

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

“KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI
TARAFINDAN YAPILAN
ÜLKE NOTU DEĞERLENDİRMELERİNİN
FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ”

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN
BİLGE TÜRKÜN KAYA

DANIŞMAN
PROF. DR. ERKAN POYRAZ

AĞUSTOS, 2019
MUĞLA

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

“KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI
TARAFINDAN YAPILAN
ÜLKE NOTU DEĞERLENDİRMELERİNİN
FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ”

Bilge TÜRKÜN KAYA
3741040002

Sosyal Bilimler Enstitüsünce
Tezli Yüksek Lisans
Diploması İçin Kabul Edilen Tez

Tezin Enstitüye Teslim Edildiği Tarih: 02. / 07. / 2019

Tezin Sözlü Savunma Tarihi: 11/ 07/ 2019

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Erkan POYRAZ

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Fatma TEKTÜFEKÇİ

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Ali BAYRAKDAROĞLU

Enstitü Müdürü: Prof. Dr. Tuncay ÖĞÜN

TEMMUZ, 2019

MUĞLA

TUTANAK

Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün .29/05/2019 tarih ve 892/2 sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 24/6 maddesine göre, İşletme Anabilim Dalı **Tezli Yüksek Lisans Programı** öğrencisi Bilge TÜRKÜN KAYA'nın "Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Ülke Notu Değerlendirmelerinin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği" adlı tezini incelemiş ve aday 11/07/2019 tarihinde saat 11:30'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

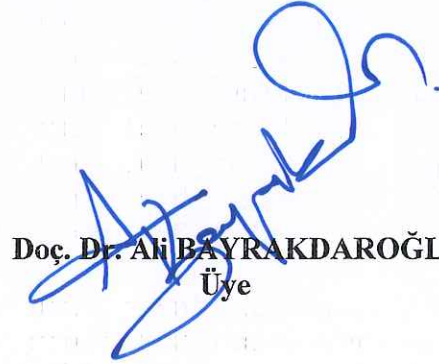
Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 60.. dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin **kabul** edildiğine **oy..... birleş** ile karar verildi.



Prof. Dr. Erkan POYRAZ
Tez Danışmanı



Prof. Dr. Fatma TEKTÜFEKÇİ
Üye



Doç. Dr. Ali BAYRAKDAROĞLU
Üye

YEMİN

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Ülke Notu Değerlendirmelerinin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

29/08/2019

BİLGE TÜRKÜN KAYA



YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN

Soyadı : TÜRKÜN KAYA

Adı : BİLGE

Referans No: 10288022

TEZİN ADI

Türkçe : Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Ülke Notu Değerlendirmelerinin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği

Y. Dil : The Effect Of Sovereign Rating Assessments On Financial Markets: The Case Of Turkey.

TEZİN TÜRÜ: Yüksek Lisans

Doktora

Sanatta Yeterlilik

●

○

○

TEZİN KABUL EDİLDİĞİ

Üniversite : Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi

Fakülte :

Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü

Diğer Kuruluşlar:

Tarih :

TEZ YAYINLANMIŞSA

Yayımlayan :

Basım Yeri :

Basım Tarihi :

ISBN :

TEZ YÖNETİCİSİNİN

Soyadı, Adı : POYRAZ Erkan

Ünvanı : Prof. Dr.

TEZİN YAZILDIĞI DİL : Türkçe

TEZİN SAYFA SAYISI: 82

TEZİN KONUSU (KONULARI) : Finans, Finansal Piyasalar, Kredi Derecelendirme Kuruluşları

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELEER

1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları,
2. Ülke Kredi Derecelendirmeleri
3. Borsa İstanbul,
4. Olay Analizi Metodolojisi

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELEER

1. Credit Rating Agencies
2. Sovereign Credit Rating
3. Borsa İstanbul
4. Event Study Methodology

1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum

2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir

3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezim tamammın fotokopisi alınabilir

Yazarın İmzası :



Tarih : 29/08/2019

ÖZET

Finansal piyasaların küreselleşmesi ve bütünleşmesiyle birlikte kredi derecelendirme kavramı da büyük önem kazanmıştır. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için yayınladıkları ülke kredi derecelendirme notları ve görünüm bildirimleri ülkelerin ekonomik, finansal, ticari ve uluslararası sermaye piyasasındaki konumunda büyük rol oynamaktadır. Özellikle son yıllarda, dünyanın önde gelen kredi derecelendirme kuruluşları olan Moody's, Standart & Poor's ve Fitch tarafından ilan edilen ülke kredi notları ve görünüm açıklamalarının ülkeler üzerindeki etkileri konusunda süregelen tartışmalar bulunmaktadır.

Bu çalışmada Moody's, Standart & Poor's, ve Fitch tarafından Türkiye için verilen ülke kredi notları ve görünüm bildirimlerinin Türkiye'deki finansal piyasalar üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Bu kapsamda, 2014-2018 yılları arasında gerçekleşen ilgili açıklamaların Borsa İstanbul 100 (BIST 100) endeksi günlük getirisi üzerindeki etkileri karşılaştırmalı olarak 12 grup halinde incelenmiştir. Bu uygulamanın analizi kapsamında event study methodology (olay analizi metodolojisi) teknikleri kullanılmıştır.

Analiz sonuçlarına göre, not düşürme açıklamalarının borsa getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir etkisinin olduğu saptanmıştır. Not teyidi açıklamalarının getiriler üzerinde kısıtlı bir etkisi olmakla birlikte, sonuçlar 0,95 güven aralığında anlamlı değildir. İlgili tarih aralığında not yükseltme açıklaması yapılmadığı için bu etki incelenememiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları arasında karşılaştırma yapıldığında ise kuruluşlar, açıklamaların borsaya etkisi en güçlüden en zayıfa olacak şekilde S&P, Moody's ve Fitch olarak sıralanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Ülke Kredi

Derecelendirmeleri, Moody's, S&P, Fitch, Borsa İstanbul, Olay Analizi Metodolojisi

ABSTRACT

With the globalization and integration of financial markets, the credit rating concept has gained importance. Sovereign credit rating notes and outlook notifications issued by international credit rating agencies play a major role in the economic, financial and commercial position of countries. In particular, the impact of sovereign credit ratings and outlook statements announced by Moody's, Standard & Poor's and Fitch, which are the world's leading credit rating agencies, are discussed in these days.

In this study, the impact of sovereign credit rating and outlook notifications for Turkey which are given by Moody's, Standard & Poor's, and Fitch on financial markets in Turkey has been investigated. In this context, the effects of the related disclosures in 2014-2018, on the daily return of BIST 100 index have been comparatively examined by 12 groups. In the context of analysis, event study methodology has been used.

According to the results of the analysis, it was found that downgrade disclosures had a statistically significant and negative effect on stock returns. Although note confirmation disclosures have a limited effect on returns, the results are not significant in the 0.95 confidence interval. Since no grade upgrades were made in the relevant date range, this effect could not be examined. By comparing credit rating agencies, companies are listed as S&P, Moody's and Fitch by the means of effect of the disclosures on the stock exchange from the strongest to the weakest.

Key Words: Credit Rating Agencies, Sovereign Credit Rating, Moody's, S&P, Fitch, Borsa İstanbul, Event Study Methodology.

ÖNSÖZ

Bu yüksek lisans tezi kapsamında çalışırken en büyük motivasyon kaynağım güncel ve popüler bir konu hakkında bilimsel bir çalışma yaparak literatüre katkıda bulunma çabası oldu. Çalışmanın konu seçiminden itibaren her konuda bana destek olan, aynı zamanda asistanlığını yaptığım değerli hocam sayın Prof. Dr. Erkan POYRAZ'a, kıymetli önerileriyle çalışmayı geliştirmeme yardımcı olan sayın Doç. Dr. Ali BAYRAKDAROĞLU'na ve zorlandığım zamanlarda beni motive eden, bana yardımcı olabilmek için konu hakkında araştırmalar yapan sevgili eşime teşekkür ederim.

Bilge TÜRKÜN KAYA

29.08.2019

Muğla

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	I
İÇİNDEKİLER	II
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	IV
TABLolar DİZİNİ	V
KISALTMALAR	VII

BİRİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı	1
1.1.1. Kredi Derecelendirme Tanımı.....	1
1.1.2. Kredi Derecelendirme Türleri.....	2
1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları	4
1.2.1. Türkiye’deki Kredi Derecelendirme Faaliyetleri.....	4
1.2.2. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	5
1.2.3. Moody’s	7
1.2.4. Standart and Poor’s	8
1.2.5. Fitch Ratings	10

İKİNCİ BÖLÜM

ÜLKE KREDİ DERECELENDİRMELERİ

2.1. Ülke Kredi Derecelendirmesi	12
2.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Değerlendirmeleri	14
2.2.1. Moody’s Tarafından Türkiye’ye Verilen Ülke Kredi Derecelendirme Notları	15
2.2.2. S&P Tarafından Türkiye’ye Verilen Ülke Kredi Derecelendirme Notları	16
2.2.3. Fitch Tarafından Türkiye’ye Verilen Ülke Kredi Derecelendirme Notları	17
2.3. Kredi Derecelendirmelerinin Finansal Piyasalara Etkisi.....	19
2.4. Etkin Piyasalar Hipotezi	19
2.5. BIST 100 Endeksi	20
2.6. Literatür	21

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI TARAFINDAN TÜRKİYE İÇİN YAPILAN ÜLKE NOTU DEĞERLENDİRMELERİNİN BORSA İSTANBUL ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ

3.1.	Çalışmanın Amacı ve Kapsamı	26
3.2.	Hipotezler	27
3.3.	Veri	30
3.4.	Metodoloji	31
3.4.1.	Olay Tanımlaması	32
3.4.2.	Olayın Etkisinin Araştırılacağı Değişkenlerin Belirlenmesi.....	33
3.4.3.	Olay Penceresi.....	34
3.4.4.	Normal Getiri	35
3.4.5.	Tahmin Penceresi	36
3.4.6.	Anormal Getiri	37
3.4.7.	Kümülatif Anormal Getiri.....	38
3.4.8.	Sonuçların İstatistiksel Olarak Test Edilmesi	39
3.5.	Analiz Sonuçları	40
3.5.1.	Tüm Kuruluşlar Tarafından Yapılan Tüm Not Açıklamaları	41
3.5.2.	Tüm Kuruluşlar Tarafından Yapılan Not Düşürme Açıklamaları	43
3.5.3.	Tüm Kuruluşlar Tarafından Yapılan Not Teyidi Açıklamaları.....	45
3.5.4.	Moody's Tarafından Yapılan Tüm Not Açıklamaları.....	47
3.5.5.	Moody's Tarafından Yapılan Not Düşürme Açıklamaları.....	49
3.5.6.	Moody's Tarafından Yapılan Not Teyidi Açıklamaları.....	51
3.5.7.	S&P Tarafından Yapılan Tüm Not Açıklamaları.....	53
3.5.8.	S&P Tarafından Yapılan Not Düşürme Açıklamaları	55
3.5.9.	S&P Tarafından Yapılan Not Teyidi Açıklamaları.....	57
3.5.10.	Fitch Tarafından Yapılan Tüm Not Açıklamaları	59
3.5.11.	Fitch Tarafından Yapılan Not Düşürme Açıklamaları.....	61
3.5.12.	Fitch Tarafından Yapılan Not Teyidi Açıklamaları	62

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 2.1. 1992-2013 Türkiye Kredi Notları	14
Şekil 2.2. 2013- 2018 Moody's Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları	15
Şekil 2.3 2013- 2018 S&P Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları.	16
Şekil 2.4. 2013- 2018 Fitch Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları	17
Şekil 2.5. 2013- 2018 Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları ...	18

TABLULAR DİZİNİ

Tablo 1.1. Moody's Kredi Derecelendirme Not Çizelgesi	7
Tablo 1.2. S&P Kredi Derecelendirme Not Çizelgesi	9
Tablo 1.3. Fitch Kredi Derecelendirme Not Çizelgesi.....	11
Tablo 2.1. 2019 Not Açıklama Tarihleri.....	13
Tablo 2.2. 2013- 2018 Moody's Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları	15
Tablo 2.3. 2013- 2018 S&P Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları	16
Tablo 2.4. 2013- 2018 Fitch Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları	17
Tablo 4.1 Tarih Düzeltmeleri.....	30
Tablo 4.2. 1.Hipotez Normallik Testi Sonuçları	41
Tablo 4.3. 1.Hipotez T Testi Sonuçları	42
Tablo 4.4. 2.Hipotez Normallik Testi Sonuçları	43
Tablo 4.5. 2.Hipotez T Testi Sonuçları	44
Tablo 4.6. 3. Hipotez Normallik Testi Sonuçları	45
Tablo 4.7. 3.Hipotez T Testi Sonuçları	46
Tablo 4.8. 4.Hipotez Normallik Testi Sonuçları	47
Tablo 4.9. 4.Hipotez T Testi Sonuçları	48
Tablo 4.10. 5.Hipotez Normallik Testi Sonuçları	49
Tablo 4.11. 5.Hipotez T Testi Sonuçları	50
Tablo 4.12. 6.Hipotez Normallik Testi Sonuçları	51
Tablo 4.13. 6.Hipotez T Testi Sonuçları	52
Tablo 4.14. 7.Hipotez Normallik Testi Sonuçları	53
Tablo 4.15. 7.Hipotez T Testi Sonuçları	54
Tablo 4.16. 8.Hipotez Normallik Testi Sonuçları	55

Tablo 4.17. 8.Hipotez T Testi Sonuçları	56
Tablo 4.18. 9.Hipotez Normallik Testi Sonuçları	57
Tablo 4.19. 9.Hipotez T Testi Sonuçları	58
Tablo 4.20. 10. Hipotez Normallik Testi Sonuçları	59
Tablo 4.21. 10.Hipotez T Testi Sonuçları	60
Tablo 4.22. 11.Hipotez T Testi Sonuçları	61
Tablo 4.23. 12.Hipotez Normallik Testi Sonuçları	62
Tablo 4.24. 12.Hipotez T Testi Sonuçları	63



KISALTMALAR

Kısaltma	Açıklama
AAR:	Average Abnormal Return - Ortalama Anormal Getiri
AR:	Abnormal Return – Anormal Getiri
BIST 100:	Borsa İstanbul 100 Endeksi
CAAR:	Cumulative Average Abnormal Return - Kümülatif Ortalama Anormal Getiri
CAR:	Cumulative Abnormal Return – Kümülatif Anormal Getiri
CRIS:	Comparative Rating Index of Sovereigns
EMDB:	Emerging Market Database
Fitch:	Fitch Ratings
IMF:	International Monetary Fund
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Moody's:	Moody's Investors Service
NRSRO:	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
S&P:	Standart & Poor's
SEC:	U.S. Securities and Exchange Commission
SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu

BİRİNCİ BÖLÜM

1. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Bu bölümde derecelendirme kavramının genel özellikleri ve kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili bilgi verilmiştir.

1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı

Bu başlık altında derecelendirme kavramının tanımı, kredi derecelendirmenin genel özellikleri ve türleri hakkında bilgi verilmiştir.

1.1.1. Kredi Derecelendirme Tanımı

20. yüzyılın sonlarından itibaren küreselleşmeyle birlikte finansal piyasalarda bütünleşme de artmıştır. Finansal sistemlerdeki gelişmelerden biri de fon alışverişi kapsamında gerçekleşmiştir. Fon sahipleri, dünyanın diğer ucunda bulunan fona ihtiyacı olan bir kurum veya devlete kredi verebilmektedir. Ancak fon sahiplerinin fona ihtiyacı olanların kredibilitesi hakkında her zaman tam ve doğru bilgi sahibi olması beklenemez. Bu durum da kurum ve ülkelerin borçlarını ödeyebilme konusunda ortaya çıkan risklerin bağımsız bir kuruluş tarafından analiz edilerek değerlendirilmesi ihtiyacını ortaya çıkarmıştır (Haspolat, 2015: 1).

Sözlük anlamıyla derecelendirme “Şirketlerin, taşınır değerlerinin ticari riskine, ülkelerin de siyasi risklerine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenip sıralanması” anlamındadır (TDK, 2004).

Kredi derecelendirmesi Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Resmi Gazetede “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 tanımlanmıştır (26580 sayılı Resmi Gazete, 2007).

Derecelendirme kapsamında organizasyon yapısı, likidite, mali yükümlülükleri karşılama gücü, karlılık ve mali yapı analiz edilir. Değerlendirme yapılırken sektörel, ekonomik, politik ve sosyal koşullar da göz önüne alınır (Korkmaz ve Ceylan, 2017: 161).

Kredi derecelendirme notları için belirli bir formül bulunmamaktadır. Değerlendirme yapılırken göz önüne alınan faktörler belirlenmiştir ancak nihai notun hesaplanmasında kullanılan kesin bir yaklaşım söz konusu değildir (Halıcı, 2005: 53).

1.1.2. Kredi Derecelendirme Türleri

Kredi derecelendirme işlemleri vadeye, para cinsine, derecelendirmeyi yapan kuruma ve derecelendirme yapılan kuruma göre sınıflandırılmaktadır. Bu sınıflandırma grupları Şekil 1.1’de verilmiştir.

Vadeye göre derecelendirme ikiye ayrılır. Vadesi bir yıldan az olan yükümlülüklerin derecelendirmesi kısa vadeli olarak tanımlanır, finansman bonusu derecelendirmesi için kullanılır. Bir yıl veya daha uzun vadeli yükümlülükler için ise uzun vadeli derecelendirme tanımlaması yapılır (Kedikli, 2015: 11-15).

Derecelendirmeler para cinsine göre üç başlık altında incelenir. Ulusal yerel para derecelendirmesi yerel para türündeki yükümlülüklerin yine yerel para ile ödenebilmesini ulusal kriterlere göre değerlendirir, ülke riskleri göz önüne alınmaz. Uluslararası yerel para derecelendirmesi ise aynı işlemi konvertibilite hariç tüm ülke risklerini değerlendirerek uluslararası kriterlere göre yapar. Uluslararası döviz derecelendirmesi de döviz türündeki yükümlülüklerin yine döviz ile ödenebilmesini tüm ülke risklerine göre değerlendirir (Kedikli, 2015: 11-15).

Derecelendirmeyi yapan kuruma göre iki tür derecelendirme bulunmaktadır. Dışsal derecelendirme, derecelendirme kuruluşları tarafından kurumlar için yapılır. İçsel derecelendirme ise bankaların borç almak isteyen kişi veya kuruluşlar için yaptıkları değerlendirmeleri kapsamaktadır (Kedikli, 2015: 11-15).

Derecelendirme yapılan kurumlar dört çeşittir. Proje derecelendirmesi çeşitli projelerin yürütülmesi sırasında ortaya çıkan fon ihtiyaçları için alınacak olan krediler için kullanılır. İhraç derecelendirmesi kapsamında kurumlar tarafından ihraç edilen hisse senedi, tahvil ve yapılandırılmış finansman araçları değerlendirilir. Kurumsal derecelendirme bankalar, finansal kurumlar, sigorta şirketleri, belediyeler, kamu kurumları ile sınai ve ticari şirketlerin çeşitli özellikleri incelenerek yapılan kredi derecelendirmesidir. Son olarak ülke derecelendirmesi ise uluslararası kredi

derecelendirme kuruluşları tarafından ülkeler için yapılan ve ülkelerin kredi riskini gösteren değerlendirmeleri kapsar (Kedikli, 2015: 11-15). Ülke derecelendirmeleri ile ilgili ayrıntılı bilgi 2.Bölüm’de sunulacaktır.

Şekil 1.1. Kredi Derecelendirme Türleri



Kaynak: Aktaran Kedikli, 2015:11

1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Bu başlık altında öncelikle Türkiye'deki kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili düzenlemeler ve uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları incelenecek, daha sonra ise en büyük üç kredi derecelendirme şirketi olan Moody's, S&P ve Fitch hakkında bilgi verilecektir.

1.2.1. Türkiye'deki Kredi Derecelendirme Faaliyetleri

Türkiye'deki kredi derecelendirme faaliyetleri Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından düzenlenmektedir. Sermaye Piyasası derecelendirme faaliyeti kapsamında kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi yapılmaktadır. "Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti, Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılır" (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/1>).

Türkiye'de 4'ü aynı zamanda kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi de yapan toplamda 6 tane yetkilendirilmiş kredi derecelendirme şirketi bulunmaktadır. Ayrıca 3 uluslararası derecelendirme kuruluşunun da Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunma yetkisi vardır. Bu şirketler aşağıda verilmiştir (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/1>).

Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları

- Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
- 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.
- DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları

- Standards and Poor's Global Ratings Europe Limited
- Moody's Investor Service Inc.
- Fitch Ratings Ltd.

Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi

- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.
- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.
- DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

1.2.2. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Dünya üzerinde faaliyet gösteren çok sayıda kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Ancak bunlar içerisinde dünya çapında kabul edilenler sınırlıdır. Amerika Birleşik Devletleri Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (U.S. Securities and Exchange Commission –SEC) tarafından tanınan, dünya çapında da kabul gören kuruluşlar Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) olarak tanımlanır. Güncel NRSRO listesi şu şekildedir (U.S. Securities and Exchange Commission –SEC resmi internet sayfası):

- A.M. Best Rating Services, Inc. DBRS, Inc.
- DBRS, Inc.
- Egan-Jones Ratings Co.
- Fitch Ratings, Inc.
- HR Ratings de México, S.A. de C.V.
- Japan Credit Rating Agency, Ltd.
- Kroll Bond Rating Agency, Inc. (Lace Financial Corp.)
- Moody's Investors Service, Inc.
- Morningstar Credit Ratings, LLC (Realpoint LLC)
- S&P Global Ratings (Standard & Poor's Ratings Services)

Sektörün en büyük ve önde gelen firmaları Moody's Investors Service (Moody's), Standart & Poor's (S&P) , ve Fitch Ratings (Fitch) olarak kabul edilmektedir. Bu üç firma yukarıda sıralanan 10 NRSRO'nun toplam gelirinin %94,1'ine sahiptir (U.S. Securities and Exchange Commission –SEC Yıllık Rapor). Bu üç şirket dünya genelinde “Üç Büyükler” olarak da anılmaktadır.

S&P, Moody's ve Fitch'in kredi derecelendirme sistemi birbirlerine oldukça benzerdir. Ayrıca üç kuruluşun yapmış oldukları kredi derecelendirmeleri de büyük oranda benzerlik göstermektedir. Yani aynı kurum için farklı derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlar birbirine yüksek oranda yakınlık göstermektedir.

Kredi derecelendirme notu açıklaması ile birlikte görünüm açıklaması da yapılmaktadır. Görünüm açıklaması değerlendirilen kuruluşun gelecekteki durumuna ilişkin bir tahmin niteliğindedir, sonraki kredi notunun daha düşük, daha yüksek veya aynı olup olmayacağı hakkında muhtemel bir öngörüü yansıtır. Gelecekte kredi notunun düşürülmesi ihtimalinin yüksek olması durumunda negatif, yükseltilmesi ihtimalinin yüksek olması durumunda pozitif, not değişikliğinin öngörülmediği durumlarda ise durağan şeklinde görünüm açıklaması yapılır.

1.2.3. Moody's

Moody's şirketi kredi derecelendirme, borçlanma araçları, tahviller, menkul değerler üzerine araştırma sağlayan Moody's yatırım hizmetleri ile kredi, ekonomik analiz ve finansal risk yönetimi için en gelişmiş yazılım, danışmanlık hizmetleri ve araştırma sunan Moody's analitiğin ana şirketidir. Moody's Yatırım Hizmetlerinin derece notları ve analizleri, 135'den fazla ülkeyi, yaklaşık 4.800 finansal olmayan kurum sağlayıcısını, 4.100 finansal kurum sağlayıcısını, 17.600 kamu finansman sağlayıcısını, 9.600 yapısal finans işlemleri ile 1.000 altyapı ve proje finansmanı sağlayıcısını kapsamaktadır. 2018 yılında 4,4 milyar dolar gelir elde eden şirket, dünya çapında yaklaşık 13.200 kişiyi istihdam etmekte ve 42 ülkede varlığını sürdürmektedir (<https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx>).

Moody's'in kredi derecelendirme not sistemi Tablo 1.1'de verilmiştir.

Tablo 1.1. Moody's Kredi Derecelendirme Not Çizelgesi

	Not Grubu	Kredi Notu	Açıklama	
Kredi Riski Derecesi Düşükten Yüksekçe	Aaa	Aaa	Yatırım Yapılabilir.	
	Aa	Aa1		Spekülatif
		Aa2		
		Aa3		
	A	A1		
		A2		
		A3		
	Baa	Baa1		
		Baa2		
		Baa3		
	Ba	Ba1		
		Ba2		
		Ba3		
	B	B1		
		B2		
		B3		
	Caa	Caa1		
		Caa2		
Caa3				
Ca	Ca			
C	C			

Kaynak: <https://www.moodys.com/>

Moody's'in en yüksek notu Aaa olarak tanımlanmıştır. Bu not finansal yükümlülüklerin yerine getirilebilme ihtimalinin çok yüksek olduğunu ve kredi riskinin çok düşük olduğunu göstermektedir. En düşük not ise C olup, bu not da kredi riskinin çok yüksek olduğunu ve yatırım yapılamayacağını ifade etmektedir.

1.2.4. Standart and Poor's

Standard and Poor's küresel derecelendirme kuruluşu ve yan kuruluşları 150 yıldan fazla bir süredir faaliyet göstermektedir. S&P analistleri ve ekonomistleri dünyanın dört bir yanında, 128 ülkede kredibilitiyi etkileyen faktörleri ve eğilimleri değerlendirmektedir. Dünyanın lider kredi derecelendirme kuruluşlarından biri olan S&P bugüne kadar ülke, kurumsal, finans sektörü, yapılandırılmış finans kuruluşları, menkul kıymetler üzerine 1 milyondan fazla sayıda, 46,3 trilyon dolar hacminde kredi derecelendirme notu vermiştir. S&P bünyesinde yaklaşık 1500 kredi değerlendirme analisti çalışmaktadır. S&P 2016 yılında borçlanma araçları üzerine 3,7 trilyon dolar değerinde değerlendirme yapmıştır. S&P'nin son beş yıldaki yayınladığı kurumsal sektörler için yatırım notlarından sadece yüzde 1'i kusurlu çıkmıştır (https://www.spratings.com/en_US/what-we-do).

S&P'nin kredi derecelendirme not sistemi Tablo 1.2'de verilmiştir.

Tablo 1.2. S&P Kredi Derecelendirme Not Çizelgesi

	Not Grubu	Kredi Notu	Açıklama	
Kredi Riski Derecesi Düşükten Yükselge	AAA	AAA	Yatırım Yapılabilir.	
	AA	AA+		Spekülatif
		AA		
		AA-		
	A	A+		
		A		
		A-		
	BBB	BBB+		
		BBB		
		BBB-		
	BB	BB+		
		BB		
		BB-		
	B	B+		
		B		
		B-		
	CCC	CCC+		
		CCC		
		CCC-		
CC	CC			
C	C			
D	D			

Kaynak: https://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings#firstPage

S & P 'nin en yüksek notu AAA olarak tanımlanmıştır. Bu not finansal yükümlülüklerin yerine getirilebilme ihtimalinin çok yüksek olduğunu ve kredi riskinin çok düşük olduğunu göstermektedir. En düşük not ise D olup, bu not da kredi riskinin çok yüksek olduğunu ve yatırım yapılamayacağını ifade etmektedir. Fitch ile notlandırma sistemleri aynıdır.

1.2.5. Fitch Ratings

30'dan fazla ülkede faaliyet gösteren Fitch grubu finansal bilgi hizmetlerinde dünya liderlerinden biridir. Fitch grubu, kredi derecelendirme ve araştırmalarında dünya lideri olan Fitch Ratings; kredi piyasa verileri, analitik araçlar ve risk hizmetleri sağlayan Fitch Solutions ve eğitim ve mesleki gelişim firması olan Fitch Learning firmalarından oluşmaktadır. Merkezleri Londra ve New York'ta bulunan Fitch Group, Hearst şirketinin bir yan kuruluşudur. Fitch derecelendirme, kredi derecelendirme, yorum ve araştırmaların lider sağlayıcılarından biri olarak güçlü yerel piyasa uzmanlığı ve kredi piyasası uzmanlığına dayanan küresel bakış açıları sunmaktadır. Fitch zmleri, müşterilerinin karşı taraf risklerini yönetmede başarılı olmalarına, borç ve sabit gelir piyasaları hakkında daha derin bilgi edinmelerine ve makroekonomik evre hakkında kapsamlı ve geniş bir anlayış edinmelerine yardımcı olan Fitch Connect tarafından desteklenen çözümler sunmaktadır. Fitch Learning, finansal hizmetler endüstrisi için öğrenme ve gelişim çözümleri sunar. Londra, New York, Singapur, Dubai ve Hong Kong'daki merkezleriyle; tüm dünyada ve yerel olarak müşteri ihtiyaçlarını sorgulamaya ve anlamaya odaklanmıştır. Kurumların personellerinin tüm yaşam döngüsü boyunca bireysel ve şirket bazında başarı edinimlerini hızlandırmak için öğrenme çözümleri önerir ve geliştirir (<https://www.fitchratings.com/site/about>).

Fitch'in kredi derecelendirme not sistemi Tablo 1.3'te verilmiştir.

Tablo 1.3. Fitch Kredi Derecelendirme Not Çizelgesi

	Not Grubu	Kredi Notu	Açıklama	
Kredi Riski Derecesi Düşükten Yüksekçe	AAA	AAA	Yatırım Yapılabilir.	
	AA	AA+		Spekülatif
		AA		
		AA-		
	A	A+		
		A		
		A-		
	BBB	BBB+		
		BBB		
		BBB-		
	BB	BB+		
		BB		
		BB-		
	B	B+		
		B		
		B-		
	CCC	CCC+		
		CCC		
		CCC-		
CC	CC			
C	C			
D	D			

Kaynak: <https://www.fitchratings.com/site/definitions>

Fitch' in en yüksek notu AAA olarak tanımlanmıştır. Bu not finansal yükümlülüklerin yerine getirilebilme ihtimalinin çok yüksek olduğunu ve kredi riskinin çok düşük olduğunu göstermektedir. En düşük not ise D olup, bu not da kredi riskinin çok yüksek olduğunu ve yatırım yapılamayacağını ifade etmektedir. S & P ile notlandırma sistemleri aynıdır.

İKİNCİ BÖLÜM

2. ÜLKE KREDİ DERECELENDİRMELERİ

Bu bölümde ülkeler için verilen kredi derecelendirme notları sistemi üzerinde durulacak, Türkiye'nin kredi derecelendirme notu geçmişi hakkında bilgi verilmiştir.

2.1. Ülke Kredi Derecelendirmesi

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin politik ve ekonomik durumunu inceleyerek, kredibilite değerlendirme faktörlerini analiz eder ve her ülke için ülke kredi derecelendirme notu ve görünüm bildirimini yayınlarlar. Ülke kredi derecelendirmesi, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından "Sovereign Credit Rating" olarak ifade edilmektedir.

Ülke kredi derecelendirmeleri yapılırken başlıca değerlendirilen faktörler ülke ekonomisinin gelir yaratma kapasitesi, likidite göstergeleri, dış borç birikimi ve siyasi risktir. Ancak bu faktörlerin dışındaki değişken durumlar da değerlendirilebilir. (Demir, 2014: 12-13).

Ülke kredi derecelendirmeleri piyasalarda hem düzenleyici rol oynamakta hem de disiplin ve güven açısından sürdürülebilirliği sağlamaktadır (Suadiye, 2006: 7). Ülke kredi derecelendirmeleri açısından da dünyanın en büyük kuruluşları Moody's, S & P, ve Fitch olarak kabul edilmektedir. Sektörün önde gelen firmaları olan Moody's, Standart & Poor's ve Fitch tarafından ilan edilen kredi notlarının ve görünümlerin ülkelere birçok açıdan etkisi bulunmaktadır.

Ülkeler için güncel kredi derecelendirme notları Ek-1'de verilmiştir (<https://tradingeconomics.com/country-list/rating>). Listenin sağındaki TE başlığı altındaki değerler, listeyi yayınlayan Trading Economics isimli web sitesi tarafından oluşturulan, ülkenin 3 kredi kuruluşundan almış olduğu notlara göre hesaplanan ve 0 (en düşük not- en yüksek risk) ile 100 (en yüksek not- en düşük risk) arasında değişen numerik notlandırma sistemini ifade etmektedir.

Ülkeler en yüksek TE değerinden başlayarak sıralanmıştır. Listedeki sıralama ülkelerin ekonomik durumu ve gelişmişlik düzeyi gibi kriterler ele alındığında şaşırtıcı değildir. Buna göre Türkiye mevcut durumda listede yer alan 150 ülke arasında 81. sırada bulunmaktadır.

Ülke kredi notlarını birden fazla yılı kapsayacak şekilde genel değerlendirme yapabilmek ve farklı ülkeler arasında karşılaştırma yapabilmek amacıyla 2012’de Kaushik Basu ve diğerleri tarafından ülkeler için karşılaştırmalı kredi notu endeksi (Comparative Rating Index of Sovereigns, CRIS) geliştirilmiştir. CRIS hesaplaması kapsamında Moody’s derecelendirmeleri sayısal değere dönüştürülmüş, her ülke için son 5 yılda Moody’s tarafından verilen ülke kredi derecelendirme notlarının sayısal değerleri elde edilmiştir. Bu sistemde sadece kredi notu değil, ayrıca not görünümüne göre de puanlandırma yapılmıştır. Hindistan Finans Bakanlığı bu sistemi kullanarak 101 ülke için 2007-2011 yılları arasındaki CRIS değerlerini hesaplayarak yayınlamıştır. CRIS tablosu Ek-2’de verilmiştir.

Kredi notu ve görünüm bildirimini açıklamaları ile ilgili bazı yasal düzenlemeler bulunmaktadır. Buna göre, bu kuruluşlar ülkelerin kredi notu ve görünüm bildirimini açıklamalarını yıl içerisinde ne zaman yapacaklarını önceden ilan ederler. Zorunlu bir durum olmadıkça bu tarihler değiştirilmez. Ayrıca kredi notu ve görünüm bildirim açıklamalarının cuma günleri yapılması gerekmektedir. Açıklama tarihleri ülkeden ülkeye değişmekle birlikte, aynı günde genellikle birden fazla ülke için açıklama yapılır. Yıl içerisinde çoğu ülke için 2, bazı ülkeler için 3 kez açıklama ilan edilir.

Buna göre, Türkiye için belirlenen 2019 not açıklama takvimi Tablo-2.1’deki gibidir. Moody’s not açıklama takviminde Türkiye’ye yer vermemiştir. Not açıklama tarihinin daha sonra ilan edilmesi beklenmektedir.

Tablo 2.1. 2019 Not Açıklama Tarihleri

KDK	1. Tarih	2. Tarih
Moody’s	Belirtilmedi.	Belirtilmedi.
S & P	15 Şubat 2019	2 Ağustos 2019
Fitch	3 Mayıs 2019	1 Kasım 2019

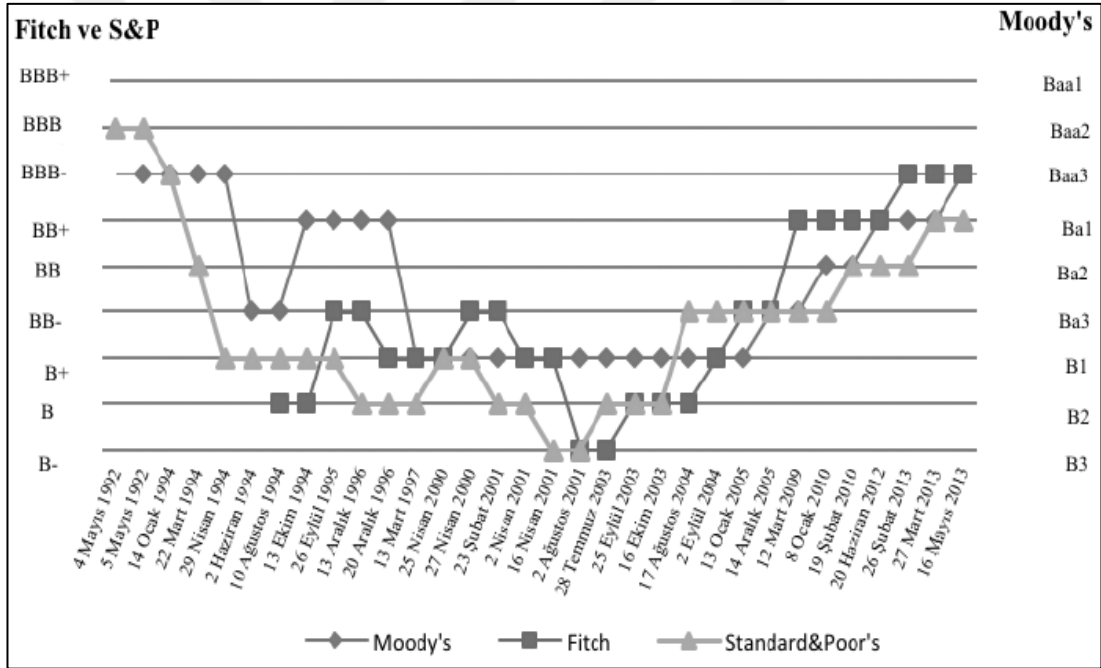
<https://www.haberturk.com/s-p-nin-2019-da-turkiye-degerlendirmeleri-subat-ve-agustos-ta-2270620-ekonomi>

2.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Değerlendirmeleri

1990'li yılların başlarında dış piyasalardan borçlanmanın artmasıyla birlikte Türkiye'nin kredi derecelendirme tarihi de başlamıştır. Türkiye için ilk ülke kredi derecelendirmesi 1992 yılında S&P ve Moody's tarafından yapılmıştır (Ovalı, 2014: 59).

Türkiye'nin 1992- 2013 yılları arasındaki ülke kredi derecelendirme notları Grafik X'de sunulmuştur. Bu çalışmada 01.01.2014 – 31.12.2018 dönemi analiz edileceği için Türkiye'nin 2013 sonrası dönemdeki ülke kredi derecelendirme notları sonraki başlıklar altında ayrıntılı olarak incelenecektir.

Şekil 2.1. 1992-2013 Türkiye Kredi Notları



Kaynak: Ovalı, 2014: 59

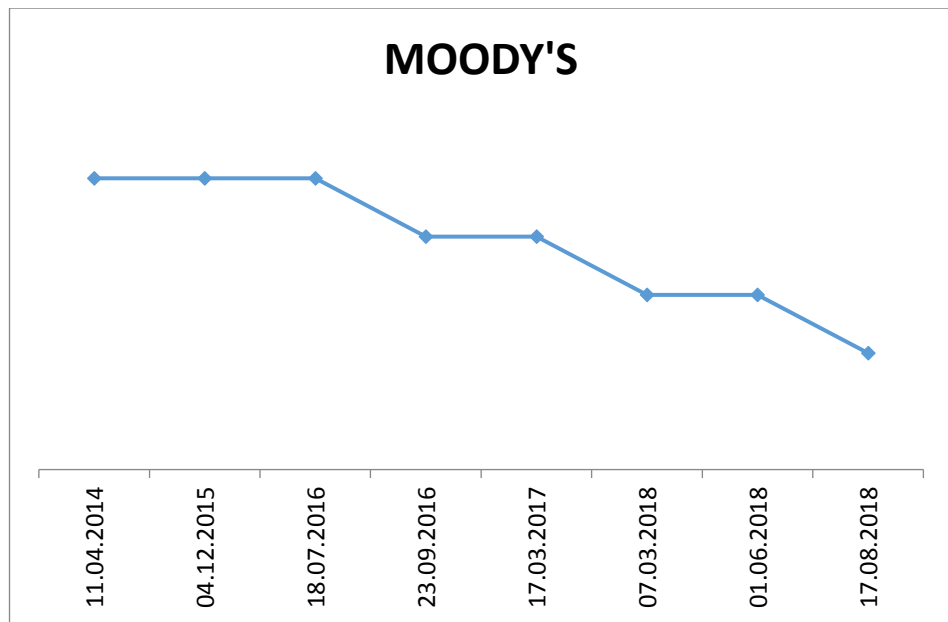
2.2.1. Moody's Tarafından Türkiye'ye Verilen Ülke Kredi Derecelendirme Notları

Moody's'in 01.01.2014 – 31.12.2018 tarihleri arasındaki dönemde Türkiye için yapmış olduğu ülke uzun dönem yabancı para cinsi kredi derecelendirme ve görünüm açıklamaları Tablo 2.2 'de, kredi notlarının zaman içerisindeki değişimi Şekil 2.2'de verilmiştir.

Tablo 2.2. 2013- 2018 Moody's Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları

<u>KURULUŞ</u>	<u>TARİH</u>	<u>KREDİ NOTU</u>	<u>GÖRÜNÜM</u>	<u>AÇIKLAMA</u>
MOODY'S	11.04.2014	Baa3	Negatif	Not Teyidi
	4.12.2015	Baa3	Negatif	Not Teyidi
	18.07.2016	Baa3	Negatif İzlemede-Olası Azaltım	Not Teyidi
	23.09.2016	Ba1	Durağan	Not Azaltımı
	17.03.2017	Ba1	Negatif	Not Teyidi
	7.03.2018	Ba2	Durağan	Not Azaltımı
	1.06.2018	Ba2	Negatif İzlemede-Olası Azaltım	Not Teyidi
	17.08.2018	Ba3	Negatif	Not Azaltımı

Şekil 2.2. 2013- 2018 Moody's Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları



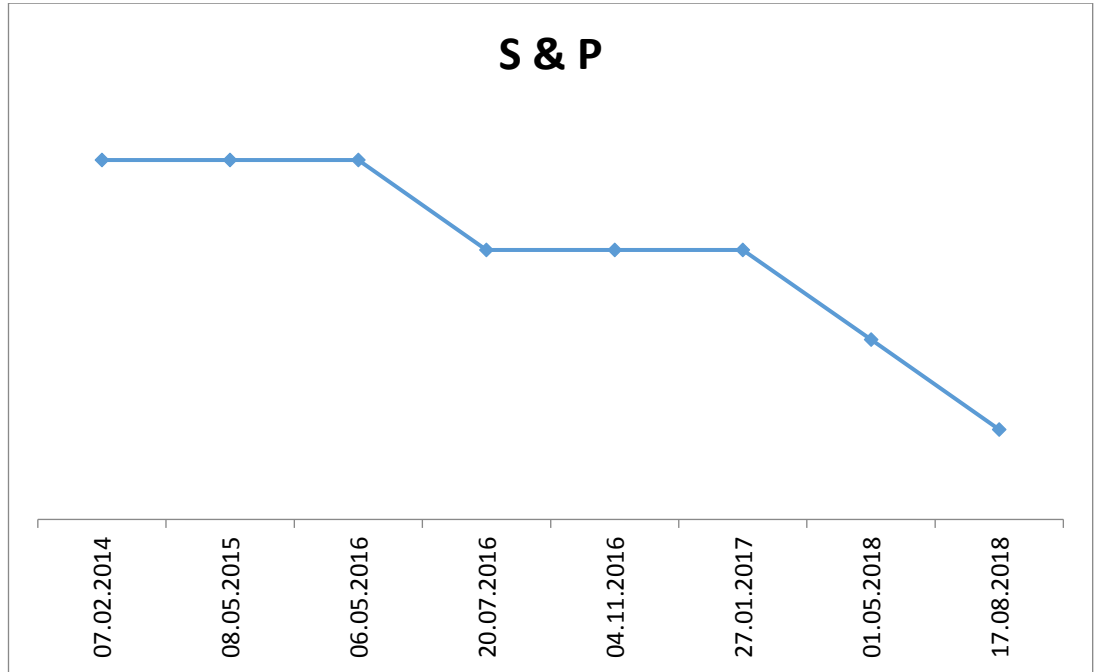
2.2.2. S&P Tarafından Türkiye'ye Verilen Ülke Kredi Derecelendirme Notları

S&P' nin 01.01.2014 – 31.12.2018 tarihleri arasındaki dönemde Türkiye için yapmış olduğu ülke uzun dönem yabancı para cinsi kredi derecelendirme ve görünüm açıklamaları Tablo-2.3 'de, kredi notlarının zaman içerisindeki değişimi Şekil 2.3'de verilmiştir.

Tablo 2.3. 2013- 2018 S&P Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları

<u>KURULUŞ</u>	<u>TARİH</u>	<u>KREDİ NOTU</u>	<u>GÖRÜNÜM</u>	<u>AÇIKLAMA</u>
STANDART AND POOR'S	7.02.2014	BB+	Negatif	Not Teyidi
	8.05.2015	BB+	Negatif	Not Teyidi
	6.05.2016	BB+	Durağan	Not Teyidi
	20.07.2016	BB	Negatif	Not Azaltımı
	4.11.2016	BB	Durağan	Not Teyidi
	27.01.2017	BB	Negatif	Not Teyidi
	1.05.2018	BB-	Durağan	Not Azaltımı
	17.08.2018	B+	Durağan	Not Azaltımı

Şekil 2.3 2013- 2018 S&P Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları.



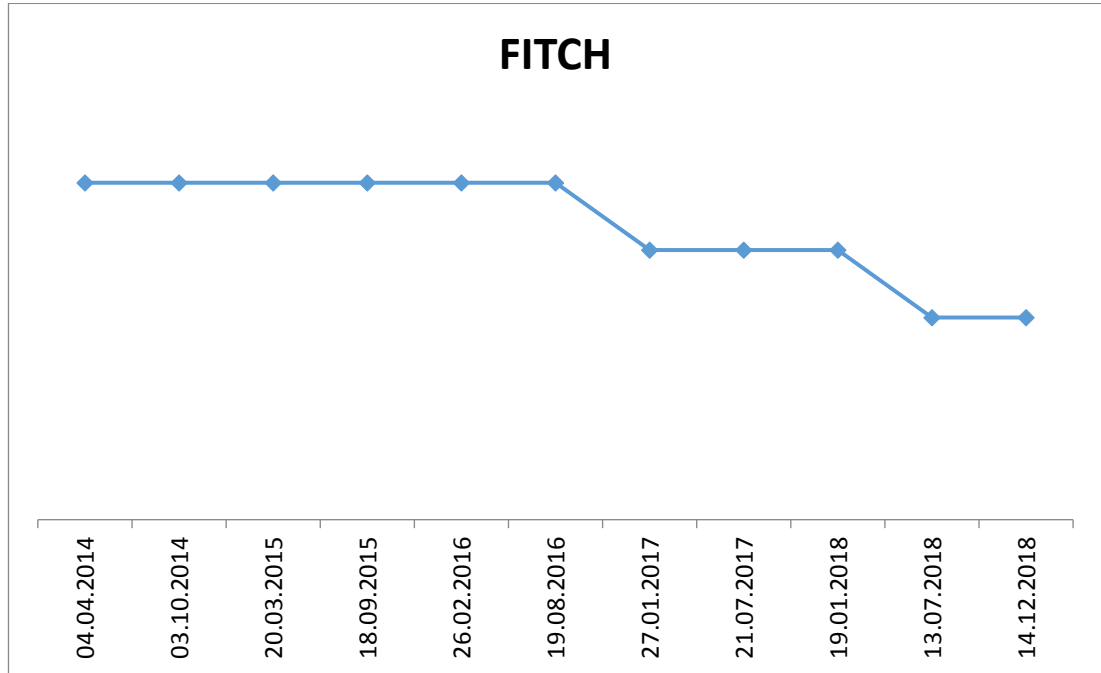
2.2.3. Fitch Tarafından Türkiye'ye Verilen Ülke Kredi Derecelendirme Notları

Fitch'in 01.01.2014 – 31.12.2018 tarihleri arasındaki dönemde Türkiye için yapmış olduğu ülke uzun dönem yabancı para cinsi kredi derecelendirme ve görünüm açıklamaları Tablo 2.4 'de, kredi notlarının zaman içerisindeki değişimi Şekil 2.4'de verilmiştir.

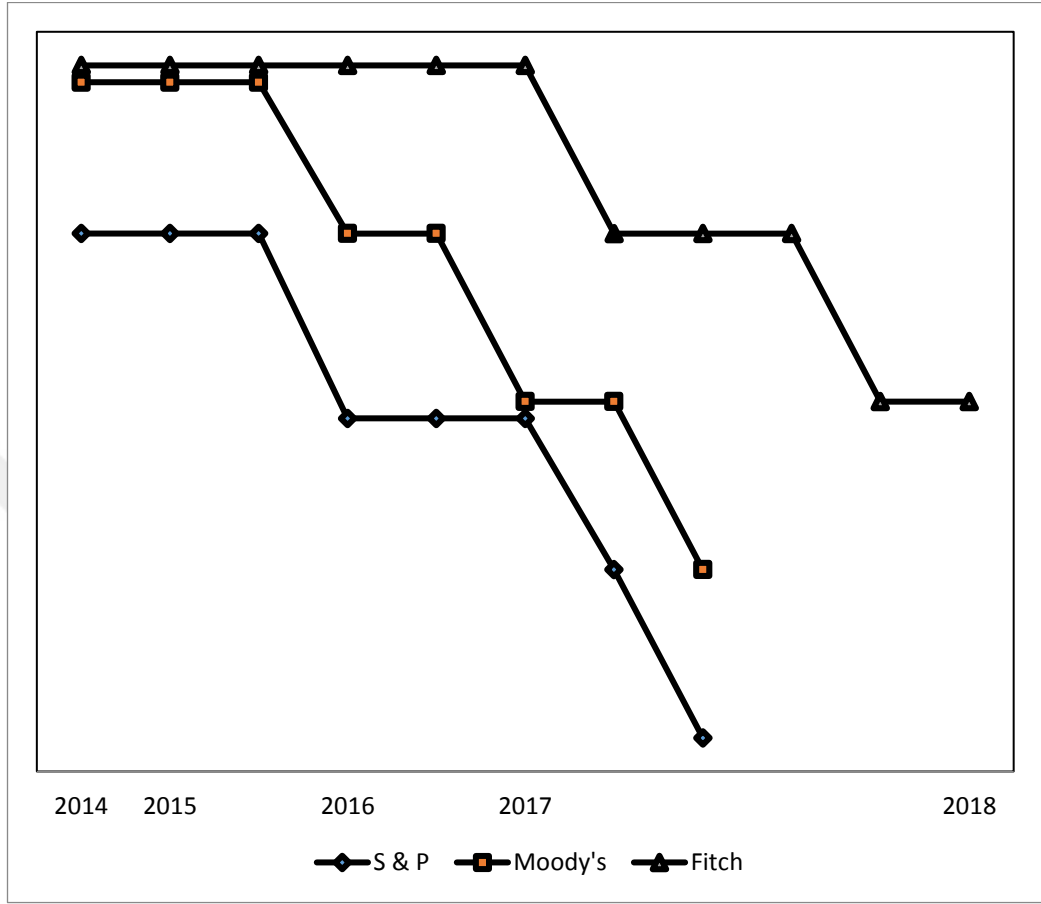
Tablo 2.4. 2013- 2018 Fitch Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları

<u>KURULUŞ</u>	<u>TARİH</u>	<u>KREDİ NOTU</u>	<u>GÖRÜNÜM</u>	<u>AÇIKLAMA</u>
FITCH	4.04.2014	BBB-	Durağan	Not Teyidi
	3.10.2014	BBB-	Durağan	Not Teyidi
	20.03.2015	BBB-	Durağan	Not Teyidi
	18.09.2015	BBB-	Durağan	Not Teyidi
	26.02.2016	BBB-	Durağan	Not Teyidi
	19.08.2016	BBB-	Negatif	Not Teyidi
	27.01.2017	BB+	Durağan	Not Azaltımı
	21.07.2017	BB+	Durağan	Not Teyidi
	19.01.2018	BB+	Durağan	Not Teyidi
	13.07.2018	BB	Negatif	Not Azaltımı
	14.12.2018	BB	Negatif	Not Teyidi

Şekil 2.4. 2013- 2018 Fitch Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları



Şekil 2.5. 2013- 2018 Uzun Dönem Yabancı Para Kredi Derecelendirme Notları



Moody's, S&P ve Fitch tarafından Türkiye için 2014-2018 yılları arasında verilen notların gösterimi Şekil 2.5'de verilmiştir. Grafikte de görüleceği üzere, her üç kuruluş için de 2014'ten itibaren notlarda hiç yükselme olmamış, 2016 ve 2017'de her üç kuruluşun notlarında da düşüş söz konusu olmuştur.

2.3. Kredi Derecelendirmelerinin Finansal Piyasalara Etkisi

Kredi derecelendirmeleri hisse senedi piyasalarında düzenleyici rol oynamaktadır. Piyasada yer alan yatırımcıların birçoğu kredi derecelendirme duyurularını göz önüne alarak işlem yapmaktadır. Bu duyuruları dikkate almayan yatırımcılar da söz konusudur ancak çoğunluğun işlem davranışları piyasayı yönlendirmek için yeterli olmaktadır (Suadiye, 2006: 7).

Kredi derecelendirmelerinin ülkelerin finansal ve ekonomik sistemlerine olumsuz etkiler yaratabildiği tüm dünyada tartışılan bir konudur. Örneğin ekonomik durumu zaten zayıf olan bir ülke, kredi notu da düşürüldüğünde daha da zor duruma düşebilmekte hatta bu durum ekonomik krize bile neden olabilmektedir. Bu yüzden kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirlikleri hakkında süregelen tartışmalar mevcuttur. 2008 küresel Mortgage krizi gibi bazı olaylarda kredi derecelendirme kuruluşlarının olumsuz etkilerinin önemli rol oynadığı kabul edilmektedir.

2.4. Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasalar hipotezine göre üç tip piyasa bulunmaktadır. Bunlar etkin, yarı etkin ve zayıf formda etkin piyasalardır.

Etkin piyasalarda olayların hisse senedi fiyatlarına hiçbir etkisi olmaz yani olayın gerçekleşmesiyle hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilemez (Kaderli, 2007: 146).

Etkin olmayan piyasalarda ise önemli olayların kamuya açıklanmasıyla birlikte yatırımcılar anormal getiriler elde edebilmektedir (Sakarya, 2011:151).

Literatürde yapılan çalışmaların sonuçlarına göre Borsa İstanbul'un etkin bir piyasa olmadığı, yatırımcıların anormal getiriler elde edebildikleri görülmüştür. Borsa İstanbul etkin bir piyasa olmadığı için bu piyasadaki anormal fiyat hareketlerini saptamak önemlidir. (Mandacı, 2003: 2).

2.5. BIST 100 Endeksi

Hisse senetlerinin fiyat ve getiri performanslarının bir bütün halinde veya farklı kriterlere göre gruplandırılmış olarak ölçülebilmesi amacıyla Borsa İstanbul tarafından pay piyasası endeksleri oluşturulmuştur. Bu endeksler içerdikleri hisse senetlerinin ortalama fiyat değişimlerini temsil etmektedir. Borsa İstanbul bünyesinde BIST30, BIST50, BIST100, BIST 100-30, BIST Kurumsal Yönetim, BIST Tüm, BIST Tüm-100, Sektör, Alt Sektör, BIST Yıldız, BIST Ana, BIST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, BIST Şehir, BIST Temettü, BIST Temettü 25, BIST Halka Arz, BIST KOBİ Sanayi gibi endeks türleri bulunmaktadır. BIST30, BIST50 ve BIST 100 endeksi için hisseler piyasa değeri ve işlem hacmine göre sıralanarak endeks kapsamına alınır. Bu endekslere dahil olabilmek için hisselerin A veya B listesinde yer almaları gerekir, C veya D listesindekiler endekse dahil edilmez. Ayrıca Borsa İstanbul'da en az 60 gündür işlem görüyor olmaları gerekmektedir. Bu durumun istisnaları mevcuttur. Endeks listeleri yıl içerisinde belirlenen periyodlar halinde değerlendirilerek yenilenir (<https://www.borsaistanbul.com/sss/endeksler> 46).

BIST 100 endeksi Borsa İstanbul için temel endeks olarak kabul edilmektedir. BIST30 ve BIST 50 de yer alan payları da kapsamaktadır (BIST Pay Endeksleri Temel Kuralları, 2016). 48. 03.05.2019 itibari ile BIST 100 endeksinde yer alan firmalar Ek-3'de verilmiştir (<https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler>).

Temel borsa endeksleri tüm ülkeler açısından önem arz etmektedir. Temel borsa endeksleri ülkenin sahip olduğu ekonomik veriler, işsizlik rakamları, faiz oranları, jeopolitik konumu ve riskleri gibi içsel faktörlerin yanında küresel veriler, ülkelerin birbirleri ile olan ekonomik ilişkileri, küresel piyasaların gidişatı ve bu piyasa içindeki ülkeler arası ilişkiler gibi dışsal faktörlerden de önemli ölçüde etkilenmektedir (<https://www.alnusyatirim.com/endeks-nedir>).

BIST 100 endeksi de Türkiye'nin genel ekonomik durumunu yansıtmaktadır. Bu yüzden çeşitli faktörlerin Türkiye'deki finansal piyasalar üzerindeki genel etkisi incelenirken çoğunlukla BIST100 endeksi kullanılmaktadır. Bu çalışmada da kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için verdikleri notların Borsa İstanbul 100 Endeksi (BIST 100) üzerindeki etkisi analiz edilecektir.

2.6. Literatür

Konuyla ilgili farklı kapsamlarda yerli ve yabancı literatür araştırmaları yapılmıştır. Buna göre; kredi derecelendirme not ve görünüm açıklamalarının genel ekonomik göstergeler, döviz kuru değeri, döviz kuru volatilitesi, borsa endeksi, hisse senedi getirisi, devlet tahvili, kredi risk swapı gibi finansal ve ekonomik değişkenlerden biri veya ikisi üzerindeki etkilerini araştıran çalışmalar mevcuttur. Türkçe literatürde bu konuda çok az sayıda çalışma varken, yabancı literatürde nispeten daha fazla çalışma olduğu görölmüştür. Kredi derecelendirme çalışmalarının Türkiye üzerindeki etkisi hakkında çok az sayıda ve yetersiz kapsamda çalışmalar bulunmaktadır.

Konuyla ilgili literatürdeki çalışmalar, incelenen bağımsız değişken/ değişkenler veya kullanılan teknikler açısından birbirinden farklılaşmaktadır. İncelenen çalışmalarda analiz tekniği olarak olay analizi metodolojisi (event study methodology), farklı türlerde volatilité modellemeleri ve diğer genel istatistiksel yöntemler kullanıldığı görölmüştür. İlgili analiz teknikleri hakkında ayrıca kapsamlı bir literatür araştırılması yapılmış, farklı konularda ancak aynı yöntemler kullanılarak yapılmış çalışmalar da incelenmiştir.

Sipahi (2010: 81), 2003-2008 yılları arasındaki Fitch Ratings tarafından yapılan banka kredi derecelendirmelerinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Banka Endeksinde yer alan bankaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini ölçmek için olay çalışması tekniğini kullanmıştır. Çalışmada sadece not yükseltme açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı etkisi olduğu, diğer açıklamaların etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Harmancı (2013: 126), 1992-2012 yılları arasında S&P, Moody's ve Fitch tarafından Türkiye için yapılan kredi derecelendirme açıklamalarının Borsa İstanbul üzerindeki etkisini incelemek için olay çalışması tekniğini kullanmıştır. Açıklama gününde borsada anlamlı herhangi bir değişiklik olmadığı, ancak olumlu olan açıklamaların hem öncesinde hem de sonrasında piyasalarda olumlu yönde hareketlenmeler olduğu belirlenmiş olup, bu durum da, açıklamayla ilgili bilgi sızıntısı olabileceği ihtimali ile açıklanmıştır.

Yıldırım ve diğerleri (2017: 274), çalışmalarında S&P, Moody's ve Fitch tarafından 2012- 2016 yılları arasında Türkiye'ye verilen kredi derecelendirme notlarının Borsa İstanbul'da bulunan Banka, Mali, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı, Ticaret, Sınai ve Kobi Sanayi endekslerine olan etkisini incelemek için olay çalışması tekniğini kullanmışlar, not açıklamalarının endeksler üzerinde kısmi düzeyde etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Pacheco 2011 yılındaki çalışmasında (ss:13-14) Moody's'in ülke derecelendirme notlarının Portekiz hisse senetleri üzerindeki etkisini araştırırken olay çalışmasını kullanmış olup açıklamaların hisse senetleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki olduğunu saptamıştır. 2006-2011 yılları arasındaki dönemi kapsayan analizde, özellikle 2010'dan sonra daha güçlü tepkiler alındığı belirlenmiş olup bu durum da kredi derecelendirme kuruluşlarının etkilerinin giderek arttığı şeklinde yorumlanmıştır.

Miyamoto (2016: 142-143), kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için değil, firmalar için yaptığı derecelendirmeler ile ilgili çalışmıştır. Japon kredi derecelendirme kuruluşu Rating and Investment Information, Inc. (R&I) tarafından, 2000-2007 yılları arasında Tokyo piyasasında bulunan Japon firmalarına verilen kredi notları incelenmiştir. Olay çalışması metodunun kullanıldığı çalışmada diğer çalışmalardan daha farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Buna göre, olumsuz not açıklamalarının piyasadaki etkisi olumlu olmuştur. Ayrıca piyasadaki hareketlenmenin not açıklamasından önce başlaması ise, yatırımcıların notlarla ilgili önceden duyum aldıkları iddiası ile bağdaştırılmıştır.

Habib ve diğerleri (2015: 81-82) de bankaların kredi derecelendirmelerine piyasa üzerinde verdiği tepki ile ilgili çalışmışlardır. Pakistan Kredi Derecelendirme Kuruluşu tarafından 2008-2014 tarihleri arasında verilmiş olan kredi notlarının Karachi Piyasasında işlem gören 22 banka üzerindeki etkisinin incelendiği çalışmada olay çalışması tekniği kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, not düşüşlerinin piyasayı pozitif yönde etkilemesi söz konusu olmasına rağmen genel anlamda not açıklamalarının hisse senedi getirileri ile arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Timmermans 2012'deki yüksek lisans tezinde (ss. 39-40) 1997-2012 yılları arasında 3 büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından yapılan kredi derecelendirmelerinin Batı Avrupa'da faaliyet gösteren farklı sektörlerden şirketler üzerindeki etkisini incelemiştir. Olay çalışması analizleri yapılarak not düşürmelerinde şirketlerin hisse senedi değerlerinin önemli ölçüde azaldığı ve küçük ve finansal şirketlerin kredi notu açıklamalarına karşı daha hassas tepkiler verdiği sonuçlarına ulaşılmıştır.

Klimavičienė (2011: 61), 3 büyük kuruluşun verdiği ülke kredi notlarının Baltık Piyasaları (Estonya, Litvanya, Letonya) üzerindeki etkisini incelemiş olup olay analizi tekniğini kullanmıştır. Sonuçlara göre; negatif not açıklamalarının piyasalara olan etkisinin pozitif açıklamalara göre daha yüksek düzeyde olduğu, sonuçların ülkeler ve kredi derecelendirme kuruluşları arasında farklılıklar gösterdiği ve sonuçların önceden tahmin edilebilmesi söz konusu olsa bile not açıklamalarının piyasalarda önemli derecede etkili olduğu belirtilmiştir.

Morseth ve Nørgaard (2011: 79-80), S&P ve Moody's tarafından verilen kredi derecelendirme notlarının Oslo Piyasasında işlem gören Norveç hisseleri üzerindeki etkisini görmek için olay analizi tekniğini kullanmıştır. Sonuçlara göre, hisseler üzerindeki en yüksek derecede anlamlı etkiyi negatif izlemeye alınma duyurusunun getirdiği, küçük şirketlerin negatif duyurulardan daha fazla etkilendiği ve 2008 krizinden sonra Norveç firmalarının negatif kredi değerlendirmelerinden daha fazla etkilendiği görülmüştür.

Brooks ve diğerleri (2004: 249), S&P, Moody's, Fitch ve Thomson tarafından 1973-2001 arasında yapılan tüm ülke kredi derecelendirmesi açıklamalarının ülkelerin hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisini inceleyen geniş kapsamlı bir çalışma yapmışlardır. Olay analizi sonuçlarına göre, not düşürme açıklamaların piyasaya olumsuz bir etkisi olduğu ve beklenenin aksine ülke gelişmişliğinin piyasanın gösterdiği hassasiyete herhangi bir etkisinin olmadığı görülmüştür.

Penha (2015: 34), 2004- 2014 aralığında ülke kredi notlarının Almanya (DAX-30) ve Portekiz (PSI-20) pay piyasaları temel endeksleri üzerindeki etkisini incelemek için olay analizi metodolojisini kullanmıştır. Örnek ülke olarak Almanya ve Portekiz'in seçilme nedeni bu ülkelerin kredi koşullarının birbirinden çok farklı olması olarak

belirtilmiştir. Sonuçlara göre olumlu notlar için her iki ülke piyasalarının da istatistiksel olarak anlamlı bir tepki göstermediği, olumsuz notlara ise sadece Almanya piyasalarının anlamlı tepki gösterdiği görülmüştür.

Richards ve Deddouche (1999: 22-24) International Monetary Fund (IMF) için hazırladıkları araştırma raporunda; gelişmekte olan piyasalar veri tabanında (Emerging Market Database- EMDB) bulunan bankaların üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından verilen kredi notlarının etkisini araştırmış ve olay analizi tekniğini kullanmıştır. Sonuçlara göre, negatif notların banka hisse senetlerini olumsuz olarak etkilediği, pozitif notların ise herhangi bir anlamlı etkiye sahip olmadığı anlaşılmıştır.

Şensoy (2013, 11-12) Borsa İstanbul Araştırma Raporunda üç Latin Amerika ülkesinin (Brezilya, Meksika, Şili) hisse senedi piyasalarının S&P, Moody's ve Fitch tarafından yapılan ülke kredi derecelendirme açıklamalarına gösterdiği tepkiyi incelemiştir. Analiz sonuçlarına göre, not açıklamalarının borsada genel olarak anlamlı bir hareketlenmeye neden olmadığı görülmüştür.

Baum ve diğerleri (2013, 17) Standart & Poor's, Moody's ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşları duyurularının 2011-2012 yılları arasındaki Euro değeri ve Fransa, İtalya, Almanya ve İspanya devlet tahvilleri üzerindeki etkisini araştırmak için GARCH modellerini kullanmışlardır. Buna göre, görünüm açıklamalarının Euro üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Not düşürme açıklamalarının ise, Euro değerini düşürdüğü ve volatilitelerini artırdığı, Fransa, İtalya ve İspanya devlet tahvillerinin getirisini artırdığı, Almanya'ninkini ise düşürdüğü görülmüştür.

Murcia ve diğerleri (2013, 521-522) Standart & Poor's ve Moody's tarafından yapılan kredi derecelendirmelerinin Brezilya piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin hisse senedi değerleri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Olay analizine göre, her türlü kredi notunun piyasalar üzerinde etkisi olduğu, özellikle de not düşürme duyurularının piyasayı olumsuz yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Demir Uslu ve Kedikli (2016: 4018). S&P, Moody's ve Fitch tarafından Türkiye için verilen ülke kredi derecelendirme notlarının BIST 100 üzerindeki etkisini incelerken diğer çalışmalardan farklı olarak olay analizi yöntemini kullanmamıştır. Bunun

yerine derecelendirme açıklamasının yapılmasından sonraki gün, hafta ve yıl için borsadaki değişimler yüzdelik oran olarak hesaplanmıştır. Sonuçlara göre, negatif yönlü açıklamalar pozitif olanlara göre daha çok etki yaratmaktadır.

Korkmaz v.d. (2017), çalışmalarında Moody's tarafından Türkiye için yapılan biri pozitif, biri negatif yönlü olan 2 adet ülke kredi derecelendirme açıklamasının Borsa İstanbul (BIST 30) üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Olay analizi yöntemi kullanılmıştır. Pozitif yönlü açıklamanın borsada aynı yönde etkisi olduğu, negatif yönlü açıklamanın ise borsa üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI TARAFINDAN TÜRKİYE İÇİN YAPILAN ÜLKE NOTU DEĞERLENDİRMELERİNİN BORSA İSTANBUL ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ

3.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için yaptıkları not ve görünüm açıklamalarının ülkelerin ekonomik ve finansal durumunu etkilediği bilinen bir gerçektir. Bu çalışma kapsamında, kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme notlarının Türkiye'deki finansal piyasaları nasıl etkilediği araştırılmıştır. Bu kapsamda, 2014-2018 yılları arasında Moody's, Standart & Poor's, ve Fitch tarafından Türkiye için verilen ülke kredi notu ve görünüm bildirimleri açıklamalarının Borsa İstanbul 100 (BIST 100) endeksi günlük getirisi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Araştırmada literatürdeki benzer çalışmalarda yaygın olarak kullanılan olay analizi metodolojisi kullanılmıştır.

Moody's, Standart & Poor's, ve Fitch tarafından Türkiye için yayınlanan not düşürme ve not teyidi açıklamaları hem ayrı ayrı hem de toplu olarak incelenmiştir. Belirlenen tarih aralığında herhangi bir kuruluş tarafından Türkiye için not artırımı açıklaması yapılmadığı için bu etken araştırılmamıştır. Ayrıca bu üç kuruluş tarafından yapılan not açıklamaları bir bütün halinde irdelenmiştir. Böylece kredi notlarının etkileri oluşturulan 12 hipotez doğrultusunda analiz edilmiştir.

Literatürdeki çalışmalara bakıldığında çalışmanın ya Türkiye dışında başka bir ülkede yapıldığı ya da çok eski bir tarih aralığını kapsadığı görülmektedir. Ayrıca örnek çalışmalarda not düşürme, not teyidi ve not düşürme açıklamaları toplamda 3 farklı başlıkta incelenmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarını ayrı ayrı inceleyen, ayrıca tüm etkiyi bütün halinde analiz eden herhangi bir çalışma bulunmamaktadır. Bu çalışmada açıklama etkileri toplamda 12 ayrı başlık altında gruplandırılmış şekilde incelenecektir. Bu yüksek lisans tezinin diğer çalışmalardan farkı Türkiye için, endeks bazlı, güncel tarihli ve en önemlisi de açıklama etkilerinin en fazla başlık altında incelendiği çalışma olmasıdır.

3.2. Hipotezler

Hipotez “Araştırılan sorunla ilgili olarak öne sürülen, doğruluğu veya yanlışlığı henüz test edilmemiş, fakat doğruluğuna önceden güven duyulan önerme” olarak tanımlanmaktadır. İstatistiksel hipotez değişkenler arasında istatistiksel olarak herhangi bir anlamlı ilişki veya fark olmadığını savunan standart olarak kabul edilen hipotezdir. H_0 ile gösterilir. Araştırma hipotezi ise değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki veya fark olduğunu savunan, araştırma sonucunu kestiren hipotez türüdür. H_1 ile gösterilir (Saruhan ve Özdemirci, 2016: 183-184).

Bu çalışmada incelenen 3 farklı kredi derecelendirme kuruluşu ve her biri için de 3 farklı durum (tüm açıklamalar, not düşürme açıklamaları, not teyidi açıklamaları) söz konusudur. 2014 yılından itibaren Türkiye için hiç not artırımı yapılmadığı için bu durum incelenememiştir. Ayrıca tüm kuruluşların etkisine bakabilmek için bütün olarak da 3 durum için inceleme yapılmıştır. Böylece toplamda 12 farklı durum söz konusudur. Araştırma için kurulan hipotezler aşağıdaki gibidir.

Araştırma Hipotezleri:

- 1.Hipotez

H_{1-0} : Tüm kuruluşlar tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H_{1-1} : Tüm kuruluşlar tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

- 2.Hipotez

H_{2-0} : Tüm kuruluşlar tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H_{2-1} : Tüm kuruluşlar tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

- 3.Hipotez

H_{3-0} : Tüm kuruluşlar tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H_{3-1} : Tüm kuruluşlar tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

- 4.Hipotez

H₄₋₀: Moody's tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H₄₋₁: Moody's tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

- 5.Hipotez

H₅₋₀: Moody's tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H₅₋₁: Moody's tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

- 6.Hipotez

H₆₋₀: Moody's tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H₆₋₁: Moody's tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

- 7.Hipotez

H₇₋₀: S&P tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H₇₋₁: S&P tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

- 8.Hipotez

H₈₋₀: S&P tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H₈₋₁: S&P tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

- 9.Hipotez

H₉₋₀: S&P tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H₉₋₁: S&P tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

- 10.Hipotez

H₁₀₋₀: Fitch tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H₁₀₋₁: Fitch tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

- 11.Hipotez

H₁₁₋₀: Fitch tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H₁₁₋₁: Fitch tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

- 12.Hipotez

H₁₂₋₀: Fitch tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H₁₂₋₁: Fitch tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

3.3. Veri

Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için yaptıkları kredi notu ve görünüm açıklamalarının Borsa İstanbul üzerindeki etkisini incelemek için BIST100 fiyat endeksi gün sonu kapanış değerleri ve kredi derecelendirme duyurusu tarih ve not bilgisi verileri kullanılmıştır. Uygulama için kullanılan veriler 01.01.2013 – 31.12.2018 tarihleri arasındaki 6 yıllık dönemi kapsamaktadır. 2013 yılına ait veriler beklenen getiri hesaplamasında kullanılmıştır.

Olay analizi metodolojisinde en yaygın olarak kullanılan veri tipi gündüktür (Mazgit, 2013: 234). Bu yüzden bu çalışmada da gündük veriler kullanılmıştır.

Borsa İstanbul'un belirli piyasa verilerine erişimi sağlayan "https://datastore.borsaistanbul.com" resmi veritabanı internet sitesine üye olunmuş, akademik veri talebi için resmi dilekçe yazılmış ve BIST100 fiyat endeksi gün sonu kapanış değerleri bu site aracılığıyla elde edilmiştir.

Moody's ve Fitch'in Türkiye için yapmış oldukları ülke kredi notu ve görünüm açıklamaları, ilgili derecelendirme kuruluşlarının resmi internet sitelerinden elde edilmiştir. S&P için ise, şirketten e- mail yoluyla veri talep edilmiştir. Analiz için uzun dönem yabancı para cinsi kredi derecelendirmeleri kullanılmıştır.

Olayın olduğu günde piyasalar faaliyet göstermiyorsa bir sonraki iş günü baz alınır (Bhuvaneshwari ve Ramya, 2014:39). Analiz döneminde Borsa İstanbul'un faaliyet gösterdiği günler ile kredi notu açıklamasının yapılmış olduğu günler arasında bazı uyumsuzluklar bulunmaktadır. Örneğin; Türkiye'de resmi tatil olan ve dolayısı ile Borsa İstanbul'un kapalı olduğu günlerde yapılan 2 adet kredi notu açıklaması bulunmaktadır. Bu durumlar için analizde, açıklamanın yapıldığı günden sonraki ilk iş günü baz alınmıştır. Bu şekilde yapılan tarih düzeltmelerini içeren liste Tablo 3.1'de verilmiştir.

Tablo 3.1 Tarih Düzeltmeleri

K.D. KURULUŞU	BİLDİRİM TARİHİ	TARİH AÇIKLAMASI	BAZ ALINAN İLK İŞ GÜNÜ
FITCH	3.10.2014	Kurban Bayramı	8.10.2014
S&P	1.05.2018	Emek ve Dayanışma Günü	2.05.2018

3.4. Metodoloji

Bu çalışmada kullanılan BIST 100 getiri değerleri günlük olarak elde edilen veriler iken, kredi notu açıklamaları belirli bir periyodu olmayan değişkenlerdir.

Araştırmada kullanılan değişkenlerin periyodlarının birbirinden farklı olması durumunda, örneğin değişkenlerden biri günlük olarak oluşturulan bir veri iken, diğeri düzenli bir aralığa sahip olmayan, hatta beklenmedik tarihlerde ortaya çıkabilen bir duruma ait bir değişken olması halinde olay analizi metodolojisi (event study methodology) kullanılmaktadır.

Olay analizi metodolojisi düzenli olarak gerçekleşmeyen bir veya daha çok sayıda olayın ekonomik veya finansal etkilerini incelemek için yaygın olarak kullanılmaktadır (Harmancı, 2013:49).

Literatürdeki çalışmalara bakıldığında kredi derecelendirme kuruluşlarının borsa endeksleri üzerindeki etkisini araştıran çalışmaların neredeyse tamamında olay analizi metodolojisi kullanılmıştır. Bu yöntemin kullanılmadığı çalışmalarda ise, daha basit düzeyde hesaplamalar yapılarak, örneğin yüzde hesaplamaları ile olayın etkisi açığa çıkartılmıştır.

Olay analizi, herhangi bir olay gerçekleştiği zaman hisse senedi piyasaları üzerinde anında olağanüstü bir tepki oluşup oluşmayacağını belirleyen kullanışlı bir yöntemdir (Kaya vd., 2017: 60).

Bu çalışmada da, kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için verdikleri notların Borsa İstanbul 100 Endeksi (BIST 100) üzerindeki etkisi araştırılırken olay analizi metodolojisi kullanılmıştır.

Bu çalışmada olay analizi metodolojisinin en temel kaynaklarından biri olan ve literatürdeki çoğu çalışma tarafından da kullanılan Brown ve Warner (1985) tarafından belirlenen yöntemler kullanılmıştır.

Olay analizi metodolojisi süreci temel olarak yedi adımdan oluşmaktadır (Campbell v.d. , 1997, s. 151-152).

1. Olay tanımı ve olay penceresinin belirlenmesi
2. Olayın etkisinin araştırılacağı değişkenler için seçim kriterlerinin belirlenmesi
3. Normal getirilerin hesaplanması için uygun tekniğin seçilmesi
4. Tahmin penceresinin belirlenmesi
5. Anormal getirilerin hesaplanması ve test edilmesi
6. Sonuçların elde edilmesi
7. Sonuçların yorumlanması.

3.4.1. Olay Tanımlaması

Bu çalışmada olay olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları not ve görünüm açıklamaları tanımlanmıştır. Bu kapsamda birden fazla kuruluş ve birden fazla durum söz konusu olduğu için her bir olay türünün ayrı ayrı incelenmesi daha etkili sonuçlar verecektir. Ayrıca bir bütün olarak etkisinin de görülmesi için olayların hepsi tek bir başlık altında da ayrıca incelenecektir. Olaylar açıklamayı yapan kuruluşa ve not açıklaması türüne göre gruplara ayrılmıştır. Not açıklaması türü not artırımı, not azaltımı ve not teyidi olmak üzere 3 başlık altında toplanmaktadır. Ancak çalışma yapılan zaman aralığında hiçbir kuruluş tarafından Türkiye için not artırımı yapılmadığı için not artırımı açıklamalarının etkisi incelenememiştir.

Bu çalışmanın analizinde olaylar 12 alt başlık halinde irdelenmiştir.

- Tüm kuruluşlar tarafından yapılan tüm not açıklamaları
- Tüm kuruluşlar tarafından yapılan not düşürme açıklamaları
- Tüm kuruluşlar tarafından yapılan not teyidi açıklamaları
- Moody's tarafından yapılan tüm not açıklamaları
- Moody's tarafından yapılan not düşürme açıklamaları
- Moody's tarafından yapılan not teyidi açıklamaları
- S&P tarafından yapılan tüm not açıklamaları
- S&P tarafından yapılan not düşürme açıklamaları

- S&P tarafından yapılan not teyidi açıklamaları
- Fitch tarafından yapılan tüm not açıklamaları
- Fitch tarafından yapılan not düşürme açıklamaları
- Fitch tarafından yapılan not teyidi açıklamaları

3.4.2. Olayın Etkisinin Araştırılacağı Değişkenlerin Belirlenmesi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için yaptıkları kredi notu ve görünüm açıklamalarının Borsa İstanbul üzerindeki etkisini incelemek için BIST100 fiyat endeksi gün sonu kapanış değerleri kullanılacaktır.

Olay analizinde endeksin fiyat değeri direk olarak kullanılmaz, endeksin getiri oranı hesaplanır. Endeks getiri oranı aritmetik veya logaritmik getiri olarak hesaplanır. Bu çalışmada logaritmik getiri oranı kullanılacaktır.

Getiri oranı formülü şu şekildedir:

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

R_t = t gününe ait endeks getiri oranı

P_t = t gününe ait fiyat endeksi kapanış değeri

P_{t-1} = t-1 gününe ait fiyat endeksi kapanış değeri

3.4.3. Olay Penceresi

Olay penceresi ilgili olayın hisse senedi piyasasına etki edeceği öngörülen zaman aralığını tanımlamaktadır (Özbuğday, 2017:6).

Olayın sadece olay günündeki ilk etkisine bakmak yetersiz olacağından olaydan sonraki belirlenen zaman aralığına bakmak gerekmektedir (Chesney vd., 2010:12). Olaydan önceki günleri incelemenin nedeni ise, olayın sonuçlarını önceden tahmin eden veya bilgi sızdıran yatırımcıların olabilme ihtimalinin bulunmasıdır (Özbuğday, 2017:6).

Tarihi belli olan olaylarda olaydan önceki dönem de tarih aralığına dahil edilirken, tamamen beklenmedik olan olaylarda, örneğin deprem gibi doğa olaylarında, olay günü öncesi olay tarih aralığına dahil edilmez (Bolak ve Süer, 2008: 138).

Tahmin ve olay penceresi dönemlerini kapsayan periyodların süreleri hakkında belirlenmiş kesin bir kısıtlama yoktur. Bu aralıklar olayın ve piyasanın niteliklerine göre değişebilmektedir (Mazgit, 2013: 233).

Olay penceresinin çok kısa bir tarih aralığını kapsamaması olayın gerçek etkisinin değerlendirilememesine neden olurken, çok uzun bir tarih aralığını kapsamaması da ilgili olaydan başka piyasayı etkileyecek başka faktörlerin de ortaya çıkmasına neden olur (Özbuğday, 2017:6).

Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda olayların hisse senedi piyasalarına etkisinin kısa süreli olacağı öngörülmektedir (Mandacı, 2003: 5).

Event study ile ilgili en temel kaynak olarak kabul edilen Brown ve Warner'ın çalışmalarında olay penceresi; olay öncesi 5 gün, olay sonrası 5 gün ve olay günüyle beraber toplamda 11 gün olarak belirlenmiştir (Brown ve Warner,1985: 6). Literatürdeki birçok çalışmada da olay penceresi aynı şekilde kullanılmıştır.

Bu çalışmada da olay öncesi 5 gün, olay sonrası 5 gün olarak olay günüyle beraber toplamda 11 gün olay penceresi olarak belirlenmiştir.

3.4.4. Normal Getiri

Normal getiriyi hesaplamak için piyasaya göre düzeltilmiş getiri (Market Adjusted Return), ortalama düzeltilmiş getiri (Mean Adjusted Return), piyasa modeli (Simple Market Model) gibi farklı yöntemler bulunmaktadır. Hangi yöntemin kullanılacağı, analiz edilecek olaya ve etkisi ölçülecek olan değişkenlere göre değişmektedir (Başdaş, 2013: 75-76).

Hisse senedi bazındaki normal getiriye saptamak için piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi kullanılırken, endeks bazındaki normal getiriye hesaplamak için ortalama düzeltilmiş getiri kullanılmaktadır (Harmancı, 2013: 59). Ortalama düzeltilmiş getiri yönteminde beklenen getirilerin geçmiş getirilerin ortalamasından çok fazla sapma göstermeyeceği varsayımı kabul edilir (Mandacı, 2003: 5).

Bu çalışmada normal getirilerin hesaplanması için ortalama düzeltilmiş getiri kullanılmıştır. Bu tekniğin tercih edilmesinin nedeni çalışmada endeks üzerindeki etkinin incelenecek olmasıdır.

Ortalama düzeltilmiş getiri yönteminde belirlenen tahmin dönemindeki getirilerin ortalaması alınır. Normal getiri hesaplaması şu formülle yapılmaktadır:

$$\bar{R} = \frac{1}{t2 - t1 + 1} \sum_{t=t1}^{t=t2} R_t$$

\bar{R} = Normal getiri

$t1$ = Tahmin döneminin başlangıç tarihi

$t2$ = Tahmin döneminin bitiş tarihi

R_t = t gününde gerçekleşen getiri

3.4.5. Tahmin Penceresi

Tahmin ve olay penceresi dönemlerini kapsayan periyodların süreleri hakkında belirlenmiş kesin bir kısıtlama yoktur. Bu aralıklar olayın ve piyasanın niteliklerine göre değişebilmektedir (Mazgit, 2013: 233).

Literatürdeki çalışmaların birçoğunda Brown ve Warner tarafından önerilen tahmin penceresi aralığı kullanılmıştır. Buna göre, tahmin penceresi normal getiri hesaplaması yapılırken olay dönemi öncesindeki ilk gün yani olaydan önceki 6.gün (t-6) başlar olaydan önceki 244.gün sona erer. Aradaki 239 günlük getiri değerlerinin ortalaması alınarak normal getiri hesaplanır.

Bu çalışmada da, tahmin penceresi olarak -6. ve -244. günler arasındaki dönem baz alınacaktır. Olay günü, yani kredi notu ve görünüm bildirimini açıklamasının yapıldığı günden önceki-6. Günden başlayarak -244.güne kadarki BIST100 endeksi getirilerinin ortalaması alınacaktır.

Buna göre, bu çalışmada normal getiri şu formülle hesaplanacaktır.

$$\bar{R} = \frac{1}{239} \sum_{t=-6}^{t=-244} R_t$$

\bar{R} = Normal getiri

t-6 = Tahmin penceresinin başlangıç tarihi- Olaydan önceki 6.gün

t2 = Tahmin penceresinin bitiş tarihi – Olaydan önceki 244.gün

Rt = t gününde gerçekleşen getiri

3.4.6. Anormal Getiri

Olayın sonuçları hisse senedi veya endeks getiri değerlerindeki anormal getiriler – Abnormal Return (AR) olarak ortaya çıkmaktadır (Mutan ve Topçu, 2009: 5). Olay analizinin amacı olayın hisse senedi piyasalarında anormal bir getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığını saptamaktır (Harmancı, 2013: 49).

Anormal getiri günlük olarak hesaplanır, o günkü gerçekleşen getiri değerinden, o gün için beklenen normal getiri değerinin çıkarılmasıyla elde edilir. Endeks için normal getiri değeri tahmin dönemindeki getiri değerlerinin ortalaması alınarak bulunur.

Anormal getiri hesaplama formülü şu şekildedir: (Kıymaz, 1999: 24).

$$AR_t = R_t - \bar{R}$$

AR_t = t günündeki anormal getiri

R_t = t gününde gerçekleşen getiri

\bar{R} = Beklenen getiri (Endeks getiri oranının tahmin dönemindeki ortalaması)

Birden fazla olayın grup olarak inceleneceği analizlerde anormal getirilerin ortalaması alınır.

Ortalama anormal getiri formülü şu şekildedir: (Yavuz vd., 2015 : 78). 38

$$AAR_t = \left(\frac{1}{n}\right) \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

AAR_t = t günündeki ortalama anormal getiri

AR_{it} = i olayı için t günündeki anormal getiri

n = olay sayısı

Bu çalışmada da birden fazla olay olduğu için ortalama anormal getiri hesaplanacaktır. AR lerin pozitif olması olayın piyasalara olumlu yönde etki ettiğini, negatif olması ise, olayın piyasaları olumsuz etkilediği şeklinde yorumlanır (Mutan ve Topçu, 2009: 10).

3.4.7. Kümülatif Anormal Getiri

Anormal getiri değerleri günlük olarak hesaplandığı için piyasanın sadece tek bir gün için verdiği tepkiyi ölçer. Olayın daha uzun dönemdeki etkisine bakabilmek için olay penceresi süresindeki anormal getiriler toplanarak Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return - CAR) değerleri hesaplanır.

CAR değerleri piyasanın olay penceresi dönemindeki genel fiyat eğilimini gösterir (Bhuvaneshwari ve Ramya, 2014:42).

Kümülatif anormal getiri formülü şu şekildedir:

$$CAR = \left(\frac{1}{n}\right) \sum_{t1}^{t2} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

CAR = Kümülatif anormal getiri

AR_{it} = i olayı için t tarihindeki anormal getiri

t1= olay penceresinin başlangıç tarihi

t2= olay penceresinin bitiş tarihi

n= olay sayısı

Birden fazla olayın grup olarak inceleneceği analizlerde kümülatif anormal getiri hesaplamasında ortalama anormal getiriler kullanılır.

Kümülatif ortalama anormal getiri formülü şu şekildedir: (Yavuz vd., 2015 : 78).

$$CAAR = \left(\frac{1}{n}\right) \sum_{t1}^{t2} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

$$CAAR = \sum_{t=t1}^{t=t2} AAR t$$

CAAR = Kümülatif ortalama anormal getiri

AR it = i olayı için t tarihindeki anormal getiri

AARt= Ortalama anormal getiri

n= olay sayısı

t1= olay penceresinin başlangıç tarihi

t2= olay penceresinin bitiş tarihi

Bu çalışmada da birden fazla olay olduğu için kümülatif ortalama anormal getiri hesaplanacaktır.

3.4.8. Sonuçların İstatistiksel Olarak Test Edilmesi

Olay analizinin amacı olayın hisse senedi piyasalarında anormal bir getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığını saptamaktır (Harmancı, 2013: 49). Buna göre olay dönemindeki herhangi bir günde anormal getirinin 0 veya 0'a yakın olması olayın hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı anlamına gelmektedir. CAARt değerinin 0'dan farklı olması, olayın hisse senedi fiyatlarını etkilediğini, anormal getiri elde edilebildiğini gösterirken; bu değer 0 veya 0'a çok yakın olması ise, olayın piyasayı anlamlı ölçüde etkilemediği anlamına gelmektedir (Bayazıtlı vd., 2008: 5).

İstatistiksel olarak anlamlı olan negatif CAAR değerleri olayın piyasalar üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğunu gösterir (Chesney vd., 2010:12). Ayrıca, CAARt değerlerinin olaydan hemen önce hızlı bir şekilde artış trendinde olması, olayın sonuçlarının bazı yatırımcılar tarafından önceden bilindiğini veya tahmin edildiğini gösterir (Çakır ve Gülcan, 2012: 97).

Literatürdeki çalışmaların tümünde, olay penceresinde anormal getiri gerçekleşip gerçekleşmediğini belirlemek amacıyla t testi kullanılmıştır.

Bu çalışmada da olay nedeniyle anormal getiri sağlanıp sağlanmadığını, başka bir deyişle CAAR değerlerinin 0'dan farklı olup olmadığını test etmek amacıyla tek örneklem t testi kullanılacaktır.

Tek örneklem t testinin varsayımları şu şekildedir: (Gürsaka1, 2014,149).

- $n < 30$
- Örneklem normal dağılıma sahip

Bunun için -5, +5 gün aralığındaki yani olay penceresinde bulunan her gün için hesaplanan CAAR değerleri için tek örneklem t testi yapılmıştır.

Bunun için öncelikle çalışmanın örnekleminin t testi için uygunluk varsayımlarına sahip olup olmadığı kontrol edilmiştir. Olay penceresindeki her gün için ayrı t istatistiği hesaplandığı için $n < 30$ varsayımı sağlanmaktadır.

3.5. Analiz Sonuçları

Bu çalışmanın analiz uygulamasında tanımlanan 12 olay için ayrı ayrı olay analizi metodolojisi analizleri yapılmış, sonuçlar ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Bu çalışma kapsamında uygulanan olay analizi metodolojisi analizlerinde günlük getiri, anormal getiri, kümülatif getiri hesaplamaları için Microsoft Excel, tek örneklem t testi ve normallik testleri için de IBM SPSS Statistics 22 yazılımı kullanılmıştır.

Uygulanan tüm normallik testleri ve tek örneklem t testleri için anlamlılık düzeyi %95 olarak belirlenmiştir. Normallik varsayımını test etmek için Kolmogorow-Smirnov ve Shapiro – Wilk normallik testleri kullanılmıştır. Ancak bazı olaylarda örneklem yetersizliğinden dolayı Kolmogorow-Smirnov testi uygulanamamış, sadece Shapiro – Wilk testi uygulanabilmiştir. Sonuçlara göre, analiz kapsamındaki tüm olaylara ait örneklem için normallik varsayımı sağlanmıştır. Normallik testi ve tek örneklem t testi sonuçları tablolar halinde sunulmuştur.

3.5.1. Tüm Kuruluşlar Tarafından Yapılan Tüm Not Açıklamaları

Moody's, S&P ve Fitch tarafından yapılan tüm not düşürme ve not teyidi açıklamaları olmak üzere toplamda 27 olay analiz edilmiştir. Normallik varsayımını kontrol etmek için 0,95 güven aralığında yapılan test sonuçları Tablo 3.2'de verilmiştir. İki test için de tüm Sig. değerleri 0,05'den büyük çıkmıştır. Buna göre, her güne ait verilerin normal dağılmakta olduğu sonucuna ulaşılmış, normallik varsayımını sağlanmıştır.

Tablo 3.2. 1.Hipotez Normallik Testi Sonuçları

	GUN	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
CA	-5	,084	27	,200*	,972	27	,648
AR	-4	,123	27	,200*	,974	27	,713
	-3	,117	27	,200*	,979	27	,828
	-2	,123	27	,200*	,954	27	,261
	-1	,139	27	,195	,946	27	,173
	0	,131	27	,200*	,953	27	,249
	1	,118	27	,200*	,977	27	,784
	2	,099	27	,200*	,978	27	,813
	3	,139	27	,194	,965	27	,470
	4	,122	27	,200*	,971	27	,635
	5	,097	27	,200*	,984	27	,942

Tek örneklem t testi sonuçları Tablo 3.3'te verilmiştir. Tüm günlerde CAAR değerleri Sig (2-tailed) değeri 0,05'ten büyüktür. Buna göre, %95 güven aralığında değerler 0'dan istatistiksel olarak anlamlı derecede farklı değildir. Buna göre, "H₁₋₀: Tüm kuruluşlar tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur." Hipotezi kabul edilmiş, "H₁₋₁: Tüm kuruluşlar tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır." hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 3.3. 1.Hipotez t Testi Sonuçları

GÜN		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
-5	CAAR	-,597	26	,555	-,0015576	-,006917	,003802
-4	CAAR	-,345	26	,733	-,0015880	-,011050	,007874
-3	CAAR	,043	26	,966	,0002293	-,010843	,011301
-2	CAAR	-1,369	26	,183	-,0102534	-,025644	,005138
-1	CAAR	-1,223	26	,232	-,0118974	-,031893	,008098
0	CAAR	-1,769	26	,089	-,0166480	-,035988	,002692
1	CAAR	-1,368	26	,183	-,0139900	-,035013	,007033
2	CAAR	-1,449	26	,159	-,0149923	-,036257	,006272
3	CAAR	-1,187	26	,246	-,0122637	-,033496	,008969
4	CAAR	-1,273	26	,214	-,0136014	-,035569	,008367
5	CAAR	-1,190	26	,245	-,0130751	-,035661	,009511

3.5.2. Tüm Kuruluşlar Tarafından Yapılan Not Düşürme Açıklamaları

Moody's, S&P ve Fitch tarafından yapılan tüm not düşürme açıklamaları olmak üzere toplamda 8 olay analiz edilmiştir. Buna göre, tüm kuruluşlar tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

Normallik varsayımını kontrol etmek için 0,95 güven aralığında yapılan test sonuçları Tablo 3.4'te verilmiştir. İki test için de tüm Sig. değerleri 0,05'den büyük çıkmıştır. Buna göre, her güne ait verilerin normal dağılmakta olduğu sonucuna ulaşılmış, normallik varsayımı sağlanmıştır.

Tablo 3.4. 2.Hipotez Normallik Testi Sonuçları

	GUN	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
CAAR	-5	,157	8	,200*	,939	8	,597
	-4	,222	8	,200*	,871	8	,155
	-3	,209	8	,200*	,823	8	,050
	-2	,192	8	,200*	,898	8	,278
	-1	,211	8	,200*	,882	8	,197
	0	,239	8	,200*	,844	8	,083
	1	,246	8	,168	,950	8	,711
	2	,206	8	,200*	,971	8	,908
	3	,162	8	,200*	,962	8	,830
	4	,146	8	,200*	,974	8	,926
	5	,178	8	,200*	,932	8	,532

Tek örneklem t testi sonuçları Tablo 3.5’de verilmiştir. Tabloda görüleceği üzere -2, -1, 0, 1, 2 günlerinde CAAR değerleri için Sig (2-tailed) değeri 0,05’ten küçüktür. Bu değerlerde %95 güven aralığında 0’dan anlamlı bir farklılık söz konusudur. “H2-0: Tüm kuruluşlar tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.” Hipotezi reddedilmiştir. “H2-1: Tüm kuruluşlar tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.” Hipotezi kabul edilmiştir. Olay gününden 2 gün önce başlayarak 2 gün sonrasına kadar geçen süre içerisinde anormal getiri söz konusudur. Ancak bu anormal getiri negatif yönlü olarak gözlenmektedir. Yani -2,+2 günleri arasında BIST 100 getiri oranlarında anlamlı bir düşüş söz konusudur. Not düşürme açıklamalarının BIST100 üzerinde negatif etkisi olduğu, bu etkinin açıklama gününden iki gün önce başladığı, en çok olaydan sonraki günde gözlemlendiği söylenebilmektedir.

Tablo 3.5. 2.Hipotez t Testi Sonuçları

GÜN		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
-5	CAAR	-1,853	7	,106	-,0075791	-,017249	,002091
-4	CAAR	-1,418	7	,199	-,0129544	-,034556	,008647
-3	CAAR	-1,617	7	,150	-,0147126	-,036222	,006797
-2	CAAR	-3,067	7	,018	-,0391485	-,069331	-,008966
-1	CAAR	-2,662	7	,032	-,0519098	-,098015	-,005804
0	CAAR	-2,718	7	,030	-,0485911	-,090871	-,006312
1	CAAR	-2,822	7	,026	-,0543386	-,099863	-,008814
2	CAAR	-2,586	7	,036	-,0478398	-,091592	-,004088
3	CAAR	-1,951	7	,092	-,0348185	-,077016	,007379
4	CAAR	-2,014	7	,084	-,0386631	-,084059	,006733
5	CAAR	-1,969	7	,090	-,0350382	-,077108	,007031

3.5.3. Tüm Kuruluşlar Tarafından Yapılan Not Teyidi Açıklamaları

Moody's, S&P ve Fitch tarafından yapılan tüm not teyidi açıklamaları olmak üzere toplamda 19 olay analiz edilmiştir. Buna göre, tüm not teyidi açıklamalarına bütün olarak bakıldığında açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Normallik varsayımını kontrol etmek için 0,95 güven aralığında yapılan test sonuçları Tablo 3.6'da verilmiştir. İki test için de tüm Sig. değerleri 0,05'den büyük çıkmıştır. Buna göre, her güne ait verilerin normal dağılmakta olduğu sonucuna ulaşılmış, normallik varsayımı sağlanmıştır.

Tablo 3.6. 3. Hipotez Normallik Testi Sonuçları

	GÜN	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
CAA	-5	,096	19	,200*	,982	19	,965
R	-4	,167	19	,172	,917	19	,100
	-3	,096	19	,200*	,991	19	,999
	-2	,102	19	,200*	,968	19	,744
	-1	,117	19	,200*	,978	19	,917
	0	,141	19	,200*	,975	19	,871
	1	,100	19	,200*	,975	19	,863
	2	,126	19	,200*	,966	19	,703
	3	,198	19	,049	,948	19	,362
	4	,143	19	,200*	,956	19	,494
	5	,143	19	,200*	,962	19	,622

Tek örneklem t testi sonuçları Tablo 3.7’de verilmiştir. Tabloda görüleceği üzere tüm günlerde CAAR değerleri Sig (2-tailed) değeri 0,05’ten büyüktür. Bu değerlerde %95 güven aralığında 0’dan anlamlı bir farklılık söz konusu değildir. “H₃₋₀: Tüm kuruluşlar tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.” Hipotezi kabul edilmiş, “H₃₋₁: Tüm kuruluşlar tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.” Hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 3.7. 3.Hipotez t Testi Sonuçları

GUN		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
-5	CAAR	,309	18	,761	,0009778	-,005669	,007624
-4	CAAR	,633	18	,535	,0031978	-,007418	,013814
-3	CAAR	1,050	18	,308	,0065206	-,006530	,019571
-2	CAAR	,246	18	,809	,0019130	-,014448	,018274
-1	CAAR	,558	18	,584	,0049500	-,013695	,023595
0	CAAR	-,327	18	,747	-,0031983	-,023722	,017326
1	CAAR	,300	18	,768	,0029988	-,018001	,023998
2	CAAR	-,103	18	,919	-,0011618	-,024907	,022584
3	CAAR	-,226	18	,824	-,0027670	-,028494	,022960
4	CAAR	-,246	18	,808	-,0030492	-,029055	,022956
5	CAAR	-,285	18	,779	-,0038274	-,032011	,024356

3.5.4. Moody's Tarafından Yapılan Tüm Not Açıklamaları

Moody's tarafından yapılan not düşürme ve not teyidi açıklamaları olmak üzere toplamda 8 olay analiz edilmiştir. Buna göre, tüm kuruluşlar tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

Normallik varsayımını kontrol etmek için 0,95 güven aralığında yapılan test sonuçları Tablo 3.8'de verilmiştir. İki test için de tüm Sig. değerleri 0,05'den büyük çıkmıştır. Buna göre, her güne ait verilerin normal dağılmakta olduğu sonucuna ulaşılmış, normallik varsayımı sağlanmıştır.

Tablo 3.8. 4.Hipotez Normallik Testi Sonuçları

	GÜN	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
CAA	-5	,179	8	,200*	,958	8	,793
R	-4	,201	8	,200*	,961	8	,816
	-3	,149	8	,200*	,949	8	,700
	-2	,186	8	,200*	,964	8	,851
	-1	,157	8	,200*	,961	8	,821
	0	,238	8	,200*	,930	8	,512
	1	,248	8	,160	,913	8	,374
	2	,181	8	,200*	,941	8	,617
	3	,184	8	,200*	,870	8	,152
	4	,282	8	,060	,868	8	,144
	5	,261	8	,117	,896	8	,265

Tek örneklem t testi sonuçları Tablo 3.9’da verilmiştir. Tabloda görüleceği üzere +1, +2, +4, +5 günlerinde CAAR değerleri için Sig (2-tailed) değeri 0,05’ten küçüktür. Bu değerlerde %95 güven aralığında 0’dan anlamlı bir farklılık söz konusudur. “H₄₋₀: Moody’s tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.” hipotezi reddedilmiş, “H₄₋₁: Moody’s tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.” hipotezi kabul edilmiştir.

+3. gün için sig. Değeri 0,05’den büyük olmasına rağmen yakın bir düzeydedir. Olay gününden sonraki 5 gün içerisinde anormal getiri söz konusudur. Ancak bu anormal getiri negatif yönlü olarak gözlenmektedir. Yani +1, +5 günleri arasında BIST 100 getiri oranlarında anlamlı bir düşüş söz konusudur. Moody’s tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 üzerinde negatif etkisi olduğu söylenebilir.

Tablo 3.9. 4.Hipotez t Testi Sonuçları

GUN		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
-5	CAAR	,330	7	,751	,0016780	-,010364	,013720
-4	CAAR	,345	7	,740	,0038041	-,022253	,029861
-3	CAAR	,460	7	,660	,0046214	-,019152	,028395
-2	CAAR	-,200	7	,847	-,0029719	-,038115	,032171
-1	CAAR	-,508	7	,627	-,0093938	-,053089	,034301
0	CAAR	-1,543	7	,167	-,0224824	-,056941	,011976
1	CAAR	-2,376	7	,049	-,0270384	-,053952	-,000125
2	CAAR	-2,549	7	,038	-,0344431	-,066391	-,002496
3	CAAR	-2,148	7	,069	-,0363446	-,076348	,003659
4	CAAR	-2,524	7	,040	-,0393587	-,076228	-,002489
5	CAAR	-2,849	7	,025	-,0460709	-,084310	-,007832

3.5.5. Moody's Tarafından Yapılan Not Düşürme Açıklamaları

Moody's tarafından yapılan tüm not düşürme açıklamaları olmak üzere toplamda 3 olay analiz edilmiştir. Buna göre, Moody's tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Normallik varsayımını kontrol etmek için 0,95 güven aralığında yapılan test sonuçları Tablo 3.10'da verilmiştir. İki test için de tüm Sig. değerleri 0,05'den büyük çıkmıştır. Buna göre, her güne ait verilerin normal dağılmakta olduğu sonucuna ulaşılmış, normallik varsayımı sağlanmıştır.

Tablo 3.10. 5.Hipotez Normallik Testi Sonuçları

	GÜN	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
CAA	-5	,217	3	.	,988	3	,791
R	-4	,234	3	.	,979	3	,719
	-3	,201	3	.	,995	3	,859
	-2	,231	3	.	,980	3	,731
	-1	,213	3	.	,990	3	,806
	0	,182	3	.	,999	3	,938
	1	,253	3	.	,964	3	,635
	2	,201	3	.	,994	3	,857
	3	,197	3	.	,996	3	,875
	4	,203	3	.	,994	3	,848
	5	,202	3	.	,994	3	,851

Tek örneklem t testi sonuçları Tablo 3.11’de verilmiştir. Tabloda görüleceği üzere tüm günlerde CAAR değerleri Sig (2-tailed) değeri 0,05’ten büyüktür. Bu değerlerde %95 güven aralığında 0’dan anlamlı bir farklılık söz konusu değildir. “H₅₋₀: Moody’s tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.” hipotezi kabul edilmiş, “H₅₋₁: Moody’s tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.” Hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 3.11. 5.Hipotez t Testi Sonuçları

GUN		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
-5	CAAR	-1,852	2	,205	-,0122178	-,040607	,016172
-4	CAAR	-1,081	2	,393	-,0170471	-,084903	,050809
-3	CAAR	-1,556	2	,260	-,0184112	-,069308	,032486
-2	CAAR	-1,137	2	,373	-,0272900	-,130553	,075973
-1	CAAR	-,784	2	,515	-,0320010	-,207612	,143610
0	CAAR	-,742	2	,535	-,0260145	-,176864	,124835
1	CAAR	-1,788	2	,216	-,0345666	-,117744	,048610
2	CAAR	-1,645	2	,242	-,0279160	-,100931	,045099
3	CAAR	-1,168	2	,363	-,0124076	-,058117	,033302
4	CAAR	-1,775	2	,218	-,0177518	-,060793	,025290
5	CAAR	-2,625	2	,120	-,0244690	-,064581	,015643

3.5.6. Moody's Tarafından Yapılan Not Teyidi Açıklamaları

Moody's tarafından yapılan tüm not teyidi açıklamaları olmak üzere toplamda 5 olay analiz edilmiştir. Buna göre, Moody's tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır.

Normallik varsayımını kontrol etmek için 0,95 güven aralığında yapılan test sonuçları Tablo 3.12'de verilmiştir. İki test için de tüm Sig. değerleri 0,05'den büyük çıkmıştır. Buna göre, her güne ait verilerin normal dağılmakta olduğu sonucuna ulaşılmış, normallik varsayımı sağlanmıştır.

Tablo 3.12. 6.Hipotez Normallik Testi Sonuçları

	GÜN	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
CAAR	-5	,149	5	,200*	,986	5	,962
	-4	,266	5	,200*	,923	5	,547
	-3	,210	5	,200*	,900	5	,407
	-2	,217	5	,200*	,946	5	,711
	-1	,222	5	,200*	,958	5	,796
	0	,303	5	,150	,886	5	,338
	1	,281	5	,200*	,927	5	,577
	2	,276	5	,200*	,929	5	,591
	3	,212	5	,200*	,927	5	,574
	4	,261	5	,200*	,939	5	,656
	5	,298	5	,169	,906	5	,445

Tek örneklem t testi sonuçları Tablo 3.13’de verilmiştir. Tabloda görüleceği üzere tüm günlerde CAAR değerleri Sig (2-tailed) değeri 0,05’ten büyüktür. Bu değerlerde %95 güven aralığında 0’dan anlamlı bir farklılık söz konusu değildir. “H₆₋₀: Moody’s tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.” hipotezi kabul edilmiş,

“H₆₋₁: Moody’s tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.” hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 3.13. 6.Hipotez t Testi Sonuçları

GUN		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
-5	CAAR	2,756	4	,051	,0100155	-,000076	,020107
-4	CAAR	1,286	4	,268	,0163147	-,018918	,051548
-3	CAAR	1,729	4	,159	,0184410	-,011168	,048050
-2	CAAR	,667	4	,541	,0116190	-,036769	,060007
-1	CAAR	,228	4	,831	,0041704	-,046545	,054886
0	CAAR	-1,364	4	,244	-,0203632	-,061809	,021083
1	CAAR	-1,463	4	,217	-,0225215	-,065266	,020223
2	CAAR	-1,884	4	,133	-,0383593	-,094885	,018166
3	CAAR	-2,020	4	,113	-,0507068	-,120395	,018981
4	CAAR	-2,254	4	,087	-,0523229	-,116760	,012115
5	CAAR	-2,422	4	,073	-,0590320	-,126709	,008645

3.5.7. S&P Tarafından Yapılan Tüm Not Açıklamaları

S & P tarafından yapılan tüm not açıklamaları olmak üzere toplamda 8 olay analiz edilmiştir. Buna göre, bütün olarak bakıldığında S&P tarafından yapılan not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır.

Normallik varsayımını kontrol etmek için 0,95 güven aralığında yapılan test sonuçları Tablo 3.14’de verilmiştir. İki test için de tüm Sig. değerleri 0,05’den büyük çıkmıştır. Buna göre, her güne ait verilerin normal dağılmakta olduğu sonucuna ulaşılmış, normallik varsayımı sağlanmıştır.

Tablo 3.14. 7.Hipotez Normallik Testi Sonuçları

	GÜN	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
CAAR	-5	,149	8	,200*	,959	8	,799
	-4	,132	8	,200*	,984	8	,978
	-3	,210	8	,200*	,900	8	,291
	-2	,130	8	,200*	,941	8	,618
	-1	,176	8	,200*	,952	8	,733
	0	,240	8	,194	,866	8	,136
	1	,190	8	,200*	,949	8	,701
	2	,137	8	,200*	,958	8	,790
	3	,169	8	,200*	,928	8	,495
	4	,172	8	,200*	,947	8	,684
	5	,196	8	,200*	,916	8	,402

Tek örneklem t testi sonuçları Tablo 3.15’de verilmiştir. Tabloda görüleceği üzere olay günü hariç tüm günlerde CAAR değerleri Sig (2-tailed) değeri 0,05’ten büyüktür. Bu değerlerde %95 güven aralığında 0’dan anlamlı bir farklılık söz konusu değildir. “H₇₋₀: S&P tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.” hipotezi kabul edilmiş, “H₇₋₁: S&P tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.” hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 3.15. 7.Hipotez t Testi Sonuçları

GUN		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
-5	CAAR	-1,960	7	,091	-,0080427	-,017746	,001660
-4	CAAR	-1,912	7	,097	-,0143722	-,032147	,003403
-3	CAAR	-1,655	7	,142	-,0165557	-,040214	,007103
-2	CAAR	-3,342	7	,012	-,0360126	-,061493	-,010532
-1	CAAR	-2,490	7	,042	-,0421225	-,082128	-,002117
0	CAAR	-2,610	7	,035	-,0436254	-,083144	-,004106
1	CAAR	-2,090	7	,075	-,0425177	-,090633	,005598
2	CAAR	-1,887	7	,101	-,0390058	-,087882	,009871
3	CAAR	-1,526	7	,171	-,0306146	-,078041	,016812
4	CAAR	-1,574	7	,160	-,0345020	-,086340	,017336
5	CAAR	-1,325	7	,227	-,0298191	-,083052	,023414

3.5.8. S&P Tarafından Yapılan Not Düşürme Açıklamaları

S&P tarafından yapılan tüm not düşürme açıklamaları olmak üzere toplamda 3 olay analiz edilmiştir. Buna göre, S&P tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

Normallik varsayımını kontrol etmek için 0,95 güven aralığında yapılan test sonuçları Tablo 3.16’da verilmiştir. İki test için de tüm Sig. değerleri 0,05’den büyük çıkmıştır. Buna göre, her güne ait verilerin normal dağılmakta olduğu sonucuna ulaşılmış, normallik varsayımı sağlanmıştır.

Tablo 3.16. 8.Hipotez Normallik Testi Sonuçları

	GÜN	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
CAAR	-5	,206	3	.	,993	3	,837
	-4	,314	3	.	,893	3	,363
	-3	,384	3	.	,751	3	,003
	-2	,183	3	.	,999	3	,932
	-1	,377	3	.	,769	3	,043
	0	,287	3	.	,929	3	,485
	1	,333	3	.	,862	3	,273
	2	,232	3	.	,980	3	,727
	3	,339	3	.	,850	3	,242
	4	,301	3	.	,912	3	,424
	5	,229	3	.	,982	3	,741

Tek örneklem t testi sonuçları Tablo 3.17’de verilmiştir. Tabloda görüleceği üzere -2, -1, 0, 1, 2 günlerinde CAAR değerleri için Sig (2-tailed) değeri 0,05’ten küçüktür. Bu değerlerde %95 güven aralığında 0’dan anlamlı bir farklılık söz konusudur. “H₈₋₀: S&P tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.” hipotezi reddedilmiş, “H₈₋₁: S&P tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.” Hipotezi kabul edilmiştir. Olay gününden 2 gün önce başlayarak 2 gün sonrasına kadar geçen süre içerisinde anormal getiri söz konusudur. Ancak bu anormal getiri negatif yönlü olarak gözlenmektedir. Yani -2,+2 günleri arasında BIST 100 getiri oranlarında anlamlı bir düşüş söz konusudur. S&P tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 üzerinde negatif etkisi olduğu, bu etkinin olaydan 2 gün önce başladığı, en çok olay gününde gözlemlendiği söylenebilmektedir.

Tablo 3.17. 8.Hipotez t Testi Sonuçları

GÜN		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2- tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
-5	CAAR	-1,355	2	,308	-,0097844	-,040844	,021275
-4	CAAR	-1,072	2	,396	-,0208821	-,104680	,062915
-3	CAAR	-,962	2	,437	-,0185991	-,101759	,064561
-2	CAAR	-4,701	2	,042	-,0527812	-,101095	-,004468
-1	CAAR	-5,606	2	,030	-,0784784	-,138716	-,018240
0	CAAR	-9,702	2	,010	-,0767541	-,110794	-,042715
1	CAAR	-5,381	2	,033	-,0923305	-,166157	-,018504
2	CAAR	-4,612	2	,044	-,0887300	-,171508	-,005952
3	CAAR	-3,340	2	,079	-,0740738	-,169499	,021351
4	CAAR	-3,418	2	,076	-,0834448	-,188485	,021595
5	CAAR	-4,146	2	,054	-,0746058	-,152032	,002821

3.5.9. S&P Tarafından Yapılan Not Teyidi Açıklamaları

S&P tarafından yapılan tüm not teyidi açıklamaları olmak üzere toplamda 5 olay analiz edilmiştir. Buna göre, S&P tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır.

Normallik varsayımını kontrol etmek için 0,95 güven aralığında yapılan test sonuçları Tablo 3.18’de verilmiştir. İki test için de tüm Sig. değerleri 0,05’den büyük çıkmıştır. Buna göre, her güne ait verilerin normal dağılmakta olduğu sonucuna ulaşılmış, normallik varsayımı sağlanmıştır.

Tablo 3.18. 9.Hipotez Normallik Testi Sonuçları

	GÜN	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
CAAR	-5	,164	5	,200*	,990	5	,981
	-4	,228	5	,200*	,938	5	,654
	-3	,138	5	,200*	,990	5	,978
	-2	,178	5	,200*	,944	5	,692
	-1	,182	5	,200*	,968	5	,864
	0	,181	5	,200*	,962	5	,822
	1	,194	5	,200*	,959	5	,801
	2	,196	5	,200*	,947	5	,716
	3	,187	5	,200*	,950	5	,739
	4	,206	5	,200*	,960	5	,810
	5	,198	5	,200*	,945	5	,702

Tek örneklem t testi sonuçları Tablo 3.19’da verilmiştir. Tabloda görüleceği üzere tüm günlerde CAAR değerleri Sig (2-tailed) değeri 0,05’ten büyüktür. Bu değerlerde %95 güven aralığında 0’dan anlamlı bir farklılık söz konusu değildir. “H₉₋₀: S&P tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.” hipotezi kabul edilmiş, “H₉₋₁: S&P tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.” hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 3.19. 9.Hipotez t Testi Sonuçları

GUN		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
-5	CAAR	-1,261	4	,276	-,0069976	-,022403	,008408
-4	CAAR	-1,788	4	,148	-,0104662	-,026715	,005783
-3	CAAR	-1,185	4	,301	-,0153297	-,051234	,020574
-2	CAAR	-1,750	4	,155	-,0259514	-,067115	,015213
-1	CAAR	-,985	4	,381	-,0203089	-,077575	,036957
0	CAAR	-1,062	4	,348	-,0237481	-,085824	,038328
1	CAAR	-,579	4	,593	-,0126301	-,073172	,047911
2	CAAR	-,414	4	,700	-,0091713	-,070746	,052404
3	CAAR	-,198	4	,853	-,0045391	-,068187	,059109
4	CAAR	-,211	4	,843	-,0051364	-,072687	,062414
5	CAAR	-,102	4	,924	-,0029472	-,083439	,077545

3.5.10. Fitch Tarafından Yapılan Tüm Not Açıklamaları

Fitch tarafından yapılan tüm not düşürme ve not teyidi açıklamaları olmak üzere toplamda 10 olay analiz edilmiştir. Buna göre, bütün olarak bakıldığında Fitch tarafından yapılan not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır.

Normallik varsayımını kontrol etmek için 0,95 güven aralığında yapılan test sonuçları Tablo 3.20’de verilmiştir. İki test için de tüm Sig. değerleri 0,05’den büyük çıkmıştır. Buna göre, her güne ait verilerin normal dağılmakta olduğu sonucuna ulaşılmış, normallik varsayımı sağlanmıştır.

Tablo 3.20. 10. Hipotez Normallik Testi Sonuçları

	GÜN	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
CAAR	-5	,179	10	,200*	,925	10	,405
	-4	,153	10	,200*	,966	10	,847
	-3	,139	10	,200*	,970	10	,889
	-2	,217	10	,200*	,869	10	,096
	-1	,219	10	,190	,873	10	,110
	0	,157	10	,200*	,947	10	,628
	1	,208	10	,200*	,901	10	,223
	2	,207	10	,200*	,944	10	,595
	3	,192	10	,200*	,924	10	,395
	4	,189	10	,200*	,959	10	,777
5	,135	10	,200*	,979	10	,958	

Tek örneklem t testi sonuçları Tablo 3.21’de verilmiştir. Tabloda görüleceği üzere tüm günlerde CAAR değerleri Sig (2-tailed) değeri 0,05’ten büyüktür. Bu değerlerde %95 güven aralığında 0’dan anlamlı bir farklılık söz konusu değildir. “H₁₀₋₀: Fitch tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.” hipotezi kabul edilmiş, “H₁₀₋₁: Fitch tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.” hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 3.21. 10.Hipotez t Testi Sonuçları

GÜN		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
-5	CAAR	-,028	9	,978	-,0001241	-,010240	,009992
-4	CAAR	,812	9	,438	,0046649	-,008325	,017655
-3	CAAR	1,422	9	,189	,0110528	-,006534	,028640
-2	CAAR	,546	9	,598	,0062390	-,019599	,032077
-1	CAAR	,707	9	,497	,0102786	-,022590	,043147
0	CAAR	,648	9	,533	,0099930	-,024890	,044876
1	CAAR	1,279	9	,233	,0204809	-,015753	,056715
2	CAAR	1,271	9	,236	,0195851	-,015280	,054450
3	CAAR	1,408	9	,193	,0200749	-,012179	,052329
4	CAAR	1,622	9	,139	,0226668	-,008955	,054289
5	CAAR	1,942	9	,084	,0256290	-,004229	,055487

3.5.11. Fitch Tarafından Yapılan Not Düşürme Açıklamaları

Fitch tarafından yapılan tüm not düşürme açıklamaları olmak üzere toplamda 2 olay analiz edilmiştir. Buna göre, Fitch tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Olay sayısı çok düşük olduğu için normallik testi yapılamamıştır. Diğer tüm olaylardaki verilerin normal dağıldığı göz önüne alınarak bu olayın değerlerinin de normal dağıldığı varsayılmıştır.

Tek örneklem t testi sonuçları Tablo 3.22’de verilmiştir. Tabloda görüleceği üzere tüm günlerde CAAR değerleri Sig (2-tailed) değeri 0,05’ten büyüktür. Bu değerlerde %95 güven aralığında 0’dan anlamlı bir farklılık söz konusu değildir. “ H_{11-0} : Fitch tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.” hipotezi kabul edilmiş, “ H_{11-1} : Fitch tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.” hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 3.22. 11.Hipotez t Testi Sonuçları

GUN		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
-5	CAAR	,446	1	,733	,0026867	-,073913	,079286
-4	CAAR	,751	1	,590	,0023896	-,038038	,042818
-3	CAAR	-,387	1	,765	-,0084114	-,284448	,267625
-2	CAAR	-1,684	1	,341	-,0331520	-,283324	,217020
-1	CAAR	-,410	1	,752	-,0054331	-,173649	,162783
0	CAAR	,757	1	,588	,0017089	-,026980	,030398
1	CAAR	,905	1	,532	,0132025	-,172107	,198512
2	CAAR	1,011	1	,497	,0106185	-,122837	,144074
3	CAAR	6,713	1	,094	,0068385	-,006105	,019782
4	CAAR	6,805	1	,093	,0066944	-,005805	,019194
5	CAAR	20,516	1	,031	,0113168	,004308	,018326

3.5.12. Fitch Tarafından Yapılan Not Teyidi Açıklamaları

Fitch tarafından yapılan tüm not teyidi açıklamaları olmak üzere toplamda 8 olay analiz edilmiştir. Buna göre, Fitch tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır.

Normallik varsayımını kontrol etmek için 0,95 güven aralığında yapılan test sonuçları Tablo 3.23'te verilmiştir. İki test için de tüm Sig. değerleri 0,05'den büyük çıkmıştır. Buna göre, her güne ait verilerin normal dağılmakta olduğu sonucuna ulaşılmış, normallik varsayımı sağlanmıştır.

Tablo 3.23. 12.Hipotez Normallik Testi Sonuçları

	GÜN	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
CAAR	-5	,213	8	,200*	,915	8	,392
	-4	,196	8	,200*	,958	8	,792
	-3	,156	8	,200*	,968	8	,880
	-2	,124	8	,200*	,970	8	,901
	-1	,128	8	,200*	,965	8	,860
	0	,141	8	,200*	,957	8	,784
	1	,202	8	,200*	,962	8	,828
	2	,223	8	,200*	,931	8	,526
	3	,168	8	,200*	,964	8	,850
	4	,190	8	,200*	,955	8	,759
5	,161	8	,200*	,980	8	,963	

Tek örneklem t testi sonuçları Tablo 3.24’te verilmiştir. Tabloda görüleceği üzere olaydan sonraki 1.gün dışında tüm günlerde CAAR değerleri Sig (2-tailed) değeri 0,05’ten büyüktür. Bu değerlerde %95 güven aralığında 0’dan anlamlı bir farklılık söz konusu değildir. “ H_{12-0} : Fitch tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.” hipotezi kabul edilmiş, “ H_{12-1} : Fitch tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.” hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 3.24. 12.Hipotez t Testi Sonuçları

GUN		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
-5	CAAR	-,150	7	,885	-,0008268	-,013883	,012230
-4	CAAR	,628	7	,550	,0045620	-,012603	,021727
-3	CAAR	1,799	7	,115	,0146498	-,004609	,033908
-2	CAAR	2,218	7	,062	,0169206	-,001119	,034960
-1	CAAR	2,338	7	,052	,0233283	-,000268	,046924
0	CAAR	1,779	7	,119	,0225440	-,007427	,052515
1	CAAR	2,759	7	,028	,0323534	,004625	,060082
2	CAAR	2,029	7	,082	,0285790	-,004720	,061878
3	CAAR	2,132	7	,070	,0274816	-,002997	,057960
4	CAAR	2,244	7	,060	,0290479	-,001566	,059662
5	CAAR	2,429	7	,045	,0299214	,000795	,059048

SONUÇ

Kredi derecelendirme, bir kişi, kurum veya ülkenin kredibilitesini, belirli kriterlere göre ölçme işlemidir. Entegre finansal piyasaların temel bir parçası olan kredi derecelendirmeleri sermaye piyasaları, yatırımcılar, finans kurumları, şirketler ve ülkeler için büyük önem arz etmektedir. Dünyanın önde gelen kredi derecelendirme kuruluşları olan Standart & Poor's, Moody's ve Fitch tarafından ilan edilen ülke kredi notları ve görünüm açıklamaları, ülkelerin ekonomik, finansal ve ticari konumunda büyük rol oynamaktadır. Üç büyükler olarak anılan bu kuruluşlar tarafından yapılan açıklamaların ülkeler üzerinde yarattıkları etkiler tartışılmaz hale gelmiştir.

Bu yüksek lisans tezi kapsamında, kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme notlarının Türkiye'deki finansal piyasaları nasıl etkilediği araştırılmıştır. Bu kapsamda, 2014-2018 yılları arasında Moody's, Standart & Poor's, ve Fitch tarafından Türkiye için verilen ülke kredi notu ve görünüm bildirimleri açıklamalarının Borsa İstanbul 100 (BIST 100) endeksi günlük getirisi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Araştırmada literatürdeki benzer çalışmalarda yaygın olarak kullanılan olay analizi metodolojisi kullanılmıştır.

Moody's, Standart & Poor's, ve Fitch tarafından Türkiye için yayınlanan not düşürme ve not teyidi açıklamaları hem ayrı ayrı hem de toplu olarak incelenmiştir. Belirlenen tarih aralığında herhangi bir kuruluş tarafından Türkiye için not artırımı açıklaması yapılmadığı için bu etken araştırılamamıştır. Ayrıca üç kuruluş tarafından yapılan not açıklamaları bir bütün halinde irdelenmiştir. Böylece kredi notlarının etkileri, literatürdeki benzer çalışmalardan farklı olarak, tek bir başlık altında değil 12 ayrı başlık altında gruplandırılmış şekilde analiz edilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre, tüm kuruluşlar tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının, Moody's tarafından yapılan tüm not açıklamalarının ve S&P tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getirileri üzerinde 0,95 güven aralığında, istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir etkisi vardır. Genel olarak bakıldığında not teyidi açıklamalarının borsa getirilerine anlamlı bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Not düşürme açıklamaları ise olay günü etrafında bariz bir şekilde negatif getiri sağlanmasına neden olmuştur. Etkisi en çok olan

açıklama türü S&P tarafından yapılan not düşürme açıklamalarıdır. Moody's tarafından yapılan not teyidi ve not düşürme açıklamalarının getiriler üzerinde etkisi vardır ancak 0,95 güven aralığında değildir. Ancak tüm açıklamalar birlikte incelendiğinde anlamlı bir etki saptanmıştır. Bu da Moody's tarafından yapılan açıklamaların genel olarak orta düzeyde etkili olduğu anlamına gelebilmektedir. Fitch tarafından yapılan not düşürme veya not teyidi açıklamalarının borsa getirileri üzerinde herhangi bir anlamlı etkisi bulunamamıştır. Böylece karşılaştırma yapılırsa, en çok etkiyi S&P 'nin yarattığı, Moody's'in 2.sırada geldiği, Fitch'in ise piyasalar üzerinde anlamlı bir etki yaratmadığı söylenebilir. Ayrıca özellikle not düşürme açıklamalarında, piyasalardaki hareketlenmenin olay gününden 2 gün önce başladığı gözlemlenmiştir. Yani yatırımcıların bir önceki not açıklamasında yer alan görünüm bildirimini ve mevcut güncel ekonomik durumu göz önüne alarak not azaltımında bulunulacağını tahmin ettiği ve ona göre hareket ettiği düşünülebilir. Not teyidi açıklamalarının piyasalar üzerinde kayda değer bir etkisinin olmaması ve piyasalardaki etkilerin açıklama gününden önce gözlemlenmeye başlaması ile ilgili sonuçlar literatürdeki çoğu çalışmanın bulgularıyla benzerlik göstermektedir. Bu çalışmanın Borsa İstanbul için yapılan, endeks bazlı, güncel tarihli ve en önemlisi de açıklama etkilerinin gruplandırılarak en fazla başlık altında incelendiği çalışma olması nedeniyle literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

Alnus Yatırım İnternet Sitesi <https://www.alnusyatirim.com/endeks-nedir>. Erişim Tarihi: 16.03.2019

Başdaş, Ü., (2013) Event Study Methodology For The Borsa Istanbul, Doktora Tezi, *Orta Doğu Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Ankara.

Basu, K., Bisen, A., De, S., Ghosh, R. ve Shweta. (2012). Comparative Rating Index for Sovereigns (CRIS): A Report Based on “The Relativity of Sovereigns: A New Index of Sovereign Credit Ratings and an Analysis of How Nations Fared over the Last Six Years” *Ministry of Finance, Government of India*.

Baum, C. F., Karpava, M., Schäfer, D. ve Stephan, A. (2013). Credit Rating Agency Announcements and the Eurozone Sovereign Debt Crisis. DIW Discussion Papers, No. 1333.

Bayazitli, E., Kaderli, Y. ve Gürel, E. (2008). Kâr Payı Dağıtma Duyurularının Firmaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İmkb’ye Kayıtlı, Tas Ve Topraga Dayalı Sanayide Faaliyet Gösteren Bazı Firmalar Üzerinde Bir Olay Etüdü Çalışması *Muhasebe Ve Denetim Bakış Dergisi*, 26, s. 1-16.

Bhuvaneshwari, D. ve Ramya, K. (2014, Mart). Impact Of Stock Split Announcement On Stock Prices, *International Journal Of Management*, 3, s. 36-46

Bolak, M. ve Süer, Ö. (2008) The Effect of Marmara Earthquake On Financial Institutions, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9, s. 135-145.

Borsa İstanbul Endeks ve Veri Bölümü, (2016) BIST Pay Endeksleri Temel Kuralları.

Borsa İstanbul Resmi İnternet Sitesi <https://www.borsaistanbul.com/sss/endeksler> Erişim Tarihi: 02.04.2019

Brooks, R., Faff, R., Hillier, D. ve Hillier, J. (2004). The National Market Impact Of Sovereign Rating Changes, *Journal of Banking & Finance*. 28, 233–250.

Brown, S.J. ve Warner, J.B. (1985) Using Daily Stock Returns the Case Of Event Studies, *Journal of Financial Economics*, 14, s.3-31.

Campbell, J.Y., Andrew W. L. ve Craig, A. (1997). The Econometrics of Financial Markets Princeton University Press Princeton, New Jersey: MacKinlay.

Chesney, M., Reshetar, G. ve Karaman, M. (2011, Şubat). The Impact of Terrorism on Financial Markets: An Empirical Study, *Journal of Banking & Finance*, 2, s.253-267.

Demir Uslu, Y. ve Kedikli, E. (2016). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Borsa İstanbul Üzerindeki Etkileri Üzerine Bir Analiz, *ICOMEF International Congress of Management Economy and Policy Proceedings Book*, s.4009-4019.

Demir, M. (2014) Kredi Derecelendirme Kuruluşları Derecelendirme Süreçleri Ve Türkiye, Yüksek Lisans Tezi, *Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Aydın.

Evrin Mandacı, P. (2003, Temmuz/Ağustos/Eylül) İMKB’de Genel Seçimler Öncesi Ve Sonrasında Anormal Fiyat Hareketleri *İMKB Dergisi*, 27.

Fitch Resmi İnternet Sitesi <https://www.fitchratings.com/site/about>. Erişim Tarihi: 15.04.2019

Gürsakar, N. (2014). *Çıkarımsal İstatistik (6.Baskı)*. Bursa: Dora Yayınevi.

Habertürk Resmi İnternet Sitesi <https://www.haberturk.com/s-p-nin-2019-da-turkiye-degerlendirmeleri-subat-ve-agustos-ta-2270620-ekonomi>. Erişim Tarihi: 03.03.2019

Habib, Y., Nazir, M.I., Hashmi, S.H. ve Saeed, M.B. (2015). Credit Rating Announcements and Stock Returns: Evidence from the Banking Sector of Pakistan, *Journal of Business Studies*, 2.

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.

Haspolat, F.B. (2015). Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi, Planlama Uzmanlığı Tezi, *Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller Ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü*, Ankara, s.1.

İsmail, M. (2013), “Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Bist Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama”, *Sosyoekonomi*, 20.

Kab, H. (2015). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Güvenilirliği Ve Türkiye Üzerine Bir Analiz, Yüksek Lisans Tezi, *Okan Üniversitesi*.

Kaderli, Y. (2007). Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 36, s. 144-154.

Kamuyu Aydınlatma Platformu Resmi İnternet Sitesi
<https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler> Erişim Tarihi: 21.01.2019

Kaya İ., Keskin Köylü, M. ve Günay B. (2017, Haziran). 15 Temmuz Darbe Girişiminin Bist 30/100 Endeksleri Üzerine Etkisinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi, *Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 3.

Kedikli, E. (2015). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomik Etkilerinin İncelenmesi, Yüksek Lisans Tezi. *Avrasya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*, s.11-15.

Kıymaz, H. (1999). Borsa Fısıltılarının Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkileri İMKB Deneyimi, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 164, s. 20-29.

Klimavičienė, A. (2011). Sovereign Credit Rating Announcements and Baltic Stock Markets, *Organizations and Markets In Emerging Economies*, 1.

Korkmaz T. ve Ceylan A. , (2017), *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi (8.Baskı)*, Bursa: Ekin Yayınevi.

Korkmaz, T., Yaman, S. ve Metin, S. (2017). Ülke Kredi Notlarının Pay Getirileri Üzerindeki Etkileri: Bist 30 Endeksi Üzerinde Bir Event Study Analizi, *İstanbul International Congress Of Management Economy And Policy*, 20-21 Mayıs 2017, İstanbul.

Meder Çakır, H. ve Gülcan, Z. (2012). Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi, *Istanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası Mali Çözüm Dergisi*, 11379-109.

Miyamoto, M. (2016, Şubat). Event Study of Credit Rating Announcement in the Tokyo Stock Market, *Journal of Economics, Business and Management*, 4.

Moody's Resmi İnternet Sitesi 2 <https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx> Erişim Tarihi: 06.01.2019

Moody's Resmi İnternet Sitesi https://www.moodys.com/research/Moodys-Rating-Symbols-Definitions--PBC_79004. Erişim Tarihi: 8.03.2019

Morseth, K. ve Nørgaard, P. (2011). The Impact of Credit Rating Announcements On Norwegian Equities An Event Study On Oslo Stock Exchange, Yüksek Lisans Tezi, *NHH Norwegian School of Economics*, Oslo.

Murcia, F.C.S., Dal-Ri Murcia, Fernando. ve Borba, J.A. (2013, Aralık) The Informational Content of Credit Ratings in Brazil: An Event Study *Rev. Bras. Financas (Online)*, Rio de Janeiro, 4, s. 503–526.

Mutan,O.C. ve Topcu, A. (2009). Türkiye Hisse Senedi Piyasasının 1990-2009 Tarihleri Arasında Yaşanan Beklenmedik Olaylara Tepkisi *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi Araştırma Raporu*.

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

Özbuğday, F.C. (2017). Pay Piyasasının Bankaların “Uzlaşması”na Tepkisi: Bir Olay Çalışması Analizinden Kanıtlar, *V. Anadolu International Conference in Economics*, 11-13, Mayıs 2017, Eskişehir.

Pacheco, L. Moody’s Credit Ratings and The Stock Market Performance Of Portuguese Rated Firms, Universidade Portucalense – Economics and Management Department Working Paper.

Penha, A.A.G. (2015). The Effect of Credit Rating Agencies In Stock Prices Event Study In Germany And Portugal, Yüksek Lisans Tezi, *ISCTE Business School*.

Richards, A. ve Deddouche, D., (1999, Kasım). Bank Rating Changes and Bank Stock Returns – Puzzling Evidence from the Emerging Markets, *International Monetary Fund Research Department Working Paper*.

S&P Resmi İnternet Sitesi https://www.spratings.com/en_US/what-we-do Erişim Tarihi: 01.05.2019

Sakarya, Ş. (2011) IMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 13, s. 147–162.

Saruhan, Ş.C. ve Özdemirci, A. (2016). *Bilim Felsefe Ve Metodoloji*, (4.Baskı). İstanbul: Beta Yayınları.

Şensoy, A. (2013, Aralık). Short Term Impacts of Sovereign Rating Changes on Stock Market Co-movements: The Case of Latin America. *Research Department of Borsa İstanbul Working Paper Series*, 13.

Sermaye Piyasası Kurulu Resmi İnternet Sitesi
<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/1> Erişim Tarihi: 15.02.2019

Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti Ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VIII, No: 51) 12 Temmuz 2007 Perşembe Resmi Gazete Sayı: 26580 İkinci Bölüm Madde 5
<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/07/20070712-24.htm> Erişim Tarihi: 20.03.2019

Sipahi, V. (2010). Kredi Derecelendirme Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: İMKB-Banka Hisse Senetleri Üzerinde Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Suadiye, G. (2006). Kredi Derecelendirme Ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri, *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6.

TDK İktisat Terimleri Sözlüğü 2004
http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&view=bts&kategori1=veritbn&kelimesec=89391 Erişim Tarihi: 05.01.2019.

Timmermans, M.A.J. (2012). Credit Rating Changes and The Effect On Stock Prices, Yüksek Lisans Tezi *Tilburg University*.

Trading Economics İnternet Sitesi <https://tradingeconomics.com/country-list/rating>
Erişim Tarihi: 28.03.2019.

U.S. Securities and Exchange Commission –SEC) resmi internet Sitesi
<https://www.sec.gov/ocr/ocr-current-nrsros.html#ambest> Erişim Tarihi: 2.05.2019.

U.S. Securities and Exchange Commission, (2018). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, <https://www.sec.gov/2018-annual-report-on-nrsros.pdf>. Erişim Tarihi: 16.04.2019.

Yavuz, S., Yıldırım, S. ve Elmas, B. (2015). Kurumsal Yönetim Endeksi ile Şirket Hisse Senedi Getiri İlişkisi: Bist’de Bir Uygulama, *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (Erzsosder)*, 8, s.73-82.

Yıldırım, H.H., Araz, B., Tatan, D., Çalışkan, D., Yıldız, C. ve Aydemir, Ö. (2017). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's Ve Fitch'in Türkiye İçin Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Endeksler Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği, 2012-2016 2. Lisansüstü İşletme Öğrencileri Sempozyumu, 20-22 Nisan 2017.



EK-1 ÜLKE KREDİ NOTLARI- GÜNCEL LİSTE

COUNTRY	S&P	MOODY'S	FITCH	TE
Australia	AAA	Aaa	AAA	100
Denmark	AAA	Aaa	AAA	100
Germany	AAA	Aaa	AAA	100
Liechtenstein	AAA			100
Luxembourg	AAA	Aaa	AAA	100
Netherlands	AAA	Aaa	AAA	100
Switzerland	AAA	Aaa	AAA	100
Canada	AAA	Aaa	AAA	99
Norway	AAA	Aaa	AAA	99
Sweden	AAA	Aaa	AAA	99
European Union	AA	Aaa	AAA	98
Singapore	AAA	Aaa	AAA	98
United States	AA+	Aaa	AAA	98
Austria	AA+	Aa1	AA+	96
Finland	AA+	Aa1	AA+	96
Hong Kong	AA+	Aa2	AA+	95
New Zealand	AA	Aaa	AA	93
France	AA	Aa2	AA	92
Isle of Man	N/A	Aa2		92
United Kingdom	AA	Aa2	AA	92
Kuwait	AA	Aa2	AA	90
United Arab Emirates	AA	Aa2	AA	90
Belgium	AA	Aa3	AA-	88
South Korea	AA	Aa2	AA-	86
Cayman Islands		Aa3		85
Macau		Aa3	AA	85
Qatar	AA-	Aa3	AA-	85
Taiwan	AA-	Aa3	AA-	83
Czech Republic	AA-	A1	AA-	81
Estonia	AA-	A1	AA-	81
Chile	A+	A1	A	80
China	A+	A1	A+	80
Israel	AA-	A1	A+	80
Bermuda	A+	A2	N/A	78
Saudi Arabia	A-	A1	A+	78
Slovakia	A+	A2	A+	78
Japan	A+	A1	A	77
Ireland	A+	A2	A+	76
Iceland	A	A3	A	73

COUNTRY	S&P	MOODY'S	FITCH	TE
Malta	A-	A3	A+	73
Botswana	A-	A2		72
Slovenia	A+	Baa1	A-	72
Lithuania	A	A3	A-	71
Poland	A-	A2	A-	71
Latvia	A	A3	A-	70
Spain	A-	Baa1	A-	68
Malaysia	A-	A3	A-	66
Mauritius		Baa1		65
Mexico	BBB+	A3	BBB+	65
Peru	BBB+	A3	BBB+	65
Thailand	BBB+	Baa1	BBB+	63
Italy	BBB	Baa3	BBB	62
Panama	BBB+	Baa1	BBB	61
Andorra	BBB		BBB+	60
Aruba	BBB+		BBB-	60
Philippines	BBB+	Baa2	BBB	60
Bulgaria	BBB-	Baa2	BBB	58
Colombia	BBB-	Baa2	BBB	58
Portugal	BBB	Baa3	BBB	58
Trinidad and Tobago	BBB+	Ba1		57
Hungary	BBB	Baa3	BBB	56
India	BBB-	Baa2	BBB-	56
Indonesia	BBB-	Baa2	BBB	56
Kazakhstan	BBB-	Baa3	BBB	56
Montserrat	BBB-			55
Romania	BBB-	Baa3	BBB-	55
San Marino			BBB-	55
Uruguay	BBB	Baa2	BBB-	55
Morocco	BBB-	Ba1	BBB-	53
Russia	BBB-	Baa3	BBB-	53
Bahamas	BB+	Baa3		52
Azerbaijan	BB+	Ba2	BB+	50
Croatia	BBB-	Ba2	BB+	50
Cyprus	BBB-	Ba2	BBB-	50
Namibia		Ba1	BB+	50
South Africa	BB	Baa3	BB+	50
Oman	BB	Ba1	BB+	48
Paraguay	BB	Ba1	BB+	46
Guatemala	BB-	Ba1	BB	45
Georgia	BB-	Ba2	BB	43

COUNTRY	S&P	MOODY'S	FITCH	TE
Turkey	B+	Ba3	BB	43
Brazil	BB-	Ba2	BB-	42
Macedonia	BB-		BB	42
Bolivia	BB-	Ba3	BB-	41
Serbia	BB	Ba3	BB	41
Vietnam	BB	Ba3	BB	41
Bangladesh	BB-	Ba3	BB-	40
Uzbekistan	BB-	B1	BB-	40
Costa Rica	B+	B1	B+	38
Dominican Republic	BB-	Ba3	BB-	38
Ivory Coast		Ba3	B+	38
Jordan	B+	B1		37
Senegal	B+	Ba3		37
Albania	B+	B1		35
Armenia		B1	B+	35
Bahrain	B+	B2	BB-	35
Fiji	B+	Ba3		35
Greece	B+	B1	BB-	35
Honduras	BB-	B1		35
Kenya	B+	B2	B+	35
Lesotho			B+	35
Montenegro	B+	B1		35
Uganda	B	B2	B+	33
Benin	B+		B	32
Maldives		B2	B+	32
Argentina	B	B2	B	31
Ethiopia	B	B1	B	31
Nigeria	B	B2	B+	31
Rwanda	B	B2	B+	31
Sri Lanka	B	B2	B	31
Tunisia	N/A	B2	B+	31
Cambodia	N/A	B2		30
Cameroon	B	B2	B	30
Cape Verde	B		B	30
Egypt	B	B2	B+	30
Kyrgyzstan	NR	B2		30
Papua New Guinea	B	B2		30
Seychelles			BB-	30
Zambia	B-	Caa1	B-	30
Jamaica	B	B3	B+	28
Suriname	B	B2	B-	28

COUNTRY	S&P	MOODY'S	FITCH	TE
Bosnia and Herzegovina	B	B3		27
Angola	B-	B3	B	26
Belarus	B	B3	B	26
Gabon	N/A	Caa1	B	26
Ghana	B	B3	B	26
Mongolia	B	B3	B	26
Nicaragua	B-	B2	B-	26
Pakistan	B-	B3	B-	26
Burkina Faso	B			25
Ecuador	B-	B3	B-	25
Iraq	B-	Caa1	B-	25
Moldova		B3		25
Solomon Islands		B3		25
St Vincent and the Grenadines		B3		25
Tajikistan	B-	B3		25
El Salvador	B-	B3	B-	23
Lebanon	B-	Caa1	B-	23
Congo	CCC+	B3		22
Ukraine	B-	Caa1	B-	21
Belize	B-	B3		20
Republic of the Congo	B-	Caa2	CCC	20
Barbados	SD	Caa3		15
Cuba		Caa2		15
Mozambique	SD	Caa3	RD	12
Venezuela	SD	C	RD	12
Puerto Rico	D			0
Grenada	SD			
Swaziland		B2		
Tanzania		B1		

EK-2 COMPARATIVE RATING INDEX OF SOVEREIGNS (CRIS)

MOODY'S RATING	NUMERICAL SCORE	OUTLOOK	OUTLOOK ADJUSTED SCORE
Aaa	20	P	-
		S	60
		N	59
Aa1	19	P	58
		S	57
		N	56
Aa2	18	P	55
		P	54
		S	53
Aa3	17	N	52
		P	51
		S	50
A1	16	N	49
		P	48
		P	47
A2	15	S	46
		N	45
		P	44
A3	14	S	43
		N	42
		P	41
Baa1	13	P	40
		S	39
		N	38
Baa2	12	P	37
		S	36
		N	35
Baa3	11	P	34
		P	33
		S	32
Ba1	10	N	31
		P	30
		S	29
Ba2	9	N	28
		P	27
		P	26

MOODY'S RATING	NUMERICAL SCORE	OUTLOOK	OUTLOOK ADJUSTED SCORE
Ba3	8	S	25
		N	24
		P	23
B1	7	S	22
		N	21
		P	20
B2	6	P	19
		S	18
		N	17
B3	5	P	16
		S	15
		N	14
Caa1	4	P	13
		P	12
		S	11
Caa2	3	N	10
		P	9
		S	8
Caa3	2	N	7
		P	6
		P	5
Ca	1	S	4
		N	3
		P	2
C	0	S	1

EK- 3 BIST 100 FİRMA LİSTESİ

SIRA	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.
2	AKBNK	AKBANK T.A.Ş.
3	AKSA A	KSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
4	AKSEN	AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.
5	ALGYO	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
6	ALARK	ALARKO HOLDİNG A.Ş.
7	ALBRK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.
8	ANACM	ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.
9	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
10	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.
11	ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
12	BERA	BERA HOLDİNG A.Ş.
13	BJKAS	BEŞİKTAŞ FUTBOL YATIRIMLARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
14	BIMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.
15	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
16	CLEBI	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.
17	CEMAS	ÇEMAŞ DÖKÜM SANAYİ A.Ş.
18	CEMTS	ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
19	DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.
20	DGKLB	DOĞTAŞ KELEBEK MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
21	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
22	ECILC	EİS ECZACIBAŞI İLAÇ, SİNİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
23	EKGYO	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
24	ENJSA	ENERJİSA ENERJİ A.Ş.
25	ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.

SIRA	KOD	ŞİRKET UNVANI
26	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
27	FENER	FENERBAHÇE FUTBOL A.Ş.
28	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
29	GSRAY	GALATASARAY SPOR TİF SİNİ VE TİCARİ YATIRIMLAR A.Ş.
30	GENTS	GENTAŞ GENEL METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
31	GEREL	GERSAN ELEKTRİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
32	GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
33	GOODY	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.
34	GOLTS	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
35	GOZDE	GÖZDE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
36	GSDHO	GSD HOLDİNG A.Ş.
37	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.
38	SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.
39	HEKTS	HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.
40	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.
41	ICBCT	ICBC TURKEY BANK A.Ş.
42	IEYHO	İŞIKLAR ENERJİ VE YAPI HOLDİNG A.Ş.
43	IHLGM	İHLAS GAYRİMENKUL PROJE GELİŞTİRME VE TİCARET A.Ş.
44	IHLAS	İHLAS HOLDİNG A.Ş.
45	INDES	İNDEKS BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ MÜHENDİSLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
46	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ KAYNAKLARI ARAŞTIRMA VE ÜRETİM A.Ş.
47	ISDMR	İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK A.Ş.
48	ISFIN	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
49	ISGYO	İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

SIRA	KOD	ŞİRKET UNVANI
50	ITTFH	İTTİFAK HOLDİNG A.Ş.
51	KRDMD	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
52	KARSN	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
53	KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
54	KERVT	KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
55	KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş.
56	KORDS	KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.
57	KOZAL	KOZA ALTIN İŞLETMELERİ A.Ş.
58	KOZAA	KOZA ANADOLU METAL MADENCİLİK İŞLETMELERİ A.Ş.
59	MAVI	MAVİ GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
60	METRO	METRO TİCARİ VE MALİ YATIRIMLAR HOLDİNG A.Ş.
61	MGROS	MİGROS TİCARET A.Ş.
62	MPARK	MLP SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş.
63	NTHOL	NET HOLDİNG A.Ş.
64	NETAS	NETAŞ TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
65	ODAS	ODAŞ ELEKTRİK ÜRETİM SANAYİ TİCARET A.Ş.
66	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
67	OZGYO	ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
68	PRKME	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
69	PARSN	PARSAN MAKİNA PARÇALARI SANAYİİ A.Ş.
70	PGSUS	PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş.
71	PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
72	POLHO	POLİSAN HOLDİNG A.Ş.
73	SASA	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
74	SODA	SODA SANAYİİ A.Ş.
75	SKBNK	ŞEKERBANK T.A.Ş.
76	SOKM	ŞOK MARKETLER TİCARET A.Ş.

SIRA	KOD	ŞİRKET UNVANI
77	TATGD	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.
78	TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
79	TKFEN	TEKFEN HOLDİNG A.Ş.
80	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
81	TSPOR	TRABZONSPOR SPORİF YATIRIM VE FUTBOL İŞLETMECİLİĞİ TİCARET A.Ş.
82	TRKCM	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.
83	TCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.
84	TMSN	TÜMOSAN MOTOR VE TRAKTÖR SANAYİ A.Ş.
85	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
86	THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.
87	TTKOM	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
88	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
89	GARAN	TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.
90	HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.
91	ISCTR	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.
92	TSKB	TÜRKİYE SİNİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
93	SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.
94	VAKBN	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.
95	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
96	VERUS	VERUSA HOLDİNG A.Ş.
97	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
98	YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.
99	YATAS	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
100	ZOREN	ZORLU ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

- Doğum Tarihi: 06.11.1988
- Doğum Yeri: Ankara
- e-posta Adresi: bilgeturkun@gmail.com

EĞİTİM BİLGİLERİ

- İşletme Tezli Yüksek Lisans - Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi- Tez Dönemi
- İşletme Tezli Yüksek Lisans - Gazi Üniversitesi - Ders Dönemi
- Bilgi Teknolojileri Sertifika Programı Orta Doğu Teknik Üniversitesi – Bilgisayar Mühendisliği – Uzaktan Eğitim, 2016- Devam Ediyor
- 1. Lisans - Endüstri Mühendisliği – Şeref Öğrencisi Derecesi
Çankaya Üniversitesi (% 100 Burslu) (Eğitim Dili %100 İngilizce)
09.2006 – 07.2011 (1 Sene İngilizce Hazırlık Okulu)
Mezuniyet Ortalaması: 3.24 / 4.00
- 2. Lisans - İşletme Lisans - Çift Anadal Programı (ÇAP)
Çankaya Üniversitesi (% 100 Burslu) (Eğitim Dili %100 İngilizce)
09.2008 – 07.2011, Mezuniyet Ortalaması: 2.88 / 4.00
- Erasmus Programı – Üretim Mühendisliği (%100 İngilizce)
Timişoara Politeknik Üniversitesi 02.2009–07.2009
Mezuniyet Ortalaması: 9 / 10
- Lise Eğitimi – Etimesgut Anadolu Lisesi
(09.2002 – 06.2006) (1 Sene İngilizce Hazırlık Okulu)
Mezuniyet Ortalaması: 5.00/5.00

YABANCI DİL

- **İNGİLİZCE:** Upper Intermediate
YÖKDİL- 2019 – 95
YDS- 2015 - 92,5 (A Seviyesi)
- **ALMANCA:** A2
(Alman Kültür Almanca Kursu) - A2 Sertifikası