Turkish Studies
Volume 14 Issue 6, 2019, p. 2973-2994
DOI: 10.29228/TurkishStudies.25323
ISSN: 1308-2140
Skopje/MACEDONIA-Ankara/TURKEY

INTERNATIONAL BALKAN UNIVERSITY
EXCELLENCE FOR THE FUTURE
IBU.EDU.MK

Research Article / Araştırma Makalesi

Article Info/Makale Bilgisi

Received/Geliş: 24.07.2019 ***Accepted/Kabul:*** 10.09.2019

Report Dates/Rapor Tarihleri: Referee 1 (21.08.2019)-Referee 2 (03.09.2019)

This article was checked by iThenticate.

KREDİ NOT DUYURULARININ PAY SENEDİ PİYASALARI ÜZERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Erkan ALSU[*]

ÖZ

Kredi Derecelendirme kuruluşlarının son zamanlarda ülke ekonomileri üzerine yapmış olduğu değerlendirmelere ait duyuruların yabancı yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkisi olduğu görülmektedir. Gerek ulusal gerekse uluslararası fonların pay senedi piyasalarına yönlendirilmesi konusunda önem arz eden bu duyuruların etkilerinin ortaya konulması piyasa etkinliği açısından önem arz etmektedir. Bu çalışmada uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi not duyurularının pay senedi getirileri üzerindeki anormal etkileri incelenmektedir. Çalışmada veri dönemi olarak 2001-2018 tarih aralıkları belirlenmiştir. Çalışma kapsamında kullanılan günlük borsa endeksleri üzerinden getiriler ve kapanış değerleri hesaplanmış, sonuçlara göre dünya açısından önemli en yüksek üç kredi derecelendirme kuruluşu Fitch, Moody's ve Standard & Poor's'un kredi notu açıklamalarının pay senedi getirileri üzerindeki etkileri ortaya konulmuştur. Çalışmada, kredi notu duyurularının getiriler üzerindeki etkisinin incelenmesinde Olay Çalışması (Event Study) yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, Kredi derecelendirme kuruluşlarının gerçekleştirmiş olduğu not düşürülmesi ve notun değiştirilmemesine (durağanlık) ilişkin açıklamaların özellikle Mali ve Bankacılık gibi finansal sektörlerde etkisinin kısa vadede hissedildiği ve bu iki sektörde gerçekleşen bu iki açıklama türünün negatif olarak algılandığı ve buna tepki olarak bu iki sektörde olumsuz olarak algılanan açıklamaların gerçekleştiği tarihler civarında negatif anormal getirilerin oluştuğu belirlenmiştir. Diğer iki sektör olan Sanayi ve Ticaret sektörlerinde ise açıklamalarla bağdaştırılabilecek herhangi bir bulguya rastlanılmamıştır. Ayrıca notun yükseldiğini ifade eden pozitif açıklamalar neticesinde de herhangi bir sektörde bu açıklama türü ile ilişkilendirebileceğimiz bir bulguya rastlanılmamıştır.

[*] Dr. Öğr. Üyesi, Gaziantep Üniversitesi, E-posta: erkanalsu@gmail.com

Anahtar Kelimeler: Borsa İstanbul, Borsa Endeksleri, Kredi Derecelendirme Kuruluşu, Olay Çalışması.

THE EFFECT OF CREDIT ANNOUNCEMENTS ON SHARE STOCK MARKETS: A SECTORAL ANALYSIS ON BORSA ISTANBUL

ABSTRACT

It is seen that the announcements made by the credit rating agencies on the recent economies of the country have an impact on the investment decisions of foreign investors. Revealing the effects of these announcements, which are important for directing both national and international funds to stock markets, is important for market efficiency. In this study, the effect of credit rating announcements on stock markets is analyzed by sector. In the study, 2001-2018 date ranges were determined as the data period. The returns and closing values were calculated over daily stock indexes used in the study and the effects of the ratings of Fitch, Moody's and Standart and Poors on the stock returns were determined according to the results. In the study, Event Study method was used to examine the effect of credit grade announcements on returns. As a result of the study, the effect of the explanations regarding the downgrading and not changing the ratings (stagnation) made by credit rating agencies was felt in the short term especially in financial sectors such as Financial and Banking and these two types of disclosures realized in these two sectors were perceived as negative and it has been determined that negative abnormal returns occur around the dates of the explanations as perceived. In the Industry and Trade sectors, did not find any findings that could be associated with the explanations. In addition, as a result of the positive statements indicating that the grade has increased, there is no finding that can be associated with this type of disclosure in any sector.

STRUCTURED ABSTRACT

One of the main problems of developing countries is the lack of efficiency of financial markets. The main economic indicators are considered as important indicators for foreign direct investments. Indicators such as interest rate, inflation rate and stock market depth in the country are important for foreign investors about the investment environment. Countries with capital markets developed have an important power to attract foreign direct investments. It is seen that foreign capital acts as direct investments and portfolio investments worldwide. It is stated that foreign direct investments are longer-term investments than portfolio investments. The fact that international investing institutions have access to basic information about the country they will invest in increases the flexibility of global capital mobility. The purpose of this study is to examine whether the announcements made by international credit rating agencies on the national economies have abnormal effects on stock returns.

There are many studies in the literature about the effects of credit rating announcements announced by international credit rating agencies on national economies. When these studies are examined, Dichev et al. (2001) stated that upward rating updates are negatively associated with stock prices and abnormal returns, but downward grade changes are positively correlated with downward grade changes in stock prices. Kaminksy and Schmukler (2002) stated that there is a positive relationship with the stock and bond markets that are linked to the country's credit ratings. Li et al. (2004) stated that the update of the outlook updated by Standard & Poor's and Moody's is a negative relationship with the stock market, but the relationship between grade and outlook changes to stock prices is positive. Norden and Weber (2004) stated that downward scoring and negative monitoring of markets predicted the relationship between these scales and indices. Martell (2005) stated that the credit ratings announced with Standard & Poor's have a positive relationship with stock prices. Haan and Amtenbrink (2011), Mateev (2012), Hubler et al. (2014) stated that the decisions of credit rating agencies are important for their relationship with markets, structural arrangements and supervision. Toraman and Yürük (2008) stated that although the credit rating agencies define the rating as giving an idea about the credibility of the borrower due to a specific financial obligation or financial program, the grades given do not affect the country, the firm and the investor.

Akkaya and Demireli (2010) stated that while credit institutions take the highest turnover rates into account in the lending process, financial structure ratios are the least important criteria. Hasbi (2012) stated that negative credit ratings had many negative effects that would lead to higher borrowing costs in countries' international financial markets and deprivation of foreign direct investments.

It is expected that contribute to the existing literature in two ways. First of all, this study examines the effect of positive and negative announcements made by credit rating companies separately. Secondly, the study reveals the effects of credit rating announcements made by credit rating agencies on different sectors separately.

In this study, the most widely recognized three credit rating agencies in the world, Fitch, Moody's and S & P's explanations which they have made to Turkey, Industry Sector (XUSIN), Trade Sector (XTCRT), Financial Sector, (XUMAL) and the Banking Sector (XBank) indices and it is aimed to determine whether the explanations made by these institutions cause abnormal returns in the mentioned sector indices. In this respect, Event Study Method was used to detect abnormal returns. The Case Study Method is a frequently preferred method for detecting abnormal returns especially in financial studies (Peterson, 1989: 36). It was first used by Dolley in 1933 to reveal the effect of stock fragmentation on stock (MacKinlay, 1997: 13).

On the day of the announcement of the ratings made by the credit rating agencies, no statistically significant average abnormal returns could be determined for all industry indices. However, for the few days before and after the announcement, the Industrial and Trade indices show significant abnormal returns of 10% significance and low amounts. Accordingly, when the average abnormal returns calculated for the sector

indices are analyzed, it is seen that the average abnormal returns related to the Trade Sector, Financial Sector, and Banching sector show similar fluctuations both before and after the disclosure period. Although the industrial sector is similar to these sectors, it is observed that the yield fluctuations realized are lower than other sectors.

No statistically significant cumulative average abnormal return (CAAR) value was calculated for the sector indices determined in the event windows opened before and after the disclosure. In this respect, credit institutions in points upgrade determine the status of expressing positive description sector which they have made to Turkey a serious impact for causing the determined is not detected significant return any abnormal has occurred due to releases that occur in these sectors. It is seen that negative abnormal returns are calculated on day 0, which indicates the day that the credit institutions have made negative statements. Negative abnormal returns calculated especially for the Financial and Banking sector are noteworthy. In fact, the negative return on the disclosure day in the financial sector index is well above the value of -0.0033 and the value of the previous day or the next day. The same applies to the banking sector. It is seen that the negative AAR value calculated for this sector differentiates from other values with -0.0052. When the significance levels of the negative AAR values calculated for these two sectors are analyzed, it is seen that the significance level is calculated as 1% for the Financial sector and 10% for the Banking Sector.

As a result of the study, it was observed that the effect of the explanations regarding the downgrade and non-change (stagnation) made by credit rating agencies was felt especially in financial sectors such as Financial and Banking in the short term and these two types of explanations realized in these two sectors were perceived as negative; In response to this, negative abnormal returns have been determined around the dates when these two sectors are perceived as negative. In the other two sectors, Industry and Trade, there were no findings that could be associated with the explanations. In addition, as a result of positive statements indicating that the grade has increased, there is no finding that can be related to this type of disclosure in any sector.

Keywords: Borsa İstanbul, Stock Exchange Indices, Credit Rating Agency, Event Study.

Giriş

Gelişmekte olan ülkelerin temel sorunlarından birisi finansal piyasaların etkinliğinin tam olarak sağlanamamasıdır. Temel ekonomik göstergeler doğrudan yabancı yatırımlar açısından önemli göstergeler olarak değerlendirilmektedir. Ülkedeki faiz oranı, enflasyon oranı, borsa derinliği gibi göstergeler yatırım yapma ortamı hakkında yabancı yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkeler doğrudan yabancı yatırımları çekme konusunda önemli bir güce sahiptir. Yabancı sermayenin doğrudan yatırımları ve portföy yatırımları olarak dünya genelinde hareket ettiği görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların portföy yatırımlarına göre daha uzun süreli yatırımlar olduğu ifade edilmektedir. Uluslararası yatırım yapan kuruluşların yatırım yapacakları ülke hakkında temel bilgilere etkin bir şekilde ulaşması küresel sermaye hareketliliğinin esnekliğini artırmaktadır.

Ülkelerin kredi riskini değerlendirme açısından uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları önemli bir etkiye sahiptir. Ülkelerin finansal yükümlülüklerini karşılayabilme ve işletmelerin finansal

profillerinin ortaya konulması noktasında değerlendirmeler yapan uluslararası derecelendirme şirketlerinin ülke kredi duyuruları ilgili ülkelerin piyasa etkinliği, borçlanma maliyetleri, yatırımcı kapasitesinin artması gibi konularda etkiler meydana getirmektedir (Kuzu, 2019: 155).

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, belirli kriterler kapsamında kurumların, şirketlerin ve ülkelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirme riskliliğini hesaplayan ve bu hesaplamaları belirli semboller ile ifade eden kuruluşlar olarak ifade edilmektedir. Ülkelerin derecelendirme kuruluşlarından almış oldukları notlar daha kolay şekilde ve daha düşük maliyetle fon sağlama konusunda öneme sahiptir. Yabancı yatırımcılar kredi notlarına göre yatırım yapacakları ülkeler hakkında değerlendirmeler yapmakta ve yatırımlarına daha güvenilir ortamlar bulmaktadır (İskenderoğlu ve Balat, 2018:48).

Kredi derecelendirme şirketlerinin geçmişi 19.yy'a dayanmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşu denildiğinde akla ilk olarak "üç büyükler" olarak bilinen Moody's, Standard&Poor's ve Fitch gelmektedir. ABD derecelendirme piyasasının %97'si, küresel derecelendirme piyasasının %95'i bu üç kuruluşun hâkimiyetinde olduğu belirtilmektedir (Akçayır ve Yıldız, 2014:2). Dünya 'da en çok bilinen uluslararası derecelendirme kuruluşları olan Fitch, Moody's ve Standard & Poor's'un notları ve notların açıklamaları Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1: Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Not Tanımları

Moody's		**STANDARD & POOR'S**		**Fitch**		
Uzun vadeli	**Kısa vadeli**	**Uzun vadeli**	**Kısa vadeli**	**Uzun vadeli**	**Kısa vadeli**	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	En yüksek dereceli
Aa1		AA+		AA+		Yüksek dereceli
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1		A+	A-1	A+	F1	Üst orta sınıf
A2		A		A		
A3	P-2	A-	A-2	A-	F2	
Baa1		BBB+		BBB+		Alt orta sınıf
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3	
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Not prime	BB+	B	BB+	B	Yatırım yapılamaz spekülatif
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Son derece spekülatif
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa1		CCC+	C	CCC	C	Önemli riskler
Caa2		CCC				büyük ölçüde spekülatif
Caa3		CCC-				Kurtarılması beklenen, iflasa yakın
Ca		CC				
		C				
C		D	/	DDD	/	İflas
/				DD		
/				D		

Kaynak: wikipedia.org

Kredi derecelendirme kuruluşları belirli kriterleri sınıflandırarak tarafların bilgisine sunmaktadır. Fakat bu sınıflandırmanın ağırlıklarının ne olduğunun açıklanmaması ve ülkelerin değerlendirme süreci ile ilgili şeffaflığın sağlanamamış olması kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili eleştirilerin yapılmasına neden olmaktadır. Türkiye açısından değerlendirilecek olursa, özellikle ekonomik kriz dönemlerinde derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notları geçmişten günümüze sürekli tartışma konusu olmuştur (Ovalı, 2014: 54).

Finansal gelişme ölçütü olarak değerlendirilen pay senedi piyasalarında, işlem hacminin daralması veya artması ülkede birçok açıdan etkiler meydana getirmektedir. Örneğin kredi not duyurularına pozitif yönlü bir etki verilmesi ile oluşan olumlu hava bireylerin daha fazla pay senedi satın almasına neden olmakta ve şirketlerin daha düşük maliyetli sermaye elde etmesine neden olmaktadır. Şirketlerin bu tür bir sermaye ile daha fazla yatırım yapması ülkenin milli gelirini doğrudan etkilemektedir. Görüldüğü üzere kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları kredi not duyuruları birçok açıdan ülke ekonomilerini etkilemektedir. Ülkemiz açısından da incelendiğinde bu etkilerin ne yönlü olduğunun ortaya konmasının literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmanın amacı, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının dönemler itibariyle yapmış oldukları kredi notu duyurularının pay senedi getirileri üzerinde anormal etkilerinin bulunup bulunmadığının ortaya konmasıdır. Bu çalışma dört kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda genel bilgiler verilmektedir. İkinci kısımda literatür taraması yer almaktadır. Çalışmanın üçüncü kısmında, çalışmada kullanılan yöntemlere ait metodolojik bilgiler verilmektedir. Dördüncü bölümde araştırma bulguları tartışılmakta ve ilgili taraflara öneriler sunulmaktadır.

Literatür Özeti

Günümüzde kredi notu duyurularının pay senedi getirilerine etkisi üzerine birçok çalışma literatürde bulunmaktadır. Fakat yapılan bu çalışmalarda, kredi notu duyuruları ve pay senedi getirileri üzerine hala kesin bir sonuç elde edilememiştir.

Kredi notu duyuruları ile pay senedi getirileri ilişkisinin incelenmesi için birçok farklı yöntem ve analiz kullanılmıştır. Çalışmaların bir kısmında borsa endeksleri ve pay senetleri getirileri arasında pozitif bir ilişki, bazı çalışmalarda ise negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Literatürde yer alan bazı çalışmalara aşağıda yer verilmiştir.

Dichev ve diğerleri (2001) çalışmasında, Moody's tarafından açıklanan tahvil notlarının Amerika piyasasında olan şirketlerin değerlerine etkisini incelemiştir. Çalışmada, kredi derecelendirme notları ve pay senedi fiyat verileri alınarak 1970-1997 dönemi analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, yukarı yönlü derecelendirme notu güncellemelerinin pay senedi fiyatları ile anormal getirilerle negatif bir ilişki olduğunu, ancak aşağı yönlü not değişimlerinin pay senedi fiyatlarında aşağı yönlü not değişimlerinde pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, aşağı yönlü not değişimlerinin küçük ve kredi imkanı yeterli olmayan işletmelere olan etkisinin daha fazla olduğu ifade edilmiştir.

Kaminksy ve Schmukler (2002) çalışmasında, gelişmekte olan ülkelere ait kredi not duyurularının pay senedi piyasaları ve tahvil piyasaları ile olan ilişkisini incelemiştir. Çalışmada, Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Endonezya, Güney Kore, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Tayvan, Tayland, Türkiye ve Venezuela'nın 1990-2000 yılları arasındaki not değişimleri ile bu ülkelerin pay senedi, tahvil piyasasına olan etkisi analiz edilmiştir. Çalışmada Panel Regresyon ve Olay Çalışması Yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, ülke kredi notları ile bağı olan pay senedi ve tahvil piyasaları ile pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Li ve diğerleri (2004) çalışmasında, kredi derecelendirme not duyurularının İsveç pay senedi piyasasında etkisi incelenmiştir. Çalışmada, Standard & Poor's ve Moody's tarafından açıklanan kredi derecelendirme notlarının pay senedi piyasası ile ilişkisi Şubat 1992-Şubat 2002 yılları ele alınarak analiz edilmiştir. Çalışmada Olay Çalışması Yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, Standard

& Poor's ve Moody's tarafından tarafından güncellenen görünün güncellemelerinin pay senedi piyasası ile negatif bir ilişki olduğu, ancak not ve görünüm değişikliklerinin pay senedi fiyatları ile ilişkisinin pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu ilişkinin kısa dönemde değil de uzun dönemde olduğu ifade edilmiştir.

Norden ve Weber (2004) çalışmasında, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından açıklanan kredi derecelendirme notlarının pay senedi piyasası ve kredi temerrüt takas (CDS) piyasası ile olan ilişkileri incelenmiştir. Çalışmada Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada Standard & Poor's, Moody's ve Fitch Ratings tarafından açıklanan kredi notları ve piyasa bilgileri 2000-2002 dönemi alınarak analiz edilmiştir. Çalışmada kredi notlarının pay senedi piyasasına olan etkisini incelemek için Amerika piyasasında Stoxx, S&P 500 ve Topix 100 endeksleri incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda, piyasaların aşağı yönlü puanlamaları ve olumsuz izlemeler, önceden tahmin ederek bu puanlamaların endeksler ile ilişkisinin olumsuz olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada, olumlu puanlamaların pozitif bir ilişkisinin olmadığı ortaya çıkmıştır. Diğer taraftan çalışmada, Standard & Poor's ve Moody's kredi derecelendirme notlarının Fitch'e göre daha etkili olduğu vurgulanmıştır.

Martell (2005) çalışmasında, 29 ülkenin kredi derecelendirme not duyurularının pay senedi fiyatları ile ilişkisi incelenmiştir. Çalışmada pay senedi verileri ve Standard & Poor's, Moody's kredi derecelendirme notlarına ait veriler alınmış ve Olay Çalışması Yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, Standard & Poor's ile açıklanan kredi notlarının pay senedi fiyatları ile pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, piyasası daha gelişmiş olan ülkelerde aşağı yönlü kredi notu derecelerinin diğer ülkelere göre daha yetersiz olduğu belirtilmiştir.

Toraman ve Yürük (2008) çalışmasında, kredi derecelendirme kuruluşları ve finansal krizlere etkileri incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda kredi derecelendirme kurumları, derecelendirmeyi borçlunun belirli bir finansal yükümlülükten ya da finansal programdan kaynaklanan kredibilitesine ilişkin fikir vermek olarak tanımlasa da verilen notların ülkeyi, firmayı ve yatırımcıyı oldukça fazla etkilemediği ifade edilmiştir.

Akkaya ve Demireli (2010) çalışmasında kredilendirme sürecine ilişkin bir derecelendirme modeli geliştirilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda, analitik hiyerarşi süreci kullanılarak kredi kuruluşunun kredi verme sürecinde firmaların temel performans göstergesi olarak kullandıkları finansal oranları hangi ağırlıklarla değerlendirmeleri gerektiğine ilişkin bir model geliştirilmesi amaçlanmıştır. Çalışmada, 5 kategori adı ana kriter ve 24 finansal oran ise alt kriter olarak kullanılmış, bu kriterlerin kredibilite üzerinde ne derece etkili olduğu analitik hiyerarşi süreciyle saptanmaya çalışılmıştır. Çalışma sonucunda kredi kuruluşlarının kredilendirme sürecinde kategori adları içerisinde en fazla faaliyet devir hızlarını göz önünde bulundurdukları buna karşılık finansal yapı oranlarının ise en az öneme sahip kriter olduğu tespit edilmiştir.

Haan ve Amtenbrink (2011) çalışmasında, ilk olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının yapısı ve fonksiyonlarını analiz ederek daha sonra bu kuruluşların kararlarının piyasalarla ilişkisine, yapısal düzenlemelere ve denetime olan ihtiyaçlarını önemli olduğunu ifade etmiştir.

Mateev (2012) çalışmasında, 9 gelişmekte olan ülke ve tahvil pay senedi piyasalarının kredi derecelendirme notlarındaki aşağı yönlü güncellemelere vereceği tepki ve bu tepkinin diğer ülkelere olan taşınım ilişkisi incelenmiştir. Çalışmada Bulgaristan, Litvanya, Çekya, Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya, Slovakya ve Slovenya ülkelerine ait kredi derecelendirme notları, tahvil ve pay senedi fiyat verileri 1997-2007 yılları ele alınarak Olay Çalışması Yöntemiyle analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, aşağı yönlü kredi derecelendirme notlarının tahvil ve pay senedi piyasası arasında pozitif bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Hasbi (2012) çalışmasında, negatif kredi notlarının, ülkelerin uluslararası finans piyasalarında borçlanma maliyetlerinin yükselmesine ve direkt dış yatırımlardan yoksun bırakılmaya sebep olacak negatif birçok etkiye yol açtığını söyleyerek araştırmasında, piyasalardaki bu etkinliklerine rağmen kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafsızlıklarının ve derecelendirme zamanlarının eleştirilerek bu kuruluşların yaşanan krizlerde yeterli bir sınav oluşturamadıklarını ifade etmiştir.

Hubler ve diğerleri (2014) çalışmasında Avrupa bölgesi içerisindeki ülkelerin kredi derecelendirme notlarının pay senedi piyasalarına olan ilişkisi, incelenmiştir. Çalışmada, Avrupa bölgesindeki ülkeler olan; Avusturya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz ve İspanya'nın kredi derecelendirme notları ile pay senedi fiyat bilgileri, Ocak 1991-Aralık 2005 yılları ele alınarak analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, yukarı yönlü derecelendirme notlarının, sistematik risk ile ilişkisi olduğu, işletmeye özgü risk ile ilişkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca, diğer kredi not güncellemelerinin pay senedi piyasası ile bir ilişkisinin bulunmadığı ifade edilmiştir.

Kargı (2014) çalışmasında, Türkiye'ye ait kredi notlarının, Türkiye ekonomisindeki seçilmiş temel bazı makroekonomik endeksleri ile ilişkisini incelemiş, Türkiye'yi en benzer şekilde Standard & Poor's'un takip ettiğini, en negatif notların da yine bu kuruluş tarafından verildiğini, Fitch'in daha optimal notlandırma verdiğini fakat Moody's'in en iyimser kuruluş olmasına rağmen uzun dönemde birçok parametrenin etkilerini kapsamayan notlar açıkladığını ifade etmiştir.

Akçayır ve Yıldız (2014) çalışmasında, küresel piyasanın %95'ni derecelendiren Moody's, Standard&Poor's ve Fitch'in kredi notu ölçekleri örneklem alınarak, kredi notları 100 üzerinden KÜDİ indeksine dönüştürülmüştür. İndeksin işlevselliğinin test edilmesi amacıyla, Türkiye'nin 1992 yılında ilk aldığı kredi notundan 2013 yılına kadar, ayrıntılı bir not analizi yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda, farklı kredi derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilen aynı ülke ya da şirketin kredi notları, bazen birbiri ile ciddi çelişkiler olduğu tespit edilmiştir.

Akel (2015) çalışmasında, Türkiye, Brezilya, Endonezya, Güney Afrika ve Hindistan'ı kırılgan beşli ülkeler olarak açıklamış, pay senedi borsa endekslerinin Kasım 2000- Aralık 2013 tarihleri arasındaki haftalık kapanış verileri ile Johansen Eş Bütünleşme Analizi ve Granger Nedensellik testini kullanarak incelemiştir. Çalışmanın sonucunda kırılgan beşli olan ülkelerin sermaye piyasaları ile kısa ve uzun dönemde eş bütünleşme ve nedensellik ilişkisinin pozitif olduğu tespit edilmiştir.

Kab (2015) çalışmasında, Türkiye'de derecelendirme kuruluşlarına karşı duyulan güvenin ne düzeyde olduğunu incelemiştir. Çalışmada, 400 finans çalışanı tarafından uygulanan anket sonuçları ele alınmış ve kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili derecelendirme etkinliklerini yaparken objektif oldukları, derecelendirmeyi yeteri kadar duyarlı ve saydam olmayan ölçü aletlerini kullanarak elde ettikleri değerlendirme sonuçlarını tehdit şeklinde sundukları, piyasalarda bozulma hissedildikten sonra puanları azalttıkları, puanların yandaş olduğu ve yanlış manipülasyonlarla ekonomik krizlere yol açtığı algısının ortaya çıktığı ifade edilmiştir.

Kaya ve diğerleri (2015) çalışmasında, Türkiye'nin derecelendirme notları ve kredi temerrüt swap primlerinin ekonomik ve sosyal olaylara tepkisinin analizi incelenmiştir. Çalışmada çoklu doğrusal regresyon yöntemi ve günlük veriler kullanılarak, 01.01.2007 ile 22.04.2014 tarihleri arasındaki dönem Türkiye ölçeğinde analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda derecelendirme notları ve Kredi Temerrüt Takas (CDS) primlerinin aynı olaylara her zaman aynı tepkiyi vermediği tespit edilmiştir.

Pirgarip (2017) çalışmasında, 1993-2016 yılları arasında Moody's Investors Service (Moody's), Standard and Poor's ve Fitch Ratings (Fitch) tarafından Türkiye için verilen ülke kredi derecelendirme notlarındaki olumlu ve olumsuz yöndeki değişikliklerin Borsa İstanbul (BIST) Pay Piyasası'ndaki etkileri olay analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda, değişiklik tarihinden önce ve

değişiklik tarihinde anormal getirilerin derecelendirme kararına paralel yönde hareket ettiği, daha sonraki dönemlerde ise getiri etkilerinin tam tersi bir seyir izlediği tespit edilmiştir. Ayrıca, olumsuz yöndeki derecelendirme değişikliklerinin etkilerinin olumlu yöndeki değişikliklere nazaran daha fazla olduğu ifade edilmiştir.

Çağlak ve diğerleri (2018) çalışmasında, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi not kararlarının Türkiye finansal piyasalarına etkisi incelenmiştir. Çalışmada, Borsa İstanbul'da yer alan 14 farklı sektöre ait veriler analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, not açıklamalarının seçilmiş olan endeksler üzerinde etkisinin olduğu ve bu etkinin kredi derecelendirme kuruluşları arasında bir farklılık göstermediği tespit edilmiştir.

Yıldırım ve diğerleri (2018) çalışmasında, kredi derecelendirme kuruluşlarından Standard & Poor's, Moody's ve Fitch'in Türkiye için yapmış oldukları not açıklamalarının pay senedi endeksleri üzerine etkisi incelenmiştir. Çalışmada, uluslararası derecelendirme kuruluşlarından olan Standard & Poor's, Moody's ve Fitch'in 2012-2016 yılları arasında Türkiye için yapmış oldukları not açıklamalarının Borsa İstanbul'da yer alan altı sektör endeksi üzerindeki etkisi olay çalışması yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, yapılan not açıklamalarının yarı yarıya seçili endeksler üzerinde etki oluşturduğu tespit edilmiştir.

İskenderoğlu ve Balat (2018) çalışmasında, ülke kredi notlarının Kredi Temerrüt Takas (CDS) primleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada, veri dönemi olarak 1 Ocak 2013 ile 21 Mart 2018 tarihleri belirlenmiştir. Çalışmada, Moody's, Standard & Poor's ve Fitch uluslararası derecelendirme şirketleri tarafından Türkiye ve BRICS ülkelerine verilen kredi notlarının, söz konusu ülkelerin CDS primi üzerinde etkisinin olup olmadığı olay analizi yöntemi, eşleştirilmiş örneklemler t-testi ve Mann Whitney U testi ile incelenmiştir. Yapılan analiz neticesinde, ülke kredi notu değişikliklerinin, değişiklik tarihini çevreleyen 21 günlük dönemde, CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkiye neden olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada, hem ülke kredi notu düşüşünün hem de ülke kredi notu yükselişinin CDS primlerinde artışa neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kuzu (2019) çalışmasında, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için yapmış oldukları not açıklamalarının pay senedi piyasaları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada, 2002-2018 yılları arasında Standard & Poor's, Moody's ve Fitch'in Türkiye için vermiş oldukları kredi not açıklamaları sonrasında BIST 100'de yer alan seçili sektörler üzerinde etkisinin olup olmadığı olay çalışması metodu yardımıyla incelenmiştir. Çalışmada, 2002-2018 dönemleri arasında kredi derecelendirme kuruluşları arasında en popüler olan üç kuruluştan Standard & Poor's, Fitch ve Moody's'in Türkiye için verdikleri not açıklamalarının BIST 100'de yer alan dokuz endeks üzerinde not açıklamalarından önceki 10 gün ile not açıklamalarından sonraki 10 günlük olay penceresi üzerinde ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır. Çalışmanın sonuncunda dokuz endeks içerisinden yarısından fazlasının not açıklamaları duyurularından etkilendiği ve kredi derecelendirme kuruluşlarından pek fazla farklılık arz etmediği tespit edilmiştir.

Çalışmada Kullanılan Yöntem

Çalışma kapsamında Standard & Poor's, Moody's ve Fitch gibi önemli kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye için gerçekleştirmiş oldukları kredi notu değerlendirme açıklamalarının endeksler üzerindeki etkisi incelenmektedir. Bu doğrultuda çalışmada kullanılacak verilere ve yöntemlere bu bölümde kısaca yer verilmektedir.

Çalışmada KullanılanVeriler

Çalışmada, kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için gerçekleştirmiş oldukları; not düşürme (Negatif) , not yükseltme (Pozitif) ve notun aynı şekilde kalması yönünde (Durağan) açıklamalar ayrı ayrı ele alınmış olup, bu açıklamaların neticesinde Sanayi Sektörü (XUSIN), Ticaret

Sektörü (XTCRT), Mali Sektör (XUMAL) ve Bankacılık Sektörü (XBANK) gibi belirlenen sektör endekslerinde anormal getirilerin oluşup oluşmadığının tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Bu kapsamda öncelikle Standard & Poor's, Moody's ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşlarının 2 Ocak 2001 ile 22 Ekim 2018 tarihleri arasındaki dönem içerisinde Türkiye için gerçekleştirmiş oldukları kredi notu değerlendirme açıklamaları tespit edilmiştir. Tespit edilen açıklamalar ve tarihleri aşağıda verilen Tablo 2'de gösterilmektedir.

Tablo 2: 2001 – 2018 Yılları arasındaki Dönemde Standard & Poor's, Moody's ve Fitch Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye İçin Gerçekleştirmiş oldukları Açıklamalar

Açıklama Tarihi	Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Açıklama Tarihi	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
21.02.2001	B +	B1		27.06.2006	BB-		
22.02.2001			BB-	9.05.2007			BB-
23.02.2001	B			3.04.2008	BB-		
2.04.2001			B +	31.07.2008	BB-		
6.04.2001		B1		13.11.2008	BB-		
17.04.2001	B-			17.09.2009	BB-		
27.04.2001	B-			18.09.2009		Ba3	
11.07.2001	B-			27.10.2009			BB-
2.08.2001			B	3.12.2009			BB +
30.11.2001	B-			8.01.2010		Ba2	
15.01.2002		B1		19.02.2010	BB		
29.01.2002	B-			5.10.2010		Ba2	
5.02.2002			B	24.11.2010			BB +
26.06.2002	B-			23.11.2011			BB +
9.07.2002	B-			1.05.2012	BB		
10.07.2002		B1		20.06.2012		Ba1	
7.11.2002	B-			5.11.2012			BBB-
25.03.2003			B-	27.03.2013	BB +		
28.07.2003	B			16.05.2013		Baa3	
6.08.2003			B-	7.02.2014	BB +		
25.09.2003			B	11.04.2014		Baa3	
16.10.2003	B +			6.05.2016	BB +		
21.10.2003		B1		20.07.2016	BB		
9.02.2004			B +	19.08.2016			BBB-
8.03.2004	B +			23.09.2016		Ba1	
17.08.2004	BB-			4.11.2016	BB		
25.08.2004			B +	27.01.2017	BB		BB +
13.01.2005			BB-	17.03.2017		Ba1	
11.02.2005		B1		7.03.2018		Ba2	
6.12.2005			BB-	1.05.2018	BB-		
14.12.2005		Ba3		13.07.2018			BB
23.01.2006	BB-			17.08.2018	B +	Ba3	

Tablo 2 incelendiğinde özellikle, 2001, 2002, 2003 ve 2004 gibi yıllarda bu kuruluşların açıklamalarının çok daha yoğun olduğu görülmektedir. Bu açıklama tarihlerinin tespit edilmesinin ardından açıklamaların endeksler üzerindeki etkisinin belirlenebilmesi ve anormal getirilerin tespit edilebilmesi adına BIST 100, Sanayi Sektörü (XUSIN), Ticaret Sektörü (XTCRT), Mali Sektör, (XUMAL) ve Bankacılık Sektörü (XBANK) endekslerine ait 2000 ve 2018 yılları arasındaki fiyat verileri de kullanılmaktadır. Bu veriler Finnet veri paylaşım platformundan elde edilmiştir.

Çalışmada Kullanılacak Yöntem

Bu çalışmada Dünya'da en çok tanınan üç kredi derecelendirme kuruluşu olan Fitch, Moody's ve S & P'nin Türkiye için gerçekleştirmiş oldukları açıklamaların, Sanayi Sektörü (XUSIN), Ticaret Sektörü (XTCRT), Mali Sektör, (XUMAL) ve Bankacılık Sektörü (XBANK) endeksleri üzerindeki etkisi ele alınmış ve bu kuruluşların gerçekleştirmiş oldukları açıklamaların bahsi geçen sektör endekslerinde anormal getirilerin oluşmasına neden olup olmadıklarının belirlenmesi amaçlanmaktadır.

Bu doğrultuda anormal getirilerin tespit edilebilmesi için Olay Çalışması (Event Study) Yönteminden yararlanılmıştır. Olay Çalışması Yöntemi, finansal çalışmalarda özellikle anormal getirilerin tespit edilebilmesi için sıklıkla tercih edilen bir yöntemdir (Peterson, 1989: 36). Uzun bir geçmişe dayanan Olay Çalışması Yöntemi ilk kez 1933 yılında Dolley tarafından, pay senedi parçalanmalarının pay senedi üzerindeki etkisini açığa çıkarmak adına kullanmıştır (MacKinlay, 1997: 13). Olay çalışması yöntemi genelde yedi adımla gerçekleştirilmektedir (Campbell ve diğerleri, 1997: 150-152). Bu adımlar şu şekildedir:

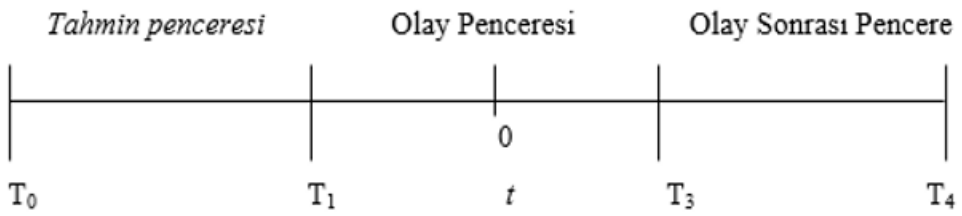
1. Olayın Tanımlanması: Bir olay çalışmasının yapılmasındaki öncelik, ilgilendiğimiz olayı ifade etmek ve bu olaya katılan firmaların olay penceresi (event window) şeklinde ifade edilen pay senedi fiyatlarının araştırılacağı zamanı bulmaktır. Uygulamada, olay penceresi çoğunlukla duyurunun yapıldığı gün ve duyurudan sonraki iki güne yaygınlaştırılmaktadır. Bu, duyuru gününde borsa "dozları" sonunda ortaya çıkan duyuruların fiyat etkilerini bulmak için kullanılır. Olay öncesi veya sonrası dönem de dikkat çekici hale gelebilir ve analizleri ayrı ayrı içerebilir (MacKinlay, 1997:15).

2. Kriterin Seçilmesi: Dikkate alınan olay isimlendirdikten sonra, belirli bir firmanın kapsamasına ilişkin seçim kriterleri seçilmektedir. Kriterler, NYSE veya AMEX gibi borsalarda listelenen kullanılabilir veriler tarafından getirilen sınırlamaları dahil edebilir veya belirli bir sektörde üyelik gibi sınırlamaları kapsayabilir. Bu seviyede ise, bilgi örneğinin bazı özelliklerini (ör. Sağlam piyasa kapitalizasyonu, endüstri temsilciliği, olayların dönem içerisindeki dağılımı) özetlemek ve örneklem seçimi yoluyla elde edilen olasılıklı önyargıları not etmek faydalı olacaktır (Campbell ve diğerleri. 1997:151).

3. Normal ve Anormal Getiri: Olayın etkisini incelemek için anormal getirinin ölçüsü gereklidir. Anormal getiri, olay penceresindeki pay senetlerinin fiili (reel) getirisinden firmanın olayın penceresindeki normal (öngörülen) getirisinin çıkarılması ile hesaplanmaktadır.

4. Tahmin Prosedürü: Normal performans modeli belirlendikten sonra tahmin penceresi (estimation window) olarak tanınan bilgilerin bir alt kümesini kullanarak model değişkenleri bulunmalıdır. Tahmin penceresinde, mümkün olduğunda, yaygın olarak olay penceresinden önceki periyod kullanılmaktadır. Çoğunlukla olay, gerçekleşen periyodun kendisi, olayın normal performans modeli ise değişken tahminlerini etkilemesinin tedbiri için tahmini süreyi kapsamamaktadır (MacKinlay, 1997: 15).

Şekil 1: Olay Çalışmasına İlişkin Zaman Çizelgesi



Kaynak: Mackinlay,(1997: 20), Mazgit, (2013:233)

Şekil 1'de, t = 0 olay gününü, t = T1 + 1'den t = T2'ye kadar olay penceresini ve t = T0 + 1'den t = T1'e kadar tahmin penceresini ifade etmektedir. Olay çalışmalarında, normal getirilerin altında yatan etkenler olay sebebiyle değişebileceği için, tahmin penceresi olay penceresinin yalnızca bir ya da iki tarafına da düşebilir. Tahmin penceresi ve olay penceresi uzunluğunun seçimi çalışmayı yapan kişinin isteğine göre belirlenmektedir. Fakat, eskiden yapılan araştırmalar ve kurumsal faktörler seçime tesir edebilmektedir. Çoğunlukla, tahmin penceresinin uzunluğu, günlük çalışmalar için 100 ile 300 gün arasında ve aylık çalışmalar için 24 ile 60 ay arasında değişkenlik göstermektedir. Olay penceresinin süresi ise, günlük çalışmalar için 21 ile 121 gün arasında, aylık çalışmalarda 25 ay ile 121 ay arasında değişkenlik göstermektedir (Peterson, 1989, s.38).

5. Test Etme Prosedürü: Normal performans modeli için değişken tahminleri ile beraber anormal getiriler de bulunabilir. Sonra, anormal getiriler için test çerçevesinin tasarlanması gerekir. Bu noktada dikkat edilmesi gereken husus boş hipotezi tanımlanması ve firmaların anormal getirilerinin toplanmasına ilişkin tekniklerin tespit edilmesidir.

6. Ampirik Sonuçlar: Ampirik sonuçların sunumu, ekonometrik tasarımın formülasyonunu takip etmektedir. Bazı durumlarda, özellikle olay gözlemlerinin sınırlı sayıda olan araştırmalarda, ampirik sonuçlar bir veya iki firma tarafından büyük ölçüde tesir altına alınabilir.

7. Yorumlama ve Sonuç: Uygun olan ampirik sonuçlar, olayın pay senedi fiyatlarını etkilediği mekanizmalar hakkında fikirlere neden olacaktır. Buna ek olarak rakip açıklamalar arasında farkı bulmak için ayrı ayrı analize dâhil edilebilir.

Anormal getirilerin hesaplanabilmesi için ekonomik ve istatistiksel modeller kullanılabilmektedir. Ekonomik modeller, sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM) ve arbitraj fiyatlama modeli gibi bir ekonomik teoriye dayanan modeller iken, İstatistiksel modeller, herhangi bir ekonomik teoriye dayanmayan ve fiyat davranışları konusunda çeşitli istatistiki varsayımlardan yola çıkan modellerdir. Bu modeller, piyasa modeli, faktör modeli ve sabit ortalama getiri modeli, gibi modellerdir (Karakuş, Zor ve Küçük, 2017: 62). Bu çalışmada ise piyasa modeli tercih edilmiş ve bu modele ait denklem aşağıda verilmiştir;

$ARi,t = Ri,t – (\hat{\alpha} + \hat{\beta} \cdot Rmt)$

ARi,t : i Endeksinin t gününde hesaplanan anormal getirisini,

Ri,t : i endeksinin t gününde hesaplanan gerçekleşen getirisini,

Rmt : ise Market endeksinin t günündeki getirisini ifade etmektedir. Market getirisi olarak BIST 100 Endeks getirisi modele dahil edilmiştir.

$\hat{\alpha}$ ve $\hat{\beta}$ Değerleri ise -255, -11 dönemi için hesaplanan parametrelerdir.

Belirlenen parametrelerin yardımıyla elde edilen anormal getirilerin (AR) ilgili olay pencereleri kapsamında toplanması sonucunda ise kümülatif anormal getiri (CAR) değerleri hesaplanmaktadır. Kullanılacak tahmin süresi olarak Andriosopoulos ve Lasfer (2015) takip edilmiş ve süre olarak olay günü öncesindeki yaklaşık bir yıllık bir zaman aralığını kapsadığı düşünülerek -255, -11 dönemi ele alınmıştır. Belirlenen bu zaman aralığında -255 günlük dönem, tahmin penceresini ifade etmektedir.

Çalışmada kredi kuruluşlarının gerçekleştirmiş oldukları açıklama gününü, açıklama günü öncesindeki ve sonrasındaki dönemi kapsayan çeşitli olay pencereleri belirlenmiştir. Bu sayede gerçekleşen kümülatif anormal getirilerin belirlenmesi amaçlanmaktadır. Buna göre olay pencereleri, olay öncesi; (-10, -1), (-5, -1), (-3, -1) penceresi, olay anı; (0, 0) penceresi ve olay sonrası; (+1, +3), (+1, +5), (+1,+10) penceresi şeklinde belirlenmiştir. Belirlenen her olay penceresi için öncelikle açıklamanın gerçekleştiği her bir tarih için endekslere ilişkin anormal getiriler hesaplanmıştır. Sonrasında ise hesaplanan anormal getirilerden (AR) yola çıkılarak ortalama anormal getiriler (AAR) ve kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) hesaplanmıştır. Bu sayede kredi derecelendirme kuruluşlarının açıklamaları karşısında belirlenen endekslerin nasıl bir tepki verdiği belirlenmeye çalışılmıştır.

Araştırma Bulguları ve Tartışma

Çalışma kapsamında, 2 Ocak 2001 ile 22 Ekim 2018 tarihleri arasındaki dönem içerisinde Standard & Poor's, Moody's ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşlarının, Türkiye için gerçekleştirmiş oldukları kredi notu değerlendirme açıklamaları ele alınmış ve bu açıklamaların endeksler üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada, kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için gerçekleştirmiş oldukları; not düşürme (Negatif), not yükseltme (Pozitif) ve notun aynı şekilde kalması yönünde (Durağan) açıklamalar ayrı ayrı ele alınmış olup, bu açıklamaların neticesinde Sanayi Sektörü (XUSIN), Ticaret Sektörü (XTCRT), Mali Sektör (XUMAL) ve Bankacılık Sektörü (XBANK) gibi belirlenen sektör endekslerinde anormal getirilerin oluşup oluşmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu doğrultuda gerçekleştirilen analizler sonucu elde edilen bulgulara aşağıda yer verilmektedir.

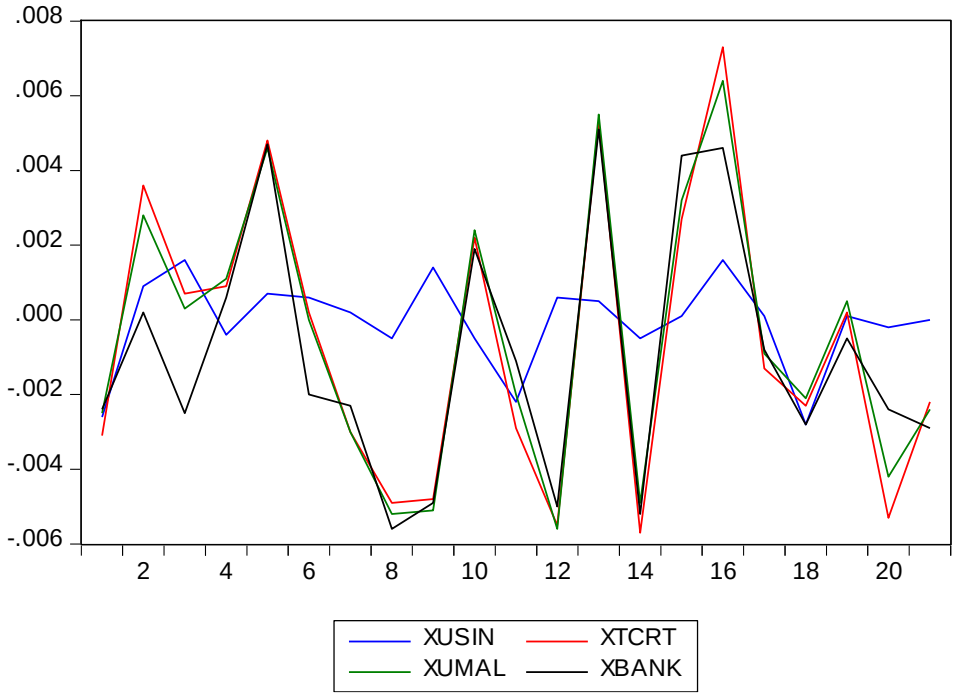
Çalışmada öncelikle kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için gerçekleştirmiş oldukları not yükseltmeyi ifade eden pozitif açıklamalar ele alınmış ve bu açıklamaların belirlenen sektör endekslerinde anormal getirilerin oluşmasına etki edip etmediği tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda aşağıda yer alan tablo'da açıklama günü, açıklama öncesi 10 gün ve son olarak açıklama sonrası 10 günü ifade eden toplam 21 günlük bir dönemde belirlenen sektör endekslerinde hesaplanan ortalama anormal getirilere yer verilmektedir.

Tablo 3: Pozitif Derecelendirme Duyuruları Öncesi ve Sonrasında Sektör Endekslerinde Gözlemlenen Ortalama Anormal Getiriler

Olay Pencereleri	Sanayi Sektörü (XUSIN)		Ticari Sektör (XTCRT)		Mali Sektör (XUMAL)		Bankacılık Sektörü (XBANK)	
	AAR	t-test	AAR	t-test	AAR	t-test	AAR	t-test
-10	-0.0026	-1.7858*	-0.0005	-0.1484	0.0006	0.5809	0.0001	0.0485
-9	0.0009	0.5886	0.0027	0.7630	-0.0008	-0.7656	-0.0026	-1.4839
-8	0.0016	1.0606	-0.0009	-0.2671	-0.0004	-0.4074	-0.0028	-1.5864
-7	-0.0004	-0.2782	0.0013	0.3834	0.0002	0.2066	-0.0005	-0.2839
-6	0.0007	0.4586	0.0041	1.1750	-0.0002	-0.2356	0.0001	0.0835
-5	0.0006	0.4202	-0.0004	-0.1163	-0.0002	-0.1870	-0.0020	-1.1212
-4	0.0002	0.1572	-0.0032	-0.9029	0.0000	-0.0379	0.0007	0.3854
-3	-0.0005	-0.3292	-0.0044	-1.2478	-0.0003	-0.2821	-0.0004	-0.2373
-2	0.0014	0.9305	-0.0062	-1.7551*	-0.0003	-0.2439	0.0002	0.1355
-1	-0.0005	-0.3487	0.0027	0.7816	0.0002	0.1868	-0.0005	-0.2746
0	-0.0022	-1.4672	-0.0007	-0.2098	0.0009	0.8926	0.0009	0.5178
1	0.0006	0.4012	-0.0061	-1.7339*	-0.0001	-0.0708	0.0006	0.3581
2	0.0005	0.3504	0.0048	1.3657	0.0002	0.1714	-0.0004	-0.2084
3	-0.0005	-0.3125	-0.0052	-1.4948	0.0008	0.8173	-0.0003	-0.1865
4	0.0001	0.0545	0.0026	0.7340	0.0005	0.5036	0.0012	0.6743
5	0.0016	1.0608	0.0057	1.6351	-0.0009	-0.8461	-0.0018	-0.9838
6	0.0001	0.0416	-0.0014	-0.4099	0.0004	0.3554	0.0001	0.0773
7	-0.0028	-1.8970*	0.0005	0.1283	0.0002	0.2024	-0.0007	-0.3643
8	0.0001	0.0707	0.0001	0.0148	0.0003	0.3265	-0.0010	-0.5766
9	-0.0002	-0.1526	-0.0051	-1.4439	0.0011	1.1075	0.0018	0.9912
10	0.0000	0.0096	-0.0022	-0.6379	-0.0002	-0.1829	-0.0005	-0.2788

Tablo 3'de görüldüğü üzere seçilmiş kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için gerçekleştirmiş oldukları pozitif açıklamaların gerçekleştiği günü ifade eden 0 gününde sektör endekslerinin tamamı için istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir ortalama anormal getiri tespit edilememiştir. Ancak duyuru öncesi ve sonrasındaki birkaç gün için Sanayi ve Ticaret sektörü endekslerinde %10 anlamlılık düzeyinde ve düşük miktarlarda ortalama anormal getirilere rastlanmaktadır. Tüm sektörler için hesaplanan ortalama anormal getiriler Şekil 2'de gösterilmektedir.

Şekil 2: Pozitif Derecelendirme Duyuruları Öncesinde ve Sonrasında Sektör Endekslerinde Gözlemlenen Ortalama Anormal Getirilere İlişkin Grafik



Buna göre sektör endeksleri için hesaplanan ortalama anormal getiriler incelendiğinde hem açıklama öncesi hem de açıklama dönemi sonrasında Ticaret Sektörü, Mali Sektör, ve Banacılık sektörüne ilişkin ortalama anormal getirilerin benzer dalgalanmalar gösterdiği görülmektedir. Sanayi sektörünün ise bu sektörlere benzerlik göstermesine rağmen, gerçekleşen getiri dalgalanmalarının diğer sektörlere göre daha düşük olduğu görülmektedir.

Pozitif yönde gerçekleşen kredi not derecelendirmeleri için hesaplanan ortalama anormal getiri (AAR) değerlerinin incelenmesinin ardından AAR değerlerinden yola çıkılarak hesaplanan kümülatif ortalama anormal getirilerin incelenmesi gerekmektedir. Bu aşamada açıklama öncesi ve sonrasında farklı gün aralıklarında gerçekleşecek anormal getirilerin toplamının görülebilmesi adına açılan olay pencerelerinde hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiriler incelenmektedir. Bu kapsamda elde edilen bulgulara Tablo 4'te yer verilmektedir.

Tablo 4: Pozitif Derecelendirme Duyuruları Öncesi ve Sonrasında Sektör Endekslerinde Gözlemlenen Ortalama Kümülatif Anormal Getiriler

Olay Pencereleri	**Sanayi Sektörü (XUSIN)**		**Ticari Sektör (XTCRT)**		**Mali Sektör (XUMAL)**		**Bankacılık Sektörü (XBANK)**	
	CAAR	**t-test**	**CAAR**	**t-test**	**CAAR**	**t-test**	**CAAR**	**t-test**
(-10...10)	-0.0016	-0.2416	-0.0119	-0.7391	0.0022	0.4564	-0.0077	-0.9414
(-10...-1)	0.0013	0.2702	-0.0047	-0.4220	0.0001	0.0227	-0.0077	-1.3706
(-5...-1)	0.0013	0.3804	-0.0114	-1.4492	0.0007	0.3099	-0.0020	-0.4974
(-3...-1)	0.0004	0.1630	-0.0078	-1.2824	0.0010	0.5300	-0.0007	-0.2173
(0...0)	-0.0022	-1.4772	-0.0007	-0.2098	0.0009	0.8926	0.0009	0.5178
(1...3)	0.0007	0.2573	-0.0065	-1.0756	-0.0004	-0.1959	-0.0001	-0.0213
(1...5)	0.0023	0.6911	0.0018	0.2264	-0.0007	-0.3049	-0.0006	-0.1549
(1...10)	-0.0007	-0.1532	-0.0065	-0.5826	0.0012	0.3564	-0.0009	-0.1574

Tablo 4'e göre açıklama öncesi ve sonrası için açılan olay pencerelerinde belirlenen sektör endeksleri için hesaplanmış istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir kümülatif ortalama anormal getiri (CAAR) değeri tespit edilememiştir. Bu doğrultuda kredi kuruluşlarının Türkiye için gerçekleştirmiş oldukları puan yükseltme durumunu ifade eden pozitif açıklamaların belirlenen sektörlerde ciddi bir etkiye yol açmadığı belirlenmiş olup bu sektörlerde gerçekleşen açıklama nedeniyle oluşmuş anlamlı herhangi bir anormal getiri tespit edilememiştir.

Çalışmanın ikinci aşamasında ise kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için gerçekleştirmiş oldukları ve not düşürmeyi ifade eden negatif açıklamalar ele alınmış ve bu açıklamaların belirlenen sektör endekslerinde anormal getirilerin oluşmasına etki edip etmediği tespit edimeye çalışılmıştır. Bu doğrultuda toplam 21 günlük süre zarfında belirlenen sektör endeksleri için AAR değerleri hesaplanmıştır. Hesaplanan AAR değerleri Tablo 5'de gösterilmektedir.

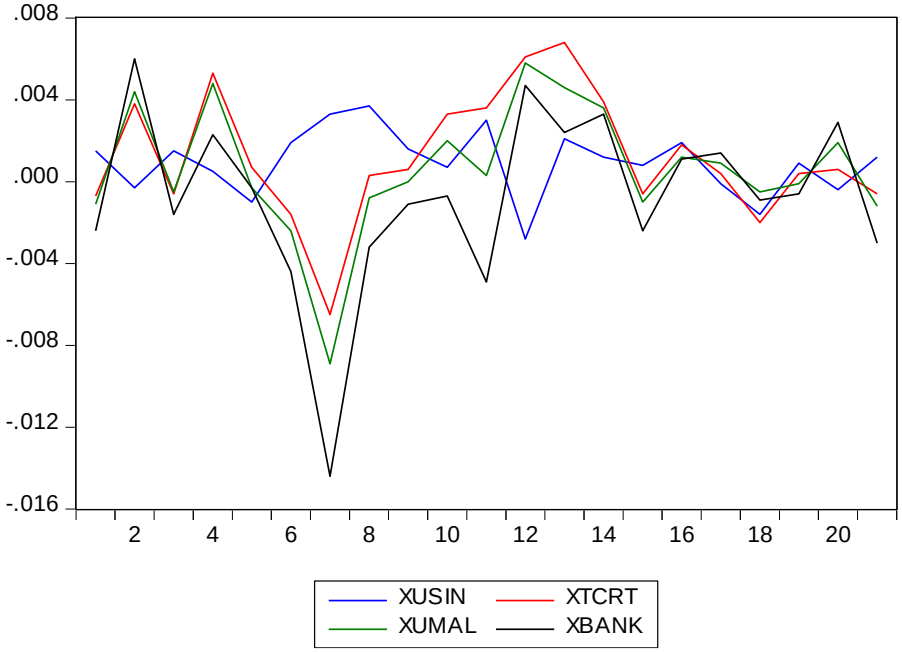
Tablo 5: Negatif Derecelendirme Duyuruları Öncesi ve Sonrasında Sektör Endekslerinde Gözlemlenen Ortalama Anormal Getiriler

Olay Pencereleri	Sanayi Sektörü (XUSIN)		Ticari Sektör (XTCRT)		Mali Sektör (XUMAL)		Bankacılık Sektörü (XBANK)	
	AAR	t-test	AAR	t-test	AAR	t-test	AAR	t-test
-10	0.0015	0.8507	-0.0022	-0.5972	-0.0004	-0.3335	-0.0013	-0.5704
-9	-0.0003	-0.1894	0.0041	1.0878	0.0006	0.4903	0.0016	0.6998
-8	0.0015	0.8155	-0.0021	-0.5644	0.0001	0.0615	-0.0011	-0.4793
-7	0.0005	0.2685	0.0048	1.2760	-0.0005	-0.3619	-0.0025	-1.0805
-6	-0.0010	-0.5825	0.0017	0.4531	-0.0010	-0.7613	0.0000	-0.0204
-5	0.0019	1.0813	-0.0035	-0.9284	-0.0008	-0.6274	-0.0020	-0.8614
-4	0.0033	1.8606*	-0.0098	-2.6177***	-0.0024	-1.9431*	-0.0055	-2.3527**
-3	0.0037	2.0495**	-0.0034	-0.9028	-0.0011	-0.8974	-0.0024	-1.0438
-2	0.0016	0.9070	-0.0010	-0.2681	-0.0006	-0.4595	-0.0011	-0.4868
-1	0.0007	0.3766	0.0026	0.6922	-0.0013	-1.0442	-0.0027	-1.1544
0	0.0030	1.4697	0.0006	0.1631	-0.0033	-2.6513***	-0.0052	-2.2011**
1	-0.0028	-1.5740	0.0089	1.3851	-0.0003	-0.2591	-0.0011	-0.4532
2	0.0021	1.1713	0.0047	1.2602	-0.0022	-1.7231*	-0.0022	-0.9431
3	0.0012	0.6465	0.0027	0.7206	-0.0003	-0.2341	-0.0003	-0.1255
4	0.0008	0.4280	-0.0014	-0.5859	-0.0004	-0.3244	-0.0014	-0.5859
5	0.0019	1.0790	-0.0001	-0.0590	-0.0006	-0.4517	-0.0001	-0.0590
6	-0.0001	-0.0838	0.0005	0.2324	0.0005	0.4342	0.0005	0.2324
7	-0.0016	-0.8917	-0.0004	-0.1572	0.0015	1.1615	-0.0004	-0.1572
8	0.0009	0.5193	-0.0005	-0.1941	-0.0005	-0.3627	-0.0005	-0.1941
9	-0.0004	-0.2118	0.0010	0.4100	0.0013	1.0295	0.0010	0.4100
10	0.0012	0.6554	-0.0018	-0.7824	-0.0006	-0.4408	-0.0018	-0.7824

Tablo 5 incelendiğinde, kredi kuruluşlarının negatif açıklamalarını gerçekleştirmiş oldukları günü ifade eden 0 gününde negatif anormal getirilerin hesaplandığı görülmektedir. Özellikle Mali ve Bankacılık sektörü için hesaplanan negatif anormal getiriler dikkat çekmektedir. Zira, Mali sektör endeksinde açıklama gününde gerçekleşen negatif getirinin -0.0033 değeri ile bir önceki günün veya bir sonraki günün değerinin oldukça üstünde olduğu görülmektedir. Benzer durum Bankacılık sektörü için de geçerlidir. Zira bu sektör için hesaplanan negatif AAR değerinin de -0.0052 ile diğere değerlerden ayrışmakta olduğu görülmektedir. Bu iki sektöre ilişkin hesaplanan negatif AAR değerlerinin anlamlılık düzeyleri incelendiğinde ise Mali sektörü için anlamlılık düzeyinin %1, Bankacılık Sektörü için ise %10 olarak hesaplandığı görülmektedir. Ayrıca, duyuru öncesi ve sonrası dönem içerisinde birkaç gün için

hesaplanan istatistiki olarak anlamlı negatif AAR değerlerinin bulunduğu da Tablo 5'de görülmektedir. Çalışma kapsamında açıklama öncesi ve sonrası döneme ilişkin hesaplanan AAR değerleri Şekil 3'de gösterilmektedir.

Şekil 3: Negatif Derecelendirme Duyuruları Öncesinde ve Sonrasında Sektör Endekslerinde Gözlemlenen Ortalama Anormal Getirilere İlişkin Grafikler



Şekil 3 incelendiğinde, kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için gerçekleştirmiş oldukları negatif açklamaların öncesi ve sonrasında sektör endeksleri için hesaplanan AAR değerleri görülmektedir. Buna göre AAR değerlerinin seyrinin genel olarak Ticaret sektörü, Mali Sektör, ve Bankacılık sektörü için benzerlik gösterdiği görülürken Sanayi sektör endeksinin diğer endekslerden ayrıştığı anlaşılmaktadır.

Tablo 6: Negatif Derecelendirme Duyuruları Öncesi ve Sonrasında, Sektör Endekslerinde Gözlemlenen Ortalama Kümülatif Anormal Getiriler

Olay Pencereleri	Sanayi Sektörü (XUSIN)		Ticari Sektör (XTCRT)		Mali Sektör (XUMAL)		Bankacılık Sektörü (XBANK)	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10...10)	0.0194	2.3667**	0.0012	0.0709	-0.0122	-2.1164**	-0.0287	-2.6642***
(-10...-1)	0.0133	2.3520**	-0.0089	-0.7493	-0.0074	-1.8583*	-0.0172	-2.3242**
(-5...-1)	0.0112	2.8062***	-0.0151	-1.8000*	-0.0063	-2.2234**	-0.0138	-2.6381***
(-3...-1)	0.0060	1.9244*	-0.0018	-0.2764	-0.0030	-1.3863	-0.0063	-1.5501
(0...0)	0.0030	1.6697*	0.0006	0.1631	-0.0033	-2.6513***	-0.0052	-2.2011**
(1...3)	0.0004	0.1407	0.0163	2.5206**	-0.0028	-1.2796	-0.0036	-0.8787
(1...5)	0.0031	0.7830	0.0148	1.7684*	-0.0038	-1.3383	-0.0051	-0.9691
(1...10)	0.0031	0.5496	0.0095	0.8005	-0.0015	-0.3702	-0.0062	-0.8406

Yukarıda verilen Tablo 6'da kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için negatif yönde gerçekleştirmiş oldukları açıklamalar karşısında sektör endeksleri için hesaplanan ortalama anormal getiri (AAR) değerlerinden yola çıkılarak hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiri (CAAR) değerleri yer almaktadır. CAAR değerleri açıklama öncesi ve sonrasına ilişkin dönemlerde açılan farklı olay pencereleri için hesaplanmaktadır. Bu sayede gerçekleşen CAAR değerlerinin kümülatif görünümü verilerek belirlenen süre zarfında toplam değişimin veya tepkinin ortaya konulması amaçlanmaktadır. Tablo 6 incelendiğinde, Özellikle duyuru öncesi için belirlenen bazı olay pencerlerinde sektörlerin tamamı için pozitif veya negatif CAAR değerlerinin hesaplandığı ve bunların istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Özellikle Sanayi endeksi için (-10,-1); (-5,-1), (-3,-1) gibi açıklama öncesi olay pencerelerinde ve açıklama gününü ifade eden (0) olay penceresinde pozitif CAAR değerlerinin hesaplandığı görülmektedir. Ancak özellikle olumsuz bir açıklamanın gerçekleştiği gün için pozitif CAAR değerinin hesaplanmış olması dikkat çekmektedir. Mali ve Bankacılık sektörü endeksleri incelendiğinde ise bu sektör endekslerinin her ikisinde de açıklama öncesi döneme ilişkin oluşturulan (-10,-1); (-5,-1) gibi olay pencerelerinde negatif CAAR değerlerinin hesaplanmış olmasına rağmen açıklama gününde hesaplanan negatif CAAR değerleri gerçekleşen negatif açıklamaya bir tepki olması yönüyle dikkat çekmektedir. Özellikle bu iki sektörde görülen negatif CAAR değerleri, gerçekleşen negatif açıklamaların etkisinin Mali ve Bankacılık sektöründe daha fazla hissedilebilir olduğuna işaret etmektedir.

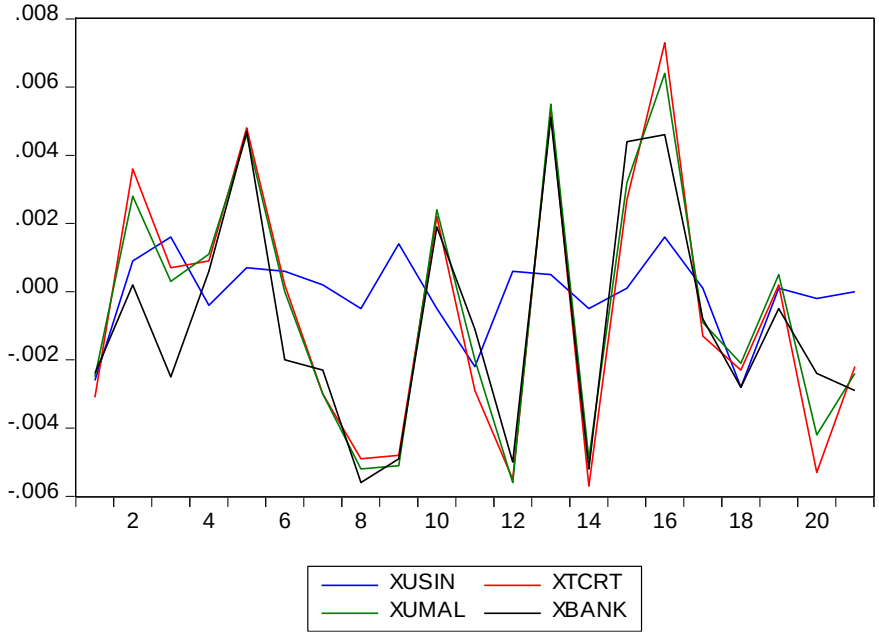
Çalışmanın son aşamasında ise kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için gerçekleştirmiş oldukları ve herhangi bir not değişikliği yapılmadığının ifade eden durağanlık açıklamaları ele alınmış ve bu açıklamaların belirlenen sektör endekslerinde anormal getirilerin oluşmasına etki edip etmediği tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu doğrultuda belirlenen sektör endeksleri için hesaplanan AAR değerleri aşağıda Tablo 7'de gösterilmektedir.

Tablo 7: Durağan Derecelendirme Duyuruları Öncesinde ve Sonrasında Sektör Endekslerinde Gözlemlenen Ortalama Anormal Getiriler

Olay Pencereleri	Sanayi Sektörü (XUSIN)		Ticari Sektör (XTCRT)		Mali Sektör (XUMAL)		Bankacılık Sektörü (XBANK)	
	AAR	t-test	AAR	t-test	AAR	t-test	AAR	t-test
-10	0.0009	0.8719	-0.0001	-0.0248	-0.0007	-0.9840	-0.0017	-1.3017
-9	0.0001	0.0537	-0.0018	-0.7017	0.0005	0.6304	-0.0001	-0.0401
-8	0.0001	0.0490	-0.0021	-0.8392	0.0004	0.5824	-0.0005	-0.4005
-7	0.0007	0.6605	-0.0011	-0.4524	-0.0003	-0.4130	-0.0014	-1.0518
-6	0.0015	1.3899	-0.0043	-1.7170*	-0.0008	-1.0946	-0.0022	-1.7157*
-5	-0.0006	-0.5625	-0.0013	-0.5288	-0.0001	-0.1063	0.0004	0.2886
-4	0.0002	0.1420	-0.0001	-0.0573	-0.0005	-0.6924	-0.0009	-0.6777
-3	0.0006	0.5607	-0.0030	-1.1919	-0.0004	-0.4789	-0.0003	-0.1984
-2	0.0002	0.2224	-0.0012	-0.4766	0.0007	0.9674	0.0011	0.8707
-1	0.0005	0.4508	-0.0028	-1.1184	-0.0008	-1.1018	-0.0015	-1.1777
0	0.0032	2.9604***	-0.0008	-0.3349	-0.0023	-3.1020***	-0.0044	-3.3927***
1	0.0029	2.6739***	-0.0003	-0.1391	-0.0027	-3.6228***	-0.0045	-3.4338***
2	-0.0003	-0.2761	0.0007	0.2654	-0.0015	-2.0110**	-0.0036	-2.7209***
3	-0.0033	-2.9935***	0.0033	1.3326	0.0006	0.8520	-0.0004	-0.2844
4	-0.0003	-0.2515	0.0006	0.2537	0.0002	0.2997	-0.0008	-0.5802
5	0.0014	1.2568	0.0005	0.2092	0.0000	0.0327	0.0002	0.1821
6	0.0012	1.1038	0.0044	1.7488*	-0.0004	-0.5501	-0.0004	-0.3308
7	0.0008	0.7194	0.0081	3.2418***	-0.0004	-0.5131	-0.0002	-0.1693
8	0.0008	0.7555	0.0080	3.2047***	-0.0013	-1.6752*	-0.0018	-1.3997
9	0.0003	0.2736	0.0000	0.0025	-0.0005	-0.6587	-0.0021	-1.6343
10	-0.0011	-0.9995	0.0011	0.4446	0.0009	1.2077	0.0002	0.1298

Tablo 7 incelendiğinde, kredi kuruluşlarının durağanlık açıklamalarını gerçekleştirmiş oldukları günü ifade eden 0 gününde Mali Sektör ve Bankacılık Sektörlerine ilişkin endekslerde negatif anormal getirilerin hesaplandığı görülmektedir. Bu negatif AAR değerinin Mali Sektör sektör endeksi için -0.0023 ve Bankacılık Sektör endeksi için -0.0044 olarak hesaplandığı görülmektedir. Ayrıca bu iki sektör için söz konusu olan negatif anormal getirinin açıklama sonrası iki gün içinde devam ettiği belirlenmiştir. Bu iki sektöre ilişkin açıklama gününde hesaplanan negatif AAR değerlerinin anlamlılık düzeyleri incelendiğinde ise her iki sektör için de heasaplanan AAR değerlerinin %1, anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, duyuru öncesi ve sonrası dönem içerisinde birkaç gün için hesaplanan istatistiki olarak anlamlı negatif AAR değerlerinin yanısıra özellikle Sanayi sektörü için açıklama gününde ve sonrasında pozitif AAR değerinin hesaplanmış olması dikkat çekicidir. Ayrıca bu sektörde açıklama sonrasındaki üçüncü günde negatif AAR değerinin hesaplandığı görülmektedir. Çalışma kapsamında açıklama öncesi ve sonrası döneme ilişkin hesaplanan AAR değerleri Şekil 4'te gösterilmektedir.

Şekil 4: Durağan Derecelendirme Duyuruları Öncesinde ve Sonrasında Sektör Endekslerinde Gözlemlenen Ortalama Anormal Getirilere İlişkin Grafikler



Şekil 4 incelendiğinde, kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için gerçekleştirmiş oldukları durağanlık açklamaları öncesi ve sonrasında sektör endeksleri için hesaplanan AAR değerleri görülmektedir. Buna göre AAR değerlerinin seyrinin diğer açıklama türlerinde olduğu gibi Ticaret Sektörü, Mali Sektör, ve Bankacılık sektörleri için benzerlik gösterdiği görülürken Sanayi sektör endeksinin ise diğer endekslerden ayrıştığı anlaşılmaktadır.

Tablo 8: Durağan Derecelendirme Duyuruları Öncesi ve Sonrasında, Sektör Endekslerinde Gözlemlenen Ortalama Kümülatif Anormal Getiriler

Olay Pencereleri	Sanayi Sektörü (XUSIN)		Ticari Sektör (XTCRT)		Mali Sektör (XUMAL)		Bankacılık Sektörü (XBANK)	
	caar	t-test	caar	t-test	caar	t-test	caar	t-test
(-10...10)	0.0098	1.9773**	0.0078	0.6812	-0.0093	-2.7128***	-0.0249	-4.1545***
(-10...-1)	0.0042	1.2138	-0.0177	-2.2478**	-0.0020	-0.8509	-0.0071	-1.7090*
(-5...-1)	0.0009	0.3638	-0.0084	-1.5084	-0.0011	-0.6315	-0.0012	-0.4000
(-3...-1)	0.0013	0.7124	-0.0070	-1.6090	-0.0005	-0.3541	-0.0007	-0.2918
(0...0)	0.0032	2.9604***	-0.0008	-0.3349	-0.0023	-3.1020***	-0.0044	-3.3927***
(1...3)	-0.0006	-0.3439	0.0036	0.8423	-0.0036	-2.7608***	-0.0084	-3.7176***
(1...5)	0.0004	0.1832	0.0048	0.8595	-0.0033	-1.9898**	-0.0090	-3.0577***
(1...10)	0.0025	0.7154	0.0264	3.3407***	-0.0050	-2.0994**	-0.0134	-3.2386***

Tablo 8'de kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için durağan olarak gerçekleştirmiş oldukları açıklamalar karşısında sektör endeksleri için hesaplanan ortalama anormal getiri (AAR) değerlerinden yola çıkılarak hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiri (CAAR) değerleri yer almaktadır. CAAR değerleri açıklama öncesi ve sonrasına ilişkin dönemlerde açılan farklı olay pencereleri için hesaplanmaktadır. Tablo 8 incelendiğinde, açıklama günü ve açıklama sonrasındaki dönemi kapsayan bazı olay pencerleri için Mali Sektörde ve Bankacılık sektörlerinde negatif CAAR değerlerinin hesaplandığı görülmektedir. Bu durum özellikle bu iki sektörün kredi derecelendirme kuruluşlarının gerçekleştirmiş oldukları durağanlık açıklamalarını olumsuz olarak değerlendirdikleri ve bu doğrultuda bahsi geçen sektörlerde negatif CAAR değerlerinin oluştuğu anlaşılmaktadır. Ayrıca bu etkinin açıklama sonrası 10 günü kapsadığı görülmektedir.

Sonuç

Kredi not duyurularına pay senedi piyasalarında verilen tepkilerin ortaya konması yerli ve yabancı pay senedi yatırımcıları üzerinde de etkiler meydana getirmektedir. Pay senedi getirileri bir şirketin piyasadaki değerinin ölçülmesi açısından önemlidir. Kredi not duyurularının pay senedi piyasalarında doğrudan bir etki meydana getirmesi ülke ekonomisi üzerinde doğrudan veya dolaylı olarak etki oluşturmaktadır. Pay senedi fiyatlarında pozitif yönlü bir harekete neden olan kredi notu açıklamaları, yatırımcıların kazançları ve dolayısıyla şirketlerin sermayesi üzerinde pozitif etkiler meydana getirmektedir. Diğer taraftan pay senedi fiyatlarında negatif yönlü bir harekete neden olan kredi notu açıklamaları, yatırımcıların kazançları ve dolayısıyla şirketlerin sermayesi üzerinde negatif etkilere neden olmaktadır. Pay senedi piyasalarında yaşanan bu fiyat dalgalanmaları ülke ekonomisi üzerinde makro etkiler meydana getirmektedir.

Bu çalışmada uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi not duyurularının pay senedi getirileri üzerindeki anormal etkileri incelenmektedir. Çalışmada veri dönemi olarak 2001-2018 tarih aralıkları belirlenmiştir. Çalışma kapsamında kullanılan günlük borsa endeksleri üzerinden getiriler ve kapanış değerleri hesaplanmış, sonuçlara göre dünya açısından önemli en yüksek üç kredi derecelendirme kuruluşu Fitch, Moody's ve Standard & Poor's'un kredi notu açıklamalarının pay senedi getirileri üzerindeki etkileri ortaya konmuştur. Çalışmada, kredi notu duyurularının getiriler üzerindeki etkisinin incelenmesinde Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi kullanılmıştır.

Çalışmanın sonucunda, Kredi derecelendirme kuruluşlarının gerçekleştirmiş olduğu not düşürmeye ve notun değiştirilmemesine (durağanlık) ilişkin açıklamaların özellikle Mali ve Bankacılık gibi finansal sektörlerde etkisinin kısa vadede hissedildiği ve bu iki sektörde gerçekleşen bu iki açıklama türünün negatif olarak algılandığı; buna tepki olarak bu iki sektörde olumsuz olarak algılanan açıklamaların gerçekleştiği tarihler civarında negatif anormal getirilerin oluştuğu belirlenmiştir. Diğer iki sektör olan Sanayi ve Ticaret sektörlerinde ise açıklamalarla bağdaştırılabilecek herhangi bir bulguya

rastlanılmamıştır. Ayrıca notun yükseldiğini ifade eden pozitif açıklamalar neticesinde herhangi bir sektörde, bu açıklama türü ile ilişkilendirilebilecek bir bulguya rastlanılmamıştır.

KAYNAKÇA

Akçayır, Ö., ve Yıldız, Z. (2014). Kredi derecelendirme notlarının uluslararası standardizasyonu ve Türkiye analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı ülke derecelendirme indeksi. *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi*, (40), 1-21.

Akel, V. (2015). Kırılgan beşli ülkelerinin hisse senedi piyasaları arasındaki eşbütünleşme analizi, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 11(24),* 75-96.

Akkaya, G. C., ve Demireli, E. (2010). Analitik hiyerarşi süreci ile kredi derecelendirme analizi üzerine bir model önerisi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, *19*(1), 319-335.

Çağlak, E., Küçükşahin, H., ve Kahraman, İ. K. (2018). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi not kararlarının Türkiye finansal piyasalarına etkisi: Borsa İstanbul sektör endeksleri üzerine bir uygulama. *Ömer Halis Demir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 11(4),* 41-63.

De Haan, J. ve Amtenbrink, F. (2011). *Credit rating agencies*. DNB Working Paper, No. 278, Amsterdam.

Dickev, I. D., ve Piotroski, J. D. (2011). The long-run stock returns following bond ratings changes. *The Journal of Finance, 56(1),*173-203

Hasbi. D. (2012). *Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan not değerlendirmelerinin ülke ekonomileri üzerine etkileri; Türkiye örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın

Hubler, J., Louargant, C., Ory, J. N., ve Raimbourg, P. (2014). Do rating agencies' decisions impact stock risks? Evidence from European markets. *The European Journal of Finance*, 20(11), 1008-1036.

İskenderoğlu, Ö., ve Balat, A. (2018). Ülke kredi notlarının cds primleri üzerindeki etkisi: BRICS ülkeleri ve Türkiye üzerine bir uygulama. *Journal of BRSA Banking & Financial Markets, 12*(2).47-64.

Kab, H. (2015). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Türkiye Üzerine Bir Analiz*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Kaminsky, G. ve Schmukler, S. (2002). Emerging markets instability: Do sovereign ratings affect country risk and stock returns. *The World Bank Economic Review, 16(2),* 171-195

Kargı, B. (2014). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ve Türkiye'nin kredi notu üzerine gözlemler (1998-2013. *Journal of Academic Social Science Studies, 7(1),* 351-370.

Kaya, B., Kaya, E. Ö., ve Yalçıner, K. (2015). Türkiye'nin derecelendirme notları ve kredi temerrüt swap primlerinin ekonomik ve sosyal olaylara tepkisinin analizi. *Maliye ve Finans Yazıları, 1(103),* 85-111.

Kuzu, S.(2019). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının türkiye için yapmış oldukları not açıklamalarının hisse senedi piyasaları üzerine etkisi: BIST 100'de seçili sektör endeksleri üzerine uygulama. *MAKÜ-Uyg. Bil. Derg., 3(1),* 155-170.

Li, H., Visaltanachoti, N., ve Kesayan, P. (2004). Effects of credit rating announcements: the Swedish stock market. *International Journal of Finance, 16(1),* 2872-2891.

Martell, R.(2005). *The effect of sovereign credit rating changes on emerging stock markets* (March 12, 2005). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=686375 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.686375

Mateev, M. (2012). The effect of sovereign credit rating announcements on emerging bond and stock markets: new evidences. *Oxford Journal: An International Journal of Business & Economics, 7(1),* 28-41.

Norden, L. ve Weber, M. (2004). Informational efficiency of credit default swap and stock markets: The impact of credit rating announcements. *Journal of Banking & Finance, 28(11*), 2813-2843.

Ovalı, S. (2014). Ülke kredi notu değerlendirme kriterleri açısından Türkiye: AB ile karşılaştırmalı analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 10*(23), 53-80.

Pirgaip, B. (2017). Derecelendirme notu değişikliklerinin Borsa İstanbul (BIST) pay piyasasına etkileri. *Ege Akademik Bakis, 17(3),* 351-367.

Yıldırım, H. H., Yıldız, C., ve Aydemir, Ö. (2018). Kredi derecelendirme kuruluşlarından STANDARD & POOR'S, Moody's ve Fitch'in Türkiye için yapmış oldukları not açıklamalarının hisse senedi endeksleri üzerine etkisi: Borsa İstanbul örneği:2012-2016. *Maliye ve Finans Yazıları, 1*(*109),* 9-30.

Yürük, M. F. ve Toraman, C. (2014). Kredi derecelendirme kuruluşları ve finansal krizlere etkileri. *Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 3(1),* 127-154.