

ÜLKE KREDİ DERECELENDİRME AÇIKLAMALARININ BORSA İSTANBUL ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN KARŞILAŞTIRMALI OLARAK İNCELENMESİ

Erkan POYRAZ¹

Bilge TRKN KAYA²

ÖZET

Araştırma Makalesi

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. 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 olay analizi metodolojisi (event study methodology) 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 düzeyinde 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, lke Kredi Derecelendirmeleri, Moody's, S&P, Fitch, Borsa İstanbul, Olay Analizi Metodolojisi.

Jel Kodları: G14, G23, G10

Makale Bilgileri

Alındığı Tarih: 14.01.2020

Kabul Tarihi: 10.03.2020

¹ Prof. Dr., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, poyraz@mu.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-6442-4705>

² Arş. Gör., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, bilgekaya@mu.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-6771-7765>

A COMPARATIVE INVESTIGATION OF THE EFFECT OF SOVEREIGN CREDIT RATING EXPLANATIONS ON BORSA ISTANBUL

Erkan POYRAZ³

Bilge TÜRKÜN KAYA⁴

ABSTRACT

Research Paper

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 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.

Jel Codes: G14, G23, G10

Article Info

Received: 14.01.2020

Accepted: 10.03.2020

³ Prof. Dr., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, poyraz@mu.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-6442-4705>

⁴ Arş. Gör., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, bilgekaya@mu.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-6771-7765>

GİRİŞ

Finansal piyasaların küreselleşmesi ve bütünleşmesiyle birlikte kredi derecelendirme kavramı da büyük önem kazanmıştır. 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. Kredi derecelendirmeleri hisse senedi piyasalarında düzenleyici rol oynamaktadır. Piyasada yer alan yatırımcıların birçoğu kredi derecelendirme duyurularını göz önüne alarak işlem yapmaktadır (Suadiye, 2006: 7). 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 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 ek olarak tüm etkiyi bütün halinde analiz eden herhangi bir çalışma bulunmamaktadır. Bu çalışmada açıklama etkileri toplamda 12 ayrı başlık altında gruplandırılmış şekilde incelenecektir. Bu çalışmanın diğer çalışmalardan farkı Türkiye için,

endeks bazlı, güncel tarihli ve en önemlisi de açıklama etkilerinin en fazla başlık altında incelendiği çalışma olmasıdır.

Ülke Kredi Derecelendirmeleri

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 yayınlamaktadır. 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).

Kredi derecelendirme notu açıklaması ile birlikte görünüm açıklaması da yapılmaktadır. Görünüm açıklaması değerlendirilen kuruluşun veya ülkenin gelecekteki durumuna ilişkin bir tahmin niteliğindedir, sonraki kredi notunun daha düşük, daha yüksek veya aynı olup olmayacağı hakkında muhtemel bir öngörü 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.

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.

Ülke kredi derecelendirmeleri açısından dünyanın en büyük kuruluşları olan ve sektörün önde gelen firmaları olarak kabul edilen Moody's, Standart & Poor's ve Fitch tarafından ilan edilen kredi notlarının ve görünümünün ülkelere birçok açıdan etkisi bulunmaktadır. 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 genellikle aynı veya birbirine yakın olmaktadır. S&P, Moody's ve Fitch tarafından Türkiye için açıklanan kredi notu ve görünüm bildirimleri Tablo 1.'de sunulmuştur. Tabloda yalnızca bu çalışma kapsamında değerlendirilen tarih aralığı baz alınmıştır.

Tablo 1: Türkiye Kredi Derecelendirmeleri

<u>Kuruluş</u>	<u>Tarih</u>	<u>Kredi Notu</u>	<u>Görünüm</u>	<u>Açıklama</u>
MOOD Y'S	11.04.2014	Baa3	Negatif	Not Teyidi
	4.12.2015	Baa3	Negatif	Not Teyidi
	18.07.2016	Baa3	(-) İzleme- 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	(-) İzleme- Olası Azaltım	Not Teyidi
	17.08.2018	Ba3	Negatif	Not Azaltımı
S&P	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
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

1. Literatür İncelemesi

Literatürde kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için verdikleri notların Türkiye’de faaliyet gösteren piyasalardaki endeksler üzerindeki etkisini inceleyen çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Bunlardan 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. 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. 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 incelemiştir. Olay analizi yöntemi kullanılmıştır. Pozitif yönlü açıklamanın borsada aynı yönde etkisi olduğu, negatif yönlü açıklamanın ise borsa üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının diğer ülkeler için verdikleri notların ilgili ülke piyasalardaki endeksler üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır. 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.

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. 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.

Not açıklamalarının bütün olarak endeks üzerindeki etkisini incelemek yerine sadece banka hisse senetleri üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır. 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.

Yabancı bankalar üzerine yapılan çalışmalardan 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 Piyasası'nda 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. 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.

Kredi notu açıklamalarının özel sektörde faaliyet gösteren firmaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştıran çok sayıda çalışma bulunmaktadır. 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. 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. Pacheco (2011:13-14), Moody's'in ülke derecelendirme notlarının Portekiz hisse senetleri üzerindeki etkisini araştırırken olay çalışmasını kullanmış olup açıklamaların hisse senetleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi 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.

Not açıklamasının şirketler üzerindeki etkisini incelerken şirket büyüklüğü faktörünü de göz önüne alan 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.

Şirketlerle ilgili diğer çalışma örneklerinden daha farklı sonuçlar elde eden 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 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.

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.

2. Metodoloji

Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için yaptıkları kredi notu ve görünüm açıklamalarının Borsa İstanbul üzerindeki etkisini incelemek için BIST100 fiyat endeksi gün sonu kapanış değerleri ile 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. Piyasa verileri Borsa İstanbul'un resmi veri tabanı sisteminden, kredi notu açıklamaları da ilgili derecelendirme kuruluşlarının resmi internet sitelerinden elde edilmiştir. Analiz için uzun dönem yabancı para cinsi kredi derecelendirmeleri kullanılmıştır.

Olayın olduğu günde resmi tatil olması nedeniyle piyasalar faaliyet göstermiyorsa analiz için olayın olduğu günden 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 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 (Literatür başlığı altında verilen çalışmalardan Şensoy -2013 dışındaki tüm çalışmalarda) olay analizi metodolojisi kullanılmıştır. Bu çalışmada da, kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için verdikleri notların Borsa İstanbul 100 Endeksi (BIST 100) üzerindeki etkisi araştırılırken 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).

2.1. Olay Tanımlaması ve Olay Penceresinin Belirlenmesi

Bu çalışmada olay olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları not ve görünüm açıklamaları tanımlanmıştır. Tanımlanan her olay için bir hipotez oluşturulmuştur. Çalışmanın hipotezleri şu şekildedir:

H1-0 / H1-1: Tüm kuruluşlar tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur/vardır.

H2-0 / H2-1: Tüm kuruluşlar tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur/vardır.

H3-0 / H3-1: Tüm kuruluşlar tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H4-0 / H4-1: Moody's tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur/vardır.

H5-0 / H5-1: Moody's tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur/vardır.

H6-0 / H6-1: Moody's tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur/vardır.

H7-0 / H7-1: S&P tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur/vardır.

H8-0 / H8-1: S&P tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur/vardır.

H9-0 / H9-1: S&P tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur/vardır.

H10-0 / H10-1: Fitch tarafından yapılan tüm not açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur/vardır.

H11-0 / H11-1: Fitch tarafından yapılan not düşürme açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur/vardır.

H12-0 / H12-1: Fitch tarafından yapılan not teyidi açıklamalarının BIST100 getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur/vardır.

Olay penceresi ilgili olayın hisse senedi piyasasına etki edeceği öngörülen zaman aralığını tanımlamaktadır. 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).

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). Olay analizi 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.

2.2. 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 (1):

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

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

2.3 Normal Getiri Hesaplaması

Normal getiriye 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 getiriyi saptamak için piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi kullanılırken, endeks bazındaki normal getiriyi 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 (2) no.lu formülle yapılmaktadır:

$$\bar{R} = \frac{1}{t_2 - t_1 + 1} \sum_{t=t_1}^{t=t_2} R_t$$

(2)

\bar{R} = Normal getiri

t_1 = Tahmin döneminin başlangıç tarihi

t_2 = Tahmin döneminin bitiş tarihi

R_t = t gününde gerçekleşen getiri

2.4. Tahmin Penceresinin Belirlenmesi

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). Bu çalışmada olay analizi metodolojisinin literatürdeki temel kaynaklarından olan Brown ve Warner'ın çalışmasında 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. Buna göre, bu çalışmada normal getiri (3) no.lu 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

t-244 = Tahmin penceresinin bitiş tarihi – Olaydan önceki 244.gün

R_t = t gününde gerçekleşen getiri

2.5. Anormal Getirilerin Hesaplanması

Olayın sonuçları hisse senedi veya endeks getiri değerlerindeki anormal getiriler -Abnormal Return- (AR) olarak ortaya çıkmaktadır (Mutan ve Topçu, 2009: 5). 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 (4): (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)

AR lerin pozitif olması olayın piyasalara olumlu yönde etki ettiğini, negatif olması ise, olayın piyasaları olumsuz etkilediği şeklinde yorumlanır (Mutan ve Topçu, 2009: 10).

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 (5):

$$CAR = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} AR_t$$

CAR = Kümülatif anormal getiri

AR_t = t tarihindeki anormal getiri

t₁ = olay penceresinin başlangıç tarihi

t₂ = olay penceresinin bitiş tarihi

2.6. Sonuçların İstatistiksel Olarak Test Edilmesi

CAR 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). Ayrıca, CAR 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 CAR değerlerinin 0'dan farklı olup olmadığını test etmek amacıyla tek örneklem t testi kullanılacaktır.

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

- n<30
- Örneklem normal dağılıma sahip

Bunun için -5, +5 gün aralığındaki yani olay penceresinde bulunan her güne ait hesaplanan CAR değerleri için tek örneklem t testi yapılmıştır. Bunun için öncelikle çalışmanın örnekleminin t testi için uygunluk varsayımlarına sahip olup olmadığı kontrol edilmiştir. 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. Tablo 2'de verilen sonuçlara göre, analiz kapsamındaki tüm olaylara ait örneklem için normallik varsayımı sağlanmıştır.

3. 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, normallik testleri ve tek örneklem t testi için de IBM SPSS Statistics 22 yazılımı kullanılmıştır. Uygulanan tüm normallik testleri ve tek örneklem t testleri için anlamlılık düzeyi %95 olarak belirlenmiştir.

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 düzeyinde, istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir etkisi vardır. H2-0, H4-0 ve H8-0 hipotezleri reddedilmiştir. 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 düzeyinde değildir. Ancak tüm açıklamalar birlikte incelendiğinde anlamlı bir etki saptanmıştır. Fitch tarafından yapılan not düşürme veya not teyidi açıklamalarının borsa getirileri üzerinde etkisi olmakla birlikte istatistiksel olarak 0,95 güven düzeyinde değildir. Analiz sonuçlarının ilgili kısımları Tablo 3'te sunulmuştur.

Tablo 1: Normallik Testi Sonuçları

	Kol m.- Smi rno v	Sha piro - Wil k	Kol m.- Smi rno v	Sha piro - Wil k	Kol m.- Smi rno v	Sha piro - Wil k	Kol m.- Smi rno v	Sha piro - Wil k	Kol m.- Smi rno v	Sha piro - Wil k	Kol m.- Smi rno v	Sha piro - Wil k
	1		2		3		4		5		6	
- 5	,200 *	0,64 8	,200 *	0,59 7	,200 *	0,96 5	,200 *	0,79 3	-	0,79 1	,200 *	0,96 2
- 4	,200 *	0,71 3	,200 *	0,15 5	0,17 2	0,1	,200 *	0,81 6	-	0,71 9	,200 *	0,54 7
- 3	,200 *	0,82 8	,200 *	0,05	,200 *	0,99 9	,200 *	0,7	-	0,85 9	,200 *	0,40 7
-	,200	0,26	,200	0,27	,200	0,74	,200	0,85	-	0,73	,200	0,71

2	*	1	*	8	*	4	*	1		1	*	1
-	0,19	0,17	,200	0,19	,200	0,91	,200	0,82	-	0,80	,200	0,79
1	5	3	*	7	*	7	*	1		6	*	6
0	,200	0,24	,200	0,08	,200	0,87	,200	0,51	-	0,93	0,15	0,33
	*	9	*	3	*	1	*	2		8		8
1	,200	0,78	0,16	0,71	,200	0,86		0,37	-	0,63	,200	0,57
	*	4	8	1	*	3	0,16	4		5	*	7
2	,200	0,81	,200	0,90	,200	0,70	,200	0,61	-	0,85	,200	0,59
	*	3	*	8	*	3	*	7		7	*	1
3	0,19	0,47	,200	0,83	0,04	0,36	,200	0,15	-	0,87	,200	0,57
	4		*		9	2	*	2		5	*	4
4	,200	0,63	,200	0,92	,200	0,49		0,14	-	0,84	,200	0,65
	*	5	*	6	*	4	0,06	4		8	*	6
5	,200	0,94	,200	0,53	,200	0,62	0,11	0,26	-	0,85	0,16	0,44
	*	2	*	2	*	2	7	5		1	9	5
		7		8		9		10		11		12
-	,200	0,79	-	0,83	,200	0,98	,200	0,40	,200	0,69	,200	0,39
5	*	9		7	*	1	*	5	*	8	*	2
-	,200	0,97	-	0,36	,200	0,65	,200	0,84	,200	0,75	,200	0,79
4	*	8		3	*	4	*	7	*		*	2
-	,200	0,29	-	0,00	,200	0,97	,200	0,88	,200	0,86	,200	0,88
3	*	1		3	*	8	*	9	*	2	*	
-	,200	0,61	-	0,93	,200	0,69	,200	0,09	,200	0,77	,200	0,90
2	*	8		2	*	2	*	6	*	6	*	1
-	,200	0,73	-	0,04	,200	0,86		0,19	,200	0,50	,200	0,86
1	*	3		3	*	4	0,19	0,11	*	9	*	
0	0,19	0,13	-	0,48	,200	0,82	,200	0,62	,200	0,81	,200	0,78
	4	6		5	*	2	*	8	*	6	*	4
1	,200	0,70	-	0,27	,200	0,80	,200	0,22	,200	0,66	,200	0,82
	*	1		3	*	1	*	3	*	4	*	8
2	,200	0,79	-	0,72	,200	0,71	,200	0,59	,200	0,88	,200	0,52
	*			7	*	6	*	5	*	7	*	6
3	,200	0,49	-	0,24	,200	0,73	,200	0,39	,200	0,90	,200	0,85
	*	5		2	*	9	*	5	*	1	*	
4	,200	0,68	-	0,42	,200	0,81	,200	0,77	,200	0,41	,200	0,75
	*	4		4	*		*	7	*	2	*	9
5	,200	0,40	-	0,74	,200	0,70	,200	0,95	,200	0,56	,200	0,96
	*	2		1	*	2	*	8	*	5	*	3
* Kolm. = Kolmogorov												

Tablo 2: Analiz Sonuçları (%95 güven düzeyi)

	Hipotez	1		2		3		4		5		6	
GU N		<i>p</i> (çift yönlü)	Ort.F ark	<i>p</i> (çift yönlü)	Ort.F ark	<i>p</i> (çift yönlü)	Ort.F ark	<i>p</i> (çift yönlü)	Ort.F ark	<i>p</i> (çift yönlü)	Ort.F ark	<i>p</i> (çift yönlü)	Ort.F ark
-5	CA AR	0.555	-	0.106	-	0.761	0.001	0.751	0.002	0.205	-	0.051	0.010
-4	CA AR	0.733	-	0.199	-	0.535	0.003	0.740	0.004	0.393	-	0.268	0.016
-3	CA AR	0.966	0.000	0.150	-	0.308	0.007	0.660	0.005	0.260	-	0.159	0.018
-2	CA AR	0.183	-	0,018*	-	0.809	0.002	0.847	-	0.373	-	0.541	0.012
-1	CA AR	0.232	-	0,032*	-	0.584	0.005	0.627	-	0.515	-	0.831	0.004
0	CA AR	0.089	-	0,03*	-	0.747	-	0,167	-	0.535	-	0.244	-
1	CA AR	0.183	-	0,026*	-	0.768	0.003	0,049*	-	0.216	-	0.217	-
2	CA AR	0.159	-	0,036*	-	0.919	0.001	0,038*	-	0.242	-	0.133	-
3	CA AR	0.246	-	0.092	-	0.824	0.003	0.069	-	0.363	-	0.113	-
4	CA AR	0.214	-	0.084	-	0.808	0.003	0,04*	-	0.218	-	0.087	-
5	CA AR	0.245	-	0.090	-	0.779	0.004	0,025*	-	0.120	-	0.073	-
	Hipotez	7		8		9		10		11		12	
GU N		<i>p</i> (çift yönlü)	Ort.F ark	<i>p</i> (çift yönlü)	Ort.F ark	<i>p</i> (çift yönlü)	Ort.F ark	<i>p</i> (çift yönlü)	Ort.F ark	<i>p</i> (çift yönlü)	Ort.F ark	<i>p</i> (çift yönlü)	Ort.F ark
-5	CA AR	0.091	-	0.308	-	0.276	-	0.978	0.000	0.733	0.003	0.885	-

-4	CA AR	0.09 7	- 0.014	0.39 6	- 0.021	0.14 8	- 0.010	0.43 8	0.005	0.59 0	0.002	0.55 0	0.005
-3	CA AR	0.14 2	- 0.017	0.43 7	- 0.019	0.30 1	- 0.015	0.18 9	0.011	0.76 5	- 0.008	0.11 5	0.015
-2	CA AR	0.01 2	- 0.036	0,04 2*	- 0.053	0.15 5	- 0.026	0.59 8	0.006	0.34 1	- 0.033	0.06 2	0.017
-1	CA AR	0,04 2*	- 0.042	0,03 *	- 0.078	0.38 1	- 0.020	0.49 7	0.010	0.75 2	- 0.005	0.05 2	0.023
0	CA AR	0,03 5*	- 0.044	0,01 *	- 0.077	0.34 8	- 0.024	0.53 3	0.010	0.58 8	0.002	0.11 9	0.023
1	CA AR	0.07 5	- 0.043	0,03 3*	- 0.092	0.59 3	- 0.013	0.23 3	0.020	0.53 2	0.013	0,02 8*	0.032
2	CA AR	0.10 1	- 0.039	0,04 4*	- 0.089	0.70 0	- 0.009	0.23 6	0.020	0.49 7	0.011	0.08 2	0.029
3	CA AR	0.17 1	- 0.031	0.07 9	- 0.074	0.85 3	- 0.005	0.19 3	0.020	0.09 4	0.007	0.07 0	0.027
4	CA AR	0.16 0	- 0.035	0.07 6	- 0.083	0.84 3	- 0.005	0.13 9	0.023	0.09 3	0.007	0.06 0	0.029
5	CA AR	0.22 7	- 0.030	0.05 4	- 0.075	0.92 4	- 0.003	0.08 4	0.026	0,03 1*	0.011	0,04 5*	0.030

SONUÇ

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 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 bildirim açıklamalarının Borsa İstanbul 100 (BIST 100) endeksi günlük getirisi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Araştırmada literatürdeki benzer çalışmalarda yaygın olarak kullanılan olay analizi metodolojisi kullanılmıştır.

Analiz sonuçlarına göre not teyidi açıklamalarının borsa getirilerine anlamlı bir etkisi olmadığı, not düşürme açıklamalarının ise borsa getirileri

üzerinde %95 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı derecede olumsuz etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları arasında en çok etkiyi S&P 'nin yarattığı, Moody's'in 2.sırada, Fitch'in ise 3.sırada geldiği söylenebilir. Ayrıca özellikle not düşürme açıklamalarında, piyasalardaki hareketlenmenin olay gününden iki 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 çalışma, olay analizinde kullanılan süreler farklılaştırılarak ve karşılaştırmalı inceleme yapılarak geliştirilebilir.

KAYNAKÇA

- Başdaş, Ü., (2013) Event Study Methodology For The Borsa Istanbul, Doktora Tezi, *Orta Doğu Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Ankara.
- Bayazıtlı, E., Kaderli, Y. ve Gürel, E. (2008). Kâr Payı Dağıtma Duyurularının Firmaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Imkb'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
- 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.
- Fitch Resmi İnternet Sitesi <https://www.fitchratings.com/site/about>. Erişim Tarihi: 15.04.2019
- Gürsakal, N. (2014). *Çıkarımsal İstatistik (6.Baskı)*. Bursa: Dora Yayınevi.
- 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.
- 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.
- 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 Fıstıtlıtlarının 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., 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.
- 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 https://www.moodys.com/research/Moodys-Rating-Symbols-Definitions--PBC_79004. Erişim Tarihi: 8.03.2019
- Moody's Resmi İnternet Sitesi 2 <https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx> Erişim Tarihi: 06.01.2019
- 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. Finanças (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*.
- 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

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

