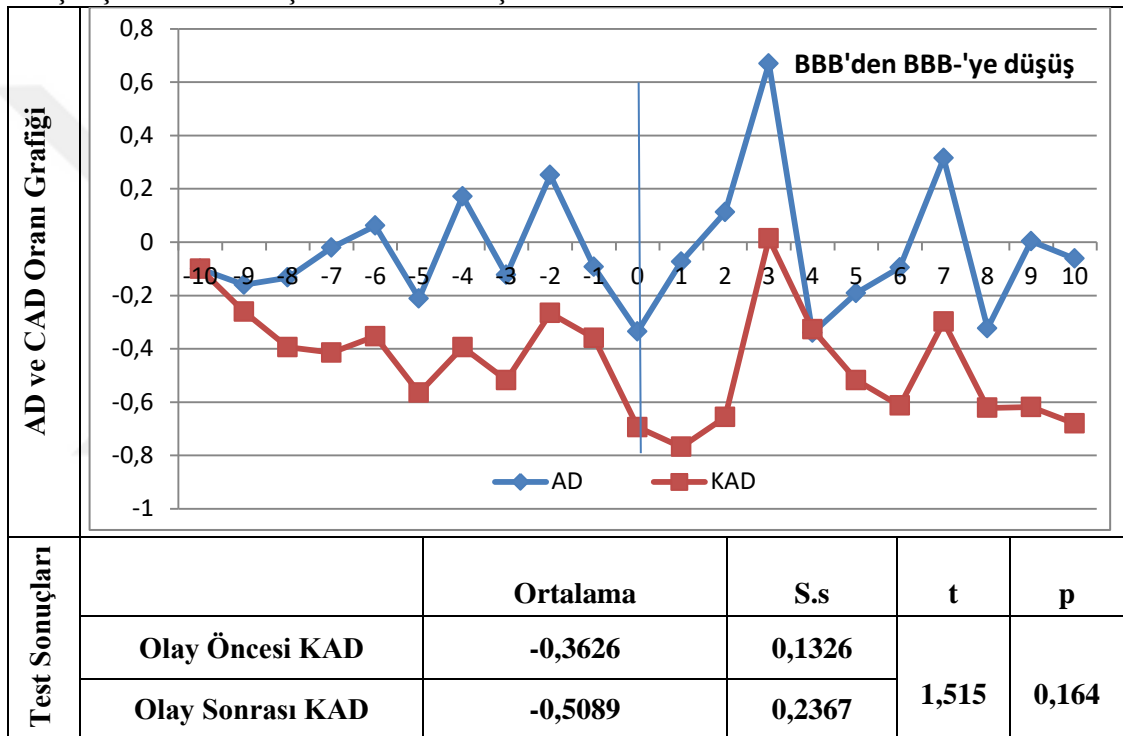
Tablo 32’de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında azalış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin 1,593 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,146 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Türkiye’nin kredi notunun 07.03.2018 tarihinde Moody’s derecelendirme şirketi tarafından Ba1 seviyesinden Ba2 seviyesine düşürülmesi olayının BIST 100 işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

3.4.2.2. Brezilya’ya İlişkin Bulgular

Çalışmada Brezilya’ya yönelik Tablo 10’da verilen dört olay inceleme kapsamına alınmıştır. Ayrıca, çalışmada kredi notlarının işlem hacimleri üzerindeki etkisini incelemek için Brezilya’nın temel gösterge endeksi olan BOVESPA endeksi

günlük işlem hacimleri kullanılmıştır. Bu olaylara ilişkin sonuçlar sırasıyla aşağıda sunulmaktadır. S&P uluslararası kredi derecelendirme kuruluşunun 24.03.2014 tarihinde, Brezilya'nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine düşürmesi olayının BOVESPA günlük işlem hacimlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 33'de özetlenmektedir.

Tablo 33: 24.03.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası BOVESPA İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

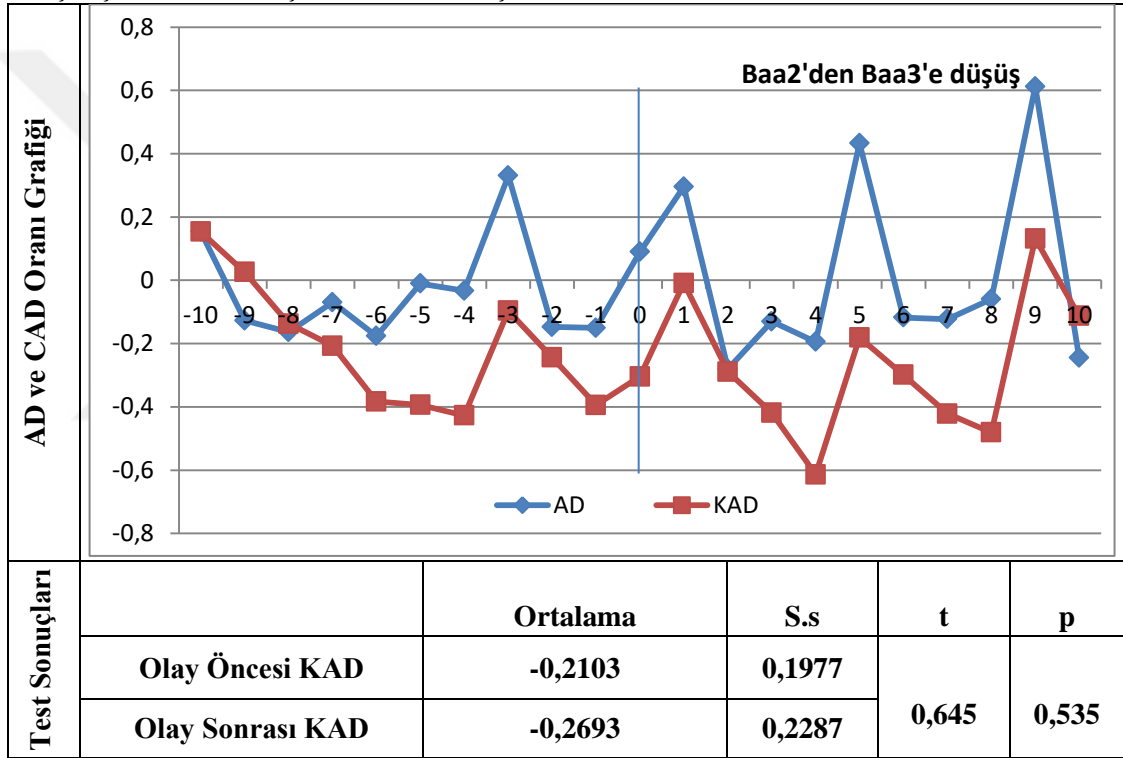


Tablo 33'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi KAD oranlarının ortalaması ile olay sonrası KAD oranlarının ortalaması arasında azalış görülmüştür. Ancak, bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin 1,515 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,164 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasında anlamlı bir farkın olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Brezilya'nın kredi notunun S&P derecelendirme şirketi tarafından 24.03.2014 tarihinde BBB seviyesinden BBB-

seviyesine düşürülmesi olayının BOVESPA işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

Moody's 11.08.2015 tarihinde Brezilya'nın kredi notunu Baa2 seviyesinden Baa3 seviyesine indirmiştir. Söz konusu bu olayın BOVESPA işlem hacimlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 34'de özetlenmektedir.

Tablo 34: 11.08.2015 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası BOVESPA İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

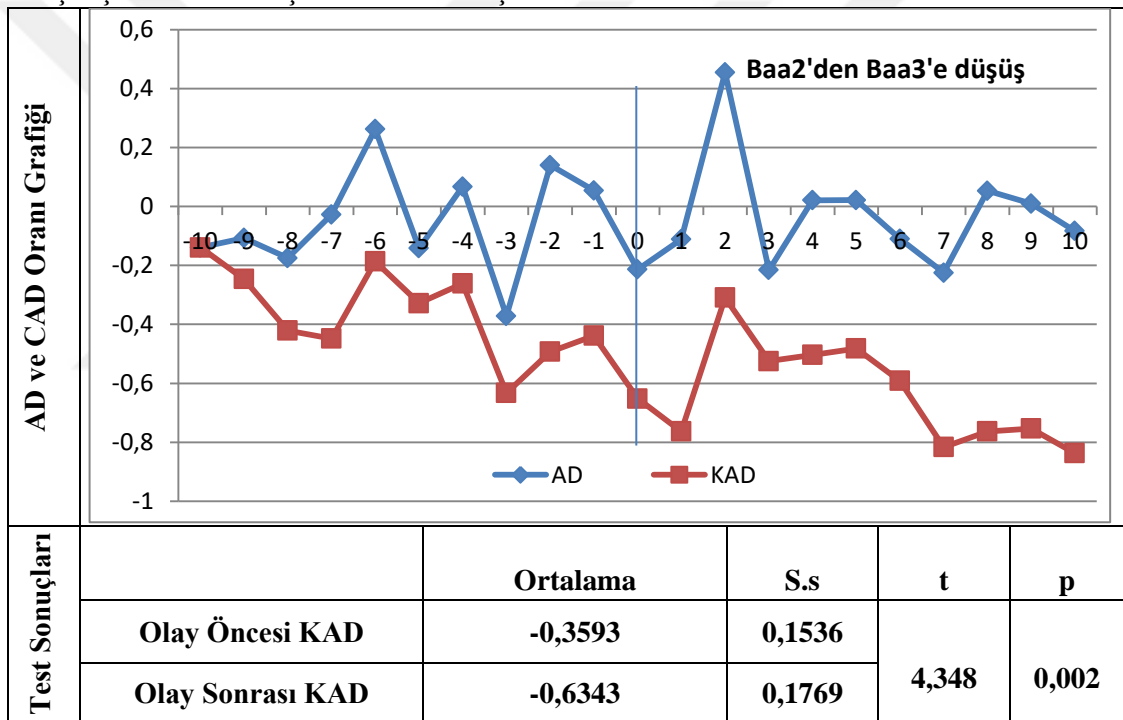


Tablo 34'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında azalış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin -0,2103 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,535 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Moody's uluslararası derecelendirme şirketinin 11.08.2015 tarihinde

Brezilya'nın kredi notunu Baa2 seviyesinden Baa3 seviyesine indirmesi olayının BOVESPA işlem hacimleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

Fitch uluslararası derecelendirme şirketi 05.05.2016 tarihinde Brezilya'nın kredi notunu BB+ seviyesinden BB seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu not düşüşünün BOVESPA işlem hacimlerinin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 35'de özetlenmektedir.

Tablo 35: 05.05.2016 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası BOVESPA İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

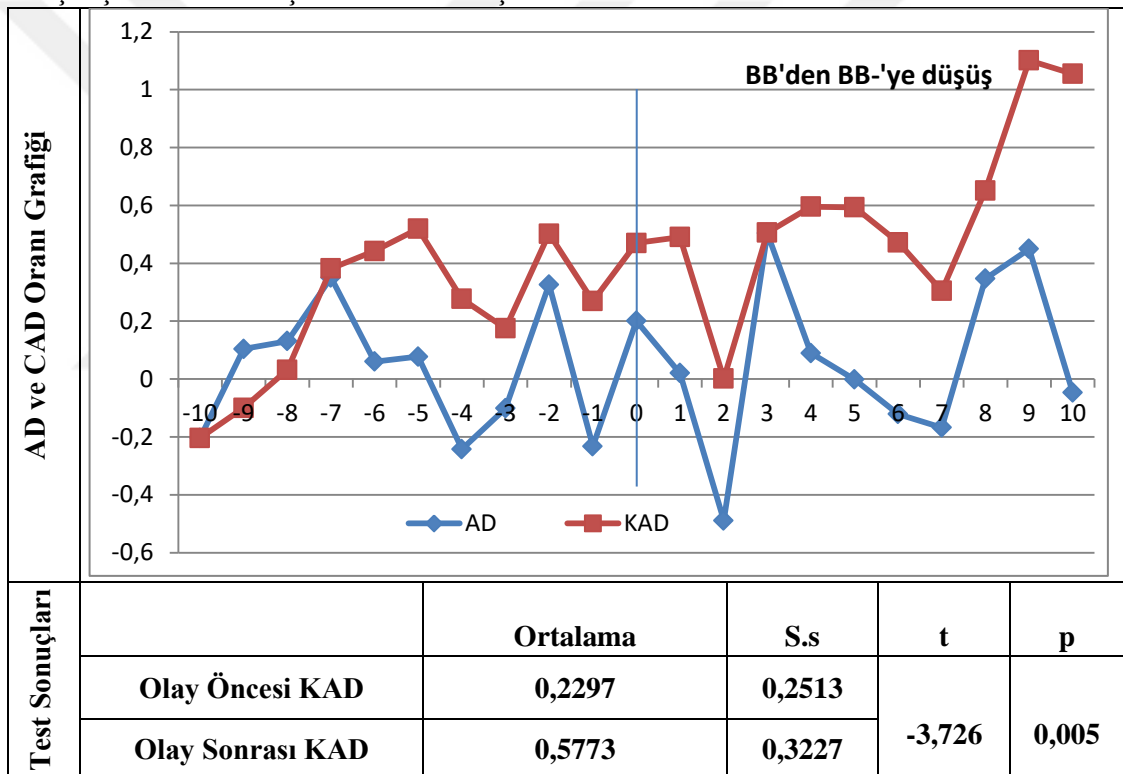


Tablo 35'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında azalış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin 4,348 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,002 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Fitch uluslararası derecelendirme şirketinin 05.05.2016 tarihinde

Brezilya'nın kredi notunu BB+ seviyesinden BB seviyesine indirmesi olayının BOVESPA işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

S&P uluslararası derecelendirme şirketi 11.01.2018 tarihinde Brezilya'nın kredi notunu BB seviyesinden BB- seviyesine indirmiştir. Söz konusu bu olayın BOVESPA işlem hacimlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 36'da özetlenmektedir.

Tablo 36: 11.01.2018 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası BOVESPA İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



Tablo 36'da, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin -3,726 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,005 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, S&P uluslararası derecelendirme şirketinin 11.01.2018 tarihinde

Brezilya'nın kredi notunu BB seviyesinden BB- seviyesine indirmesi olayının BOVESPA işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

3.4.2.3. Rusya'ya İlişkin Bulgular

Çalışmada Rusya'ya yönelik Tablo 10'da verilen üç olay inceleme kapsamına alınmıştır. Bu olaylara ilişkin sonuçlar sırasıyla aşağıda sunulmaktadır. S&P uluslararası derecelendirme şirketi 25.04.2014 tarihinde Rusya'nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın RTSI işlem hacimlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 37'de özetlenmektedir.

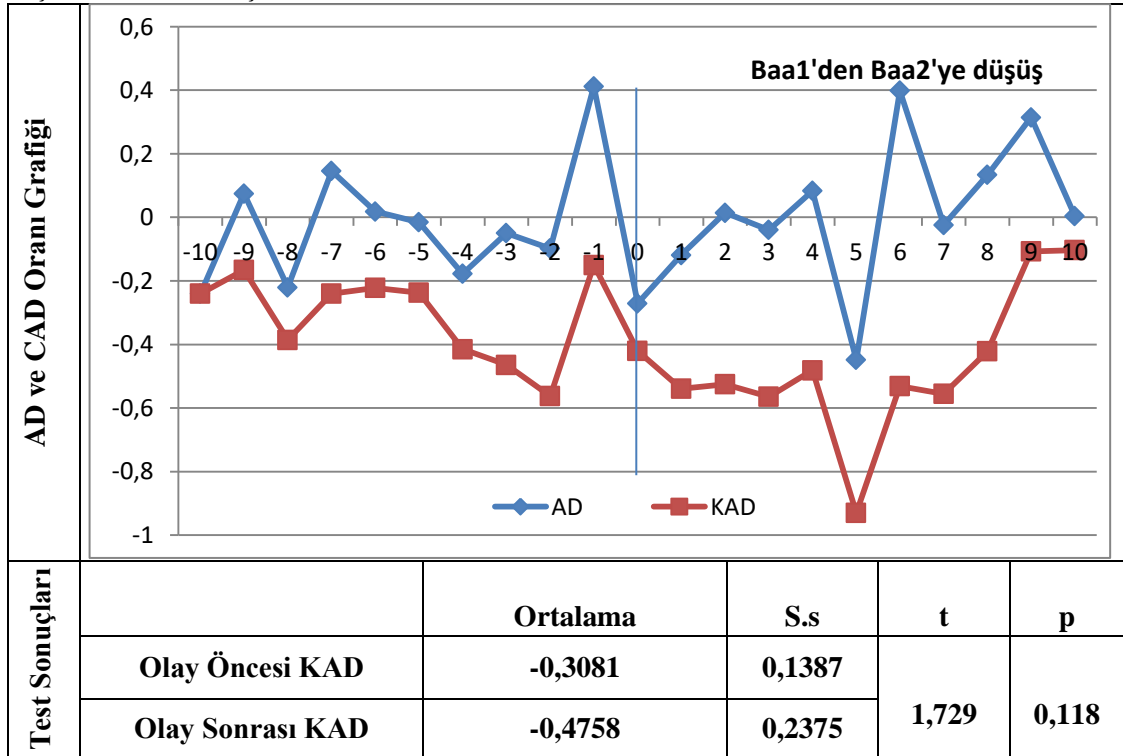
Tablo 37: 25.04.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası RTSI İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

Test Sonuçları	AD ve CAD Oranı Grafiği			
	Ortalama	S.s	t	p
Olay Öncesi KAD	-0,1827	0,3045	-1,685	0,126
Olay Sonrası KAD	0,2470	0,6664		

Tablo 37’de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin -1,685 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,126 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, S&P uluslararası derecelendirme şirketinin 25.04.2014 tarihinde Rusya’nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine indirmesi olayının RTSI işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

Moody’s uluslararası derecelendirme şirketi 17.10.2014 tarihinde Rusya’nın kredi notunu Baa1 seviyesinden Baa2 seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın RTSI işlem hacimlerinin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 38’de özetlenmektedir.

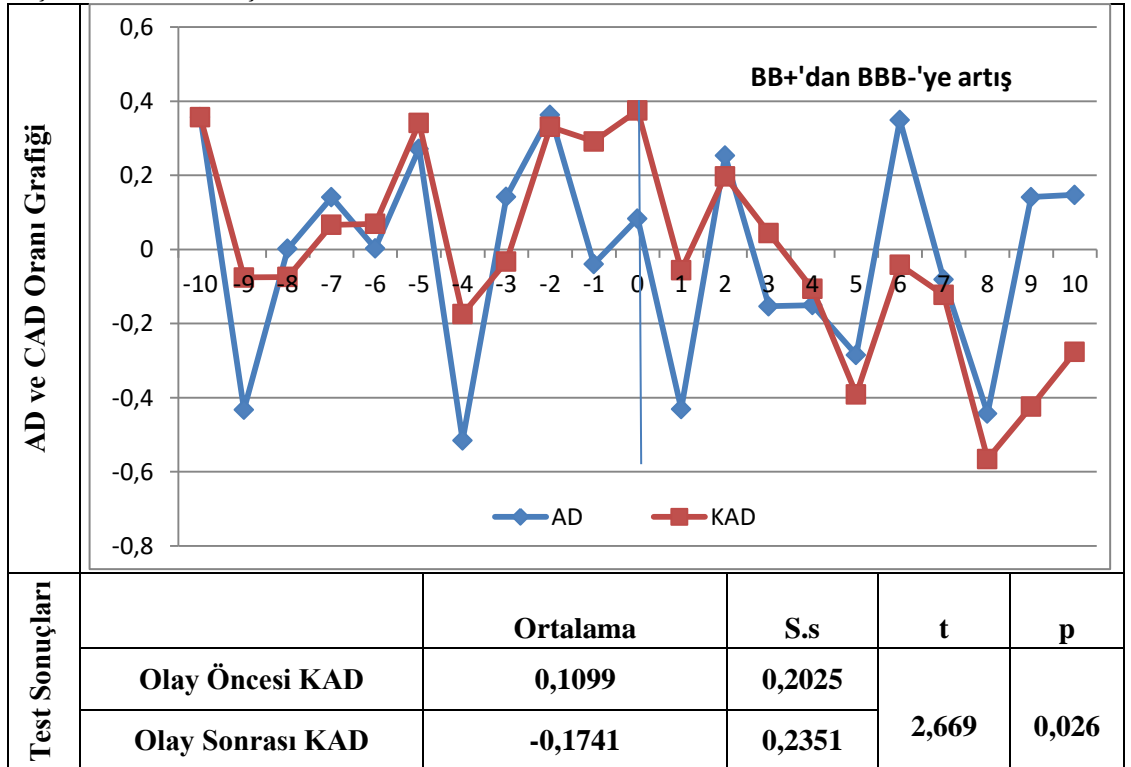
Tablo 38: 17.10.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası RTSI İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



Tablo 38’de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında azalış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin 1,729 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,118 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Moody’s uluslararası derecelendirme şirketinin 17.10.2014 tarihinde Rusya’nın kredi notunu Baa1 seviyesinden Baa2 seviyesine indirmesi olayının RTSI işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

S&P uluslararası derecelendirme şirketi 23.02.2018 tarihinde Rusya’nın kredi notunu yatırım yapılamaz seviye olan BB+’dan yatırım yapılabilir seviye olan BBB-’ye artırmıştır. Söz konusu bu olayın RTSI işlem hacimlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 39’da özetlenmektedir.

Tablo 39: 23.02.2018 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası RTSI İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

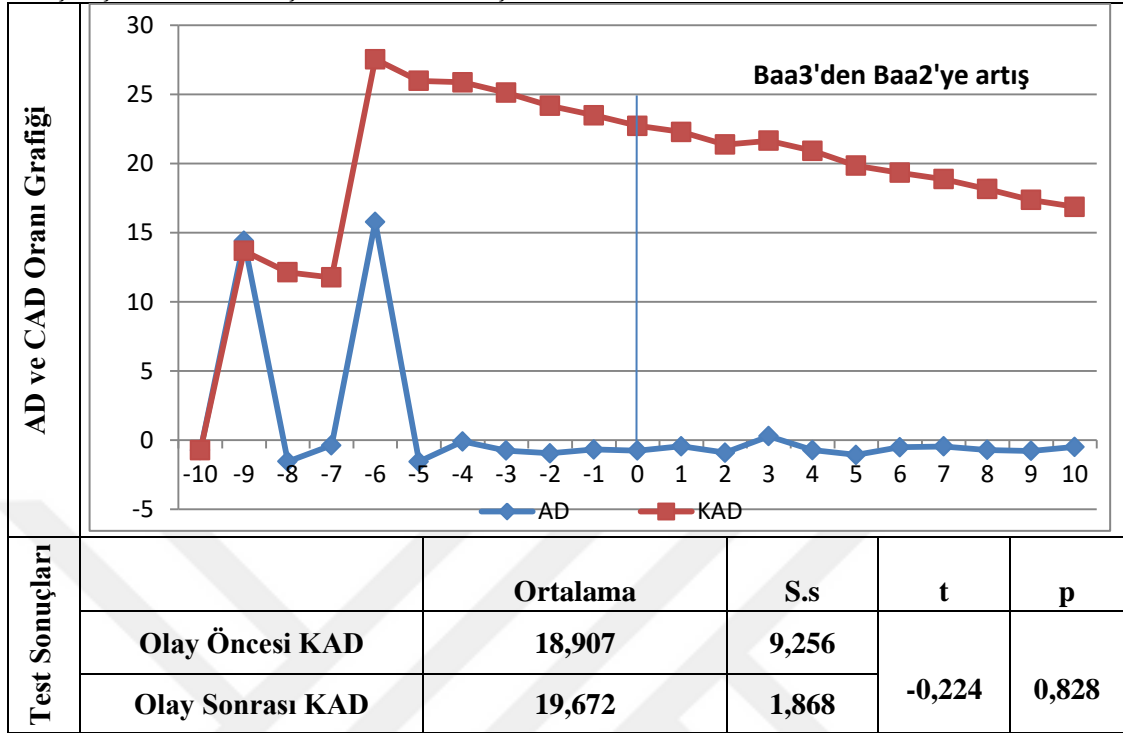


Tablo 39’da, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında azalış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin 2,669 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,026 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, S&P uluslararası derecelendirme şirketinin 23.02.2018 tarihinde Rusya’nın kredi notunu BB+ seviyesinden BBB- seviyesine yükseltmesi olayının RTSI işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

3.4.2.4. Hindistan’a İlişkin Bulgular

Uluslararası derecelendirme şirketlerinden S&P ve Fitch Hindistan’ın kredi notunda son 10 yıldır değişiklik yapmamıştır. Ancak, Moody’s derecelendirme şirketi 13 yıl sonra Hindistan’ın kredi notunu değiştirmiştir. Bu nedenle, çalışmamızda Hindistan için sadece bir olay inceleme kapsamına alınmıştır. Uluslararası derecelendirme şirketi Moody’s 16.11.2017 tarihinde Hindistan’ın kredi notunu Baa3 seviyesinden Baa2 seviyesine yükseltmiştir. Böylelikle, Hindistan’ın kredi notu yatırım yapılabilir en düşük seviyenin bir basamak üstüne yükseltildi. Söz konusu bu olayın BSE SENSEX 30 işlem hacimlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 40’da özetlenmektedir.

Tablo 40: 16.11.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası BSE SENSEX 30 İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



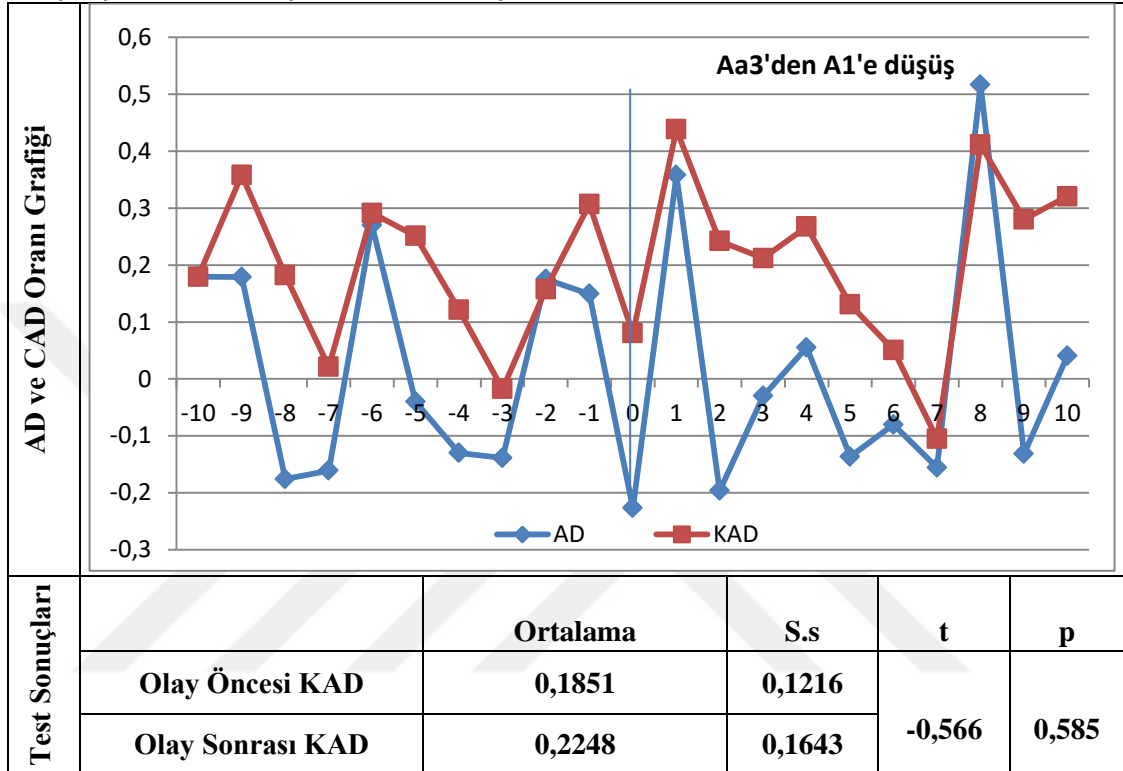
Tablo 40'da, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin $-0,224$ düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,828 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Moody's uluslararası derecelendirme şirketinin 16.11.2017 tarihinde Hindistan'ın kredi notunu Baa3 seviyesinden Baa2 seviyesine yükseltmesi olayının BSE SENSEX 30 işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

3.4.2.5. Çin'e İlişkin Bulgular

Çalışmada Çin'e yönelik Tablo 10'da verilen bir olay inceleme kapsamına alınmıştır. Bu olaya ilişkin sonuç aşağıda sunulmaktadır. Uluslararası derecelendirme şirketi Moody's 24.05.2017 tarihinde Çin'in kredi notunu Aa3 seviyesinden A1 seviyesine indirmiştir. Söz konusu bu olayın SHANGHAI işlem hacimlerin anormal

değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 41’de özetlenmektedir.

Tablo 41: 24.05.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası SHANGHAI İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

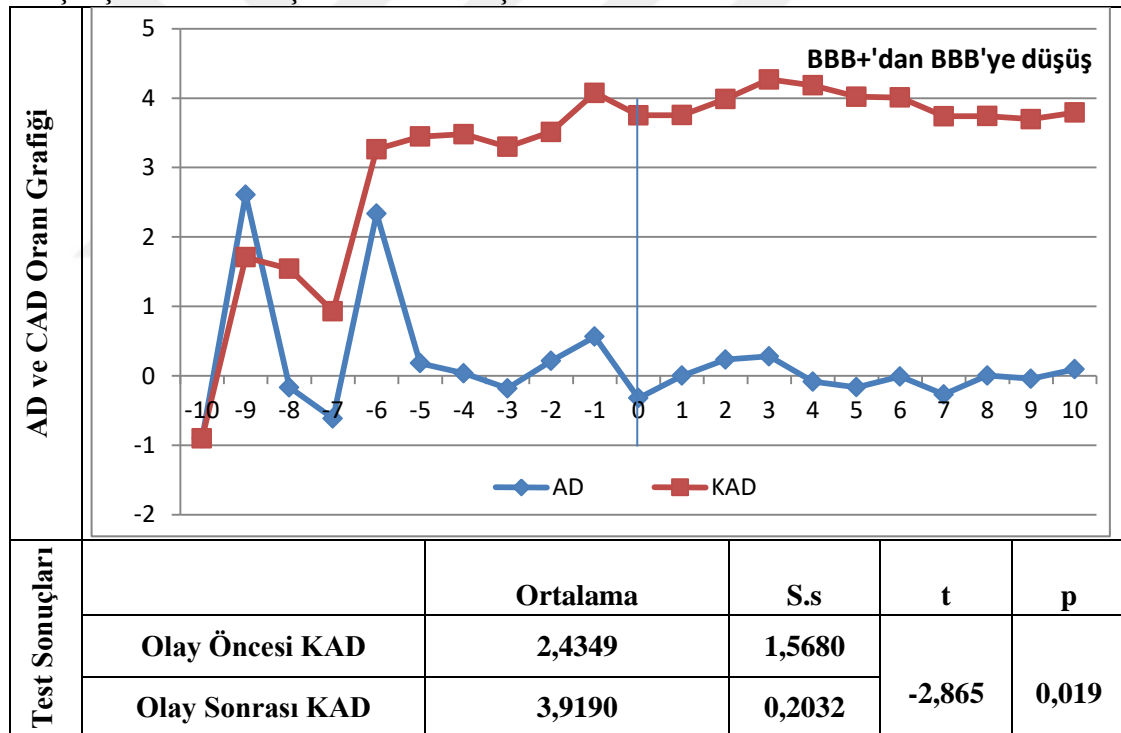


Tablo 41’de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin -0,566 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,585 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Moody’s uluslararası derecelendirme şirketinin 24.05.2017 tarihinde Çin’in kredi notunu Aa3 seviyesinden A1 seviyesine indirmesi olayının SHANGHAI işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

3.4.2.6. Güney Afrika'ya İlişkin Bulgular

Çalışmada Güney Afrika'ya yönelik Tablo 10'da verilen dört olay inceleme kapsamına alınmıştır. Bu olaylara ilişkin sonuçlar sırasıyla aşağıda sunulmaktadır. Uluslararası derecelendirme şirketi Fitch 10.01.2013 tarihinde Güney Afrika'nın kredi notunu BBB+ seviyesinden BBB seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın JSE Top 40 işlem hacimlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 42'de özetlenmektedir.

Tablo 42: 10.01.2013 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası JSE Top 40 İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

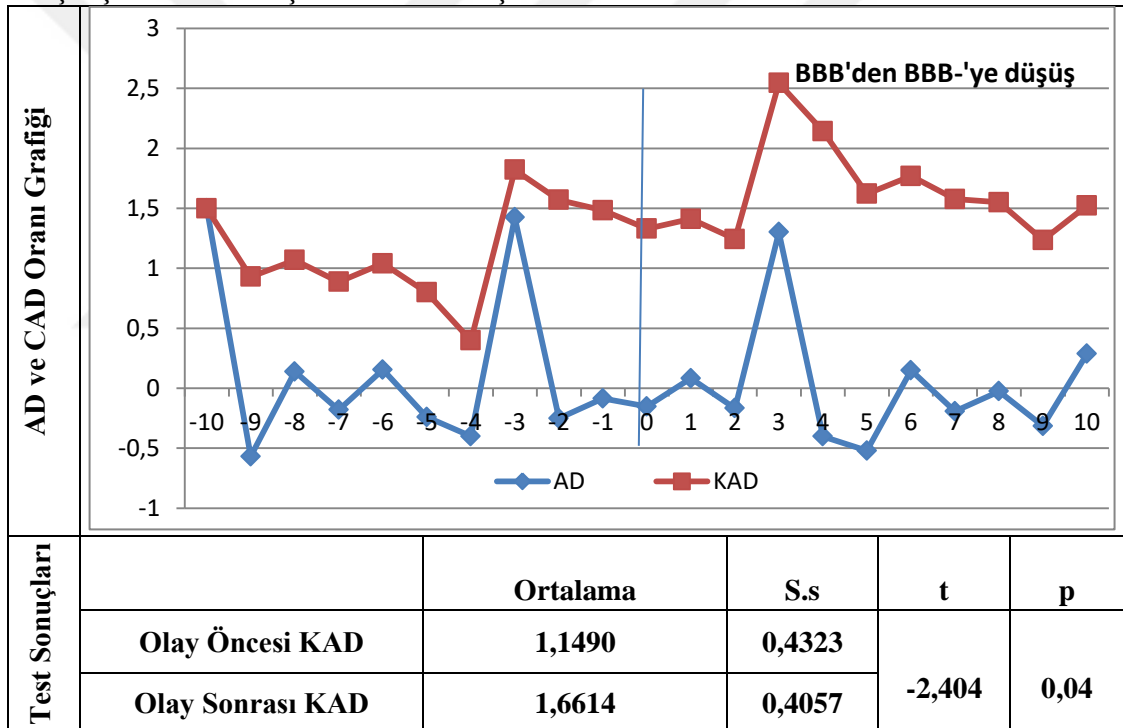


Tablo 42'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınıandığında elde edilen bulgular t-test değerinin – 2,865 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,019 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir.

Dolayısıyla, Fitch uluslararası derecelendirme şirketinin 10.01.2013 tarihinde Güney Afrika'nın kredi notunu BBB+ seviyesinden BBB seviyesine indirmesi olayının JSE Top 40 işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

Uluslararası derecelendirme şirketi S&P 13.06.2014 tarihinde Güney Afrika'nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın JSE Top 40 işlem hacmi anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 43'de özetlenmektedir.

Tablo 43: 13.06.2014 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası JSE Top 40 İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

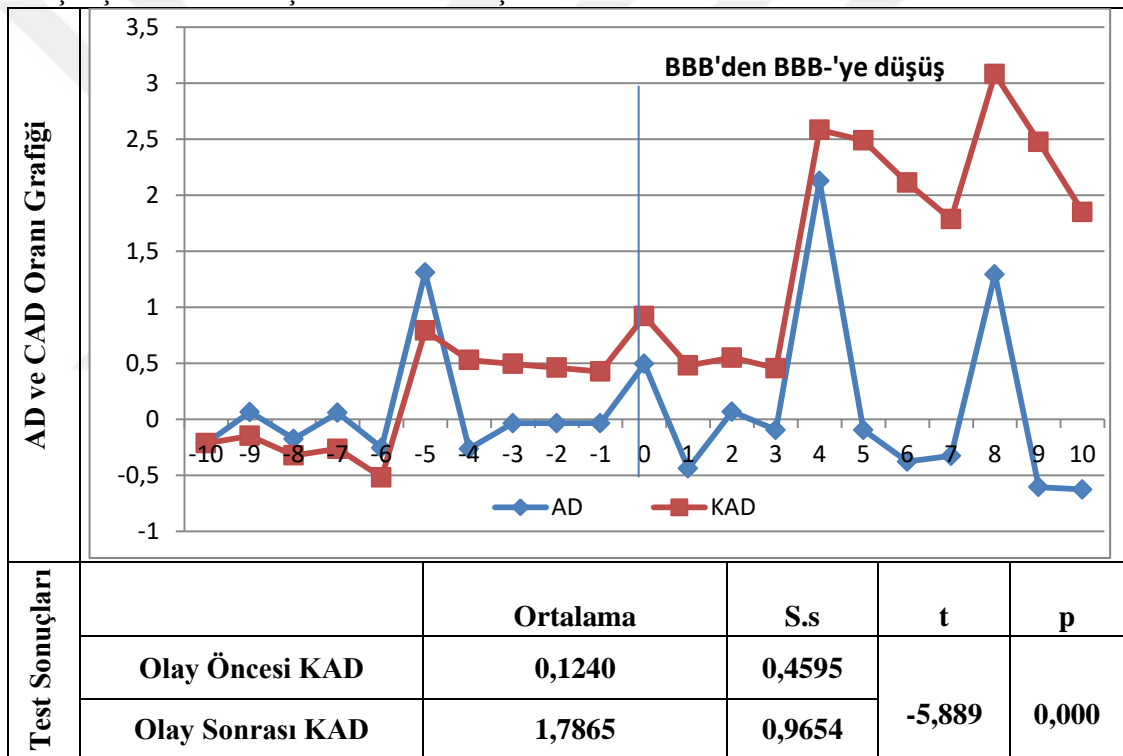


Tablo 43'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin -2,404 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,04 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, S&P uluslararası derecelendirme şirketinin 13.06.2014 tarihinde Güney

Afrika'nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine indirmesi olayının JSE Top 40 işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

Uluslararası derecelendirme şirketi Fitch 04.12.2015 tarihinde Güney Afrika'nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın JSE Top 40 işlem hacimlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 44'de özetlenmektedir.

Tablo 44: 04.12.2015 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası JSE Top 40 İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları

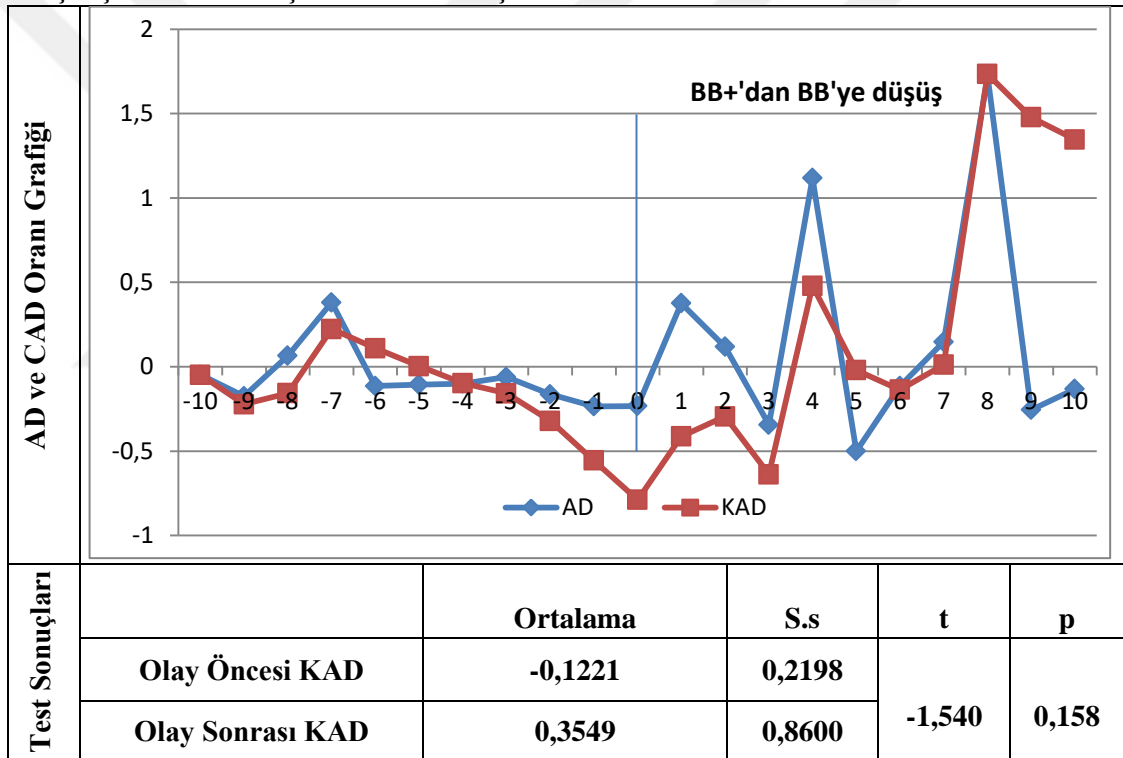


Tablo 44'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin -5,889 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,000 < 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, Fitch uluslararası derecelendirme şirketinin 04.12.2015 tarihinde Güney

Afrika'nın kredi notunu BBB seviyesinden BBB- seviyesine indirmesi olayının JSE Top 40 üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ifade edilebilir.

Uluslararası derecelendirme şirketi S&P 24.11.2017 tarihinde Güney Afrika'nın kredi notunu BB+ seviyesinden BB seviyesine düşürmüştür. Söz konusu bu olayın JSE Top 40 işlem hacimlerin anormal değişimleri üzerindeki etkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin AD ve KAD değerlerinin grafiği ile t-testi sonuçları Tablo 45'de özetlenmektedir.

Tablo 45: 24.11.2017 Tarihli Olayın 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası JSE Top 40 İşlem Hacmi AD ve KAD Oranlarının Grafiği ile KAD Oranlarının Karşılaştırılmasına İlişkin t-testi Sonuçları



Tablo 45'de, ele alınan olay penceresi içinde olay öncesi ve olay sonrası dönemlerdeki AD ve KAD oranları sunulmuştur. Olay öncesi ve olay sonrası KAD oranlarının ortalamaları arasında artış görülmüştür. Bu ortalamalar arasındaki farkın olup olmadığı istatistiksel olarak sınındığında elde edilen bulgular t-test değerinin -1,540 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0,158 > 0,05$ olması nedeniyle iki ortalama arasındaki farkın anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, S&P uluslararası derecelendirme şirketinin 24.11.2017 tarihinde Güney

Afrika'nın kredi notunu BB+ seviyesinden BB seviyesine indirmesi olayının JSE Top 40 işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir.

3.5. Bulguların Değerlendirilmesi

Türkiye ve BRICS ülkelerine ait kredi notlarının söz konusu ülke CDS primi ve işlem hacmi üzerindeki etkisine yönelik gerçekleştirilen analizlerden elde edilen bulgular özet olarak tablo 46'da sunulmuştur. Buna göre tablo 46'da; her ülke için belirlenmiş olan kredi notu değişim yönü, CDS primi değişim yönü, işlem hacmi değişim yönü, CDS priminin olay öncesi ve olay sonrası farklılığına ilişkin olasılık değeri, işlem hacminin olay öncesi ve olay sonrası farklılığına ilişkin olasılık değeri ve söz konusu ülke piyasalarının değişim yönü incelenebilir.

Tablo 46: CDS Primi ve İşlem Hacmi Değişkenlerinin Değişim Yönü ve T-Testi İstatistiğine Ait Olasılık Değerleri

Ülke	Tarih	Not Değişim Yönü	CDS Primi Değişim Yönü	İşlem Hacmi Değişim Yönü	CDS Primi Olasılık Değeri (p)	İşlem Hacmi Olasılık Değeri (p)	Piyasa Değişim Yönü
Türkiye	27.03.2013	↑	∅	∅	0,167	0,530	*
	20.07.2016	↓	↑	∅	0,000*	0,098	*
	27.01.2017	↓	↓	↓	0,000*	0,020**	↑
	07.03.2018	↓	↑	∅	0,012**	0,146	*
Brezilya	24.03.2014	↓	↓	∅	0,000*	0,164	*
	11.08.2015	↓	↑	∅	0,000*	0,535	*
	05.05.2016	↓	∅	↓	0,850	0,002*	↓
	11.01.2018	↓	∅	↑	0,371	0,005*	↑
Rusya	25.04.2014	↓	∅	∅	0,080	0,126	*
	17.10.2014	↓	∅	∅	0,255	0,118	*
	23.02.2018	↑	↓	↓	0,013**	0,026**	↑
Hindistan	16.11.2017	↑	↑	∅	0,000*	0,828	*
Çin	24.05.2017	↓	↑	∅	0,008*	0,585	*
Güney Afrika	10.01.2013	↓	∅	↑	0,270	0,019**	↓
	13.06.2014	↓	∅	↑	0,481	0,040**	↑
	04.12.2015	↓	↑	↑	0,000*	0,000*	↓
	24.11.2017	↓	↓	∅	0,000*	0,158	*

(*) %1 güven seviyesinde anlamlılığı, (**) ise %5 güven seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

(*) Ülke kredi not değişim olaylarından işlem hacmi üzerinde anlamlı bir farklılaşmaya neden olan olayların piyasa yönü dikkate alınmış olup diğer olayların piyasa yönü dikkate alınmamıştır.

Tablo 46 incelendiğinde; Türkiye ve BRICS ülkeleri için incelenen 17 not değişikliğinden 10 not değişikliğinin söz konusu ülke CDS primleri üzerinde anlamlı bir farklılaşmaya neden olduğu, 7 not değişikliğinin ise söz konusu ülke CDS primleri üzerinde anlamlı bir farklılaşmaya neden olmadığı görülmektedir. İlgili değişikliklerin yönü incelendiğinde ise hem ülke kredi notu yükselişinin hem de ülke kredi notu düşüşünün CDS primleri üzerinde etkili olduğu söylenebilir. Tablo 46 özellikle Türkiye için incelendiğinde; CDS primleri olasılık değerleri, Türkiye'nin kredi notundaki yükselişin ülke CDS primleri üzerinde anlamlı farklılaşmaya neden olmadığı, kredi notundaki düşüşlerin ise ülke CDS primleri üzerinde anlamlı farklılaşmaya neden olduğu görülmektedir. Ayrıca, kredi notu düşüşü için incelenen üç olaydan ikisinde CDS primleri pozitif yönde değişim gösterirken, birinde negatif yönde değişim göstermiştir. Konu Brezilya açısından incelendiğinde; Brezilya kredi notundaki düşüşlerin CDS primleri üzerindeki etkisine yönelik incelenen dört olaydan ikisinde anlamlı farklılaşma olduğu, diğer iki olayda ise anlamlı farklılaşma olmadığı görülmüştür. Ayrıca, Brezilya kredi notu düşüşü için incelenen iki olaydan birisinin CDS primlerinde negatif yönde değişime diğerinin ise pozitif yönde değişime neden olduğu söylenebilir. Rusya açısından ise Türkiye'nin tam tersi bulgular elde edilmiştir. Rusya kredi notundaki yükselişin CDS primleri üzerinde anlamlı farklılaşmaya neden olduğu, düşüşlerin ise CDS primleri üzerinde anlamlı farklılaşmaya neden olmadığı söylenebilir. Ayrıca, Rusya kredi notundaki yükselişin CDS primlerinde negatif yönde değişime neden olduğu söylenebilir. Hindistan kredi notundaki yükseliş ile Çin kredi notundaki düşüş ise söz konusu ülkelerin CDS primleri üzerinde anlamlı farklılaşmaya neden olmaktadır. Ayrıca, Hindistan kredi notu yükselişinin CDS primlerinde pozitif yönde değişime, Çin kredi notu düşüşünün ise CDS primlerinde pozitif yönde değişime neden olduğu ifade edilebilir. Son olarak, Güney Afrika kredi notu düşüşü için incelenen dört olaydan ikisinin CDS primlerinde anlamlı farklılaşmaya neden olduğu, diğer ikisinin ise CDS primlerinde anlamlı farklılaşmaya neden olmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca, bu iki olaydan birinin Güney Afrika CDS primlerini pozitif yönde değişime, diğer olayın ise negatif yönde değişime neden olduğu söylenebilir.

İsmailescu ve Kazemi (2010), Wang, Svec ve Peat (2014) ve Kaya, Kaya Öner ve Yalçınmer (2015) çalışmalarında ülke kredi notu yükselişlerinin CDS primleri üzerinde etkili olduğu ülke kredi notu düşüşlerinin ise hiçbir etkisinin olmadığı ileri

sürülmektedir. Bu çalışmanın sonuçları ise ülke kredi notu düşüşlerinin de CDS primleri üzerinde etkili olduğunu ortaya koyması ile ilgili çalışmalardan farklılık göstermektedir. Bu farklılığın nedeni olarak ilgili çalışmalara kıyasla farklı dönemlerin ve ülkelerin incelenmiş olması ifade edilebilir. Ayrıca, bu çalışma Afonso, Davide ve Pedro (2011) çalışmasının ülke kredi notu yükseliş ve düşüşlerin CDS primleri üzerinde etkili olduğunu belirtmesi açısından ilgili çalışma ile benzer sonuçlar ortaya koymaktadır.

Tablo 46 incelendiğinde; Türkiye ve BRICS ülkeleri için incelenen 17 not değişikliğinden 7 not değişikliğinin söz konusu ülkenin işlem hacmi üzerinde anlamlı bir farklılaşmaya neden olduğu, 10 not değişikliğinin ise söz konusu ülkenin işlem hacmi üzerinde anlamlı bir farklılaşmaya neden olmadığı görülmektedir. Ayrıca Tablo 46'da işlem hacmine ilişkin olasılık değerleri incelendiğinde ise; Türkiye kredi notu yükselişinin BIST 100 işlem hacmi üzerinde anlamlı farklılaşmaya neden olmadığı, üç kredi notu düşüş olayından sadece tek bir olayın BIST 100 işlem hacmi üzerinde anlamlı farklılaşmaya neden olduğu görülmektedir. Ayrıca, kredi notu düşüşünde BIST 100 işlem hacmi negatif yönde değişim gösterirken piyasada pozitif yönde bir değişim olmuştur. Brezilya kredi notundaki düşüşler incelendiğinde ise; BOVESPA işlem hacmi üzerindeki etkisine yönelik incelenen dört olaydan sadece ikisinde anlamlı farklılaşma olduğu, diğer iki olayda ise anlamlı farklılaşma olmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca, kredi notu düşüşü için incelenen iki olaydan birinde BOVESPA işlem hacmi ve piyasa negatif yönde değişim gösterirken diğerinde pozitif yönde değişim göstermiştir. Rusya kredi notundaki üç değişim olayından sadece bir tanesi yükseliş yönünde olup ilgili yükselişin RTSI işlem hacmi üzerinde anlamlı farklılaşmaya neden olduğu, bu farklılaşmanın negatif yönde olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, kredi notu yükselişi RTSI piyasasında pozitif yönde değişime neden olmuştur. Kredi notu düşüşü olaylarının ise anlamlı farklılaşmaya neden olmadığı tespit edilmiştir. Konu Hindistan ve Çin açısından değerlendirildiğinde, her iki ülkede de tek kredi notu değişimi incelenmiş olup ilgili kredi notunun Hindistan'da yükseliş ancak, Çin'de düşüş şeklinde olduğu ve bu değişimin söz konusu ülkelerin işlem hacmi üzerinde anlamlı farklılaşmaya neden olmadığı söylenebilir. Son olarak Güney Afrika kredi notunda meydana gelen dört farklı olay değerlendirilmiş olup ilgili olayların tamamı düşüş şeklindedir. İlgili kredi notu düşüşlerinden üç tanesinin Güney Afrika borsasını gösteren JSE Top40 işlem hacminde anlamlı farklılaşmaya neden

olduğu, geriye kalan bir olayın ise anlamlı farklılaşmaya neden olmadığı söylenebilir. Ayrıca, bu üç olay sonucunda ilgili ülkenin işlem hacminde pozitif yönde değişim olduğu da elde edilen bulgular arasındadır. Bu üç kredi notu düşüşü olayından iki tanesinde piyasa pozitif yönde değişim gösterirken bir tanesinde negatif yönde değişim göstermiştir.

Elde edilen işlem hacmi olasılık değerleri sonuçlarına göre hem ülke kredi notu yükselişinin hem de ülke kredi notu düşüşünün hisse senedi piyasası işlem hacmi üzerinde etkili olabildiği söylenebilir. Ayrıca bu sonuç ülke kredi notu değişikliğinin hisse senedi piyasası üzerinde etkili olduğunu ileri süren Kaminsky ve Schmukler (2002), Brooks, Faff ve Hillier (2004), Hooper, Hume ve Kim (2008) çalışmaları ile benzer özellikler göstermektedir. Ülke kredi notu değişikliğinin hem CDS primleri üzerinde hem de işlem hacmi üzerinde etkili olmasına rağmen elde edilen bulgulara göre, CDS primleri üzerinde daha fazla etkili olabildiği söylenebilir.

Ülke farklılığı dikkate alınmayıp konu değerlendirildiğinde daha farklı bulgulara ulaşılabilir. Bu çalışmada analiz kapsamında incelenen 17 olaydan 14'ü not düşüşü 3'ü ise not yükseliş şeklidir. Analizde, 8 not düşüşü olayından 5 tanesinin CDS primlerini pozitif yönde, 3 not düşüşü olayının ise CDS primlerini negatif yönde değiştirdiği; geriye kalan 2 not yükseliş olayından 1 tanesinin CDS primlerini negatif yönde, diğerinin ise CDS primlerini pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Bu bulgular doğrultusunda ülke kredi notu düşüşünde CDS primlerinin artış gösterdiği ifade edilebilir. Ayrıca, analizde 6 not düşüşü olayından 4 tanesinin hisse senedi piyasa işlem hacimlerini pozitif yönde, 2 not düşüşü olayının negatif yönde etkilediği; kredi notu yükselişinin ise hisse senedi piyasa işlem hacimlerini negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Bu bulgular doğrultusunda, ülke kredi notu yükselişinin işlem hacimlerini negatif yönde, ülke kredi notu düşüşlerinin ise işlem hacimlerini pozitif yönde etkilediği söylenebilir.

SONUÇ

Uluslararası sermayenin ülkeler arasında dolaşımının serbestleşmesi ile birlikte derecelendirme faaliyetinin önemi de ortaya çıkmıştır. Derecelendirme faaliyeti ile borçlunun mali yükümlülüklerini karşılayabilme potansiyeli ve yeteneği değerlendirilip bu yükümlülüklerin yerine getirilip getirilemeyeceği ölçülmektedir. Ülke kredi notlarının bilgi değeri, piyasalar üzerindeki etkisi ile ölçülebilmektedir. Yeterli seviyede kredi notuna sahip olan ülkeler uluslararası sermaye piyasalarından daha düşük maliyetle fon sağlayabilmektedir. Ayrıca, ülke kredi notlarının bilgi değeri, hisse senetleri ve CDS primleri üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmaması durumu ile de açıklanabilmektedir. Dolayısıyla, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının ülkelere verdiği notlarla piyasaya yeni bir bilgi aktarıyorsa, bu bilgi neticesinde CDS primleri ve hisse senedi piyasasında değişimler olması olağandır.

Bu çalışmada ülke kredi notlarının CDS primi ve hisse senedi piyasa işlem hacmi üzerinde etkisinin olup olmadığını incelemek amaçlanmıştır. Araştırmanın amacı doğrultusunda uluslararası derecelendirme şirketleri Moody's, S&P ve Fitch tarafından 1 Ocak 2013 ile 21 Mart 2018 tarihleri arasında Türkiye ve BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) ülkelere verilen kredi notlarının BIST100, BOVESPA, RTSI, BSE SENSEX30, SHANGHAI, JSE TOP40 gösterge endeksi günlük işlem hacimleri ve söz konusu ülke CDS primi üzerindeki etkisi olay analizi yöntemi ve eşleştirilmiş örneklem t-testi ile incelenmiştir.

Analizler sonucunda ülke kredi notu değişikliklerinin CDS primleri ve işlem hacimleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılaşmaya neden olabildiği tespit edilmiştir. Bu farklılaşmanın yönü CDS primleri için incelendiğinde, ülke kredi notu düşüşünün CDS primlerini pozitif yönde, ülke kredi notu artışının ise CDS primlerini hem pozitif hem de negatif yönde etkilediği görülmüştür. Bu sonuç, ülke kredi notu ile CDS primleri arasında ters yönlü ilişki olduğunu ileri süren Afonso, Davide ve Pedro (2011) çalışması ile benzerlik göstermektedir. Farklılaşmanın yönü hisse senedi piyasa işlem hacmi için incelendiğinde ise, ülke kredi notu düşüşünün hisse senedi piyasa işlem hacmini pozitif yönde, ülke kredi notu yükselişinin hisse senedi piyasa işlem hacmini negatif yönde etkilediğini söylemek mümkündür. Araştırmadan elde edilen bu sonuçların, ülke kredi notu değişikliğinin hisse senedi piyasası üzerinde

etkili olduğunu ileri süren Kaminsky ve Schmukler (2002), Brooks, Faff ve Hillier (2004), Hooper, Hume ve Kim (2008) çalışmaları ile benzer olduğu tespit edilmiştir. Ülke kredi notu değişikliğinin hem CDS primleri üzerinde hem de işlem hacmi üzerinde etkili olmasına rağmen, CDS primleri üzerinde daha fazla etkili olduğu söylenebilir.

Analiz sonuçları Türkiye açısından değerlendirildiğinde; kredi notu yükselişinin CDS primleri ve BIST 100 işlem hacmi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılaşmaya neden olmadığı, kredi notu düşüşlerinin ise istatistiksel olarak anlamlı bir farklılaşmaya neden olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, Türkiye kredi notu düşüşlerinin CDS primlerini pozitif yönde, BIST 100 işlem hacmini negatif yönde etkilediği söylenebilir. Bu sonuçların, Türkiye kredi notu değişikliklerinin BIST 100 endeksi getirileri üzerinde etkili olduğunu ileri süren Pirgaip (2017) çalışması ile Türkiye kredi notu değişikliklerinin BIST'te yer alan altı endeksin bazılarında etkili olduğunu ileri süren Yıldırım, Yıldız ve Aydemir (2018) çalışmasının sonuçları ile benzer olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, Türkiye ile ilgili elde edilen bu sonuçlar, Türkiye kredi notu yükselişinin CDS primleri üzerinde etkili olduğunu, kredi notu düşüşlerinin ise CDS primleri üzerinde etkili olmadığını ileri süren Kaya, Öner Kaya ve Yalçın (2015) çalışmasının sonuçlarından farklılık göstermektedir.

Hisse senedi piyasa işlem hacmi ve CDS primlerinde görülen değişimler, ülke kredi notlarının piyasalar için oldukça önemli olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, ülke kredi notlarının açıklanacağı dönemlerde not beklentisinin yönüne göre düzenleyici otoriteler tarafından piyasa işleyişine yönelik önlemlerin alınması uygun olabilir. Ayrıca, yatırımcıların da not beklentisine göre yatırım kararlarını vermeleri, işlem hacmindeki potansiyel değişim oranında yatırım kompozisyonunu değiştirmeleri önerilebilir. Araştırma kapsamında veri seti olarak gelişmekte olan ülkelerin son beş yıllık verilerinin kullanılmış olması araştırmanın önemli kısıtlarından birisini oluşturmaktadır. İleride yapılacak benzer çalışmalarda gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra gelişmiş ülkelerin çalışılması, ülkelerin bu güne kadar aldığı tüm kredi not ve görünüm değişimlerinin incelenmesi, farklı kredi kuruluşlarının verdiği notların ayrı ayrı analiz edilmesi önerilebilir.

KAYNAKÇA

- Adalı, S. (2011). *Bir Risk Ölçüm Aracı Olarak Kredi Derecelendirme ve Getiri Analizi: İmkb Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama*. Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Afonso, A., Furceri, D ve Gomes, P. (2011). Sovereign Credit Ratings and Financial Markets Linkages: Application to European Data. *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 606-638.
- Afonso, A., Gomes, P., Rother, P. (2007). What “Hides” Behind Sovereign Debt Ratings?. *ECB Working Paper*, No.711.
- Akbulak, Y. (2012). Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler. *Mali Çözüm Dergisi*, 171-184.
- Akçayır, Ö. (2013). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)*. Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Akçayır, Ö., Yıldız, Z. (2014). Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi. *Akademik Bakış Dergisi*, 40, 1-21.
- Akyurt, İ. Z. (2011). Ülke Derecelendirme Sisteminin Markov Zinciri ile Analizi. *İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, 69, 45-60.
- Ayaz, M. Süheyb (2013). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Eleştirel Bir Bakış, Web: <http://www.bilgesam.org/incele/230/-uluslararasi-kredi-derecelendirme-kuruluslari--elestirel-bir-bakis/#.WtOLxExuJMs> adresinden 15 Nisan 2018'de alınmıştır.
- Babuşcu, Ş. (2005). *Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk Yönetimi* (1. Baskı). Ankara: 4C Basım Hizmetleri.
- Baçoğlu, U., Ceylan, A., Parasız, İ. (2009). *Finans Teori, Kurum ve Araçlar* (2. Baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Bekçioğlu, S., Öztürk, M. ve Kaderli Y. (2004). Kurulan İşbirliklerin İMKB'ye Kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Etüdü Denemesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 21, 43-48.

- Blau Benjamin, M., Roseman Brian, S. (2014). The Reaction of European Credit Default Swap Spreads to the U.S. Credit Rating Downgrade. *International Review of Economics and Finance*, 34, 131-141.
- Böninghausen, B., Zabel, M. (2015). Credit Ratings and Cross-Border Bond Market Spillovers. *Journal of International Money and Finance*, 53, 115-136.
- Brooks, R., Faff, R. W., Hillier, D. ve Hillier J. (2004). The National Market Impact of Sovereign Rating Changes. *Journal of Banking & Finance*, 28, 233-250.
- Cantor, R., Packer, F. (1996). Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. *FRBNY Economic Policy Review*, 37-54.
- Christopher, R., Kim, S. J. ve Wu, E. (2012). Do sovereign credit ratings influence regional stock and bond market interdependencies in emerging countries?. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 22, 1070-1089
- Correa, R., Lee, K. H., Saprıza, H. ve Suarez, G. A (2012). Sovereign Credit Risk, Banks' Government Support, and Bank Stock Returns around the World. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(1), 93-121.
- Creighton, A., Gower, L. ve Richards, A. J. (2007). The Impact of Rating Changes in Australian Financial Markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, 1-17.
- Çalışkan, Ö. V. (2002). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1, 53-66.
- Demir, M. (2014). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Derecelendirme Süreçleri ve Türkiye*. Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Demren, O. (2015). *Finansal Derecelendirme: Türk Finans Sistemine Örnek Derecelendirme Kuruluşu Model Önerisi* (1. Baskı). İstanbul: Marmara Belediyeler Derneği Kültür Yayınları
- Eren, E. (2010). Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği. *BDDK, Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 4(2), 111-144.
- Erkan, M. ve Demircioğlu, M. Y. (2011). Türkiye'ye Verilen Derecelendirme Notlarının Doğrudan Yabancı Yatırım Girişine Etkisinin Yıllar İtibariyle İncelenmesi. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2(1), 209-239.

- Estrella, A. (2000). Credit Rating and Complementary Sources of Credit Quality Information. *Basel Committee on Banking Supervision Working Papers*, 3.
- Fatnassi, I., Ftiti, Z. ve Hasnaoui, H. (2014). Stock Market Reactions To Sovereign Credit Rating Changes: Evidence From Four European Countries. *The Journal of Applied Business Research*, 30(3), 953-959.
- FitchRatings (2018). Sovereign Rating Criteria. Web: <https://www.fitchratings.com/site/re/10024428>, adresinden 7 Temmuz 2018'de alınmıştır.
- Forte, S. ve Lovreta, L. (2008). Credit Risk Discovery In The Stock And Cds Market: Who, When And Why Leads?. 1-54.
- Gande, A., Parsley, D. C. (2005). News Spillovers in the Sovereign Debt Market. *Journal of Financial Economics*, 75, 691-734.
- Gür, T. H. ve Öztürk, H. (2011). Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler. *Sosyoekonomi Dergisi*, 2, 69-92.
- Halıcı, N. S. (2005). *Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Harmancı, S. (2013). *Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi ve Borsa İstanbul 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Hasbi, D. T. (2012). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Haspolat, F. Bahadır (2015). *Ülke kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi*. Uzmanlık Tezi, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Hooper, V., Hume, T. ve Kim, S. J. (2007). Sovereign rating changes – Do they provide new information for stock markets?. *Published in Economic Systems*, 32(2), 142-166.
- Ismailescu, I., Kazemi, H. (2010). The Reaction of Emerging Market Credit Default Swap Spreads to Sovereign Credit Rating Changes. *Journal of Banking and Finance*, 24(12), 1-45.

- Japan Credit Rating Agency, (2014). Types of Credit Ratings and Definitions of Ratngs Symbols. Web: <http://www.jcr.co.jp>, 14 Mayıs 2018'de alınmıştır.
- JCR (2014). Sovereign and Public Sector Entities Rating Methodology. Web: https://www.jcr.co.jp/en/pdf/dm29/Sovereign_and_Public_Sector_Entities20141107.pdf, 7 Temmuz 2018'de alınmıştır.
- JCR Eurasia Rating, (2018). Basel II Kredi Riski – İçsel Derecelendirme Yaklaşımları. Web: http://www.jcrer.com.tr/Upload/Files/Reports/161_icsel_derecelendirme_yaklasimlari.pdf, 20 Nisan 2018'de alınmıştır.
- Kab, H. (2015). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Güvenilirliği ve Türkiye Üzerine Bir Analiz*. Yüksek Lisans Tezi, Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Kabadayı, B. (2013). The Effects of Sovereign Ratings Changes on Turkey's Stock Market. *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(6), 87-96.
- Kaderli, Y. ve Demir, S. (2009). Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi. *Mali Çözüm Dergisi*, 91, 45-66.
- Kaminsky, G. L. ve Schmukler, S. (2002). Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?. *The World Bank Economic Review*, 16(2), 171-195.
- Kang, S. ve Min, S. (2016). Effect of the Sovereign Credit Ratings in East Asia Countries: Evidence from Panel Vector Autoregression. *Emerging Markets Finance & Trade*, 52, 1121-1144.
- Karagöl, E. T. ve Mıhçıkur, Ü. İ. (2012). Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar. *SETA (Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı) Rapor*, 7, 1-36.
- Katz, J.G., Munoz, E.S. and Stephanou, C. (2009). Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solutions. International Finance Corporation, The World Bank Group, Crisis Response Policy Brief 8.
- Kaya Öner, E., Kaya, B., & Yalçın, K. (2015). Reaction of Credit Default Swap Spreads to Rating Announcements: An Event Study for Turkey. *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 2(4), 558-571.

- Kaymaz, V. (2012). *Kredi Derecelendirme Sistemi ve Uluslararası Sermaye Şirketleri*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Kedikli, E. (2015). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomik Etkilerinin İncelenmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Avrasya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Kılıçaslan, H., Giter, M. S. (2016). Kredi Derecelendirme ve Ortaya Çıkan Sorunlar. *Maliye Araştırmaları Dergisi*, 2(1), 61-81.
- Korkmaz, T., Yaman, S. ve Metin, S. (2017). Ülke Kredi Notlarının Pay Getirileri Üzerindeki Etkileri: BIST 30 Endeksi Üzerinde Bir Event Study Analizi. *Sosyal Bilimler Metinleri*, 171-187.
- Le, K. P., Elayan, F. A. ve Rose, L. C. (2007). Equity and Debt Market Responses to Sovereign Credit Ratings Announcement. *Global Finance Journal*, 18, 47-83.
- Lehnert, T. ve Neske, F. (2004). On the Relationship between Credit Rating Announcements and Credit Default Swap Spreads for European Reference Entities. *Journal of Credit Risk*, 2(2), 83-90.
- Li, H., Jeon, B. N., Cho, S. Y. ve Chiang, T. C. (2008). The Impact of Sovereign Rating Changes and Financial Contagion on Stock Market Returns: Evidence from Five Asian Countries. *Global Finance Journal*, 19, 46-55.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Mateev, M. (2012). The Effect of Sovereign Credit Rating Announcements on Emerging Bond and Stock Markets: New Evidences. *An International Journal of Business & Economics*, 7(1), 28-41.
- Melek, S. (2011). *Kredi Derecelendirmesi ve Kredi Derecelendirme Sisteminin Standart And Poor's Sistemiyle Karşılaştırılması*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Micu, M., Remolona, E. ve Wooldridge, P. (2004). The Price Impact of Rating Announcements: Evidence from The Credit Default Swap Market. Web: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0406e.pdf adresinden 18 Mayıs 2018'de alınmıştır.
- Moody's Investor Service, (2017) Moody's Rating Symbols and Definitions, Web: www.moodys.com adresinden 10 Mayıs 2018'de alınmıştır.

- Mukatel, L. A. (2006). *Ülke Derecelendirme Notlarının Borsa Endekslerine Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerinde Bir Model Denemesi*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Norden, L. Ve Weber, M. (2004). Informational Efficiency of Credit Default Swap and Stock Markets: The Impact of Credit Rating Announcements. *Journal of Banking & Finance*, 28, 2813-2843.
- Ovalı, S. (2014). Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: AB İle Karşılaştırmalı Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 10(23), 53-81.
- Özmen, E., Doğanay Yaşar, Ö. (2015). Emerging Market Sovereign Bond Spreads, Credit Ratings and Global Financial Crisis. *Economic Modelling*, 59, 93-101.
- Öztürk, F. (2008). The Effect of Sovereign Rating Changes on Stock Returns and Exchange Rates. *International Research Journal of Finance and Economics*, 20, 45-54.
- Pirgaip, B. (2017). Derecelendirme Notu Değişikliklerinin Borsa İstanbul (BIST) Pay Piyasası'na Etkileri. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 17(3), 351-368.
- Reisen, H., Maltzan, J. V., (1999). Boom and Bust and Sovereign Ratings. *International Finance*, 2(2), 273-293.
- Rosenius, N. ve Sharafuddin, S. (2013). *The Effects of Moody's Sovereign Ratings on European Stock Markets*. Bachelor Thesis, Umea University Department of Economics.
- S&P Global Rating (2017). Sovereign Rating Methodology. 1-39. Web: <https://www.spratings.com/documents/20184/4432051/Sovereign+Rating+Methodology/5f8c852c-108d-46d2-add1-4c20c3304725>, 5 Haziran 2018 'de alınmıştır.
- Schweitzer, R. (1989). How do stock returns react to special events? *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, 17-29.
- Setty, G., Dodd, R. (2003). Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries. *Financial Policy Forum*; Derivatives Study Center, Special Policy Report 6.
- Sipahi, V. (2010). *Kredi Derecelendirme Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: İMKB-Banka Hisse Senetleri Üzerinde Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Suadiye, G. (2006). Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi*, 3(6).
- Şen, S. (2014). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Analizi: Moody's Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Şensoy, A., Eraslan, V. ve Erturk, M. (2016). Do Sovereign Rating Announcements have an Impact on Regional Stock Market Co-Movements? The Case of Central and Eastern Europe. *Economic Systems*, 40, 552-567.
- Şirvan, N. (2004). Kredi Derecelendirme Ve Türkiye Ekonomisi. *Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları*.
- TCMB, (2010). Derecelendirme Kuruluşları, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bülteni, 18, 2-5, Web: www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e2d6f0ab-0806-4cf4-9260-9589d71aec03/Bulten_Turkce18.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTW ORKSPACE-e2d6f0ab-0806-4cf4-9260-9589d71aec03-m3fB9BJ, 15 Nisan 2018'de alınmıştır.
- Teker, S., Özer, B. (2012). Sermaye Piyasaları Yapısal Karşılaştırması: Gelişmiş, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*.
- Toraman, C., Yürük, M. Fatih (2014). Kredi Derecelendirme Kuruluşları Ve Finansal Krizlere Etkileri. *Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(1), 127-154.
- Ulusoy, A., Yılmaz, H. (2017). Kredi Notu Eleştirilerini Test Eden Mekanizma: CDS Primleri. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 13(1), 61-77.
- UNCTAD (2017). Dünya Yatırım Raporu. Web: [https://www.yased.org.tr/ReportFiles/2017/Birleşmiş%20Milletler%20Ticaret%20ve%20Kalkınma%20Örgütü%20\(UNCTAD\)%20Dünya%20Yatırım%20Raporu%20-%202017.pdf](https://www.yased.org.tr/ReportFiles/2017/Birleşmiş%20Milletler%20Ticaret%20ve%20Kalkınma%20Örgütü%20(UNCTAD)%20Dünya%20Yatırım%20Raporu%20-%202017.pdf), 10 Mayıs 2018'de alınmıştır.
- Valle, C. Tellez, Marin, J. Luis Martin (2005). Sovereign Credit Ratings and Their Determination by the Rating Agencies. *Investment Management and Financial Innovations*, 2(4).
- Vergili, G. (2016). *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Eleştirel Bir Bakış*. Almanya: Türkiye Alim Kitapları Yayınevi.

- Vu, H., Alsakka, R. ve Gwilym O. (2015). The Credit Signals that Matter most for Sovereign Bond Spreads with Split Rating. *Journal of International Money and Finance*, 53, 174-191.
- Wang, J., Svec, J. ve Peat, M. (2014). The Information Content of Ratings: An Analysis of Australian Credit Default Swap Spreads. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 50(1), 56-76.
- Wengner, A., Burghof, H. P. ve Schneider, J. (2015). The impact of credit rating announcements on corporate CDS markets—Are intra-industry effects observable?. *Journal of Economics and Business*, 78, 79-91.
- Wu, E. ve Treepongkaruna, S. (2014). Realizing the Impacts of Sovereign Ratings on Stock and Currency Markets.
- Yayla, M., Kaya, Y. T. (2005). Basel II, Ekonomik Yansımaları ve Geçiş Süreci. ARD Çalışma Raporları: 2005/3, BDDK Araştırma Dairesi.
- Yazıcı, M. (2009). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi. *Maliye ve Finans Yazıları Dergisi*, 82.
- Yıldırım, H. H., Yıldız, C. ve Aydemir Ö. (2018). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi Endeksleri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği 2012-2016. *Maliye ve Finans Yazıları Dergisi*, 109, 9-30.
- Yıldız, A. (2014). Kurumsal Yönetim Endeksi ve Altman Z Skoruna Dayalı Lojistik Regresyon Yöntemiyle Şirketlerin Kredi Derecelendirmesi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 19(3), 71-89.
- Yılmaz, E. D. (2014). *Sovereign Credit Default Swap Market Response To Credit Rating Announcements: An Event Study On Emerging Markets*, Yüksek Lisans Tezi, Boğaziçi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yılmaz, T., Zeren, F. ve Balıkçı, B. (2017). *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sermaye Akımları Üzerinde Etkisi: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Uygulama*. Uluslararası Katılımlı 21. Finans Sempozyumu, Balıkesir, 417-434.

<http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=kurulusumuz-hakkinda>, E.T. 14.05.2018

http://www.kobirate.com.tr/Derecelendirme_Surec_ve_Asamalari, E.T. 29.11.2017

<http://www.tdk.gov.tr> E.T. 15.10.2017

<http://www.turkkredirating.com> E.T. 21.04.2018

<https://www.dunya.com/finans/haberler/moodys-7-sirket-ve-2-belediyenin-notunu-kirdi-haberi-406816>, E.T. 21.04.2018

<https://www.sabah.com.tr/ekonomi/2018/03/29/spden-turkcell-tahviline-yatirim-yapilabilir-teyidi> , E.T. 21.04.2018

https://www.umassp.edu/sites/umassp.edu/files/content/resources/budget-office/finance/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf E.T. 01.12.2017

www.defaultrisk.com, Kredi Derecelendirme Şirketleri, E.T. 10.05.2018

www.fitchratings.com/site/about, E.T. 30.11.2017

www.moodys.com/ Rating Scale and Definitions, E.T. 30.11.2017

www.spratings.com/ What we do?, E.T. 30.11.2017

www.standardandpoors.com/ S&P Global Ratings Definitions, E.T. 30.11.2017

<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/1>, E.T. 06.07.2018

<https://www.eximbank.gov.tr/tr/finansal-bilgiler/kredi-derecelendirme-notlari>, E.T. 06.07.2018

<https://www.paraborsa.net/i/sp-turkiye-kredi-notu-01-05-2018/>, E.T. 06.07.2018

<http://www.businessht.com.tr/piyasalar/haber/1867431-fitch-ten-4-turk-bankasi-icin-karar>, E.T. 07.07.2018

<http://www.tgrthaber.com.tr/dunya/s-p-rusyanin-kredi-notunu-yukseltti-227926>, E.T. 07.07.2018

<https://www.paraborsa.net/i/sp-turkiye-kredi-notu-01-05-2018/>, E.T. 07.07.2018

<https://www.gzt.com/is-finans/kredi-derecelendirme-kurumlari-hakkinda-merak-edilenler-2819239>, E.T. 07.07.2018

<https://tradingeconomics.com/countries>, E.T. 17.03.2018

<https://tr.investing.com/indices/major-indices>, E.T. 15.03.2018



EKLER

EK 1: Türkiye'nin Kredi Notunun Değişmesi Olayında CDS Primine İlişkin AD ve KAD Değerleri

Tarih	27.03.2013		20.07.2016		27.01.2017		07.03.2018	
	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD
t-10	-0,00414	-0,00414	-0,00239	-0,00239	-0,01385	-0,01385	-0,01672	-0,01672
t-9	-0,00147	-0,00561	-0,02296	-0,02535	-0,00082	-0,01466	0,010474	-0,00625
t-8	-0,00571	-0,01133	-0,03498	-0,06033	-0,00958	-0,02424	0,016563	0,010317
t-7	0,015083	0,003756	-0,03451	-0,09483	-0,00606	-0,0303	-0,02166	-0,01134
t-6	0,050793	0,054549	-0,00838	-0,10321	0,004111	-0,02619	-0,00034	-0,01169
t-5	0,054928	0,109477	0,018654	-0,08456	-0,02427	-0,05046	0,000747	-0,01094
t-4	0,021835	0,131312	-0,00299	-0,08754	-0,01692	-0,06739	0,014693	0,003754
t-3	0,008955	0,140268	0,009257	-0,07829	-0,01447	-0,08185	0,019436	0,02319
t-2	-0,02537	0,114901	0,099871	0,021585	0,006526	-0,07533	-0,00283	0,020358
t-1	-0,00234	0,11256	0,086689	0,108273	-0,00076	-0,07609	-0,01528	0,005078
t	0,033391	0,145951	0,077177	0,18545	-0,00736	-0,08345	0,002187	0,007264
t+1	-0,00567	0,140279	-0,02556	0,159891	-0,02581	-0,10926	-0,0042	0,003062
t+2	0,00363	0,143909	-0,02266	0,137231	0,003704	-0,10555	-0,01358	-0,01052
t+3	0,002114	0,146023	-0,01296	0,124273	-0,00505	-0,11061	0,01177	0,001249
t+4	-0,01242	0,133603	0,020042	0,144316	-0,03072	-0,14132	0,021696	0,022945
t+5	0,023758	0,157362	-0,00188	0,142435	-0,03809	-0,17941	0,003478	0,026423
t+6	-0,02258	0,134779	-0,00885	0,133589	0,001186	-0,17823	0,003157	0,02958
t+7	-0,0255	0,10928	0,003402	0,136991	0,024399	-0,15383	0,014488	0,044068
t+8	-0,04061	0,06867	-0,02929	0,107702	-0,00891	-0,16274	0,031864	0,075932
t+9	-0,00346	0,065207	0,002943	0,110645	-0,02433	-0,18706	0,068751	0,144682
t+10	-0,04325	0,021956	0,019215	0,12986	-0,00998	-0,19704	-0,00872	0,135959
Olay	S&P BB'den BB+'ya yükseliş		S&P BB+'dan BB'ye düşüş		Fitch BBB-'den BB+'ya düşüş		Moody's Ba1'den Ba2'ye düşüş	

EK 2: Brezilya'nın Kredi Notunun Değişmesi Olayında CDS Primine İlişkin AD ve KAD Değerleri

Tarih	24.03.2014		11.08.2015		05.05.2016		11.01.2018	
	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD
t-10	0,0433557	0,043356	-0,02826	-0,02826	0,04496	0,04496	-0,00049	-0,00049
t-9	-0,006478	0,036878	-0,02433	-0,0526	0,027134	0,072094	-0,002211	-0,0027
t-8	-0,001089	0,035789	0,008303	-0,04429	0,007839	0,079934	0,0016127	-0,00109
t-7	0,0082963	0,044085	0,017942	-0,02635	-0,03245	0,047483	-0,032323	-0,03341
t-6	-0,017583	0,026502	0,021908	-0,00444	-0,02905	0,018432	-0,021441	-0,05485
t-5	-0,040374	-0,01387	0,009637	0,005195	0,008112	0,026545	-0,025179	-0,08003
t-4	0,0142986	0,000427	0,003533	0,008729	0,004932	0,031476	-0,009055	-0,08909
t-3	0,0375861	0,038013	0,055861	0,064589	-0,00441	0,027069	-0,005026	-0,09411
t-2	0,0035945	0,041608	0,013238	0,077827	0,025054	0,052123	0,0045169	-0,0896
t-1	-0,012038	0,02957	-0,02479	0,053037	0,001441	0,053565	0,0078235	-0,08177
t	-0,027056	0,002514	-0,02695	0,026088	0,008899	0,062464	-0,003595	-0,08537
t+1	-0,026942	-0,02443	-0,01892	0,007164	-0,01257	0,049894	-0,003632	-0,089
t+2	-0,024672	-0,0491	0,006315	0,013479	0,021002	0,070896	-0,00097	-0,08997
t+3	0,0049426	-0,04416	-0,00859	0,00489	-0,02758	0,043318	0,0038284	-0,08614
t+4	0,016998	-0,02716	-0,00335	0,001535	-0,0273	0,016023	0,0037284	-0,08241
t+5	-0,018598	-0,04576	0,013815	0,015349	0,000913	0,016937	0,0063798	-0,07603
t+6	0,0028964	-0,04286	0,015295	0,030644	0,0093	0,026237	0,0188434	-0,05719
t+7	0,0208091	-0,02205	0,018067	0,048712	0,00091	0,027146	0,0050824	-0,05211
t+8	-0,032117	-0,05417	0,028307	0,077018	0,015833	0,042979	0,0331859	-0,01892
t+9	-0,037279	-0,09145	0,064769	0,141788	0,033241	0,07622	-0,049117	-0,06804
t+10	0,0051983	-0,08625	-0,00906	0,132727	0,022683	0,098903	-0,012756	-0,08079
Olay	S&P BBB'den BBB-'ye düşüş		Moody's Baa2'den Baa3'e düşüş		Fitch BB+'dan BB'ye düşüş		S&P BB'den BB-'ye düşüş	

EK 3: Rusya'nın Kredi Notunun Değişmesi Olayında CDS Primine İlişkin AD ve KAD Değerleri

Tarih	25.04.2014		17.10.2014		23.02.2018	
	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD
t-10	0,018931	0,018931	-0,00011	-0,00011	0,097011	0,097011
t-9	0,058163	0,077094	-0,02792	-0,02803	-0,07059	0,026422
t-8	-0,00629	0,070804	0,01217	-0,01586	0,017075	0,043496
t-7	0,04907	0,119874	0,018767	0,002905	-0,00166	0,041833
t-6	-0,03352	0,086354	-0,0231	-0,0202	-0,02633	0,015502
t-5	-0,00302	0,083334	0,038404	0,018203	-0,03066	-0,01516
t-4	-0,00248	0,080851	-0,006	0,012203	0,006204	-0,00896
t-3	0,00496	0,085811	-0,02088	-0,00867	0,027657	0,018701
t-2	0,036218	0,122029	0,05569	0,047017	-0,02834	-0,00964
t-1	0,043454	0,165483	0,001146	0,048163	0,012651	0,00301
t	0,073411	0,238894	-0,03152	0,016644	-0,02022	-0,01721
t+1	-0,0467	0,19219	0,01344	0,030084	-0,06092	-0,07814
t+2	-0,02433	0,167859	-0,03252	-0,00244	0,021328	-0,05681
t+3	-0,02479	0,143071	0,007106	0,004667	0,002829	-0,05398
t+4	-0,0062	0,136868	0,03114	0,035807	0,019069	-0,03491
t+5	0,051546	0,188414	-0,05113	-0,01533	0,028083	-0,00683
t+6	-0,00113	0,187287	0,009803	-0,00552	-0,00554	-0,01237
t+7	-0,03147	0,155815	-0,03681	-0,04233	-0,0166	-0,02897
t+8	-0,07517	0,080649	0,004029	-0,03831	0,030867	0,001896
t+9	-0,00302	0,077629	-0,03378	-0,07209	-0,01704	-0,01514
t+10	-0,00302	0,074609	0,024407	-0,04768	-0,02073	-0,03587
Olay	S&P BBB'den BBB-'ye düşüş		Moody's Baa1'den Baa2'ye düşüş		S&P BB+'dan BBB-'ye artış	

EK 4: Hindistan'ın Kredi Notunun Değişmesi Olayında CDS Primine İlişkin AD ve KAD Değerleri

Tarih	16.11.2017	
	AD	KAD
t-10	0,001554	0,001554
t-9	0,001554	0,003108
t-8	0,001554	0,004662
t-7	0,001667	0,00633
t-6	0,001667	0,007997
t-5	0,001781	0,009778
t-4	0,023421	0,033199
t-3	0,001778	0,034978
t-2	0,001778	0,036756
t-1	0,001446	0,038202
t	0,001667	0,039869
t+1	0,001889	0,041759
t+2	0,001335	0,043093
t+3	0,002111	0,045204
t+4	0,001667	0,046872
t+5	0,001224	0,048096
t+6	0,001002	0,049098
t+7	0,001779	0,050876
t+8	0,001556	0,052433
t+9	0,001556	0,053989
t+10	0,001778	0,055768
Olay	Moody's Baa3'den Baa2'ye artış	

EK 5: Çin'in Kredi Notunun Değişmesi Olayında CDS Primine İlişkin AD ve KAD Değerleri

Tarih	24.05.2017	
	AD	KAD
t-10	0,006474	0,006474
t-9	-0,01049	-0,00402
t-8	0,005108	0,001091
t-7	0,005106	0,006197
t-6	-0,01066	-0,00446
t-5	0,007844	0,00338
t-4	0,047824	0,051204
t-3	-0,01923	0,031973
t-2	-0,0066	0,025376
t-1	0,002529	0,027905
t	0,015645	0,04355
t+1	-0,00139	0,04216
t+2	-0,00409	0,038073
t+3	0,003817	0,04189
t+4	0,003817	0,045708
t+5	0,006509	0,052217
t+6	-0,0095	0,042718
t+7	-0,00826	0,034455
t+8	-0,00026	0,034196
t+9	-0,00415	0,030049
t+10	0,005156	0,035205
Olay	Moody's Aa3'den A1'e düşüş	

EK 6: Güney Afrika'nın Kredi Notunun Değişmesi Olayında CDS Primine İlişkin AD ve KAD Değerleri

Tarih	10.01.2013		13.06.2014		04.12.2015		24.11.2017	
	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD
t-10	0,00131	0,00131	0,001578	0,001578	-0,00207	-0,00207	0,039325	0,039325
t-9	0,019759	0,021069	0,016071	0,017649	0,019711	0,017637	0,019488	0,058813
t-8	-0,02965	-0,00858	0,050149	0,067798	0,011239	0,028876	-0,01911	0,039706
t-7	-0,02348	-0,03206	0,04245	0,110248	0,00169	0,030566	-0,00504	0,034662
t-6	-0,00726	-0,03932	-0,04031	0,069941	0,013136	0,043702	-0,04657	-0,01191
t-5	-0,04069	-0,08001	-0,07766	-0,00772	-0,00067	0,043027	-0,02937	-0,04128
t-4	0,017202	-0,06281	0,007513	-0,0002	-0,00022	0,042807	0,006201	-0,03507
t-3	0,006141	-0,05667	0,060575	0,060372	-0,00068	0,042127	0,003124	-0,03195
t-2	0,009421	-0,04725	0,01272	0,073092	0,018817	0,060944	-0,02847	-0,06042
t-1	-0,01626	-0,06351	-0,00669	0,066406	0,027409	0,088353	-0,00842	-0,06885
T	-0,00644	-0,06994	0,009911	0,076317	0,009595	0,097948	0,004162	-0,06468
t+1	0,015495	-0,05445	-0,02046	0,055857	0,018762	0,11671	-0,02814	-0,09283
t+2	0,001132	-0,05332	-0,00777	0,048083	0,016059	0,132769	-0,01117	-0,10399
t+3	0,007903	-0,04542	-0,01372	0,034363	-0,02007	0,112695	0,017413	-0,08658
t+4	0,021882	-0,02353	-0,01748	0,016882	0,159945	0,27264	-0,01917	-0,10576
t+5	-0,00134	-0,02487	0,04232	0,059202	0,052311	0,324951	0,009985	-0,09577
t+6	0,016797	-0,00807	-0,02082	0,038378	-0,04578	0,279175	-0,03896	-0,13473
t+7	0,023667	0,015592	-0,03488	0,0035	-0,0552	0,223975	-0,01335	-0,14808
t+8	-0,01713	-0,00154	0,001518	0,005018	0,008605	0,23258	0,010782	-0,13729
t+9	0,029791	0,028252	0,026863	0,031881	0,016016	0,248596	0,027754	-0,10954
t+10	-0,00379	0,02446	0,025537	0,057418	0,008264	0,25686	-0,00863	-0,11817
Olay	Fitch BBB+'dan BBB'ye düşüş		S&P BBB'den BBB-'ye düşüş		Fitch BBB'den BBB-'ye düşüş		S&P BB+'dan BB'ye düşüş	

EK 7: Türkiye'nin Kredi Notunun Değişmesi Olayında BIST 100 İşlem Hacmine İlişkin AD ve KAD Değerleri

Tarih	27.03.2013		20.07.2016		27.01.2017		07.03.2018	
	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD
t-10	0,001976	0,001976	-0,28233	-0,28233	-0,26253	-0,26253	-0,20219	-0,20219
t-9	-0,14331	-0,14133	-0,63253	-0,91487	-0,31574	-0,57827	-0,02415	-0,22634
t-8	0,333206	0,191873	1,782924	0,868057	0,118512	-0,45976	-0,18628	-0,41262
t-7	-0,22766	-0,03578	0,137036	1,005093	-0,00299	-0,46276	0,17922	-0,2334
t-6	0,02967	-0,00611	0,546695	1,551788	-0,15241	-0,61516	0,016014	-0,21739
t-5	-0,24182	-0,24794	-0,17709	1,374696	-0,23825	-0,85341	-0,00374	-0,22113
t-4	0,354549	0,106611	-0,13043	1,244265	-0,04654	-0,89995	0,106608	-0,11452
t-3	-0,273	-0,16639	-0,19715	1,04711	0,25153	-0,64843	-0,25872	-0,37324
t-2	0,033003	-0,13339	1,39954	2,446651	-0,16941	-0,81783	-0,14184	-0,51507
t-1	0,255076	0,121687	-0,14725	2,299397	-0,1374	-0,95523	0,324695	-0,19038
T	0,029527	0,151213	-0,2722	2,027193	-0,1307	-1,08593	-0,1815	-0,37188
t+1	0,08316	0,234373	0,105783	2,132975	0,527836	-0,5581	-0,16311	-0,53499
t+2	-0,16609	0,068281	-0,14162	1,991356	-0,10231	-0,66041	0,153004	-0,38199
t+3	-0,27495	-0,20667	-0,20903	1,782326	-0,2645	-0,9249	0,194975	-0,18701
t+4	0,285925	0,079258	-0,03215	1,750176	0,286517	-0,63839	-0,00294	-0,18996
t+5	0,004455	0,083714	0,048139	1,798315	-0,18713	-0,82551	-0,08056	-0,27052
t+6	0,026571	0,110285	-0,09086	1,707457	0,111874	-0,71364	0,019211	-0,25131
t+7	-0,0137	0,096586	-0,15613	1,551328	-0,23508	-0,94872	-0,14116	-0,39247
t+8	-0,17628	-0,0797	0,024884	1,576212	-0,08533	-1,03406	-0,15322	-0,54568
t+9	0,026803	-0,05289	0,12286	1,699072	0,061693	-0,97237	0,161433	-0,38425
t+10	-0,11233	-0,16523	-0,14392	1,555156	0,048341	-0,92403	-0,20883	-0,59308
Olay	S&P BB'den BB+'ya yükseliş		S&P BB+'dan BB'ye düşüş		Fitch BBB-'den BB+'ya düşüş		Moody's Ba1'den Ba2'ye düşüş	

EK 8: Brezilya'nın Kredi Notunun Değişmesi Olayında BOVESPA İşlem Hacmine İlişkin AD ve KAD Değerleri

Tarih	24.03.2014		11.08.2015		05.05.2016		11.01.2018	
	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD
t-10	-0,10069	-0,10069	0,153318	0,153318	-0,13923	-0,13923	-0,20346	-0,20346
t-9	-0,1602	-0,26089	-0,12713	0,026187	-0,10686	-0,24609	0,1041	-0,09936
t-8	-0,1332	-0,39409	-0,16359	-0,13741	-0,17501	-0,42109	0,131293	0,031934
t-7	-0,02082	-0,41492	-0,06974	-0,20715	-0,02714	-0,44824	0,350526	0,38246
t-6	0,061449	-0,35347	-0,17624	-0,38339	0,262019	-0,18622	0,06004	0,442499
t-5	-0,21198	-0,56545	-0,01062	-0,39401	-0,1419	-0,32812	0,077155	0,519654
t-4	0,171321	-0,39413	-0,03293	-0,42694	0,067	-0,26112	-0,24257	0,277085
t-3	-0,12357	-0,5177	0,330708	-0,09623	-0,3716	-0,63272	-0,10154	0,175545
t-2	0,251454	-0,26625	-0,14759	-0,24382	0,14	-0,49272	0,326545	0,502089
t-1	-0,09293	-0,35917	-0,1504	-0,39422	0,054366	-0,43836	-0,23255	0,269539
t	-0,33556	-0,69473	0,089939	-0,30428	-0,21335	-0,6517	0,200709	0,470248
t+1	-0,07387	-0,7686	0,295339	-0,00895	-0,11138	-0,76308	0,020412	0,490661
t+2	0,112166	-0,65643	-0,28007	-0,28901	0,454168	-0,30892	-0,48886	0,001797
t+3	0,669902	0,013468	-0,13019	-0,41921	-0,21578	-0,52469	0,50413	0,505927
t+4	-0,34061	-0,32714	-0,19454	-0,61375	0,021243	-0,50345	0,089652	0,595579
t+5	-0,19105	-0,5182	0,432935	-0,18081	0,021842	-0,48161	-0,0018	0,593779
t+6	-0,09503	-0,61323	-0,11786	-0,29867	-0,10998	-0,59159	-0,12127	0,472514
t+7	0,314636	-0,29859	-0,12275	-0,42142	-0,22491	-0,8165	-0,16752	0,304998
t+8	-0,32325	-0,62184	-0,05924	-0,48067	0,053263	-0,76324	0,346828	0,651827
t+9	0,003208	-0,61863	0,612342	0,131675	0,009741	-0,7535	0,449548	1,101375
t+10	-0,06204	-0,68067	-0,24443	-0,11275	-0,08337	-0,83686	-0,04674	1,054632
Olay	S&P BBB'den BBB-'ye düşüş		Moody's Baa2'den Baa3'e düşüş		Fitch BB+'dan BB'ye düşüş		S&P BB'den BB-'ye düşüş	

EK 9: Rusya'nın Kredi Notunun Değişmesi Olayında RTSI İşlem Hacmine İlişkin AD ve KAD Değerleri

Tarih	25.04.2014		17.10.2014		23.02.2018	
	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD
t-10	-0,08935	-0,08935	-0,24016	-0,24016	0,356702	0,356702
t-9	0,060721	-0,02863	0,07453	-0,16562	-0,43247	-0,07577
t-8	-0,08293	-0,11156	-0,22023	-0,38585	0,001645	-0,07413
t-7	0,189272	0,077708	0,145604	-0,24025	0,14062	0,066494
t-6	-0,31494	-0,23723	0,01856	-0,22169	0,002826	0,06932
t-5	-0,23564	-0,47287	-0,01557	-0,23726	0,27181	0,34113
t-4	-0,3176	-0,79047	-0,17737	-0,41462	-0,51556	-0,17443
t-3	0,604577	-0,1859	-0,04943	-0,46405	0,142224	-0,03221
t-2	-0,12699	-0,31288	-0,09822	-0,56228	0,363083	0,330877
t-1	0,63633	0,323449	0,412383	-0,14989	-0,03947	0,291409
t	-0,07141	0,252035	-0,27062	-0,42052	0,083375	0,374785
t+1	0,168912	0,420947	-0,11886	-0,53938	-0,43085	-0,05607
t+2	-0,36703	0,053919	0,014369	-0,52501	0,253645	0,197574
t+3	-0,31432	-0,2604	-0,03959	-0,5646	-0,15336	0,044212
t+4	-0,45429	-0,71469	0,083209	-0,4814	-0,1504	-0,10619
t+5	-0,01621	-0,7309	-0,44846	-0,92985	-0,2847	-0,39089
t+6	0,86849	0,137586	0,398598	-0,53125	0,349462	-0,04143
t+7	0,977748	1,115334	-0,02389	-0,55514	-0,08133	-0,12276
t+8	-0,13394	0,981393	0,13361	-0,42153	-0,44273	-0,56549
t+9	-0,32554	0,655854	0,314669	-0,10686	0,141445	-0,42405
t+10	0,155311	0,811165	0,003596	-0,10327	0,147508	-0,27654
Olay	S&P BBB'den BBB-ye düşüş		Moody's Baa1'den Baa2'ye düşüş		S&P BB+'dan BBB-ye artış	

EK 10: Hindistan'ın Kredi Notunun Değişmesi Olayında BSE SENSEX 30 İşlem Hacmine İlişkin AD ve KAD Değerleri

Tarih	16.11.2017	
	AD	KAD
t-10	-0,73607	-0,73607
t-9	14,4221	13,68603
t-8	-1,54801	12,13802
t-7	-0,37425	11,76376
t-6	15,78759	27,55135
t-5	-1,56407	25,98729
t-4	-0,10095	25,88633
t-3	-0,75469	25,13164
t-2	-0,95361	24,17804
t-1	-0,68452	23,49352
T	-0,75571	22,7378
t+1	-0,44823	22,28957
t+2	-0,91589	21,37368
t+3	0,285781	21,65946
t+4	-0,72933	20,93013
t+5	-1,07827	19,85186
t+6	-0,51441	19,33745
t+7	-0,46441	18,87304
t+8	-0,71198	18,16106
t+9	-0,78806	17,373
t+10	-0,49349	16,87952
Olay	Moody's Baa3'den Baa2'ye artış	

EK 11: Çin'in Kredi Notunun Değişmesi Olayında SHANGHAI İşlem Hacmine İlişkin AD ve KAD Değerleri

Tarih	24.05.2017	
	AD	KAD
t-10	0,179433	0,179433
t-9	0,17888	0,358313
t-8	-0,17598	0,182332
t-7	-0,16108	0,021253
t-6	0,26997	0,291224
t-5	-0,04014	0,251083
t-4	-0,12994	0,12114
t-3	-0,13866	-0,01752
t-2	0,17516	0,157645
t-1	0,149256	0,3069
T	-0,22672	0,080176
t+1	0,358302	0,438478
t+2	-0,19627	0,242206
t+3	-0,03004	0,212167
t+4	0,05526	0,267427
t+5	-0,13656	0,130864
t+6	-0,08027	0,050594
t+7	-0,15559	-0,105
t+8	0,516541	0,411542
t+9	-0,13147	0,280076
t+10	0,040418	0,320494
Olay	Moody's Aa3'den A1'e düşüş	

EK 12: Güney Afrika'nın Kredi Notunun Değişmesi Olayında JSE Top 40 İşlem Hacmine İlişkin AD ve KAD Değerleri

Tarih	10.01.2013		13.06.2014		04.12.2015		24.11.2017	
	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD	AD	KAD
t-10	-0,90142	-0,90142	1,498111	1,498111	-0,2126	-0,2126	-0,04749	-0,04749
t-9	2,609219	1,707801	-0,56869	0,929417	0,064915	-0,14769	-0,17463	-0,22213
t-8	-0,16642	1,541376	0,138561	1,067978	-0,1744	-0,32209	0,064904	-0,15722
t-7	-0,61448	0,926896	-0,18152	0,886463	0,058861	-0,26323	0,380714	0,223491
t-6	2,337516	3,264412	0,153508	1,039971	-0,25458	-0,51781	-0,11406	0,109427
t-5	0,18018	3,444592	-0,24081	0,799162	1,309815	0,79201	-0,10597	0,00346
t-4	0,034799	3,479391	-0,40143	0,397737	-0,2624	0,529609	-0,10017	-0,09671
t-3	-0,18037	3,299019	1,422587	1,820324	-0,0345	0,49511	-0,06126	-0,15796
t-2	0,213479	3,512498	-0,25119	1,56913	-0,0345	0,460611	-0,16301	-0,32097
t-1	0,562739	4,075238	-0,08673	1,482404	-0,0345	0,426113	-0,23445	-0,55542
t	-0,32222	3,753013	-0,15338	1,329029	0,494657	0,92077	-0,23282	-0,78824
t+1	0,000855	3,753868	0,08197	1,410999	-0,43915	0,481616	0,375849	-0,41239
t+2	0,234414	3,988282	-0,16751	1,243485	0,068838	0,550454	0,118585	-0,29381
t+3	0,280208	4,26849	1,300832	2,544317	-0,09438	0,45607	-0,34404	-0,63785
t+4	-0,08492	4,183572	-0,40242	2,141895	2,127196	2,583266	1,117312	0,479464
t+5	-0,16489	4,018682	-0,52107	1,620826	-0,094	2,489266	-0,49996	-0,02049
t+6	-0,01024	4,008439	0,148258	1,769084	-0,37699	2,112276	-0,11544	-0,13593
t+7	-0,26998	3,738456	-0,193	1,576083	-0,32613	1,786145	0,147818	0,011887
t+8	0,002153	3,74061	-0,0258	1,550284	1,29406	3,080205	1,722157	1,734044
t+9	-0,04282	3,697791	-0,31509	1,235197	-0,60443	2,475772	-0,25565	1,478391
t+10	0,094237	3,792028	0,287273	1,522469	-0,62564	1,850132	-0,13183	1,346562
Olay	Fitch BBB+'dan BBB'ye düşüş		S&P BBB'den BBB-'ye düşüş		Fitch BBB'den BBB-'ye düşüş		S&P BB+'dan BB'ye düşüş	

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı.....: Asuman BALAT

Doğum Yeri ve Tarihi...: Kayseri, 1990

İletişim Bilgileri.....: asumanbalat@hotmail.com

EĞİTİM BİLGİLERİ

2008-2013 Lisans.....: Pamukkale Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü

2016-Devam Y. Lisans..: Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Bilim Dalı

İŞ DENEYİMİ

2015-2016 Finans Sorumlusu.....: Ünal Bina Yönetimi, Kayseri

YABANCI DİL

İngilizce.....: YDS 51, YÖKDİL 72,5

YAYINLAR

Makaleler;

1. Vergili, G., Öztürk, M. B. ve Balat, A. (2018). Türkiye'nin Ülke Kredi Notları ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar Arasındaki Uzun Dönemli İlişki: Standard&Poor's Örneği. Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 10(25), 629-637.

Bildiriler;

1. Vergili, G., Öztürk, M. B. ve Balat, A. (2018). Türkiye'nin Ülke Kredi Notları ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar Arasındaki Uzun Dönemli İlişki: Standard&Poor's Örneği. 3. Lisansütü İşletme Öğrencileri Sempozyumu, 12-14 Nisan Tokat.

