

**T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ ÜLKE PAY
SENEDİ ENDEKSLERİ VE PARA BİRİMLERİ İLE
İLİŞKİSİ: SEÇİLMİŞ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER
ÜZERİNE İNCELEME**

Berkay BOZDAĞ

**Danışman
Prof. Dr. Gökтуğ Cenk AKKAYA**

İZMİR-2021

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ ÜLKE PAY SENEDİ ENDEKSLERİ VE PARA BİRİMLERİ İLE İLİŞKİSİ: SEÇİLMİŞ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE İNCELEME” adlı çalışmanın tarafımdan, akademik kurallara ve etik değere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

..../..../2021

Berkay BOZDAĞ

İmza

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

Kredi Derecelendirme Notlarının Ülke Pay Senedi Endeksleri ve Para Birimleri ile İlişkisi: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine İnceleme

Berkay BOZDAĞ

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Finans Programı

1900’lü senelerden itibaren faaliyetlerine devam eden kredi derecelendirme kuruluşları; ülkeler, finansal kuruluşlar, kamu kuruluşları gibi birçok alanda risk ölçümlemesi gerçekleştirerek yatırımcıların bilgi edinmesini sağlamaktadır. Küreselleşmenin hızlanmasıyla ve ülkeler arası alım-satım faaliyetlerinin artış göstermesi neticesinde derecelendirme kuruluşlarının ve açıkladıkları notların piyasalarda ki önemini artırmıştır. Yatırımcılar, derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları notlar sayesinde, doğru ve güvenilir bilgiye ulaşmakta, ülkelerin finansal, ekonomik, politik ve sosyal yapıları hakkında fikir sahibi olmakta ayrıca oluşabilecek riskleri önceden sezinleme imkânı bulmaktadırlar.

Bu çalışmada, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P, Moody’s ve Fitch tarafından 2010-2020 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere Türkiye, Güney Afrika ve Brezilya için açıklanan ülke kredi derecelendirme notlarının, bu üç ülkenin pay senedi piyasa endeksi işlem hacimleri ve ülkelerin para birimleri ile ilişkisi olup olmadığını Olay Analizi Yöntemi ve Eşleştirilmiş Örneklem T Testi ile analiz edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kredi Derecelendirme Kuruluşu, Kredi Notu, Pay Senedi Piyasası, Para Birimi, Olay Analizi, Eşleştirilmiş Örneklem T-Testi

ABSTRACT

Master's Thesis

Relationship Of Credit Ratings With Country Stock Indices And Currencies: Analysis On Selected Developing Countries

Berkay BOZDAĞ

Dokuz Eylül University

Graduate School of Social Sciences

Department of Business Administration

Finance Program

Credit rating institutions have been operating since the 1900s; It provide investors with information by performing risk measurements in many areas such as countries, financial institutions and public institutions. With the acceleration of globalization and the increase in trading activities between countries, rating agencies' importance and their announced ratings in the markets have increased. Thanks to the ratings announced by rating agencies, investors have access to accurate and reliable information, have an idea about the countries' financial, economic, political and social structures, and have the opportunity to anticipate potential risks.

In this study, international credit rating agencies S&P, Moody's and Fitch from developing countries between 2010-2020; Turkey, South Africa and the country credit ratings of which they have announced for Brazil, the share stock market index, the three countries that transaction volumes and the correlation with the currency of the country were analyzed by event analysis method and paired sample t-test.

Keywords: Credit Rating Agency, Credit Rating, Equity Market, Currency, Event Analysis, Matched Sample T-test.

**KREDİ DERECELENDİRME NOTLARININ ÜLKE PAY SENEDİ
ENDEKSLERİ VE PARA BİRİMLERİ İLE İLİŞKİŞİ: SEÇİLMİŞ
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE İNCELEME**

İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
KISALTMALAR	x
TABLOLAR LİSTESİ	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xv
EKLER LİSTESİ.....	xix
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

**ÜLKE RİSKİ KAVRAMI, DÖVİZ VE PAY SENEDİ PİYASALARI
ARASINDAKİ ETKİLEŞİM**

1.1. ÜLKE RİSKİ.....	4
1.2. ÜLKE RİSKİNİN KAYNAKLARI	5
1.3. ÜLKE RİSKİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER.....	6
1.3.1. Ekonomik ve Finansal Faktörler	7
1.3.2. Politik Faktörler.....	10
1.3.3. Sosyal Faktörler.....	11
1.4. DÖVİZ KURU KAVRAMI	12
1.5. DÖVİZ KURU ÇEŞİTLERİ	13

1.6. DÖVİZ KURU REJİMLERİ.....	15
1.7. SEÇİLMİŞ ÜLKELERDE UYGULANAN DÖVİZ KURU REJİMLERİ ..	18
1.8. DÖVİZ KURU REJİMİNİN MAKROEKONOMİK PERFORMANS ÜZERİNE ETKİLERİ.....	19
1.9. PAY SENEDİ KAVRAMI.....	22
1.10. PAY SENEDİ PİYASALARI	23
1.10.1. Türkiye	26
1.10.2. Brezilya	27
1.10.3. Güney Afrika.....	27

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRMENİN KAPSAMI VE ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARI

2.1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI.....	29
2.2. DERECELENDİRME TARİHİ	30
2.3. DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ.....	31
2.3.1. Derecelendirmenin Yatırımcılar Açısından Önemi.....	32
2.3.2. Derecelendirmenin İşletmeler ve Finansal Kurumlar Açısından Önemi	33
2.3.3. Derecelendirmenin Sermaye Piyasaları Açısından Önemi	34
2.3.4. Derecelendirmenin Ülkeler Açısından Önemi	35
2.4. DERECELENDİRME SÜRECİNİN AŞAMALARI.....	36
2.5. DERECELENDİRMENİN TÜRLERİ.....	39
2.5.1. Vadesine Göre Derecelendirme	39
2.5.2. Para Cinsine Göre Derecelendirme	40
2.5.3. Derecelendirilen Kuruma Göre Derecelendirme.....	40

2.5.4. Derecelendirmeyi Yapan Kuruma Göre Derecelendirme	42
2.6. ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARI	43
2.6.1. Standard and Poor's Global Ratings (S&P)	46
2.6.2. Moody's Investors Services (MIS)	49
2.6.3. Fitch Ratings (Fitch).....	51
2.7. KREDİ DERECELENDİRME NOTU İLE DÖVİZ VE PAY SENEDİ PİYASASINA YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR	54

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI İLE PAY PİYASASI VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ

3.1. ÇALIŞMANIN AMACI.....	70
3.2. ÇALIŞMANIN KAPSAMI ve KISITLARI.....	70
3.3. ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ ve MODELİ	72
3.4. BULGULAR	81
3.4.1. Ülke Kredi Derecelendirme Notları ile Pay Senedi Piyasa Endeksleri Arasındaki İlişkiye Yönelik Bulgular	81
3.4.1.1 Türkiye'ye ilişkin bulgular	82
3.4.1.2. Güney Afrika'ya İlişkin Bulgular	89
3.4.1.3. Brezilya'ya İlişkin Bulgular.....	96
3.4.2. Ülke Kredi Derecelendirme Notları ile Döviz Kurları Arasındaki İlişkiye Yönelik Bulgular	103
3.4.2.1 Türkiye'ye İlişkin Bulgular	104
3.4.2.2. Güney Afrika'ya İlişkin Bulgular	111
3.4.2.3. Brezilya'ya İlişkin Bulgular.....	118
3.5. BULGULARIN YORUMLANMASI.....	125

SONUÇ

KAYNAKÇA

EKLER



KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AR	Anormal Getiri
BESA	Güney Afrika Tahvil Borsası
BİST	Borsa İstanbul
BOVESPA	Bolsa de Valores do Estado de Sau Paulo
BRL	Brezilya Reali
CAR	Kümülatif Anormal Getiri
CDS	Kredi Temerrüt Takası
GSMH	Gayrisafi Milli Hasıla
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IOSCO	Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü
JSE	Johannesburg Borsası (Johannesburg Stock Exchange)
NAFTA	Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması
NRSRO	Ulusal Olarak Tanınmış Kredi Derecelendirme Kuruluşları
OECD	İktisadi İş birliği ve Gelişme Teşkilatı
SAFEX	Güney Afrika Vadeli İşlemler Borsası
SEC	ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
S&P	Standard and Poor's
TL	Türk Lirası
USD	Amerikan Doları
ZAR	Güney Afrika Randı

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1: Ülke Riskinin İçsel Kaynakları	5
Tablo 2: Ülke Riskinin Dışsal Kaynakları	6
Tablo 3: Ülke Riskini Belirleyen Önemli Değişkenler	7
Tablo 4: Politik Risk Faktörleri	11
Tablo 5: Karma Döviz Kuru Rejimleri	17
Tablo 6: Sabit ve Esnek Kur Rejiminin Makroekonomik Performansa Etkileri	20
Tablo 7: En Büyük 10 Pay Senedi Piyasası ve Piyasa Büyüklükleri	24
Tablo 8: Derecelendirme Tarihinin Gelişimi	30
Tablo 9: Derecelendirilen Kuruma Göre Derecelendirme	41
Tablo 10: Mevcut NRSRO Üyeleri	44
Tablo 11: S&P Kuruluşunun Uzun Vadeli Derecelendirme Notları ve Anlamları	47
Tablo 12: S&P Kuruluşunun Kısa Vadeli Derecelendirme Notları ve Anlamları	48
Tablo 13: Moody's Kuruluşunun Uzun Vadeli Derecelendirme Notları ve Anlamları	50
Tablo 14: Moody's Kuruluşunun Kısa Vadeli Derecelendirme Notları ve Anlamları	51
Tablo 15: Fitch Kuruluşunun Uzun Vadeli Derecelendirme Notları ve Anlamları ...	52
Tablo 16: Fitch Kuruluşunun Kısa Vadeli Derecelendirme Notları ve Anlamları	53
Tablo 17a: Kredi Derecelendirme Kuruluşları ile Döviz ve Pay Senedi Piyasalarına Yönelik Uluslararası Çalışmalar	60
Tablo 17b: Kredi Derecelendirme Kuruluşları ile Döviz ve Pay Senedi Piyasalarına Yönelik Uluslararası Çalışmalar	61
Tablo 18a: Kredi Derecelendirme Kuruluşları ile Döviz ve Pay Senedi Piyasalarına Yönelik Ulusal Çalışmalar	67
Tablo 18b: Kredi Derecelendirme Kuruluşları ile Döviz ve Pay Senedi Piyasalarına Yönelik Ulusal Çalışmalar	68

Tablo 19: 2010-2020 Yılları Arasında Toplam Not Görünümü ve Değişikliği	71
Tablo 20: İncelenen Ülkeler ve Pay Senedi Piyasaları	71
Tablo 21: İncelenen Ülkelerin Para Birimleri ve Endekslenen Para Birimi	72
Tablo 22: Olay Analizi Yönteminin Aşamaları	74
Tablo 23: Analize Alınan Derecelendirme Notlarının Tarihi, Şirketleri ve Değişiklikleri	75
Tablo 24: Shapiro-Wilk Normallik Testi Sonuçları	79
Tablo 25: 20.06.2012 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	82
Tablo 26: 05.12.2012 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	83
Tablo 27: 16.05.2013 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	84
Tablo 28: 20.07.2016 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	85
Tablo 29: 27.01.2017 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	86
Tablo 30: 01.05.2018 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	87
Tablo 31: 14.06.2019 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	88
Tablo 32: 11.09.2020 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	89
Tablo 33: 27.09.2012 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	90
Tablo 34: 13.06.2014 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	91
Tablo 35: 06.11.2014 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	92
Tablo 36: 04.12.2015 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	93
Tablo 37: 03.04.2017 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	94
Tablo 38: 24.11.2017 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	95
Tablo 39: 30.04.2020 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	96
Tablo 40: 04.04.2011 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	97
Tablo 41: 17.11.2011 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	98
Tablo 42: 24.03.2014 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	99
Tablo 43: 11.08.2015 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları ...	100

Tablo 44:	16.12.2015 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	101
Tablo 45:	05.05.2016 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	102
Tablo 46:	23.02.2018 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	103
Tablo 47:	20.06.2012 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	105
Tablo 48:	05.12.2012 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	105
Tablo 49:	16.05.2013 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	106
Tablo 50:	20.07.2016 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	107
Tablo 51:	27.01.2017 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	108
Tablo 52:	01.05.2018 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	109
Tablo 53:	14.06.2019 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	110
Tablo 54:	11.09.2020 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	111
Tablo 55:	27.09.2012 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	112
Tablo 56:	13.06.2014 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	113
Tablo 57:	06.11.2014 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	114
Tablo 58:	04.12.2015 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	115
Tablo 59:	03.04.2017 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	116
Tablo 60:	24.11.2017 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	117
Tablo 61:	30.04.2020 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	118
Tablo 62:	04.04.2011 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	119
Tablo 63:	17.11.2011 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	120
Tablo 64:	24.03.2014 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	121
Tablo 65:	11.08.2015 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	122
Tablo 66:	16.12.2015 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	123
Tablo 67:	05.05.2016 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	124
Tablo 68:	23.02.2018 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları	125

Tablo 69: Pay Senedi Endeks İşlem Hacmi ve Döviz Kuru Değişkenlerinin Değişim Yönleri ve Eşleştirilmiş Örneklem T Testi İstatistiğine Ait Olasılık Değerleri126

Tablo 70: Önceki Çalışmalar ile Benzerlikler129



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Derecelendirme Türleri	39
Şekil 2: Derecelendirme Kuruluşlarının Piyasa Hakimiyetleri	45
Şekil 3: Olay ve Tahmin Penceresi	77
Şekil 4: 20.06.2012 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	82
Şekil 5: 05.12.2012 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	83
Şekil 6: 16.05.2013 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	84
Şekil 7: 20.07.2016 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	85
Şekil 8: 27.01.2017 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	86
Şekil 9: 01.05.2018 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	87
Şekil 10: 14.06.2019 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	88
Şekil 11: 11.09.2020 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	89
Şekil 12: 27.09.2012 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	90
Şekil 13: 13.06.2014 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	91
Şekil 14: 06.11.2014 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	92
Şekil 15: 04.12.2015 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	93

Şekil 16: 03.04.2017 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	94
Şekil 17: 24.11.2017 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	95
Şekil 18: 30.04.2020 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	96
Şekil 19: 04.04.2011 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	97
Şekil 20: 17.11.2011 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	98
Şekil 21: 24.03.2014 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	99
Şekil 22: 11.08.2015 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	100
Şekil 23: 16.12.2015 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	101
Şekil 24: 05.05.2016 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	102
Şekil 25: 23.02.2018 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	103
Şekil 26: 20.06.2012 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	104
Şekil 27: 05.12.2012 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	105
Şekil 28: 16.05.2013 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	106
Şekil 29: 20.07.2016 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	107

Şekil 30: 27.01.2017 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	108
Şekil 31: 01.05.2018 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	109
Şekil 32: 14.06.2019 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	110
Şekil 33: 11.09.2020 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	111
Şekil 34: 27.09.2012 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	112
Şekil 35: 13.06.2014 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	113
Şekil 36: 06.11.2014 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	114
Şekil 37: 04.12.2015 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	115
Şekil 38: 03.04.2017 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	116
Şekil 39: 24.11.2017 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	117
Şekil 40: 30.04.2020 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	118
Şekil 41: 04.04.2011 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	119
Şekil 42: 17.11.2011 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	120
Şekil 43: 24.03.2014 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	121

Şekil 44: 11.08.2015 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	122
Şekil 45: 16.12.2015 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	123
Şekil 46: 05.05.2016 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	124
Şekil 47: 23.02.2018 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği	125



EKLER LİSTESİ

- EK1:** Türkiye'nin Derecelendirme Notu Açıklanması Olayında Bist 100 İşlem Hacmine İlişkin AR ve CAR DeğerleriEK s.1
- EK 2:** Türkiye'nin Derecelendirme Notu Açıklanması Olayında USD/TL Döviz Kuruna İlişkin AR ve CAR DeğerleriEK s.1
- EK 3:** Güney Afrika'nın Derecelendirme Notu Açıklanması Olayında JSE TOP40 İşlem Hacmine İlişkin AR ve CAR DeğerleriEK s.2
- EK 4:** Güney Afrika'nın Derecelendirme Notu Açıklanması Olayında USD/ZAR Döviz Kuruna İlişkin AR ve CAR DeğerleriEK s.2
- EK 5:** Brezilya'nın Derecelendirme Notu Açıklanması Olayında BOVESPA İşlem Hacmine İlişkin AR ve CAR DeğerleriEK s.3
- EK 6:** Brezilya'nın Derecelendirme Notu Açıklanması Olayında USD/BRL Döviz Kuruna İlişkin AR ve CAR DeğerleriEK s.3

GİRİŞ

Dünya’da, insanların yaşamlarını devam ettirebilmeleri için; beslenme ve barınma en temel ihtiyaçlarındandır. Bu ihtiyaçları rahat bir şekilde karşılayabilmek için ellerinde fon bulundurmaları gerekmektedir. Bulunan fonların ihtiyaçlara harcandıktan sonra, elde kalan değeri tasarruf olarak adlandırılır ve yatırıma dönüştürülebilir. Dünya’nın küreselleşmesiyle beraber teknoloji, ulaşım, ekonomi sektörleri gelişmiş, uluslararası alım-satım faaliyetleri artmıştır. Bu faaliyetlerin artmasıyla beraber büyüyen ve derinleşen finans alanında tasarrufları değerlendirmek için çeşitli finansal enstrümanlar ortaya çıkmıştır. Ancak yatırım yapılacak enstrümanların seçilmesi ve farklı piyasalardan bilgi edinmek yatırımcılar için zor bir konu olmuş ve asimetrik bilgi sorunu önem teşkil etmiştir. Bu noktada karşıya kredi derecelendirme kuruluşları ve açıkladıkları derecelendirme notları çıkmaktadır.

Derecelendirme kuruluşları kuruldukları tarihlerde ilk olarak kişisel ihtiyaçları karşılamayı amaç edinmişlerdir. Küreselleşmeyle beraber ekonomi sisteminde önemli bir aktör haline gelen bu kuruluşlar; ülkeleri, firmaları, finansal kuruluşları inceleyerek onlara not vermektedir. İncelenen ülke veya kuruluşların anapara, faiz ve yükümlülüklerini zamanında ve eksiksiz bir şekilde karşılayıp karşılayamayacağının herkes tarafından rahatlıkla anlaşılabilmesi için ise harfler ve sayılardan oluşan simgelerle ifade etmektedirler. Derecelendirme notları belirlenirken ülkelerde yaşanan rekabet ortamından, sosyal olaylardan, ekonomik ve siyasi koşullardan diğer bir anlatımla risk ortaya çıkarabilecek veya ortadan kaldırabilecek her türlü olay dikkate alınmaktadır. Açıklanan notların yatırım tavsiyesi olmayıp, yalnızca görüş bildirdiği ifade edilse de yatırım yapmak için bekleyen kişi veya kurumların dikkate aldığı en önemli unsurların başında gelmektedir. Derecelendirme notları genellikle, yatırım yapılabilir, spekülatif ve iflas seviyesi olarak üçe ayrılmaktadır. Bu sayede yatırımcılar bilgi sahibi olur ve kendi risk algılarına göre yatırım yapabilirler. Açıklanan derecelendirme notları, derecelendirilen ülke, firma vb. tarafından ele alındığında; derecelendirme notu düşük olan veya düşüş yaşayan ülke veya şirketlerin uluslararası ve yerel piyasalardan sermaye sağlamaları zorlaşmakta ve azalmakta aynı zamanda borçlanmak istediklerinde maliyet artmakta ve yüksek faizle karşı karşıya kalmaktadır. Tam tersi şekilde derecelendirme notu yüksek olan veya yükselişte olan firma ya da

ülkenin itibarı, güvenilirliği artmakta, sermaye sağlaması ve borçlanma maliyeti azalmakta, düşük faizle borçlanması kolaylaşmaktadır.

Günümüz dünyasında, yerel, bölgesel ve uluslararası alanda işlem yapan pek çok derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Ancak finans pazarında işlem görmekte olan üç büyükler olarak adlandırılan S&P, Moody's ve Fitch yaklaşık olarak pazardaki işlemlerin %95'ini domine etmektedir. Gelişmekte olan ülkeler, ekonomilerinin büyümesini devam ettirebilmek için yabancı sermayeye ihtiyaç duyarlar. Ancak uluslararası ticari engeller, haksız rekabet ortamı, kısıtlamalar, döviz kurlarındaki ve faiz oranlarındaki değişkenlikler gelişmekte olan ülkelerin yatırımcıyı çekebilmesini zor hale getirmektedir. Bu sebeple gelişmekte olan ülkelerin yatırım, büyüme ve gelişme istikrarını sürdürmek için ihtiyaç duydukları doğrudan yabancı sermaye ve portföy yaptırımları için bu derecelendirme kuruluşlarının görüş, öneri ve uyarıları dikkate alınması gerektiği ifade edilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, kredi derecelendirme notlarının, ülke pay senedi endeks işlem hacimleri ve döviz kurları ile ilişkisinin olup olmadığını incelemektir. Konuyla alakalı yazında gelen olarak tahvil piyasası ve pay senedi piyasasının derecelendirme notları ile ilişkisi incelenmiş olup, bu çalışmada hem döviz kurları hem de pay piyasası işlem hacimlerinin birlikte incelenmesinin literatüre katkısı olacağı düşünülmüştür.

Bu bağlamda derecelendirme kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch tarafından 2010-2020 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere Türkiye, Güney Afrika ve Brezilya için açıklanmış olan derecelendirme notlarının ülkelerin pay senedi piyasası endeks işlem hacimleri (BİST 100, JSE TOP 40, BOVESPA) ve bununla beraber seçilmiş ülkelerin döviz kuru oynaklıkları (USD/TL, USD/ZAR, USD/BRL) ile ilişkisi olup olmadığı olay analizi yöntemi ve eşleştirilmiş örneklem t-testi ile analiz edilmiştir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır;

Çalışmanın birinci bölümünde, derecelendirme işleminde dikkat edilen ülke riski kavramından, kaynaklarından ve ülke riskini belirleyen faktörlerden bahsedilmiştir. Ayrıca araştırmanın değişkenleri olan; döviz kuru ve pay senedi piyasalarına değinilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, derecelendirme kavramı, tarihi, önemi, aşamaları ve türlerinden bahsedilip, uluslararası derecelendirme kuruluşlarından, üç

büyük derecelendirme kuruluşu ve açıkladıkları notların anlamları üzerinde durulmuştur. İkinci bölümün sonunda konu ile alakalı yazın taraması yapıp üçüncü bölüme geçilmiştir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde, araştırmanın amacı, kapsamı ve önemi açıklanıp uygulamada kullanılan olay analizi yöntemi ve eşleştirilmiş örneklem t- testi anlatılmıştır. Son olarak Türkiye, Güney Afrika ve Brezilya ülkelerinin derecelendirme notlarının pay piyasaları işlem hacmi ve para birimleri ile ilişkisine yönelik elde edilen bulguların değerlendirilmesi yapılmıştır.

Sonuç bölümünde ise analiz ile ortaya konulan genel sonuçlar değerlendirilerek, önerilere yer verilmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİ KAVRAMI, DÖVİZ VE PAY SENEDİ PİYASALARI

ARASINDAKİ ETKİLEŞİM

1.1. ÜLKE RİSKİ

Küreselleşme ve teknolojinin ilerlemesiyle birlikte sermayenin coğrafi bölgelerde el değiştirme oranı yükselmekte ve uluslararası ticari ilişkiler hızlanmaktadır. Böylece ülkelerin gelişim göstermesinde önemli bir faktör olan yabancı sermaye yatırımları artmaktadır. Yabancı sermaye yatırımlarındaki artış ülkenin ekonomisine katkı sağlamaktadır. Ancak yabancı sermaye yatırımlarında, yatırım yapılan ülkelerin içinde bulunduğu riskler de üstlenilmektedir. Ülkeler arası ticaretlerde ve yabancı sermaye yatırımlarında olumsuz sonuca neden olabilecek bu riskleri önceden belirlemek gerekmektedir. Buradan hareketle ülke riski kavramı ön plana çıkmaktadır (Erkoçak, 2015: 40).

Ülke riski, uluslararası kredi işlemlerinde borçlanan şahıs ya da kurumun, hangi ülke de faaliyet gösteriyorsa, o ülkenin mali, siyasal ve toplumsal yapısı gereği yükümlülüklerini zamanı geldiğinde kısmen ya da tamamen kapatabilmesi veya kapatamaması olasılığı olarak tanımlanmaktadır (Babuşcu, 2005: 25).

Nagy'e göre, ülke riski, uluslararası borç alıp, vermede bir kayıp ile karşı karşıya kalmaktır. Ülke riski bir dereceye kadar devletin elinde olan olaylardan kaynaklı olabilirse de kesinlikle işletme ve bireylerin elinde olmayan olaylardan kaynaklanır. (Aktaran Claessens ve Embrechts, 2002: 3).

Bir başka tanıma göre ülke riski; toplumsal, siyasal ve mali koşulları etkileyen vakalar ve belirsizlikler sebebiyle yabancı bir ülkedeki borçluların yurt dışına olan borçlarını ödeyememeleri ya da bu borçlardan kaçınmaları sebebiyle portföyünde bulunan ülkedeki borçluların doğrudan veya dolaylı riskine aracılık eden herhangi bir banka ya da kuruluşun karşı karşıya kaldığı zarar olasılığını gösterir. Bozulan mali, siyasi ve toplumsal koşulların bir ülkedeki temerrüt olasılığını artırmasının yanı sıra; kamulaştırma, moratoryum, borcun kabul edilmemesi, devalüasyon, alakalı ülke kontrol otoritesinin uygulamalarının şeffaf olmayışı şeklinde olaylar da ülke riskinin unsurlarıdır. Ülke riski; en temelde merkezi idare riski, bulaşma ve transfer riskini

kapsamaktadır. Ancak dolaylı olarak kur riski ve makroekonomik risk kategorilerini de kapsar (TCMB, 2021).

1.2. ÜLKE RİSKİNİN KAYNAKLARI

Ülke riski, ülkenin borç ödemelerinin yerine getirme yeteneği olarak ifade edilen transfer riski ve borç ödemelerinin yerine getirme isteği olarak ifade edilen politik risk olarak ikiye ayrılmıştır (Uluyol, 1991: 6).

Ülke riskinde ana etken ülkenin ödemesi gereken borcudur. Bu borç hem kamu hem de özel sektörü kapsamaktadır. Eğer bir borç var ise bu borca ilişkin iki olasılık bulunur. Borç ya ödenir ya ödenmez. Sorun bu borcun zamanında ödenmemesi veya hiçbir şekilde ödenememesinden ortaya çıkar. Bu da ülke riskinin meydana gelmesindeki temel nedendir (Halıcı, 2005: 102).

Ülke riski içsel ve dışsal olarak iki tür kaynağa göre belirlenmektedir.

Nagy'e göre İçsel Kaynaklar ülke riskinin belirlenmesinde Tablo 1'deki gibi önem derecesine göre bir ayrıma tabii tutulabilir (Aktaran Bezirci, 1998: 4).

Tablo 1: Ülke Riskinin İçsel Kaynakları

Birinci Derece	İkinci Derece	Üçüncü Derece
Finansal Liberalizasyon	Kişi Başına Düşen Milli Gelir	Tarımsal Üretim
Enflasyon Oranı	İstihdam ve Ücretler	Siyasi Partiler ve Hedefleri
Kamu Harcamaları	İşsizlik Olayı	Öğrenci Eylemleri
Büyüme Hızı	Bankacılık ve borsadaki gelişmeler	Trafik Kazaları
Bütçe Açığı	Transfer Harcamaları	Çevre Düzenlemeleri
Faiz Hadlerindeki Dalgalanma	Terör	Çeşitli Etnik Grup Eylemleri
	Nüfus Artış Hızı	

Kaynak: (Nagy'den aktaran Bezirci, 1998: 5).

Tablo 1'de ülke riskinin içsel kaynakları önem derecesine göre sıralanmıştır ve en önemli içsel kaynaklar arasında finansal liberalizasyon yapısı, enflasyon oranı, faiz hareketliliği, kamu harcamaları, büyüme hızı ve bütçe açığı gösterilmektedir. Buradan hareketle aslında birinci derece kaynakların ekonomik faaliyetlerde olduğu

söylenabilir. İkinci ve üçüncü derece kaynaklar ise çoğunlukla sosyal ve politik risk oluşturan unsurlardan oluşmaktadır.

Ülkelerin gelişmesiyle birlikte artan ihracat ve ithalat rakamları kamu ve özel kesimi başka ülkelerin kamu kesimi ve özel kesimiyle belirli ilişkiler içine girmesine neden olmuştur. Gelişmeler daha da ilerleyerek NAFTA, OECD, AB v.b.'nde olduğu gibi gruplaşmalar olmuş ve gruplar arası ilişkiler ön plana çıkmıştır. Bu ilişkilere göre ülke riskini etkileyen dışsal faktörleri önem derecesine göre gruplandırmaya tabii tuttuğumuzda;

Tablo 2: Ülke Riskinin Dışsal Kaynakları

Birinci Derece	İkinci Derece	Üçüncü Derece
Ülkenin diğer ülke grupları arasındaki yeri (AB, OECD, NAFTA v.b.)	Diğer Ülkeler ile yapılan ticari anlaşmalar	Ülkenin askeri gücü
Komşularla olan ilişkiler	İthalat ve İhracat kotaları	Ekonomisinin bağımlı olduğu ülkeler
IMF kredi ve ödeme kabiliyeti	Uluslararası entegrasyon	Ülkedeki göçmenler
	Yabancı Sermaye Girişine izinler	Azınlık Hakları

Kaynak: (Bezirci, 1998: 6)

Tablo 1 ve Tablo 2' de ülkelerin içsel ve dışsal kaynaklı ülke riskine sebep olan unsurları kategorileştirilmiştir. Bu kategorilerde bahsi geçen unsurlar yalnızca içsel ve dışsal olarak değil. Ekonomik, sosyal, politik gibi farklı şekillerde kategorize edilebilir.

1.3. ÜLKE RİSKİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Ülke riski, ülkelerin mali, politik ve toplumsal yapısına bakılarak belirlenir. Bu yapıların oluşmasında etkili olan göstergeler incelemeye alınır ve zaman içindeki etkileşimleri izlenerek önem sırasına konulur. Oluşan önem sırasına göre ise ülke riski açısından değerlendirmeye alınır (Balıkçıoğlu, 2013: 51).

1.3.1. Ekonomik ve Finansal Faktörler

Bir ülkenin borç ilişkisinde olduğu tarafa ödeme yapabilmesi veya ödeme yapamaması çoğunlukla o ülkenin ekonomik durumuyla alakalıdır. Ülkelerin ekonomik ve finansal durumlarını gösteren faktörler çalışmanın bu bölümünde açıklanmaktadır.

Tablo 3'te Heffernan (1986) tarafından yapılan bir çalışmada ülke riskini belirlemede ele alınan, uluslararası bankalar tarafından en önemli görülen ekonomik ve finansal değişkenler listelenmiştir. Shelagh A. Herrefnan'ın yaptığı analize göre, uluslararası bankaların ülke riski ölçümünde önem sırasına göre; ödemeler dengesi, borç servis oranı, uluslararası rezervler, ekonomik gelişmeler ve enflasyon/ para politikası değişkenlerine yer verdikleri görülmektedir.

Tablo 3: Ülke Riskini Belirleyen Önemli Değişkenler

En Çok Kullanılan Göstergeler	Bankaların Yüzdesi (%)
Ödemeler Dengesi	87
Borç Servis Rasyosu	52
Uluslararası Rezervler	39
Ekonomik Gelişmeler	39
Enflasyon/ Para Politikası	35

Kaynak: (Heffernan'dan Aktaran Erkoçak, 2015: 47)

Ülke riskine etki eden birçok ekonomik ve finansal faktör bulunmaktadır. Ancak çalışmada uluslararası bankaların ülke riski belirlemede önem sırasına göre sıraladığı Tablo 3'te ki beş faktör detaylı olarak açıklanmaktadır.

Ödemeler Dengesi, belirli bir zaman içerisinde ekonomide yerleşik kişilerin (Hükümet, Merkez Bankası, Diğer Bankalar, Farklı Sektörler) başka ekonomilerde ki yerleşik bireyler ile yapmış oldukları finansal işlemlerin sistematik olarak kayıtlarına ulaşmak maksadıyla hazırlanan istatistiki bir rapordur (TCMB, 2021). Finansal işlemler ile bahsedilen; finansal borçlar ve kaynaklar ilgili işlemleri, mal, hizmet ve gelirlerle ilgili işlemler ve bir ülkede ki yerleşik bireylerden diğer bir ülkede yerleşik bireylere çıkar beklemeksizin reel ya da finansal kaynakların sağladığı transferi kapsamaktadır (Bayrakdar, 2013: 18).

Ödemeler dengesi; ülkelerin diğer ülkelerle olan ekonomik ilişkilerinin bir ölçüsü olması yanında, enflasyon oranı, kalkınma hızı, GSMH, gelir dağılımı ve döviz kuru gibi ülkelerin makroekonomik göstergeleri ile de sıkı bir ilişki içerisinde. Ülkelerin ekonomik gücünün bir diğer göstergesi ise cari işlemler dengesidir. Cari işlemler dengesi, mal ve hizmet ihracatından, mal ve hizmet ithalatı çıkarılarak bulunur. Ülkelerin, farklı ülkelere olan borçlarını öderken kullanacakları dövizin kazanılmasında en önemli kaynaktır. Ülke risk analizlerinde cari işlemler dengesi değişkenleri, çoğu zaman başka değişkenlere oranlanmak üzere kullanılır. Ülke risk analizlerinde cari işlemler dengesinin en yaygın olarak kullanıldığı oranlama, cari işlemler açığının ihracata oranlanmasıyla ifade edilen cari işlemler pozisyonudur (Tunca ve Bayer, 1996: 1241).

Ülke riskini belirleyen ikinci ekonomik ve finansal gösterge; borç servis rasyosudur.

Borç servis rasyosu, ülke ihracat gelirlerinin ne kadarının dış borçlanma giderlerine ayrıldığını açıklayan bir rasyo olarak, borç yükünün ölçümünde yaygın halde kullanılmaktadır. Bu oran dış borçlanma dahil, ülkenin uluslararası likidite problemlerinin analizinde hayati önem taşıyan bir faktördür. Rasyonun büyük değer alması, ülke ihracat gelirlerinin dış borç giderini karşılama oranının küçülmesi anlamına geldiğinden, bu durumda, borçlu ülkenin dış borç ödemelerini zamanında ve eksiksiz yapabilme gücü azalır. Diğer açıdan, borç servis rasyosunun düşük değer alması durumunda, ülkenin ödemeler dengesinde olumlu bir görünüm ve buna bağlı olarak da ülkenin dış borç ödeme gücünde bir yükseliş olduğu şeklinde yorumlanır. Bu rasyo %18 ile %30 arasında bir değer alıyorsa o ülke orta derece borçlu, %30'u aşması durumunda ise yüksek derece borçlu olduğu kabul edilmektedir (Sarı, 2004: 10).

Yukarıdan hareketle borç servis oranının ülke riski belirleme açısından önemli bir faktör olduğu belirtilmektedir ve risk açısından oranlama ile kategorize edilmiştir. Borç servis rasyosu %18'in altında olduğunda riskin düşük olduğu, %18-30 arasında orta derecede bir risk olduğu ve %30 üzerinde gerçekleştiğinde ise riskin yüksek olduğu ifade edilebilmektedir.

Ülke riskini belirleyen üçüncü ekonomik ve finansal gösterge; uluslararası rezervlerdir.

Uluslararası rezervler, uluslararası para sisteminin ve likiditenin önemli bir parçasıdır. Ülkelerin sahip oldukları yabancı para karşılığı olan bütün menkul kıymetler ile altından oluşan aktifler toplamı olarak ifade edilebilir. Genelde ülkelerin az veya çok sahip oldukları önemli bir ekonomik kaynaktır. Uluslararası rezerv sayısal büyüklük olarak çoğunlukla ödemeler bilançosunun alt kalemi ve merkez bankalarının önemli bir bilanço kalemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Rezervi oluşturan varlıklara konvertibil dövizler, özel çekme hakları ve Uluslararası Para Fonu örnek verilebilir (Yaman, 2003: 4-5). Bir ülkenin uluslararası rezervinin çok olması ülke açısından olumlu bir durumdur. Rezervlerin az olması hatta negatif seviyelerde olması ülkenin ekonomik olarak riskli bir durumda olduğunun ve borç ödeme gücünün zayıfladığının bir göstergesidir.

Ülke riskini belirleyen dördüncü gösterge; ekonomik gelişmelerdir.

Ekonomik gelişme, kişi başına reel hasılda oluşan artışları göstermektedir. Fakat ortaya çıkan bu artışlar uzun dönemde incelemeye alındığında ülkenin üretim ölçeğinin genişlemesi sonucunda, potansiyelinin genişlemesi sonucunda veya daha üretken kullanılması nedeniyle ortaya çıkabildiğinden, ekonomik gelişme sorunu, genel olarak uzun süreli bir sorun olarak kabul edilir. Bu nedenle gelişme, makroekonomik anlamda daha çok arz cephesince belirlenir (Kibritçioğlu, 1998: 1).

Ülkede uygulanan ekonomi politikaları, ülkeye olan güveni etkileyerek ülkeye yapılacak yatırımları, bu yatırımlardan sağlanacak döviz girişini ve böylece ülkenin dış ekonomilere olan borcunu ödeyebilme kabiliyetini yakından etkilemektedir. Uygulanan güçlü ve istikrarlı ekonomi politikaları ülkeye direkt olarak yabancı yatırımları çekerek sermaye girişini ve ülkenin rezerv varlıklarını artırmaktadır (Krayenbuehl, 1998: 39).

Ülkelerin kredi derecelendirme analizlerinde, yabancı yatırımcılar tarafından yatırım kararı alınması aşamasında dikkate alınan faktörlerden olan ekonomik gelişme, ülkelerin yüksek büyüme oranları elde edebilmesi için uygulayacağı ekonomi politikaları sonucunda, ülkelerin temerrüde düşme riskini azaltmakta ve yüksek kredi notuna sahip olmalarını sağlamaktadır.

Ülke riskini belirleyen beşinci ve son ekonomik, finansal gösterge ise; enflasyondur.

“Enflasyon, fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artış eğilimidir” (TCMB, 2021). Bu durum ülke para biriminin sahip olduğu değeri kaybetmesi ve tüketicilerin satın alma gücünü kaybetmesine neden olmaktadır.

Gelişen Dünya’da ülke ekonomilerindeki dışarıya açılma, uluslararasılaşma olgusu, enflasyonun yüksek olduğu ülkeler başta olmak üzere tüm ülkelerde enflasyonun düşürülmesi yönündeki beklentiyi arttırmıştır. Döviz kuru politikaları, enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde daha çok önem taşımaktadır. Gelişmiş ülkeler büyük ölçüde esnek döviz kuru rejimini uygulamakta ve döviz piyasasına müdahale etmemektedir. 1990’ların sonlarına yakın, gözetimli döviz kuru rejiminin başarısız olması neticesinde fazla sayıda gelişmekte olan ülke, enflasyon hedeflemesiyle birlikte esnek döviz kuru rejimine geçmiştir. Döviz kurlarının enflasyonu etkileme gücünün, sermaye hareketlerinin oynaklığına, merkez bankalarının kredibilitesine, finansal yenilik ve çeşitlilik gibi faktörlere bağlı olduğu ifade edilmektedir (Işık ve Duman, 2008: 52-53).

Düzenli olarak enflasyon ile uğraşan bir ülkenin, ekonomi piyasalarının karşılaşabileceği herhangi bir şoka karşı vereceği tepki, düşük enflasyona sahip olan ülke ekonomilerine oranla çok daha büyük olacağı sebebiyle yatırımcılar açısından güvensiz görülür ve bir risk oluşturabilmektedir.

Ülke riskini belirleyen, ekonomik ve finansal göstergelerin, uluslararası bankalar tarafından en önemli görülenleri detaylı olarak açıklanmıştır. Ancak riski belirleyen ekonomik ve finansal göstergeler yalnızca açıklanan beşli değildir. Bunlara yıllık faiz oranları, para arzındaki büyüme ve dış borç stokları gibi faktörler de eklenebilir.

1.3.2. Politik Faktörler

Ülke riskinin ele alınmasında ikinci madde, politik faktörlerdir. Politik faktörler iç ve dış faktörler olarak ikiye ayrılabilir. Hükümetin yapısı, devlet birimlerinin birbiri ile uyumu ve ilişkileri, çalışma prensipleri, iç isyanlar, savaş,

işgaller ve komşu ülkelerle ilişkiler politik faktörlere örnek olarak verilebilir. Aşağıda tablo 4’te politik risk faktörleri iç ve dış faktörler olarak ayrıntılı şekilde sıralanmıştır:

Tablo 4: Politik Risk Faktörleri

İç Faktörler	Dış Faktörler
Politik yapı ve kurumlar	Bölgesel ekonomi ittifakları
İdeolojik yapı	Bölgesel savunma ittifakları
Kültürel yapı	Süper güçlerle ilişkiler
Güç merkezleri	Komşularla ilişkiler
Bürokrasi	Ülkedeki göçmenler ve azınlık hakları

Kaynak: (Shin, 2005: 25-26).

Tablo 4’te sıralanan faktörler, politik riskin ülke içinde bürokrasi, kültürel, ideolojik ve politik yapılardan kaynaklandığını ayrıca uluslararası alanda yaşanan ekonomik, siyasal ve savunma alanındaki ittifak ve ilişkilerden kaynaklandığını göstermektedir. Yazın’da da politik kriz ve borç ödememe arasında bir ilişki olduğu ifade edilmektedir. Bir ülkede hükümetin amaçlarıyla seçmenlerin istekleri arasında bir uyumsuzluk bulunduğunda politik kriz ortamından söz edilebilmekte, böyle bir ortamdaki ülkenin aynı zamanda büyük bir dış borç stokuna sahip olması da dış borçta temerrüde düşme ihtimalini artırabilmektedir (Iyengar, 2010: 12). Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için politik istikrarın önemi farklılık arz etmektedir. Gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelere göre politik istikrarsızlıklara karşı duyarlıdır ve politik olarak uygulanmakta olan olumsuzluk, ekonomisini doğrudan etkilemekte ve temerrüt riski oluşturmaktadır. Siyasi anlamda yaşanan, olumsuz açıklamalar da küreselleşen piyasada anlık olarak tepki alabilmekte ve ekonomiye doğrudan yansiyabilmektedir.

1.3.3. Sosyal Faktörler

Ekonomik ve politik faktörler ülkelerin borç yükümlülüklerini direkt olarak etkilemektedir. Sosyal faktörler ise, ülkelerin politik ve mali yapısını, tercihlerini etkilemektedir. Dolayısıyla sosyal faktörler, sermaye hareketlerini endirekt yünden etkilemektedir. Bir ülkenin sosyal istikrarı; demografik denge, eğitim düzeyi, dini ve etnik yapısı, nüfus yoğunluğu, çalışan sayısı ve sendikalar, gelir dağılımı ve aile yapısı

şeklinde unsurların bileşkesinin sonuçlarına bakılarak belirlenmektedir. Eğer sosyal yapı ahenk ve istikrar içerisindeyse sermaye yatırımlarında dikkate alınan ülke riski değerlendirmelerinde ülkenin riski düşük çıkacağından dolayı; bu istikrarın yatırım kararını da olumlu yönde etkileme gücü yüksek olacaktır. Bununla beraber sosyal yapıdaki dengesizlik ve uyumsuzluklar her an sosyal patlamalara sebep olabilmektedir. Bu vaziyet, mali ve siyasi istikrarı da negatif etkilediği için, yabancı sermaye yatırım kararlarını da ilgili ülke aleyhinde olumsuz yönde etkileyecektir. Ülkenin hukuk ve adalet sisteminin işleyiş etkinliği de ülke riski için belirleyici bir rol oynamaktadır. Yapılan yatırımların güvencede olması, sermaye ve hasılatlarını transfer ederken ya da bir itilaf durumunda hakkını arama sistemlerinin ortaklığı güven ortamı yaratmakta, tersi durumda ise söz konusu ülkeye karşı güvensizlik durumu meydana gelmektedir. Dolayısıyla ülke riski analizlerinde sosyal faktörlerin görmezden gelinmesi düşünülemez. Çünkü sosyal etmenler ülkenin ekonomik ve politik yapısını etkilemekte ve belirlemektedir. Bu nedenle mali, sosyal ve siyasi faktörlerin tamamı göz önünde bulundurularak analiz yapılmalıdır (Bayrakdar, 2013: 28-29). Ülke riski belirlenmesinde, bazı konular riske doğrudan etki ederken, bazı konular ise dolaylı yoldan etki etmektedir. Bu sebeple hiçbir konunun etkisi gözden kaçırılmamalıdır.

1.4. DÖVİZ KURU KAVRAMI

Döviz, en kısa haliyle yabancı ülke parası olarak ifade edilebilir, bu tanıma, banka havaleleri, döviz poliçeleri, ödeme emirleri ve seyahat çekleri de dahildir (Seyidoğlu, 2003: 78).

Küreselleşen ekonomide uluslararası ticaretin gerçekleşmesi için, en az iki farklı ülke parasının birbiri cinsinden değerinin bilinmesi gereklidir. Döviz kuru yerli para birimi ile başka bir ülke para birimi arasındaki değişim oranını ifade etmektedir. Bir diğer deyişle kambiyo kuru veya parite olarak adlandırılan döviz kuru sayesinde farklı uluslararası fiyat ve maliyet mukayesesi yapmak mümkün hale gelmektedir (Karluk, 2003: 371-372).

Zaman ilerledikçe küreselleşen dünyada, çoğu ülke kendi para birimini kullanmakta ve para birimleri uluslararası piyasalarda işlem görmektedir. Döviz kuru fiyatının yükselmesi, yerel para biriminin değer kaybetmesi olarak ifade edilirken,

döviz kuru fiyatının düşmesi ise yerel para biriminin değer kazanması olarak ifade edilebilmektedir (Teker T., 2018: 20). Döviz kurunun düşmesi, birim döviz satın almak için daha az yerel para ödeme anlamına gelirken, döviz kuru artışı, birim döviz satın almada daha çok yerel para ödeme anlamına gelmektedir.

1.5. DÖVİZ KURU ÇEŞİTLERİ

Döviz kuru çeşitleri; nominal döviz kuru, reel döviz kuru, efektif döviz kuru ve çapraz döviz kuru olarak ayrılmaktadır.

Nominal döviz kuru, bir birim yabancı paranın ulusal para cinsinden ifadesi ya da bir birim ulusal paranın yabancı para cinsinden ifadesidir. Burada bir birim yabancı paranın ulusal para cinsinden ifadesinde söylenmek istenen, örneğin 1 USD'nin 7.39 TL olması durumudur ve bu durum dolaysız kotasyon ve Avrupa yöntemi olarak da bilinmektedir. Bir birim ulusal paranın yabancı para cinsinden ifadesinde söylenmek istenen ise, örneğin 1 TL'nin 0,14 USD olması durumudur, bu durum dolaylı kotasyon ve Amerikan yöntemi olarak bilinir. Dolaylı kotasyon da olsa dolaysız kotasyon da olsa her ikisi de nominal döviz kuru olarak tanımlanır. Bir birim yabancı ülke parasının, örneğin 1 USD'nin 7.39 TL'den 7 TL'ye gerilemesi nominal döviz kurunun düştüğü gösterir ve nominal değer kazancı olarak nitelendirilir. Nominal değer kazancı, üretimi yurtdışında yapılan mal ve hizmetlerin ülke vatandaşları açısından daha uygun bir hale gelmesine öncülük ederken, ülke içerisinde üretilen mal ve hizmetlerin yabancı ülke vatandaşları için daha pahalı bir hale gelmesine yol açar. Nominal değer kaybı olarak nitelendirilen, nominal döviz kurunun yükselmesi, örneğin 1 USD'nin 7.39 TL'den 8 TL'ye çıkması sonucundan ise tam tersi bir durumla karşılaşılır. Yani üretimi yurtdışında yapılan mal ve hizmetlerin ülke vatandaşları açısından pahalı bir hale gelmesine yol açarken, ülke içerisinde üretilen mal ve hizmetlerin yabancı ülke vatandaşları için ucuz bir hale gelmesine yol açar (Ünsal, 2011: 140-141).

Reel döviz kuru ise nominal döviz kurlarındaki enflasyon farklılıklarını göz önünde bulundurarak; yurt dışı enflasyon oranıyla yurtiçi enflasyon oranına göre yeniden ayarlama yapılmış halidir. Reel döviz kuru, ülkeleri uluslararası ticarete

rekabet edebilirliklerinin önemli bir göstergesidir. Nominal döviz kurlarında ifade edilen mal ve hizmet fiyatlarındaki değişimi başka bir açıdan reel döviz kurları ile de ifade edilebilir. Yani eğer reel döviz kuru nominal döviz kurundan daha yüksek ise ülkenin ihracatı azalıp ithalatı artar diğer bir ifade ile eğer reel döviz kuru nominal döviz kurundan düşük ise ülkenin ihracatı artarken, ithalatı düşer (Keskin, 2009: 14). Çünkü nominal döviz kuru reel döviz kurundan yüksek olduğunda ülke içinde üretilen ürünlerin fiyatları ülke dışında üretilen ürünlerin fiyatlarına göre daha düşük olacağı için ihracat artacak, ithalat azalacaktır.

Efektif döviz kuru, ulusal para biriminin diğer para birimleri sepeti karşısındaki değerini ifade etmektedir. Sepette, ülkenin uluslararası ilişkilerde sıcak temasta olduğu ülke para birimleri katılabilir ve ülke para birimlerine ilişkiye oranla ağırlık verilebilir. Efektif döviz kuru aşağıdaki formül yardımıyla bulunmaktadır:

$$R = E \times \frac{(1+Pi)}{(1+Pd)}$$

R: Efektif Reel Kur

E: Efektif Nominal Kur

Pi: Yurtiçi Enflasyon Oranı

Pd: Dış Enflasyon Oranı

Formülde de görüldüğü gibi efektif reel kurun bulunması, efektif nominal kurun dış ve iç enflasyon oranlarına uygun olarak düzenlenmesiyle gerçekleşmektedir (Seyidoğlu, 2015: 396).

Döviz kuru çeşitlerinden sonuncusu olan çapraz döviz kuru, iki farklı ülke parasının her birinin, bir üçüncü ülke para birimi ile paritesi olarak tanımlanmaktadır. Uluslararası piyasalarda döviz kurları, çoğunlukla Amerikan doları ile yerel para birimi arasındaki değişim oranı şeklinde ifade edildiği için, Amerikan Doları dışındaki iki farklı ülke para birimi arasındaki değişim oranının dolaylı olarak Amerikan Doları cinsinden fiyatını bulmak çapraz kura bir örnektir (TCMB, 2021).

1.6. DÖVİZ KURU REJİMLERİ

Geçmiş zamanlara bakıldığında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin birçok ekonomik krizle mücadele ettiği bilinmektedir. Ekonomik krizlerin çıkmasında ya da büyüklüğünün artmasında o ülkede kullanılan döviz kuru rejimi çok etkili olmaktadır. Bu sebeple de ülkelerde, kendi ekonomisine uygun döviz kuru rejimi seçip bunları uygulamak hayati önem taşımaktadır (Roubini, 2012: 8-9). Yazın'da döviz kuru rejimleri için farklı sınıflandırmalar mevcuttur. Ancak genel olarak döviz kuru rejimi, sabit döviz kuru rejimi, esnek döviz kuru rejimi ve karma döviz kuru rejimi olarak üçe ayrılmaktadır.

Sabit döviz kuru, ulusal para biriminin, başka ülke para birimi veya birimlerinin değerine göre eşitlenmesidir. Sabit döviz kuru rejimde, yerel para biriminin diğer ülke para birimlerine göre olan değeri, merkezi otorite yani devlet, merkez bankası gibi belirli bir kurulca belirlenmektedir. Bu rejimde kur, sabit bir seviyede belirlenir ve karar mercii tarafından tekrar değiştirilme zamanına kadar aynı seviyede kalır. Para biriminin değeri, genellikle dış açık ve fazlanın dengelenmesi amacıyla, kur ayarlaması yaparak belirlenir (Eroğlu ve Diğerleri, 2016: 373).

Sabit döviz kuru rejiminde yerli paranın merkezi otorite kararı ile değerinin yükselmesi, revalüasyon, değerinin düşmesi ise devalüasyon olarak adlandırılmaktadır. Bu kavramlar sadece sabit kur sisteminde bulunmakla beraber dalgalı kur sisteminde kavramların karşılığı kur dalgalanması olarak ifade edilmektedir (Karluk ve Diğerleri, 2019: 115).

Sabit kur rejiminde, kurların sabit olması daha uzun zamanlı yatırım planları yapılabilmesine olanak sağlar. Aynı zamanda ekonomik birimler, önlerini daha iyi görebildikleri için daha fazla risk alabilmektedir. Bu olaylar ülkede ticaret hacminin artması ve daha iyi bir ekonomik refaha ulaşmaya katkı sağlar. Sabit kur rejiminin dezavantajına ise yerel para birimini oranlandığı, diğer bir ifadeyle sabitlendiği, başka ülke para biriminden direkt olarak etkilenmesi sonucu ekonominin bütününde ortaya çıkan olumsuzluklar ve bu olumsuzluk sonucunda para politikasının bağımsız bir şekilde uygulanmasının zorlaşması örnek olarak verilebilir (Gök, 2006: 132-133).

Esnek kur rejiminde ise döviz kurları, toplam döviz arzı ve talebinin kesiştiği noktada oluşmaktadır. Piyasalarda bir değişim olduğunda bu duruma tepki olarak döviz kurlarında da değişim olmasıdır (Arslan, 2005: 72).

Esnek kur rejimlerinin tercih edildiği ülkelerde döviz kurlarının serbest olarak hareket etmeye bırakılması sonucunda, kurları; yurtiçi enflasyon oranıyla yurtdışı enflasyon oranı belirlemektedir. Çünkü döviz kurlarında ortaya çıkan bir yükseliş, ithal ürünlerinin ülke içi fiyatlarının artmasına neden olurken kurlarda ortaya çıkan bir azalış ithal ürünlerin ülke içi fiyatlarının düşmesine sebep olmaktadır. Bunun tam karşısı olarak kurlarda meydana gelecek bir düşüş yerli ürünlerin fiyatlarının ülke dışında yükselmesi anlamına gelirken kurlarda ortaya çıkan bir yükseliş ise yerel ürünlerin fiyatının ülke dışında düşmesi anlamına gelmektedir. Dolayısı ile döviz kurları yükseldiğinde ithalat azalırken ihracat artmaktadır. Dışa bağımlı bir ekonomide, ekonomi politikaları belirlenirken faiz, döviz kuru ve sermaye hareketleri arasındaki uyum önemli bir yer tutmaktadır. Bir ekonomide sermaye hareketleri serbest ise, faiz ve döviz kuru kontrol altında tutulabilir. Fakat her ikisini birden denetim altında tutmaya çalışmak sermayenin serbestçe dolaşmasından yararlanan sermaye sahiplerinin sermayesini dışarıya aktarmasına neden olabilmektedir (Özkan, 2020: 12-13).

Esnek kur rejiminin farklı uygulama yöntemleri mevcuttur. Bunlar; tam esnek kur rejimi, müdahaleli esnek kur rejimi ve bant içinde dalgalanma rejimi olarak ifade edilmektedir. Esnek kur rejiminde merkez bankası ya da farklı bir kurumun paranın dış değerine müdahalede bulunmadığı rejime tam esnek kur rejimi denilmektedir. Merkez bankasının döviz kuru hareketliliğine müdahale etmesi dalgalı döviz kuru rejimini bozmasa bile tam dalgalanmadan koparmaktadır. Müdahaleli dalgalı kur rejimi, merkez bankasının kurdaki değişimlere döviz alıp satarak müdahalede bulunduğu rejimin adıdır. Merkez bankası tarafından bazen de dalgalanmalara müdahale etmek için bir bant aralığı seçilir. Döviz kurunun bir bant aralığında dalgalandığı, bu bandın altına inmesi veya üstüne çıkması halinde merkez bankasının müdahale etmesi biçiminde uygulanan rejime bant içinde dalgalanma rejimi denilmektedir (Eğilmez, 2012). Erişim Tarihi (06/01/2021).

Sabit döviz kuru rejiminde disipline bağlı kalınarak enflasyon düşük tutulabilir. Ancak buna karşılık ekonomik şoklara karşı savunmasız kalınmaktadır. Esnek döviz kuru rejiminde ise müdahale en aza indirilerek bağımsız para politikası uygulanabilirken, ülke içinde oluşan veya küresel olarak gerçekleşen şokları bertaraf etmektedir. Buna karşılık kredibilite kaybı ve yüksek enflasyon yaşanabilmektedir. Bu iki uç rejimler arasında farklı derecede esneklik ve kredibiliteye sahip karma rejimler bulunmaktadır. Bunlar serbest dalgalanma, kirli (gözetimli) dalgalanma, aralık içinde dalgalanma, kaygan aralık, yönlendirilmiş sabit aralık, ayarlanabilir sabit döviz kuru, para kurulu ve tam dolarizasyondur (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000: 7-8). Tablo 5'te karma döviz kuru rejimleri ve bu rejimlerin temel özellikleriyle beraber olumlu ve olumsuz yanları açıklanmaktadır.

Tablo 5: Karma Döviz Kuru Rejimleri

Karma Rejimler	Temel Özellikler	Olumlu Yanlar	Olumsuz Yanlar
Serbest Dalgalanma	Döviz kuru serbest piyasada belirlenir. Merkez bankası döviz piyasasına müdahale etmez.	Nominal döviz kurundaki değişim içsel ve dışsal şokların gerektirdiği ayarlamaların hepsini yansıtır. Yüksek düzeyde rezerv birikimine ihtiyaç yoktur.	Yüksek oranlı nominal ve reel döviz kuru dalgalanmaları kaynak dağılımını olumsuz etkiler. Para politikası döviz kuru dışında bir nominal çıpa çerçevesinde şekillenir.
Kirli (Gözetimli) Dalgalanma	Merkez bankası döviz piyasasına müdahaleye hazır durumdadır. Müdahale sıklığı ve şekli hedef doğrultusunda değişir. Doğrudan müdahaleler uluslararası rezervlerde değişim yaratırken, dolaylı müdahaleler (faiz oranlarında değişim, likidite veya diğer finansal araçlar yoluyla) yaratmaz	Piyasaya tepkisi serbest dalgalanan kur benzeridir ancak daha yüksek düzeyde uluslararası rezerv birikimine ihtiyaç vardır. Döviz kurlarındaki aşırı hareketliliği önler.	Merkez bankasının hareketinin şeffaf olmayışı piyasalarda belirsizliğe neden olabilir. Uygulamada müdahalelerin etkileri "sinyal" niteliğinde bile olsa kısa süreli olmaktadır. İstikrar kazandırıcı değildir.
Aralık İçinde Dalgalanma	Nominal döviz kuru belirlenen merkez parite etrafında aşağı/yukarı belli aralık içinde serbest dalgalanır. Sapmalarda parasal otorite piyasaya müdahale eder. Aralık genişliği değişir. Daraldıkça sabit kur sistemine, genişledikçe dalgalı kur sistemine yakınsar.	Sistem belirli esneklikle kredibilitiyi sağlamaktadır. Aralık ve merkez parite gibi anahtar bilgiler piyasanın bekleyişlerini şekillendirir. Aralık içinde gerçekleşen dalgalanmalar piyasadaki şok değişimleri absorbe eder.	Aralığın dar olduğu ve makro politikaların sisteme uyumlu olmadığı durumlarda uygulama istikrar önleyici olabilir ve spekülasyon ataklara neden olabilir. Sistemin esnekliği aralık ve merkez parite değerlerinin revize edilmesine olanak tanır. Bu ise uygulamanın kredibilitisini düşürmektedir
Kaygan Aralık	Parasal otorite belirli bir merkez pariteyi izlemeyi taahhüt eder. Ancak, merkez parite aralıklarla çeşitli göstergeler ışığında	Sistem dünya ortalaması üzerinde enflasyon yaşayan ülkelerde aralık sisteminin uygulanmasına olanak tanır ve ülke	Merkez paritenin ayarlanma dönem ve oranlarının bilinmeyişi piyasalarda belirsizlik ve faiz oranlarında hareketlilik

	ayarlanır. Bu sistem aralık sisteminin yüksek enflasyonlu ülkelerde uygulama biçimidir.	parasının önemli oranda değer kazanmasını önler.	yaratabilir. Aralık tayini önemlidir.
Yönlendirilmiş Sabit Aralık	Aralık sisteminde merkez paritenin zaman içinde ayarlanmasıdır. Yönlendirme oranı farklı kurallara bağlanabilir. Geçmiş enflasyon oranları farkı gibi geriye dönük ya da beklenen enflasyon oranı gibi ileriye dönük yaklaşımlar en sık uygulamalardır.	Yüksek enflasyonlu ülkelerde aralık sisteminin uygulanmasına, merkez paritede yüksek oranlı ayarlamalar yapılmaksızın, olanak tanır.	Yönlendirme oranının tayini önemli riskler taşır. Geçmişe dönük yaklaşım sistemde enflasyonist süreç yaratabilir. Geleceğe dönük yaklaşım ise yanlış enflasyon hedefleri doğrultusunda belirlendiyse ulusal paranın aşırı değerlendirilmesine ve spekülasyon baskılara yol açabilir
Ayarlanabilir Sabit Döviz Kuru	Bretton Woods sistemidir. Nominal döviz kuru sabittir ancak Merkez bankası sıkı kurallara bağlı değildir. Politika dışına çıkabilirler. Parite ayarlamaları (devalüasyon) sıkça kullanılır	Belirsizliklerin az olduğu ortamda makroekonomik disiplin sağlar. Gerekli durumlarda devalüasyon olanağı "çıkış-noktasıdır ve sisteme esneklik kazandırır	Uygulamada devalüasyonlar genelde yüksek oranlı yapılmakta, sistemde belirsizlik oluşturmakta ve enflasyonist baskılar yaratmaktadır.
Para Kurulu	Kesin kurallara bağlanmış sabit kur sistemidir. Para politikasında yasal sınırlamalar mevcuttur. Para otoritesi yerli parayı yalnız yabancı para girişi karşılığı basabilir.	Kredibilite unsurunu açıklayıcı bir sistemdir ve "zaman tutarsızlığı" sorununu ortadan kaldırır.	Kredi açısından önemlidir ancak sistem esnek değildir. Önemli dışsal şoklar tamamen işsizlik ya da ekonomik aktivite yoluyla absorbe edilir. Merkez bankası "son kredi mercii" fonksiyonunu yitirir.
Tam Dolarizasyon	Para kurulu sisteminin en uç formudur ve uygulaması yoktur. Bir ülkenin parasal bağımsızlığına son vererek diğer ülkenin para birimini kullanmasıdır.	Kredibilite unsurunu maksimize eden sistemdir. Teori olarak parasal otoritenin farklı davranış hakkı yoktur.	Para kurulu sisteminde olduğu gibi kredibilite açısından olumlu ancak esneklik olarak olumsuz bir sistemdir. Tüm dışsal şoklar reel ekonomi tarafından absorbe edilir. Merkez bankası "son kredi mercii" fonksiyonunu yitirir. Önemli ulusal ve politik engeller mevcuttur.

Kaynak: (Edwards ve Savastano, 1999: 6-7).

1.7. SEÇİLMİŞ ÜLKELERDE UYGULANAN DÖVİZ KURU REJİMLERİ

Türkiye 1980’le başlayan ve 1990’lı yılların sonuna kadar devam eden yıllarda, döviz kurlarının piyasada belirlendiği fakat merkez bankasının sürekli olarak müdahaleleriyle yön verdiği müdahaleli dalgalı döviz kuru uygulanmıştır. 2000’li yılların başında kur rejimi değiştirilerek, bant içinde dalgalanma rejimine geçilmiştir. 2001 kriziyle bu rejiminde çökmesi sonucu, Türkiye dalgalı kur rejimine geçmiş ve uygulamada müdahaleli dalgalı kur rejimi faaliyete başlamıştır. Uygulanmaya devam eden bu rejime göre; merkez bankası kurlarda ortaya çıkan abartılı oynaklık hallerinde

ihale yoluyla ya da önceden ilan edilmemiş alım satım uygulamalarıyla kurlara müdahale ederek istediği sınırlara çekmeye çalışmaktadır (Çevik, 2020: 80).

Güney Afrika'da, 1984 yılı sonrasında yaşanan politik gelişmeler ve hükümetin ırkçı politikalarına karşı uyguladığı uluslararası finansal yaptırımlar, para politikası kurulunun, döviz piyasalarında etkisinin tekrar görülmesine sebep olmuştur. Yurtdışı yerleşiklerin sermaye transferinde döviz kontrolleri, ticari ve finansal rand olarak ikiye ayrılıp yeniden uygulamaya konulmuştur. 1985 yılında kontrollerin artırılması ile ikili döviz kuru rejimi uygulanmıştır. 1992 yılındaki çok partili seçimler sonrası, döviz piyasalarında reformlar bir kez daha uygulamaya konulmuştur. 1984 yılında yürürlüğe giren ikili döviz kuru rejimi, 1995 yılının üçüncü ayında finansal randın kaldırılması ile sonlandırılmıştır. İlerleyen zamanlarda, rand yerli yatırımcıların ve kurumların yurtdışı yatırımları için konvertibl hale getirilmiştir. Liberal ve piyasa odaklı döviz piyasalarının oluşumu için ilave iyileştirmeler yapılmıştır (Kodongo, 2011: 7-8).

Brezilya'da ise esnek döviz kuru rejimi uygulanmaktadır. Esnek döviz kuru rejimlerine geçiş, para politikası kurulunun aldığı karar ile yapılan değişiklikten ziyade daha çok planlanmamış bir politika değişikliği olarak ifade edilebilir. 1995 yılında fiyat istikrarını sağlamak için yerli para dolara sabitlenmiştir. Bu yöntemle 1998 yılında enflasyon yurt dışı ortalamalara kadar düşürülürken, bu sefer de ülkenin dışarıya karşı kırılganlığı artmıştır. Piyasaların, ülke ekonomisine güveni azaldıkça, sabit kur rejiminin sürdürülebilme maliyeti oldukça yükselmiş ve merkez bankasının esnek kur rejimine geçmekten başka bir çaresi kalmamıştır (Shikida ve Diğerleri, 2011: 1752).

1.8. DÖVİZ KURU REJİMİNİN MAKROEKONOMİK PERFORMANS ÜZERİNE ETKİLERİ

Ülkeler kendilerine uygun döviz kuru rejimlerini seçmek ve uygulamakla mükelleftirler. Döviz kuru rejimlerinin farklı olumlu ve olumsuz yönleri olduğu için, bir döviz kuru rejimi bir ülkede sağlıklı şekilde uygulanabilirken, başka bir ülkede sağlıklı bir şekilde uygulanamayabilir. Bu sebeple ülkelerin mevcut şartlarına ve iktisadi yapılarına göre döviz kuru rejimlerini seçmeleri gerekir. Gelişmekte olan

Ülkelerin ekonomi Şartları ve tehditlere karşı kırılganlıkları, gelişmiş ülkelere oranla daha kötü durumda olduğu için kur rejimlerinde doğru adım atmaları daha çok önemlidir. Yapılacak hatalar ülke ekonomisini krize sürükleyebilir ve bu durumda ülkelerin krizi aŐabilmek için ciddi çaba harcamaları gerekebilir. Ayrıca döviz kuru rejiminin tercihi ve doğru bir Şekilde uygulanması ülke ekonomisinin daha hızlı büyümesine ve güçlenmesine vesile olabilmektedir (zkan, 2020: 30).

Kısacası, ülkelerde uygulanan döviz kuru rejimleri, seçilen rejime göre ve bu rejimi uygulama baŐarısına göre Tablo 6’da açıklanan çeşitli makroekonomik etkilere sebep olmaktadır;

Tablo 6: Sabit ve Esnek Kur Rejiminin Makroekonomik Performansa Etkileri

	Enflasyon	Büyüme	Oynaklık	Krizler
Sabit Kur Rejimi	Para politikasının güvenilirliği artar ve enflasyon düşer.	Faiz oranları ve kur belirsizliğinin azalması yatırımı artırır, işlem maliyetini azaltır ve ekonomik büyüme artar.	Reel Şoklar, ve nominal sertlikler karşısında kur oynaklığı artabilir.	Para birimine karşı spekülatif saldırı riski yüksek, sermaye akıŐları değişken ve bankacılık sektörü riskli
Esnek Kur Rejimi	Esnek kur rejiminde kurumların güçlü olması ve sağlam bir finansal sistem enflasyonu düŐür.	Reel Şokların, ekonomiye etkisinin engellenmesi nedeniyle büyüme artar.	Kur oynaklığı piyasaya direkt yansıtılabilir.	Para birimine karşı spekülatif saldırı riski düşük ve bankacılık sektörü güvenli.

Kaynak: (Rogoff ve Diğerleri, 2003: 30)

Ekonomide istikrarın oluŐması için uygulamaya konulması gereken en önemli karar enflasyon ile mücadeleyi kapsayan bir mali politikadır. Enflasyon sorunun önemli olmasının iki sebebi vardır. İlki, ekonomideki belirsizliklerin çoğalarak, büyümeyi istikrarsız hale getirmesi, ikincisi ise enflasyonla mücadeledir. Döviz piyasalarındaki istikrarsızlık ve döviz kurlarındaki yükseliş ülkelerin yaŐam standartlarını olumsuz etkilemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon ile döviz kuru bağlantısı önemli bir bütündür. lkelerde döviz kurlarında ortaya çıkan değişimler fiyatları önemli derecede etkilemektedir. Dövizin değeri yükseldiğinde

yerli paranın değeri düşeceği için fiyatlar genel seviyesi artacaktır. Aynı şekilde dövizin değerinde meydana gelen düşüş fiyatlar genel seviyesini düşürecektir. Gelişmekte olan ülkeler üretim yapabilmek için ithalatı artırmaları gerektiğinden döviz kurlarında meydana gelecek değişim mal fiyatlarını etkileyeceği için üretim maliyetleri değişmektedir. Bu yüzden döviz kuru ile enflasyon arasında sıkı bir ilişki vardır. Esnek kur rejimlerinin, sabit kur rejimlerine göre enflasyona etkisi daha fazla olmaktadır. Sabit kur rejimleri ve enflasyon arasındaki ilişki güven ve disiplin unsuruna bağlıdır (Kavanoz, 2017: 61-62).

Kur rejimlerinin büyümeye etkisi ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyi ile ilgilidir. Mali sistemin içsel ve dışsal şoklara karşı yeterli olmaması olumsuz etkilere sebep olmaktadır. Bu yüzden mali sistemin gelişmiş olması gerekmektedir. Döviz rejimleri ekonomik büyümeyi yatırımlar ya da artan verimlilik ile etkileyebilmektedir. Esnek kur rejiminin içsel ya da dışsal şoklar karşısında istikrarlı olması, dışsal şoklar karşısında fiyatlarda düzenlemelerin hızlı bir şekilde yapılması büyümeyi olumlu etkilemektedir (Kavanoz, 2017: 63).

Sabit kur rejiminin ekonomide politik belirsizliği ve görece fiyat değişkenliğini azaltması yoluyla yatırımları teşvik etmesi büyümeyi pozitif etkileyecektir. Ayrıca, fiyat düzeyinin düşük olması faiz oranlarının düşürülmesini sağlayarak büyümeyi olumlu etkileyecektir. Ancak, sabit kur rejiminde ortaya çıkacak negatif dışsal şok faktörü ekonomik belirsizliğe sebep olacaktır. Rejimde fiyatlar ve ücretler esnek olmadığı için ekonominin zarar görmesi de yüksek ihtimalle gerçekleşecektir (Taban'dan Aktaran, Kavanoz, 2017: 63).

Döviz kuru rejimleri uygulanan rejim türüne göre, şoklara karşı farklı tepkiler verebilmektedir. Bazı kur rejimleri ekonomik kesimden gelen şoklara karşı koyabilirken, bazı rejimler reel kesimden gelen şoklara karşı koyabilmektedir. Aynı şekilde bazı kur rejimleri dışsal, bazıları ise içsel şoklara karşı iktisadi durumu daha kırılgan hale getirmektedir. Uygulanan kur rejimi ile beraber aslında ekonominin hangi şok türlerine karşı etkili olup olmadığı da belirlenmelidir. Bu belirlemeler yapılırken; milli gelir büyüklüğü, siyasi durum, jeopolitik konum, uluslararası ticari ilişkiler ve mal ikamesi olup olmadığı gibi faktörlere bağlıdır. Sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde ekonomi, içsel şoklara karşı daha açık ve daha dirençlidir. Bu kur rejimi uygulanırken,

kurda istikrar sağlanır ve dışa dönük bir ekonomide istikrar tüm alanlara dağılır. Bu sebeple sabit kur rejimleri içsel şoklara karşı bir bağışıklık kazanabilir. Esnek kur rejimi ise sabit kur rejimine göre dışsal şoklara karşı daha dirençlidir.        kur istikrarı bir hedef olmadığı için, kurdaki artış, dışsal şokları azaltarak ekonomik birimler üzerinde ki yaratacağı darbeyi en aza indirger. Ayrıca esnek kur rejiminde uygulanan para politikası konusunda, para otoritesinin serbest olması da dışsal şoklarda bir avantaj sağlamaktadır ( nan, 2002: 41-42).

Geçmiş zamanlarda; 1994 Meksika, 1997 Asya, 1998 Brezilya, 2000 Arjantin ve 2001 Türkiye ekonomik krizlerinin tümü döviz kurların önemli oynaklıklara sebep olmuştur. 1990'lı senelerde yaşanan ekonomik krizler gelişmekte olan ülkeler için olumsuz sonuçlar yaratmış ve mücadele dönemi ile geçmiştir. Bu krizlerin tabanında, uygulanmakta olan kur rejimleri ile uyuşmayan para politikası mevcuttur. Para politikasının uyumlu olmamasının altında ise ekonomi politikası yatmaktadır. Bu tür ülkelerin uyumsuz politika tercihleri, likit varlık sıkıntıları, bilanço hataları, bulaşma etkisi, mali alt yapıdan kopuş ve anlık sermaye  ıkışları gibi etkilerle karşı karşıya kalınmıştır (Kavanoz, 2017: 65).

Özetlemek gerekirse, 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerin etkisiyle gelişmekte olan ülkeler dalgalı kur rejimini tercih etmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerin birbirinden farklı özellikleri bulunduğunu göz önüne alırsak, tüm ülkeler için her zaman geçerli olabilecek tek bir kur rejimi bulunmamaktadır. Bu sebeple, kur rejimi seçiminin ülkenin mali ve siyasi özelliklerine göre yapılması daha uygun olmaktadır. Kur rejimi seçimi fark etmeksizin kur rejimlerini destekleyecek uygun makro politikalar uygulanmadığı zaman, söz konusu kur rejiminin krizleri karşı dayanıklı ve devam ettirilebilir olması da mümkün olmamaktadır (Frankel, 1999: 31).

1.9. PAY SENEDİ KAVRAMI

Sermaye Piyasası Kurulu tarafınca Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren (VII-128.1) sayılı "Pay Tebliği"nde "Pay", ortaklığın sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymet şeklinde tanımlanmıştır.

Pay senedi ise ortaklığın ihraç ettiği, ortaklık sermayesinin payını temsil eden kıymetli evrak vasfına sahip senettir. Diğer bir tanımla pay senedi, firmanın mali

varlıkları üzerinde mülkiyet hakkını temsil eden bir menkul kıymettir. Bu senedi çıkarma hakkını elde eden sermaye şirketinin sermayesi belli paylara bölünür ve her pay karşılığı bir pay senedi verilir. Pay senedi sahipleri şirkete ortak oldukları için tüm faaliyet ve finansal riske katlanır (Sarıkovanlık, 2020: 169).

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunun 487. Maddesi uyarınca, pay senedinin; şirket unvanı, sermaye tutarı, kuruluş tarihi, bu tarihteki sermaye tutarı, ihraç edilen pay senedinin tertibi, bunun tescil olduğu tarihi, senedin çeşidi ve itibari değeri, kaç payı içerdiğini belirtmesi ve şirket adına imza atmaya yetkili olanlardan en az ikisi tarafından imza edilmiş olması şartı aranır.

Payların getirisi; sermaye kazancı ve kâr payı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Sermaye kazancı, payların değerinde belirli bir süre içerisinde meydana gelen yükselişten sağlanan gelirdir. Kâr payı ise şirketlerin sene sonunda ellerinde bulunan kârı, ortaklara payları oranında paylaşması ile elde edilen gelirdir (Çimen, 2017: 4).

Pay Senetlerinin diğer özelliklerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür: (Bakkal ve Diğerleri, 2012: 18-19).

- Pay senetleri mali refahı yükseltmek amacıyla, işletmelerin mülkiyetini geniş bir tabana yayarak toplumda daha dengeli bir gelir dağılımı sağlar.
- Pay senetleri iktisadi konularda halkı az da olsa söz sahibi yaparak demokrasinin mali yönünü tamamlar.
- Pay senetleri halkın, tasarruflarını faizsiz bir şekilde değerlendirmelerini sağlar ve sıkı şekil şartlarına tabiidir.

1.10. PAY SENEDİ PİYASALARI

Sermaye piyasası; pay senedi, tahvil ve benzeri menkul kıymetlerin alınıp satıldığı yerlerdir. Sermaye piyasasının alt bir piyasası niteliği taşıyan pay senedi piyasasının bir borsaya sahip olması önem arz etmektedir.

Pay senedi piyasaları, en kısa tanımla pay senetlerinin alım ve satımının yapıldığı pazarlardır. Finansal sistemin önemli bir bölümü olan pay senedi pazarları tasarruflarını yatırıma dönüştürmek isteyenlerin kanun ve nizamlar çerçevesinde organize piyasalarda tasarruflarını değerlendirmesine katkıda bulunmaktadır (Kar ve Ağır, 2006: 15). Organize piyasaların en önemli ve etkili kurumu ise borsalardır.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na göre Borsa, anonim şirket şeklinde kurulan, sermaye piyasası araçları, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve kurulca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere kendisi ya da piyasa işleticisi tarafından işletilen ve/veya yönetilen, alım-satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getirilen ya da bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştıran, kanuna uygun olarak yetkilendirilen düzenli faaliyet gösteren sistemleri ve pazarları ifade eder.

Borsa; menkul kıymetlere likidite sağlar, bununla beraber menkul kıymetlerin pazarlarda tek bir fiyattan işlem görmesini olanaklı kılar, mülkiyeti tabana yayar, sermayeye hareketlilik kazandırarak ekonomideki yapısal değişikliği kolaylaştırır, güvence sağlar ve barometre işlevi görür. Bir borsanın ekonomide barometre görevini yerine getirebilmesi için borsada gerçekleşen fiyat hareketliliklerinin yönünün toplu bir şekilde takip edilmesi gerekir. Bu görevi piyasa endeksleri yerine getirmektedir. Bu noktada karşıya piyasa endeksi kavramı çıkmaktadır. Pay senedi piyasa endeksi, genellikle bir pay senedi örneğine bağlı kalarak, pazarın toplam performansını yansıtabilme sebebiyle oluşturulan istatistiki bir göstergedir (Dağlı, 2000: 190). Örneğin Borsa İstanbul'da "BİST 100" pay senedi endeksi bulunur ve bu endekste piyasa ve işlem hacmi açısından en yüksek yüz pay senedi performansı ölçülmektedir.

Sermaye piyasaları gelişmiş olan ekonomilerde, şirketlerin halka açık yapıları, pay senedi sayısındaki artış ve yatırımların çekici olması gibi sebeplerle ufak sayılabilecek meblağdaki tasarrufların, pay senedi yatırımlarına yönlendirilmesi mülkiyetin tabana yayılabilmesi açısından önem arz etmektedir. Aynı şekilde şirketlerin sermaye artırımını sonucu pay senedi satışı yoluyla ortak sayılarını artırması da önemlidir (Kar ve Ağır, 2006: 17). Bu bağlamda dünyanın en büyük 10 pay senedi piyasası aşağıda Tablo 7'de listelenmiştir:

Tablo 7: En Büyük 10 Pay Senedi Piyasası ve Piyasa Büyüklükleri

Pay Senedi Piyasası	Piyasa Büyüklüğü
New York Stock Exchange (NYSE)	%31.5
Nasdaq	%14.5
Japan Exchange Group	%6.0
Shanghai Stock Exchange	%5.5
Hong Kong Exchanges	%5.0

Euronext	%4.3
Shenzen Stock Exchange	%3.9
London Stock Exchange	%3.5
Saudi Stock Exchange	%2.4
TMX Group	%2.2
Diğer Piyasalar	%21.2

Kaynak: (Visual Capitalist Datastream, 2020). Erişim Tarihi (03/02/2021).

Tablo 7’den hareketle piyasa büyüklüğü bakımından ilk iki borsa ABD’de kurulmuş olan NYSE ve Nasdaq’tır ve bu borsalar uluslararası piyasanın yaklaşık %46’lık bölümünü oluşturmaktadır.

Gelişmekte olan pazarlarda risk, gelişmiş ülke pazarlarına göre daha yüksektir. Bunun sebepleri şunlardır: Gelişmekte olan pazarlarda büyük firmaların pay senetleri ülke piyasa kapitalizasyonunun büyük bir kısmına hâkimdir ve bu durum çeşitlendirme fırsatını azaltmaktadır. Büyük firma pay senetlerinin getirileri, pazarın tamamının getirisine hükmetmektedir. Ayrıca gelişmiş ülke pazarları, ekonominin değişik sektörlerini farklı biçimde etkileyen güçlere sahip iken, gelişmekte olan pazarlarda ortaya çıkan bir olay bütün pay senetlerini etkiler. Bu nedenlerden dolayı gelişmekte olan pazarların getirilerindeki oynaklık daha fazladır (Evrin, 1999: 194).

Gelişmekte olan pazarlarda yatırım yapmaya yönelten nedenler arasında, gelişmekte olan pazarların yatırım yapacak olanlara daha fazla kazanç elde etme imkânı sunuyor olmasıdır. Daha fazla kazanç yaratma fırsatının oluşunda yatırım araçlarının geniş olması, otoritelerin müdahaleleri ile rekabetin engellenmesi ve böylece pazarlarda faaliyet gösteren şirketlerin daha çok kar etmesi ve yeteri kadar etkin olmayan bu pazarlarda gerçek fiyatından daha düşük değerlenmiş olan pay senedi bulma olanağının olması gibi faktörlerin etkili olduğu söylenebilmektedir. Bu durumda, uluslararası platformda işlem gerçekleştiren bir yatırımcı, söz konusu ülkelerdeki şirketlerin pay senetlerini gelecekte yükselebileceği beklentisiyle satın alarak ya da arbitraj imkânından yararlanarak gerçekleştirmiş olduğu yatırımlardan kendi ülkesine kıyasla daha fazla kazanç elde etme şansı yakalamaktadır (Ayaydın, 2013: 106).

Gelişmekte olan piyasalara; günümüz dünyasında özellikle Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika (BRICS) ülkeleri piyasaları örnek verilebilir. BRICS ülkeleri sahip oldukları zengin doğal kaynakları ve yüksek büyüme oranları nedeniyle

dikkatleri üzerine çekmektedirler. Ayrıca Türkiye, Meksika, Güney Kore, Endonezya ve Nijerya’da gelişme potansiyellerinden dolayı ön plana çıkmaktadırlar. Adı geçen ülke piyasalarından çalışma da ele aldığımız Türkiye, Brezilya ve Güney Afrika piyasaları hakkında aşağıda bilgiler verilecektir.

1.10.1. Türkiye

Borsa İstanbul (BIST), 1985 senesinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (IMKB) başlığı altında kurulmuştur. 2013 senesinde şimdiki adını almıştır. Borsa İstanbul’da; Pay Piyasası, Borçlanma Araçları Piyasası, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası olmak üzere dört farklı piyasa bulunmaktadır (Borsa İstanbul(a), 2021). Erişim Tarihi (04/02/2021). Ayrıca Borsa İstanbul’da işlem gören 477 farklı pay senedi mevcuttur (Kamuyu Aydınlatma Platformu, 2021). Erişim Tarihi (04/02/2021).

Borsa İstanbul’un başlıca amacı ve faaliyet konusu; “Kanun hükümleri ve ilgili mevzuat çerçevesinde, sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde, şeffaf, etkin rekabetçi, dürüst ve istikrarlı bir ortamda alınıp satılabilmesini sağlamak, bunlara ilişkin alım satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getirmek veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştırmak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler ile teşkilatlanmış diğer pazar yerleri oluşturmak, kurmak ve geliştirmek, bunları ve başka borsaları veyahut borsaların piyasalarını yöneltmek ve/veya işletmek ve ana sözleşmesinde yazılı olan diğer işlerdir” (Borsa İstanbul(b), 2021). Erişim Tarihi (04/02/2021).

Kurulduğu günden bu yana Türkiye ekonomisine ve sermaye piyasasına oldukça katkısı bulunan Borsa İstanbul’da hesaplanan birçok endeks olmakla birlikte BIST 100 (Borsa İstanbul 100 Endeksi veya BIST 100 Ulusal Endeksi), genel BIST piyasa performansına ulaşması amacıyla en yaygın kullanılan endekstir. Borsa İstanbul’daki en büyük 100 şirketin borsa değeri olup ülke ekonomisindeki ekonomik faaliyetlerin göstergesi olarak görülmektedir ve günlük şekilde hesaplanmaktadır (Öztekin ve Diğerleri, 2016: 698-699).

1.10.2. Brezilya

Brezilya’da Borsa, ilk olarak 1845 senesinde Rio de Janerio’da kurulmuştur. İlerleyen süreçte farklı borsalarda faaliyet göstermiştir. Ancak 20. Yüzyılın son senelerinde Brezilya ekonomisi ve sermaye piyasasındaki yaşanan genel olumsuz durumların etkisiyle ülke borsaları kapanmaya başlamıştır. Günümüze kadar devamlılığını sağlayan Sao Paulo Menkul Kıymet Borsası (Sao Paulo Stock Exchange BVSP) ise 1980 senesinde kurulmuştur. Şu anda ismi “B3” olan borsa Brezilya’da faaliyet gösteren tek pay senedi borsasıdır. Borsanın merkezi Brezilya’nın nüfus olarak en büyük şehri olan Sao Paulo’dadır (Çelik, 2020: 28).

B3’ün faaliyet alanları; alım satım sistemlerinin oluşturulması ve yönetilmesi, mevduat ve pay senetleri, kurumsal sabit getirili menkul kıymetler, döviz türevleri, yapılandırılmış işlemler, faiz oranları ve tarımsal emtialara kadar menkul kıymet sınıflarının kaydını içerir. B3 kendi pazarlarında gerçekleştirilen işlemlerin çoğu için merkezi bir karşı taraf olarak hareket eder ve merkezi saklama ve hizmeti sunmaktadır (A Bolsa do Brasil(a), 2021). Erişim Tarihi (05/02/2021). Latin Amerika’nın en büyük borsası olan B3, dünyanın da en büyük 13.borsası konumundadır (Mynet, 2015). Erişim Tarihi (05/02/2021).

Bovespa, B3’te işlem gören pay senetlerinin ana performans göstergesidir ve Brezilya sermaye piyasasındaki büyük şirketleri listeler. Bovespa 1968’de oluşturulmuş ve son 50 senede uluslararası yatırımcıların alım-satım yaptığı bir endeks halini almıştır. Bu endeks her dört ayda bir yeniden değerlendirilir ve teorik bir pay senedi portföyünden elde edilir. Endeks; B3’te listelenen ve metodolojisinde açıklanan kriterleri karşılayan, sermaye piyasalarının işlem sayısının ve mali hacminin yaklaşık %80’ini oluşturan pay senetleri ve şirket birimlerinden oluşmaktadır (A Bolsa do Brasil(b), 2021). Erişim Tarihi (05/02/2021).

1.10.3. Güney Afrika

Johannesburg Borsası (JSE), 1887’de Güney Afrika altın akımı sırasında kurulmuştur. 1947’de finansal piyasaları kapsayan ilk mevzuatın ardından, JSE, 1963’te Dünya Borsalar Federasyonu’na katılmış ve sistemini 1990’ların başında bir

elektronik ticaret sistemine yükseltmiştir. 2003'te KOBİ'ler için "AltX" oluşturulmuş, ardından faiz oranı ve para birimi araçları için "YieldX" başlatılmıştır. JSE, daha sonra 2001'de Güney Afrika Vadeli İşlemler Borsası'nı (SAFEX) satın almıştır. Borsa 2005 yılında sermaye şirketine çevrilmiş ve kendi borsasına kayıtlanmıştır. 2009 yılında Güney Afrika Tahvil Borsası (BESA), JSE tarafınca satın alınmıştır. Günümüzde, pay senetleri, tahvilleri ile finans, emtia ve faiz türevleri olmak üzere beş farklı finansal piyasa bulunmaktadır (Johannesburg Stock Exchange(a), 2021). Erişim Tarihi (05/02/2021). Borsanın merkezi Güney Afrika'nın nüfus olarak en büyük şehri Johannesburg'da bulunmaktadır. Ayrıca Afrika kıtasının en büyük borsası olan JSE, dünyada da 17.sıraya konumlanmaktadır (Mynet, 2015). Erişim Tarihi (05/02/2021).

JSE Pay Senedi Piyasası 120 yıldan fazladır faaliyet göstermektedir. Yatırımcılar JSE pay senedi piyasası aracılığıyla, varant, borsa yatırım fonları ve borsa işlemli tahviller gibi birçok ürünle işlem yapabilmektedir. Günümüzde JSE pay senedi piyasasında 800'den fazla menkul kıymet ve 400 farklı şirket bulunmaktadır. Ayrıca borsa, 40'tan fazla ülkede yatırımcılar tarafında alım-satım için kullanılmaktadır (Johannesburg Stock Exchange(b), 2021). Erişim Tarihi (05/02/2021).

JSE Top 40 endeksi, 2002 yılında JSE ile FTSE Group arasındaki bir ortak girişim tarafından oluşturulmuş ve Güney Afrika Borsası için gösterge endeks olarak kabul edilmektedir. Güney Afrika Borsası'nda listelenen yaklaşık 400 pay senedinden sadece 40'ını içermesine rağmen toplam piyasa değerinin %80'inden fazlasını temsil etmektedir (Courtney Capital, 2013). Erişim Tarihi (05/02/2021).

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRMENİN KAPSAMI VE ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARI

2.1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI

Kredi Derecelendirme kavramı, yazında ilk olarak 1830’lu yıllarda ele alınmış olup 1980’li yıllardan itibaren ise dünyada çok sık duyulmaya başlanan bir kavram haline gelmiştir.

Derecelendirme kavramı İngilizce’de “rating” olarak ifade edilmiş ve Cambrigde Dictionaries “bir şeyin kalitesi ve başarının ölçüsü veya benzer tipte şeylerin karşılaştırıldığındaki belirli özellikleri” olarak tanımlanmıştır (Tekin, 2016: 184).

Standard and Poor’s, derecelendirmeyi borçlu şirket veya bireyin borcunu zamanında ödeyip ödemediğiyle beraber finansal kiralama işlemlerini yapan, sigorta işlemini gerçekleştiren kurum ve kuruluşların güvenilirliğinin değerlendirilmesi olarak tanımlamıştır (S&P, 2021).

Kredi Derecelendirme, bir işletme ya da bireyin finansal borçlarını zamanı geldiğinde ödeyip ödeyemeyeceğini tahmin etmek amacıyla kullanılan, kuruluşun ya da bireyin geçmiş zamandaki ve şimdiki nicel ve nitel verileri dikkate alınarak yapılan bir gruplama sistemidir. Derecelendirme, yükümlünün borcunu ödeme tarihinde düzenli ödeme kapasitesini ölçmeye yarayan, para ve sermaye piyasalarındaki rolünü değerlendiren ve etkileyen profesörler tarafından oluşturulan standart ve tarafsız bir görüştür (Yazıcı, 2009: 2-3).

Sermaye Piyasası Kurulunun Derecelendirme Faaliyeti ile Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Seri: VIII, No:51 Sayılı Esaslar Tebliği Madde 5’te Kredi Derecelendirmesini: “İşletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçlunun temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti” olarak ifade etmiştir. (SPK, 2007).

2.2. DERECELENDİRME TARİHİ

Derecelendirme kavramının tarihi 1800'lü yıllara dayanmaktadır. ABD'de finans alanında gerçekleşen yüksek enflasyon ve faiz oranları gibi sorunlar nedeniyle kuruluşlar vermiş oldukları sözleri tutamamış ve birçok yatırımcı zarara uğramıştır. Yaşanan bu finansal sıkıntıların etkisiyle zarara uğramış bir tüccar olan Lewis Tappan diğer yatırımcılar için 1841 senesinde Mercantile Agency adında bir şirket kurmuştur. Bu sayede yatırımcılar için şirketleri takip ve analiz etmiştir. Mercantile Agency derecelendirmeye ilişkin semboller kullanmadan sadece kendi yatırımcılarını bilgilendirmiştir. Lewis Tappan daha sonraları doğu ve batı eyaletleri için kendisine bilgi toplayan muhbirler aracılığı ile geniş bir ağ kurmuştur. Lewis Tappan'da bu sayede müşterilerine gerekli bilgileri aktarmıştır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 10).

Derecelendirme tarihinin gelişimi aşağıda tablo 8'de sunulmaktadır:

Tablo 8: Derecelendirme Tarihinin Gelişimi

1849	Bradstreet's Improved Commercial Agency derecelendirmeyi ilk kez kullandı.
1859	R.G. Dun and Company, 20000 şirket adından oluşan "Dun Rating Book'u" yayımladı.
1867	Henry Varnum Poor Company, demiryolu tahvillerinin değerlendirmesini yaptı.
1888	Henry Varnum Poor Company, "Poor's Handbook of Investment Securities" adında ABD'deki menkul kıymetler ile alakalı bir çalışma yaptı.
1900	John Moody & Company Kuruldu.
1906	Standard Statistic Bureau kuruldu.
1909	John Moody & Company ilk kez "Bond- Rating- System"i kullanarak 250 demiryolu şirketinin 1500'den fazla tahvilini derecelendirdi.
1913	Fitch Publishing Company kuruldu
1920'ler	ABD'de sanayileşmeyle birlikte yabancı sermayeye ihtiyaç çoğaldı.
1922	Fitch Investors Service bütün tahvil çeşitlerini değerlendiren ilk şirket oldu.
1929	Dünya genelinde meydana gelen finansal kriz ve banka iflasları ile derecelendirmenin önemi arttı.
1930'lar	Yasal düzenlemelerle derecelendirme menkul kıymet ihracında bir şart olarak getirildi.
1940	Derecelendirme şirketleri küreselleşmeye başladı.
1941	Poor's Publishing Company and Standard Statistic Bureau birleşti ve Standard and Poor's oldu.
1950'ler	Moody's ve S&P tarafından ilk defa uluslararası tahvil (Yankee Bond) derecelendirmesi yapıldı.
1962	Moody's, Dunn & Bradstreet şirketine satıldı.
1966	S&P, McGraw- Hill Company Inc.'e satıldı.
1969	İlk defa finansman bonusu derecelendirildi.
1972	Canadian Bond Service,

1974	Thomson Bank Watch,
1975	Japo Mikuni & Co Ltd,
1977	Dominion Bond Rating Service,
1978	IBCA Ltd,
1979	Japon Bond Research, Institute kuruldu.
1980'ler	Moody's ve S&P farklı ülkelerde şube açtı.
1980	Duff & Phelps Credit Rating Co.,
1985	Japon Credit Rating Agency ve Nippon Investor Service kuruldu
1990'lar	Türev araçların derecelendirmesi yapıldı.
1997	Fitch ve İBCA şirketleri birleşti.
2000	FitchİBCA önce Duff & Phelps'i sonra Thomson Bank Watch'ı bünyesine kattı.

Kaynak: (Boyacıoğlu, 2005: 59).

Günümüzde küreselleşen dünyada büyük önem kazanan kredi derecelendirme kuruluşlarından en büyükleri ABD merkezli kuruluşlardır. Bu kuruluşlar, ABD Menkul Kıymet ve Borsa Komisyonu (SEC) tarafından düzenlenmektedir. Bu düzenleme faaliyetleriyle hedeflenen, kamuoyuna yansımayan bilgileri kötüye kullanmaya karşı engellemek, çıkar çatışmalarının önüne geçmek ve derecelendirme kalitesini yükseltmektir (Ovalı, 2019: 7).

2.3. DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ

Bir yatırımcının, yatırım yaparken dikkat etmesi gereken ilk muhtemel sorun, asimetrik bilgi sorunudur. Yatırımcı, yatırım yapacağı ülkeyi veya kuruluşu mali, siyasi, toplumsal olarak tanımak ister aynı zamanda oluşabilecek riskleri öngörmeye çalışır. Ancak sermaye piyasalarında bilgiyi edinmek, yatırımcılar açısından yüksek maliyetli ve fazla zaman alan bir unsurdur. Yatırımcı, yatırım yapacağı ülke veya kuruluş hakkında doğru bilgiye ulaşmış olsa bile her türlü siyasi ve mali oynaklıkları öngöremeyebilir. Bu sebeple yatırımcılara güven sağlayan, ülke ya da kuruluşların gelecekteki durumlarına karşı doğru bir öngöründe bulunabilen bir analiz gerekmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi de tam bu noktada ortaya çıkmaktadır (Akçayır, 2013: 9).

Derecelendirme sayesinde usulsüzlükler ve kayıt dışı ekonomide azalış sağlanmıştır. Çünkü derecelendirme kuruluşları piyasaların etkinliğini arttırmak, ülke ve kuruluşların şeffaf olmasını sağlayıp belirsizlikleri minimum seviyeye indirebilmek için faaliyet göstermektedir. Bu yüzden derecelendirme birçok alanda, piyasa aktörleri

için ayrı ayrı önem arz etmektedir (Akbulak, 2012: 172). Bu aktörler, yatırımcılar, finans kurumları, sermaye piyasaları ve ülkelerdir.

2.3.1. Derecelendirmenin Yatırımcılar Açısından Önemi

Derecelendirme, belirlenmiş olan semboller ile gerekli belgeleri ortaya çıkararak yükümlünün, yükümünü yerine getirmedeki kabiliyetini göstermek için kullanılan bir unsurdur. Bu sayede yatırımcılar, neye yatırım yapacaklarına karar verirken, verilen bilgilerle hareket ederek daha güvenilir ve doğru karar alırlar. Yatırımcıların, yatırım yapmadan önceki nihai amaçları, risk getiri ilişkisini saptamak ve yatırımların risk eğilimlerini incelemektir. Derecelendirme kuruluşları, firmaların ekonomik güçlerinin net bir şekilde anlaşılması ve firmaların yönetsel, finansal yapısını ortaya çıkararak yatırım yapacak birey ya da kuruluşlar için güvenli bir yatırım fırsatı sunmaktır. Derecelendirme kuruluşlarının açıkladığı veriler, belirsizliği ve riski en aza indirgeyerek, menkul kıymet fiyatlarının belirlenmesinde önemli rol oynarlar. Bu sayede yatırımcılar, daha fazla yatırım aracına yönelebilirler (Hasbi, 2012: 10).

Derecelendirme notu, yatırımcıya alım satım veya yatırım yapma tavsiyesi olmasından ziyade yalnızca bir görüştür. Bu görüşün gelecekle alakalı doğru haberler vermesi derecelendirme kuruluşlarının güvenini ve kredibilitesini artırmaktadır. Derecelendirme bir görüş olsa da açıklanan notlar, yatırımcıların yatırım fikrine etki edebilmektedir. Yatırımcıların yeni işlere girişmesi, başka ülkelere borçlanması, hangi finansal araca yatırım yapacağına karar vermesi bu kuruluşların verdikleri notlardan etkilenmektedir. Dünya'nın birçok ülkesindeki fonlar derecelendirme notlarına göre değerlendirilmektedir. Bu sebeple, yatırımcıların hangi ülke fonlarına yatırım yapması seçiminde de derecelendirme notları önemli bir gösterge olarak bilinmektedir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 14).

Derecelendirmenin yatırımcılara sağladığı katkılar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Şirvan'dan Aktaran, Eren, 2010: 66-67):

- Yatırımcılara üstlendikleri risklerin boyutunun sembollerle anlatımını sağlar.

- Farklı borç araçları arasındaki risk- getiri düzeyinin belirlenmesine olanak sağlar.
- Yatırımcıların risk tercihine göre menkul kıymet seçimi yapmalarına imkân verir.
- Kurumsal yatırımcıların düşük kredi dereceli menkul kıymetlere yatırım yapmalarının yasaklanması ya da kısıtlanmasıyla yatırımcıları korur.
- İkincil piyasaların gelişimine yardımcı olur.
- Yatırımcıların kısa vadeli işlemler kadar uzun vadeli işlemler yapmasını sağlar.

2.3.2. Derecelendirmenin İşletmeler ve Finansal Kurumlar Açısından Önemi

İşletme derecelendirmesi hem işletmenin kendisini değerlendirmesi, eksik yönlerini belirlemesi ve işletmenin gelişimi hakkında bilgi edinmesi açısından, hem de işletme ile ilgili üçüncü kişilerin bilmek istediklerinin karşılanması açısından önem arz etmektedir. Derecelendirme sayesinde karar vericilerin karar verme işlemini daha basit ve anlamlı olarak yerine getirmeleri sağlanacaktır. Derecelendirmenin işletme için önemi aşağıdaki gibi özetlenebilir (Taş, 2001: 109):

- Bağımsız bir kuruluşça işletmenin bulunduğu yerin tarafsız olarak belirlenmesi,
- Derecelendirme işlemine başlamadan işletmenin iyileştirme aşamasına geçmesi,
- Derecelendirme sonucunda ortaya çıkan notların karşılaştırılabilir olması,
- Derecelendirme prosedürlerinin oluşturulmasında benzer işletmelerin, derecelendirme notlarıyla uyum içinde olunması,
- İşletmenin kalitesi ve yapısı hakkında bilgilerin dışarıya aktarılması.

Ülkelerin finansal durumunun sağlıklı ve istikrarlı bir hal alması için mali alt yapının güçlü olması gereklidir. Derecelendirme mali alt yapının kurulması ve

sistemin sorun olmadan devam edebilmesi bakımından önemli bir rol oynamaktadır. Derecelendirme finansal kurumlar için önem arz eden bir fonksiyonu yerine getirmektedir. Başta bankalar olmak üzere diğer finansal kurumlar da derecelendirme ile kredi sözleşmesi yapacakları müşterilerin nitel ve nicel yapıları hakkında gerçekçi bir analiz elde etmekte ve analiz sonucuna göre kredi süreci saptanmaktadır (Şen, 2014: 9-10).

Derecelendirmenin finansal kurumlar için önemini aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Babuşcu ve Diğerleri, 2011: 383):

- Kurumların risk düzeylerini ölçmek suretiyle, banka portföyündeki risk dağılımını optimum düzeyde tutmak ve sorunlu kredileri en aza indirmek,
- Firmaların risk analizini dönemler itibariyle izleyip, analiz etmek,
- Firmaların risk düzeylerine göre karşılaştırma yapmak,
- Bireysel yorumları ve kararları en aza indirmek,
- Risk getiri perspektifiyle fiyatlamaya yardımcı olmak,
- Kredi risk yönetim fonksiyonu için gerekli tarihsel veriyi oluşturmak.

Özetlenecek olursa, derecelendirme kuruluşlarının kriterlerine uyum sağlayan işletmeler ve finansal kurumlar, idari ve mali açıdan daha güçlü gözükmemektedir. Bunun sonucunda finansal kurumlar ve işletmeler uluslararası pazarda rekabet edebilmek için dönüşüm göstermektedir. Bu da işletmelerin daha şeffaf olmasını sağlayıp borçlanma maliyetlerini düşürerek işletmelere gelişime açık istikrarlı ve sağlıklı bir pazar ortamı sağlar (Değer, 2019: 12).

2.3.3. Derecelendirmenin Sermaye Piyasaları Açısından Önemi

Bir ülkenin sermaye piyasası genel olarak, pay senedi ve tahvil pazarı, bankacılık alanı, yatırım ve emeklilik fonları ile sigorta, leasing, forfaiting ve factoring firmalarının toplamından oluştuğu söylenebilir (Teker S. ve Özer, 2012: 2). Böylesine önemli bir piyasanın, şeffaf, güvenilir ve güçlü olması gerekmektedir. Bu noktada derecelendirmenin önemi ortaya çıkmaktadır.

Derecelendirmenin sermaye piyasalarındaki önemi aşağıda maddeler halinde gösterilmiştir (Şirvan'dan Aktaran, Altun, 2017: 41):

- Menkul kıymet alım ve satımına bir tavsiye olmamakla birlikte hızlı bir referans unsuru oluşturmak,
- Riskin belirlenmesinde standardizasyon sağlamak,
- Menkul kıymet fiyatlarındaki spekülasyon oynaklığı sınırlandırmak ve denge unsuru oluşturmak,
- Uluslararası yatırımcıları teşvik etmek ve pazarda bilgi alışverişini kolaylaştırmak,
- Uzun vadeli yatırım isteğini artırmak.

Özetle derecelendirme, sermaye piyasalarının güvenilirliğini sağlamak ve işleyişini sorunsuz bir şekilde devam ettirebilmek için esas ve zorunlu bir unsurdur. Derecelendirme kuruluşları tarafsız bir şekilde görüş bildirerek, asimetrik bilginin engellenmesi, etkinliğin ve şeffaflığın artmasını sağlar. Derecelendirmenin başka bir faydası da borçların ödenmeme riskini ölçerek uluslararası pazarda bilgi alıp-verme işlemini kolaylaştırır bu sayede yabancı yatırımcıları kendi ülkesi dışında başka pazarlara girmeye özendirir (Eren, 2010: 64).

2.3.4. Derecelendirmenin Ülkeler Açısından Önemi

Ülke derecelendirmesi, ülkelerin finansal göstergelerinin zamanla değişimiyle birlikte toplumsal ve politik olayları da dikkate alınarak, yurtdışına borçların öngörülen fiyatlarda ve zamanda ödenebilme kapasitesinin bir derece ile ifade edilmesidir. Ülkeler, dış pazarlardan düşük maliyetli ve uygun vadeli kaynak yaratabilmek ve yurt dışı pazarlardan yatırımcı kazanabilmek için uluslararası alanda derecelendirme notuna ihtiyaç duyarlar. Ülkelere verilen bu notlar, endirekt olarak o ülkede fona ihtiyaç duyan bütün yatırımcıları da etkilemektedir. Derecelendirme kuruluşlarının sahip olduğu bu güç, ülkelerin gelecekteki durumunu önemli derecede etkileyebilmektedir. Ülke ile ilgili olumlu ve olumsuz düşünceleri, o ülkenin pazarını ciddi şekilde etkileyerek yatırımlarının çıkışına ve hatta krizlerin temellerinin oluşmasına sebep olmaktadır. (Altun, 2017: 42).

Derecelendirmenin ülkeler açısından önemi aşağıdaki gibi sıralanabilir (Mumyakmaz'dan Aktaran, Eren, 2010: 62):

- Ekonomiye güvenilir ve istikrar içinde gelişen mali piyasalar kazandırır,
- Ekonominin dış kaynak teminini, pazarın uluslararası pazarlarla bütünleşmesini sağlar,
- Düşük tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlar,
- Ekonomideki genel risk düzeyini sınırlandırırken mali işlemlerin etkinliğini artırır ve büyümenin daha etkin finansmanını sağlar,
- Menkul kıymetlerin fiyatlarının daha ekonomik ve istikrarlı oluşmasını sağlar.

Özetle derecelendirme kuruluşları, uluslararası pazara etki eden en önemli kuruluşlar olarak bilinmektedir. Bunun sebebi derecelendirme kuruluşlarının aldığı notlar finans piyasasında her aktörü etkileme gücüne ulaşmıştır. Devletler, işletmeler, bireyler yani karar vericiler karar vermeden önce derecelendirme kuruluşlarının notlarından etkilenmektedir.

2.4. DERECELENDİRME SÜRECİNİN AŞAMALARI

Derecelendirme süreci, derecelendirme kurumu tarafından derecelendirme kararı alınmasıyla birlikte başlayan ve derecelendirilen ülke veya kuruluşun derecelendirme notları açıklanana kadar devam eden bir süreçtir. Derecelendirme yapmak için ilk olarak derecelendirme yapacak kuruluş bir ekip kurmaktadır. Bu ekipte; baş analist, yardımcı analist ve yardımcı personel bulunur. Çalışmalar gizli bir şekilde ve eğer ilk kez derecelendirilen bir ülke veya kuruluş üzerinde çalışılacak ise o ülke ya da kuruluşun merkezinde yapılır. Kurumların muhasebe bölümü incelenir, bağımsız denetim raporlarının kalitesi uygun görülürse çalışmalara başlanır. Analiz yapılacak olan kurum veya ülkelerin yalnızca mali verileri değil bunun yanında sektör durumu, finansal yapı, politik yapılar, makroekonomik veriler de analize dahil edilir (Halıcı, 2005: 88).

Derecelendirme sürecindeki aşamalar, aşağıda detaylı olarak 5 başlık altında incelenecektir.

1. Tanıtım Toplantısı

Derecelendirme süreci, derecelendirilmesini talep eden karşı tarafın, bu talebini derecelendirme kuruluşuna iletmesiyle başlamaktadır. Derecelendirme kurumu, talebi olan karşı tarafı analiz edebilmek için üst yönetim ile tanıtım ve tanışma görüşmesi düzenler. Bu görüşmenin sebebi ise hem izlenecek yolun açıklanması hem de derecelendirilecek kurum hakkındaki önemli bilgi ve verilerin derecelendirme kurumuna aktarılmasıdır (Akbaş, 2019: 84). Kısaca derecelendirme kuruluşu ile karşı tarafın bir araya gelerek kendileri hakkında bilgi verdikleri bir görüşmedir.

2. Karşı Taraf Yöneticileri ile Toplantı

Tanıtım toplantısı olumlu gerçekleştikten sonra ikinci aşama, derecelendirme kuruluşu yönetimi ile karşı taraf yönetiminin bir araya gelmesidir. Çoğunlukla bu bir araya gelme karşı tarafın toplantı salonunda gerçekleşir. Derecelendirme kuruluşu yöneticileri, karşı taraf yöneticilerinden ve finans görevlisinden bazı bilgileri talep etmektedir. Finans görevlisinden istenen finansal bilgiler, karşı tarafın performansının doğru ölçülebilmesi için geçmiş 5 yılı gösteren ve gelecek birkaç yılı da tahminleyen şekilde talep edilir.

Ayrıca istenen belgelerden bazıları aşağıda sıralanmıştır (JCR Eurasia Rating, 2021) Erişim Tarihi (20/01/2021):

- Şirketin özgeçmişi
- Şirketin üst düzey yetkilisi tarafınca hazırlanan şirket stratejisi ve vizyonu
- Faaliyet Durumu (kapasite, rekabet gücü vb.)
- Finansal veriler ve muhasebe politikaları
- Gelecekte yapılması düşünülen önemli planlar

3. Derecelendirme Kararı

Derecelendirme uzman ve analistleri çalışmalarını bitirdikten sonra ortaya çıkardıkları bilgilerin ve yapılan toplantıların sonucunda karşı taraf hakkında değerlendirmelerini içeren raporu derecelendirme komitesine aktarırlar. Derecelendirme uzmanınca aktarılan rapor, karşı tarafın derecelendirme aşamalarını, bulunan verilerin değerlendirme süreçlerini, derecelendirmede etken unsurları ve bunların analizlerini, piyasa değerlendirmesini, nitel ve nicel verilerin analizleri ve derecelendirme uzmanının görüşlerini içerir. Nihai derecelendirme kararı derecelendirme uzmanının önerisi ile en az üç kişiden oluşan kredi derecelendirme komitesi tarafından verilerek sonuçlandırılır (Kobirate, 2021) Erişim Tarihi (20/01/2021).

4. Derecelendirmenin Açıklanması

Derecelendirme komitesi, derecelendirme notunu belirledikten sonra derecelendirdiği karşı tarafa bilgi vermektedir. Derecelendiren kurum karşı tarafa bilgi verdikten sonra, kuruma verilen kredi notu kamuoyuna duyurulur. Derecelendirme olumlu olduğunda karşı tarafın prestiji artarken olumsuz olması durumunda tam tersi prestiji bozulabilmektedir (Barut, 2016: 40).

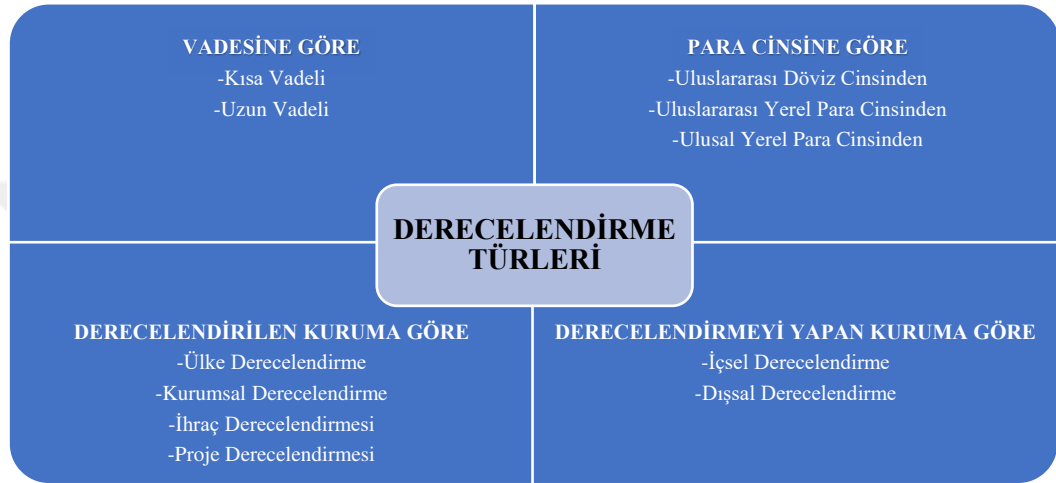
5. Derecelendirmenin İzlenmesi

Derecelendirme, notun kamuoyuna açıklanması ile son bulmaz. Karşı tarafın derecelendirme kuruluşu tarafından düzenli olarak takip edilmesi, izlenmeye alınması gerekir. Ayrıca finansal durumun değişmesi, faaliyetlerde olumlu veya olumsuz durum yaşanması vb. gibi olaylarda derecelendirme notunun revize edilmesi gerekebilir. Yaşanan bu izleme ve revize olayı karşı tarafın isteği doğrultusunda olabildiği gibi, isteği doğrultusunda olmadan da gerçekleşebilir.

2.5. DERECELENDİRMENİN TÜRLERİ

Derecelendirme faaliyetleri; vadesi, para cinsi, derecelendirilen kuruma ve derecelendirme yapan kuruma göre dört grupta incelenmektedir. Şekil 1’de özet olarak gösterilmiştir.

Şekil 1: Derecelendirme Türleri



Kaynak: (Akçayır ve Yıldız, 2014: 4).

2.5.1. Vadesine Göre Derecelendirme

Kredi derecelendirme kuruluşları, derecelendirme çalışması yaparken piyasadaki kurumların finansal durumlarını ve mali özelliklerini inceleyerek borcun vadesini dikkate alırlar. Borcun süresi on iki aydan fazla ise uzun vadeli olarak değerlendirilirken, bu süre on iki ay ve altında olduğunda ise kısa vadeli olarak değerlendirilmektedir. Kısa süreli değerlemelerde, derecelendirmesi yapılan kuruluşların likidite yapısı ve sermaye kaynaklarına ulaşma hızları dikkate alınır, değerlendirme uzun süreli ise mali oynaklıklar, riskler, rekabet ortamı, ülkenin ekonomik durumu ve teknolojik değişiklikler de dikkate alınır (Kavak, 2019: 13).

Kısa vade ve uzun vade olarak yapılan ayırım, piyasalar için daha gerçek ve doğru bilgilere ulaşmayı sağlamakta aynı zamanda yatırımcıların karşılaşılabileceği riskleri en aza indirmeyi hedeflemektedir. Değerlendirmeye alınan kurum veya kuruluşlar kısa süreli ödeme dengelerinde bir sorun yaşamazken, durum uzun süreli

ödeme dengelerine geldiğinde sorunlar ortaya çıkabilir. Vade farklılıklarından dolayı risk değişebildiği için uzun ve kısa vadeli değerlendirme ile risk ölçümü yapmak önemli bir yarar sağlamaktadır (Barut, 2016: 10).

2.5.2. Para Cinsine Göre Derecelendirme

Derecelendirme çalışmalarında para cinsine göre derecelendirme üçe ayrılmaktadır (Şirvan, 2004: 5):

- **Uluslararası Döviz Cinsinden Derecelendirme:** Bir ülke ya da kurumun yerel para cinsinden olmayan, diğer bir deyişle yabancı para cinsinden veya cinslerinden olan borçları bulunmaktadır. Uluslararası döviz cinsinden derecelendirmede, derecelendirilen kuruluşunun, yabancı para cinsinden olan borçların karşılanabilmesi için döviz elde etme imkânını notlayan derecelendirme türüdür. Döviz bulma yeteneği sadece derecelendirilen kurumu değil o ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durumu da kapsamaktadır. Bu sebeple tüm ülke risklerini değerlendirmektedir.
- **Uluslararası Yerel Para Cinsinden Derecelendirme:** Bu derecelendirme türü; derecelendirilen kuruluşun yabancı para cinsinde olmayan yükümlülüklerini karşılayabilmek için yerel para elde etme imkanının uluslararası ölçütlere uygun olarak notlandırılmasıdır. Dövizden kaynaklı riskler hariç tüm riskleri göz önünde bulundurur.
- **Ulusal Yerel Para Cinsinden Derecelendirme:** Bir ülke ya da kurumun yabancı para cinsinden olmayan yükümlülüklerini karşılayabilmek için yerel para elde etmesinin yalnızca ulusal ölçütlere uygun notlandırılmasıdır. Diğer türlerin aksine ülke riski göz önünde bulundurulmaz.

2.5.3. Derecelendirilen Kuruma Göre Derecelendirme

Derecelendirme kuruluşları, çalışmalarına ilk etapta yalnızca devletlerin ve kurumların puanlamalarıyla başlamışlardır (Harmancı, 2013: 4). Ancak günümüzde

ortaya çıkan ihtiyaçlar doğrultusunda, derecelendirilen kuruma göre derecelendirme Tablo 9'daki halini almıştır:

Tablo 9: Derecelendirilen Kuruma Göre Derecelendirme

Ülke Derecelendirmesi	Kurum Derecelendirmesi	İhraç Derecelendirmesi	Proje Derecelendirmesi
	Bankalar Finansal Kurumlar	Hisse Senedi Tahvil	
	Sigorta Şirketleri	Yapılandırılmış Finansman Araçları	
	Belediyeler		
	Kamu Kurumları		
	Sınai ve Ticari Şirketler		

Kaynak: (Şirvan, 2004: 5).

Ülke kredi notları, devletin kamu borçlarını anapara ve faizi şeklinde zamanında ve eksiksiz bir şekilde yerine getirebilme kabiliyetinin değerlemesidir. Ülke kredi notlarının önemli olmasının üç sebebi vardır. Bunlardan ilki; ülke notları, bir ülkenin küresel piyasada maruz kaldığı faiz oranlarının ve borçlanma maliyetlerinin önemli bir belirleyicisidir. İkincisi, ülke kredi notları, bankaların veya farklı kurumların derecelendirme notları üzerinde etkili olmasıdır. Üçüncüsü ve sonuncusu, bazı yatırımcıların yatırımlarında alabilecekleri risk düzeyi düşük sınırlar içerisinde yer alabilir. Ülke derecelendirme notları sayesinde riski fark edip ona göre portföy oluşturabilmeleridir (Afonso ve Diğerleri, 2007: 7). Ayrıca bazı ülke veya kurumsal firmalar açıklanan ülke kredi notuna göre yatırım yapılabilir seviyede nota sahip olmayan ülkelere yatırım yapılmasını yasaklayabilmektedir.

Tablo 9'da sıralanan bankalar, finansal kurumlar, sigorta şirketleri, belediyeler, sınai ve ticari şirketlerin derecelendirilmesi kurumsal derecelendirme olarak ifade edilmektedir. Tablo 9'da gösterilen bu kurumların; çeşitlilik, büyüme eğilimi, rekabet gücü, birleşme ve satın almalar gibi faaliyet durumları, pazar payı, şube sayısı, fiyat gibi pazar durumları, vizyon, misyon, hedef gibi ortaklar ve üst yönetim planları ile bunların yanı sıra faaliyette bulunulan yıl sayısı, muhasebe politikaları ve mali yapı unsurları değerlendirilerek kurum derecelendirmesi yapılmaktadır (Akbulak, 2012: 6).

İhraç derecelendirme türünde, yalnızca ihraççının belirli bir borç ilişkisinden doğan yükümlülüklerinin yerine getirilmesi kabiliyeti derecelendirilir. Bu yüzden

diğer kurumsal derecelendirme türlerine nazaran daha dar kapsamlıdır (Boyacıoğlu, 2005: 76). Örneğin yapılandırılmış finansman derecelendirmesi, ihraççının yalnızca varlığa ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerden doğan yükümlülüklerini zamanı geldiğinde eksiksiz olarak yerine getirebilme kabiliyetini derecelendirir (Boyacıoğlu, 2005: 78).

Proje, farklı türlerde önceden planlanmış ve hesaplanmış bir şekilde, belirlenen zaman zarfı içinde bir kurum ya da devlet namına yapılması onaylanmış bilimsel çalışma tasarısı olarak ifade edilebilir. Kurum derecelendirmesinin son türü olan proje derecelendirmesinde; projenin verilen zaman zarfı içinde bitirilmesine, teknik, politik işlevsel çevre kısıtları ve projenin hayata geçirilmesine, kamu ve özel sektör ihtiyaçların, son olarak da projenin taahhütlü olup olmadığına dikkat edilmelidir (Halıcı, 2005: 51).

2.5.4. Derecelendirmeyi Yapan Kuruma Göre Derecelendirme

Derecelendirmeyi yapan kuruma göre derecelendirme içsel ve dışlar derecelendirme olarak ikiye ayrılmaktadır.

İçsel derecelendirme: Bankaların kredi çekmek isteyen müşterilerini kendi içsel metotları ile derecelendirmeleridir. Bankalar İçsel derecelendirme yapabilmek için müşterisi olan kişi veya kurumlardan, mali tablolarını, resmi evraklarını ve içsel, dışsal tüm nitelik ve niceliksel kaynaklarını isteyebilirler. Sistemin düzgün çalışmasının en önemli koşulu verilere kolay ulaşım, işlenebilir hale getirilmesidir. Ayrıca bankalar kullandıkları sistemleri kendi istedikleri yöntem ve verilere göre ayarlayabilmektedir. Dışsal derecelendirme ise derecelendirme kuruluşlarınca, izafi olarak büyük çaplı kuruluşların sermaye piyasalarından borçlanabilmesini sağlamak için verilen kredi notlarıdır (Yazıcı, 2009: 3). Günümüzde bankalar, kredi çekmek isteyen müşterilerinin içsel derecelendirmesini yapmaktadır. Bu sayede kredi verilebilecek limit belirlenir ve geri ödememe riski minimum seviyeye iner.

2.6. ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Dünya'nın küreselleşmesiyle beraber, Dünya; kültürel, teknolojik, toplumsal vb. alanlarda değişim göstermiştir. Bunlarla beraber finansal sistem de bir değişim içerisine girmiştir. Yerel ekonomi politikalarının yerini zaman içerisinde küresel ekonomi politikaları almıştır. Özellikle 1980'li zamanlardan sonra sermaye piyasalarında hukuki ve fiziki engel niteliğindeki faaliyetler kaldırılmış ve küreselleşme hız kazanmıştır. Bu dönemden sonra ülkeler dışa kapalı ekonomi politikaları yerine, serbest piyasa politikalarını tercih etmişlerdir. (Barut, 2016: 12). Yatırımlarını yeni alanlara yönlendirmeye çalışan ülkelerin, derecelendirme kuruluşlarından ayrı hareket etmeleri zorlaşmış ve hataya kapılmaya başlamışlardır. Kredi kuruluşlarınca yapılan derecelendirme çalışmaları direkt veya indirekt şekilde herkes için baz alınan kriterler haline gelmiştir. Buradan hareketle yerel ve küresel birçok derecelendirme kuruluşu ortaya çıkmıştır (Narçiçek, 2018: 25).

Derecelendirme kuruluşlarının, piyasaya açıklanan notları ve görüşleri, hukuku bir sorumluluk doğurmamaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının çalışma kapsamı, tabii oldukları düzenlemeler IOSCO (İnernational Organization of Securities Commissions) ilkeleri doğrultusunda ülkelerin kendi otoritelerince belirlenmektedir. ABD'de derecelendirme kuruluşlarının denetim ve gözetimi SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) tarafından, Türkiye'de SPK (Sermaye Piyasası Kurulu) tarafından, diğer ülkelerde kendi sermaye piyasası denetim ve gözetim kurumları tarafından belirlenmiştir. Basel uygulaması da derecelendirme kurumlarının bu prensiplerle çalışmaya devam etmesini desteklemektedir. Derecelendirme kuruluşlarının hukuki sorumlulukları olmadığından, aleyhlerine sonuçlanmış herhangi bir dava da bulunmamaktadır (Mukatel, 2006: 39).

1975 yılında ABD'nin Sermaye Piyasası Kurulu (SEC), derecelendirme kuruluşlarını NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organisations) bünyesinde toplamıştır. Piyasaya yön verme kabiliyetleri, pazardaki büyüklükleri ve tecrübeleri olan derecelendirme kuruluşları, SEC'in kriterlerini yerine getirerek NRSRO olarak adlandırılmışlardır. Derecelendirme çalışmaları ve pazara giriş çıkışları sabit kurallarla tek elden yönetilmesi amacıyla kurulan NRSRO'nun şu anda Tablo 10'da gösterilen 9 üyesi bulunmaktadır:

Tablo 10: Mevcut NRSRO Üyeleri

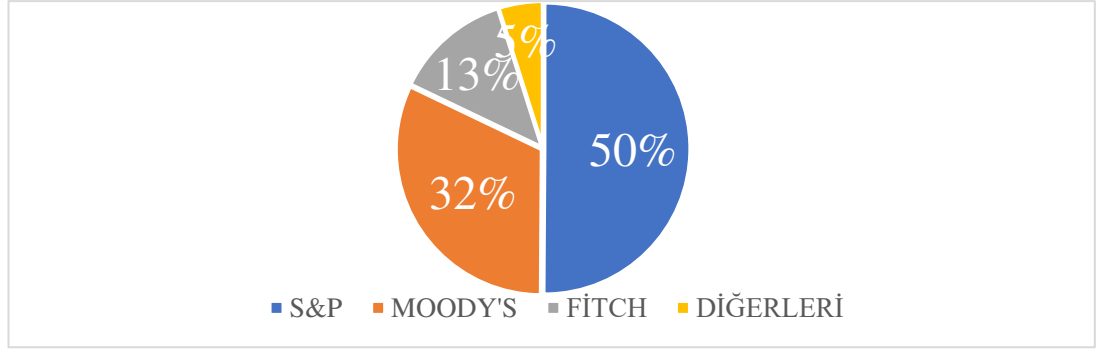
NRSRO	Kısaltma	Merkez Ofis
A.M Best Rating Services, Inc.	(AMB)	U.S.
DBRS, Inc.	(DBRS)	U.S.
Egan-Jones Ratings Company	(EJR)	U.S.
Fitch Ratings, Inc.	(Fitch)	U.S.
HR Ratings de Mexico, S.A de C.V.	(HR)	Mexico
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	(JCR)	Japan
Kroll Bond Rating Agency, Inc.	(KBRA)	U.S.
Moody's Investors Service, Inc.	(MIS)	U.S.
S&P Global Ratings	(S&P)	U.S.

Kaynak: (SEC, 2020: 2).

Tablo 10'da açıklanan NRSRO'nun, 2019 yılı öncesinde 10 üyesi bulunurken, 2019'da DBRS'nin, Morningstar Credit Ratings'i satın almasıyla üye sayısı 9'a düşmüştür.

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının en önemli özelliklerinde biri bağımsız olmalarıdır. Bağımsızlığın olmadığı bir değerlendirmede objektifliğin sorgulanacağını bilincinde olan kuruluşlar bu durumu titizlik içerisinde ve dikkatlice ele alarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Bugün dünya üzerinde en etkin biçimde faaliyetlerini sürdüren derecelendirme kuruluşları NRSRO bünyesindeki, Standard & Poor's Global Ratings, Fitch Ratings ve Moody's Investors Service olarak sıralanmaktadır. Bu kuruluşlar uluslararası derecelendirme piyasasında kendini kabul ettirmiş olup “üç büyükler” olarak adlandırılmaktadır (Akçayır, 2013: 26). “Üç Büyüklerin” piyasa hacimleri aşağıda Şekil 2'de görülmektedir:

Şekil 2: Derecelendirme Kuruluşlarının Piyasa Hakimiyetleri



Kaynak: (SEC, 2020: 11).

Şekil 2’de gösterilen oranlamalarla SEC 2020 verilerine göre Dünyada ki en büyük pazar payına sahip olan derecelendirme kuruluşu piyasanın %50’sini oluşturan S&P’dir. Moody’s %32’yle ikinci sırada bulunurken, Fitch %13 ile üçüncü sıradadır. Üç büyükler olarak adlandırılan bu kuruluşlar piyasanın yaklaşık %95’ini oluşturmaktadırlar.

Uluslararası düzeyde üç önemli derecelendirme kuruluşu yaptıkları derecelendirmeleri “kredi notu” veya “not görünüm” olarak tanımlamaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları analiz ve görüşlerinin ülkeler ve kurumlar tarafınca daha net bir şekilde anlaşılabilmesi için derecelendirme notları harfli sembollere dönüştürülerek açıklanmaktadır. Bir ülke ya da kuruluş için açıklanan kredi notu o ekonomik birimin uzun veya kısa dönemdeki güvenilirliğini ve durumunu belirterek yatırım yapmak isteyenlere fikir vermek için kullanılmaktadır (Somuncu, 2019: 37).

Derecelendirme kuruluşları, çeşitli yatırımcı tipi ve yatırım araçları özelliklerinden dolayı derecelendirme faaliyetlerinde kısa ve uzun vadeli olarak farklı not sistemleri kullanmaktadırlar. Kısa vadeli derecelendirme 365 günden az olan, uzun vadeli derecelendirme ise 365 gün ve fazlası günden oluşan bir zaman çizelgesini kapsamaktadır. Uzun vadeli ve kısa vadeli notların ne anlama geldiği; piyasaya olan egemenlikleri, performans sayıları, istihdam ettikleri, dünya geneli şubelerine göre üç büyükler olarak adlandırılan Standard & Poor’s Global Ratings, Fitch Ratings ve Moody’s Investors Service kuruluşları üzerinden açıklanacaktır.

2.6.1. Standard and Poor's Global Ratings (S&P)

Standard and Poor's 1860 yılında Henry Varnum Poor tarafınca kurulmuş ve 1913 yılında Bond Card System ve Bobson Stock'u bünyesine katmıştır. ABD pay senetlerine ilişkin analiz yapmak maksadıyla "Standart İstatistik Bürosu" adı altında 1906'da çalışmalarına başlayan Standard and Poor's 1922'de şirket tahvillerini de derecelendirmeye başlamıştır. 1941 yılında Poor's Publishing Company ile Standart İstatistik Bürosu birleşmiş ve Standard and Poor's kuruluşu meydana gelmiştir (Çakır, 2019: 32).

S&P, derecelendirme faaliyetleri ile büyümeyi yönlendirmek, saydamlık sağlamak ve pazardaki katılımcıları eğiterek kararlar alabilmelerine yardımcı olmak amacıyla 150 yıldan fazla süredir, 28 farklı ülkede, yaklaşık 1500 kredi analisti ve 23000'den fazla çalışanı ile faaliyet göstermektedir. Kuruluşun; ülke, kurumsal sektör, yapılandırılmış finans şirketleri ve menkul kıymetler üzerinde 1 milyonu aşkın derecelendirme notu bulunmaktadır (S&P Global Ratings(a), 2021). Erişim Tarihi (27/01/2021).

Derecelendirme kuruluşları arasında büyük önem sahibi olan S&P, menkul kıymetleri ilk derecelendiren kuruluştur (Mukatel, 2006: 53). S&P, kredi derecelendirme notları ile küresel piyasada yatırımcılar tarafından fazlaca takip edilmektedir. Kuruluş kendi kategorisinde pazar lideridir ve aynı zamanda dünyanın önde gelen kredi riski araştırmacılarından olduğu bilinmektedir. Şirketin kapsadığı alanlar, sektörler ve coğrafya açısından oldukça geniştir. Yatırımcılar S&P'nin sunduğu hizmetler sayesinde finansal piyasalar bakımından çokça bilgi sağlarlar. Yabancı yatırımcı kazanmak isteyen ülke ve kuruluşlar S&P tarafınca yüksek not ile derecelendirilmeyi hedeflerler (BloombergHT, 2016). Erişim tarihi (27/01/2021).

S&P'nin yürütmekte olduğu çalışmalarda dikkate aldığı birtakım faktörler vardır bu faktörler aşağıda belirtilmektedir (Demir, 2014: 30):

- Mali Yapı,
- Politik Risk,
- Hükümet Sorumlulukları,
- Para Politikası,
- Dış Borç Yüğü,

- Büyüme Trendi,
- Dış Ticaret Faaliyetleri.

Derecelendirme notunun açıklanması aşamalarında dikkat edilen bu faktörlerin her birisi önemli faaliyetleri kapsamaktadır. Politik riskler bünyesinde yönetim düzeni, finansal hedeflerin ne derece saydam olduğu ve ulusal güvenlik düzeyi gibi konulara cevap verebilecek vasıftaki her faaliyet derecelendirme kapsamında incelenmektedir. S&P kuruluşunun değerlendirmeye almış olduğu bu faktörler farklı kuruluşlarca da büyük oranda benimsenmiştir. Ayrıca kuruluşun, ülke derecelendirme çalışmaları bünyesinde değerlendirdiği konular arasında ki milli gelir, diğerlerinden ayrılan bir değişken olarak kabul görmektedir. Bir ülkede kişi başına düşen milli gelirin hangi düzeyde olduğu, o ülkeye verilecek olan derecelendirme notunun önemli bir göstergesidir (Demir, 2014: 31).

S&P, kısa ve uzun vadeli olmak üzere iki farklı derecelendirme not skalası kullanmaktadır. Ayrıca açıkladığı notları anlamlandırmak için her derecelendirme ölçeğinde harfleri, sayıları, kelimeleri veya bunların kombinasyonlarını kullanır. Tablo 11’de S&P kuruluşunun uzun vadeli derecelendirme notları ve anlamları açıklanmıştır.

Tablo 11: S&P Kuruluşunun Uzun Vadeli Derecelendirme Notları ve Anlamları

NOT/SİMGE	NOTUN ANLAMI
AAA	Mali yükümlülükleri karşılamak için son derece kuvvetli kapasite, en yüksek derece.
AA	En yüksek dereceden bir düşüşü ve yine mali yükümlülükleri karşılamada güçlü kapasite.
A	Mali yükümlülükleri karşılamada güçlü kapasite ancak ekonomi kötüye giderse daha yüksek dereceli notlara göre hassas bir yapıya sahip.
BBB	Mali yükümlülüğü karşılamada güçlü ancak olumsuz ekonomik durumlarda hassas.
BB	Mali yükümlülükleri karşılamada yetersiz kalmaya yol açabilecek olumsuz iş, finans veya ekonomik koşullara karşı belirsizlik mevcut.
B	Mali yükümlülük karşılamada daha savunmasız ancak şu anda yerine getirme kapasitesine sahip. Olumsuz iş, finans veya ekonomik koşullarda kapasite muhtemelen etkilenecek.
CCC	Mali yükümlülüğün karşılanabilmesi için ekonominin uygun olması gerek. Olumsuz ekonomik veya finansal

	koşullarda yükümlülüğü yerine getirme kapasitesine sahip değil.
CC	Mevcut durumda bile mali yükümlülüğü karşılama kapasitesi oldukça savunmasız. Ödeme güçlüğü çekilebilir.
C	Mevcut durumda ödenmemeye karşı oldukça savunmasızdır ve iflas durumu ortaya çıkabilir.
D	Mali yükümlülük karşılanamayacaktır ve iflas göstergesidir.

Kaynak: (S&P Global Ratings(b), 2021) Erişim Tarihi (28/01/2021).

Tablo 11’de gösterilen S&P’nin uzun vadeli açıkladığı notlar; AAA ile başlar ve D ile sonlanır. AAA, AA, A ve BBB notları yatırım yapılabilir seviyeyi ifade ederken, BB, B, CCC, CC, C ve D notları ise spekülasyon yatırımları temsil edip tehlike arz etmektedir. Ayrıca C ve D notları iflas durumunun mevcut olduğunu göstermektedir. Notların sağında bulunan “+” ve “-” ilerleyen yıllarda nasıl bir görünüm sergileyeceğini ifade etmektedir. Örnek vermek gerekirse BB+, BB’den daha iyi bir görünüm sergilerken, BB-, BB’den daha düşük bir görünüm sergilemektedir.

Tablo 12: S&P Kuruluşunun Kısa Vadeli Derecelendirme Notları ve Anlamları

NOT/SİMGE	NOTUN ANLAMI
A-1	Mali yükümlülükleri karşılamada son derece güçlüdür, en yüksek derece notudur ayrıca teminat altına alınmış borçlara (+) işareti eklenir.
A-2	Mali yükümlülükleri karşılama gücü yüksektir ancak A-1 seviyesine göre daha düşüktür.
A-3	Mali yükümlülükleri karşılama gücü yeterlidir ancak üst düzey notlara kıyasla olumsuz gelişmelerden daha fazla etkilenir.
B	Vadesi gelen mali yükümlülüklerin yerine getirilmesi olanağı spekülatiftir.
C	Mali yükümlülüklerin yerine getirilmesi oldukça şüphelidir.
D	Mali yükümlülüklerin karşılanması mümkün değildir. Yüksek riski ifade eder.

Kaynak: (S&P Global Ratings(b), 2021) Erişim Tarihi (28/01/2021).

Tablo 12’de S&P kuruluşunun kısa vadeli not skalası görülmektedir. A-1 seviyesinden D seviyesine kadar olan süreçte A-1 en iyi seviye olmaktadır. D seviyesi

ise yüksek riskli olan seviyeyi ifade eder ve D notuna sahip bir kuruluş mali yükümlülüklerini sağlayamayacak hale gelmiş demektir.

2.6.2. Moody's Investors Services (MIS)

John Moody, 1900 senesinde Moody's "Manual of Industrial and Miscellaneous Securities" adı altında bir kitapçık yayımlamıştır. Bu kitapçık, devlet kurumlarının, finans kuruluşlarının, sanayi, gıda ve maden sektörünün pay senetleri ve tahvilleri ile alakalı bilgi ve istatistikleri kapsamaktadır. 1903 senesinde kitapçık yüksek bir ün yakalamıştır. 1907 senesinde pay senedi piyasasının dibe vurmasıyla beraber kuruluşun faaliyetine devam edecek yeterli fon bulamaması nedeniyle Moody's basım şirketini satmak zorunda kalmıştır. 1909 senesinde John Moody, pazara geri dönmüş, yatırım araçları ile ilgili bilgi toplamaya ve yatırımcılara varlık değerleri ile ilgili analizler yapmaya karar vermiştir. Kuruluş, demiryolları ve varlıkları ile alakalı karşılaştırmalı yatırım değerlerini içeren bir kitap yayımlamıştır. Moody's verdiği sonuçları 1800'lü senelerde tacirlerin ve daha önceki zamanlarda bilgi sağlayıcı olan kredi raporlama şirketlerinin kullandığı harf derecelendirme metodu ile açıklanmıştır. Böylece, Moody's Amerikan demiryolu şirketlerinin pay senedi ve tahvil değerlemelerini yapan ilk kuruluş olmuştur (Girgin, 2018: 24).

Moody's varoluş sebebini, karar vericilerin güvenle hareket etmelerine yardımcı olan güvenilir içgörüler ve standartlar sağlamak şeklinde ifade etmektedir (Moody's(a), 2021). Erişim Tarihi (28/01/2021).

Moody's kuruluşunun kurulmasında belirlediği stratejileri, derecelendirme notlarındaki mantığı dört ana grup altında toplamıştır (Tutar ve Diğerleri, 2011: 7):

- Önemli miktarlarda yatırım yapan yatırımcının derecelendirme alanını genişletmek için yapılan baskı,
- Yeni pazarları derecelendirmek için pazarın bilincini artırmak,
- Banka sertifikası, bono gibi borç kağıtlarının kredi kalitesinin yanlış anlaşılmasını düzeltmek,
- Daha büyük karşılaştırılabilir amaçlar için geniş kapsamlı derecelendirme örnekleri sunmak.

Bu durumların uygulanmasının ardından verilen derecelendirme notlarıyla beraber mali yönden hangi seviyede olduğunun belirlenmesi söz konusu olacaktır. Bu sebeple de derecelendirmenin yapılmış olduğu kurum ya da ülkelerin ortaya çıkan sonuçları dikkate almaları gerekmektedir.

S&P derecelendirme kuruluşu gibi, Moody's derecelendirme kuruluşu da küresel anlamda saygın bir konumda olduğu için uluslararası pazara açılmak isteyen kuruluşlar açısından başvurulacak şirketlerin başını çekmektedir. Dünya'ya açılmayı amaçlayan kuruluşlar, Moody's tarafınca yapılan değerlendirmeleri ciddi derecede nazara almaktadır (Narçiçek, 2018: 28).

Moody's birden çok alanda derecelendirme çalışmalarını sürdürmektedir. Bunlardan birkaçı; ülke notu, piyasa notu, banka notu, döviz notu ve yerel para notudur. Kuruluş, kısa ve uzun vadeli olmak üzere iki farklı derecelendirme not skalası kullanmaktadır. Ayrıca açıkladığı notları anlamlandırmak için her derecelendirme ölçeğinde Tablo 13'te açıklanan harfleri, sayıları, kelimeleri veya bunların kombinasyonlarını kullanır.

Tablo 13: Moody's Kuruluşunun Uzun Vadeli Derecelendirme Notları ve Anlamları

NOT/SİMGE	NOTUN ANLAMI
Aaa	Yükümlülüklerin karşılanmasında en düşük kredi riskine sahip, en yüksek kalitede ki not.
Aa	Yükümlülüklerin karşılanmasında çok düşük kredi riskine sahip, yüksek kalitede ki not.
A	Yükümlülüklerin karşılanmasında düşük kredi riskine sahip, üst-orta seviyede ki not.
Baa	Yükümlülüklerin karşılanmasında orta düzey kredi riskine sahip, belirli spekülasyon karakteristiklerinin görülebileceği orta seviye, en düşük yatırım yapılabilir not seviyesi.
Ba	Yükümlülüklerin karşılanmasında önemli derecede kredi riskine sahip, spekülasyon seviyede ki not.
B	Yükümlülüklerin karşılanmasında yüksek kredi riskine sahip, ciddi spekülasyon seviyede ki not.
Caa	Yükümlülüklerin karşılanmasında çok yüksek kredi riskine sahip, spekülasyon seviyede ki not.
Ca	Borç anapara ve faizinin karşılanma ihtimali bir hayli düşük, temerrüde düşme ihtimali oldukça yüksek ya da temerrüde çok yaklaşmış spekülasyon seviyede ki not.
C	Borç anapara ve faizinin karşılanma ihtimalinin en düşük olduğu, tipik iflas seviyesindeki not.

Kaynak: (Moody's(b), 2021) Erişim Tarihi (28/01/2021).

Tablo 13’te gösterilen uzun vadeli derecelendirme notlarında “Aaa” ve “Aa” en yüksek notları “A” ile “Baa” orta düzey notları “Caa”, “Ca” ve “C” notları ise daha düşük not düzeyleri ile ödeme riskinin sırasıyla daha düşük olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda Moody’s not sistemini daha da detaylandırmak için “Aa” dan “B” ye kadar olan her not düzeyinin sağ tarafı için 1, 2, 3 gibi semboller kullanılmaktadır. Sembollerden 1 en yüksek, 2 orta düzey, 3 ise en düşük derecelendirme grubunu ifade etmektedir (Akçayır, 2013, s. 31). Örneğin Ba1, Ba2’den, Ba2 ise Ba3’ten daha iyi durumda olduğunu ifade etmektedir. Ayrıca Moody’s Derecelendirme Kuruluşunun kısa vadeli not skalası da aşağıda Tablo 14’te gösterilmiştir.

Tablo 14: Moody’s Kuruluşunun Kısa Vadeli Derecelendirme Notları ve Anlamları

NOT/SİMGE	NOTUN ANLAMI
Prime-1 (P-1)	Mali yükümlülükleri karşılama düzeyi en yüksektir.
Prime-2 (P-2)	Mali yükümlülükleri karşılama düzeyi yüksektir.
Prime-3 (P-3)	Mali yükümlülükleri karşılama düzeyi muhtemeldir.
Not Prime (NP)	Bu grupta yer alanlar herhangi bir derecelendirme kategorisine girememişlerdir. Yükümlülükleri karşılayamayacak seviyedelerdir.

Kaynak: (Moody's(b), 2021) Erişim Tarihi (28/01/2021).

2.6.3. Fitch Ratings (Fitch)

1913 senesinde John Knowles Fitch tarafınca “Fitch Publishing Company” adı altında kurulmuştur. Fitch, pazara girişini finansal istatistikler yayımlayarak gerçekleştirmiştir. 1913’de kurulmuş olan şirket ABD’de kabul görmüş ilk Avrupa kökenli derecelendirme kuruluşudur. Günümüzde S&P ve Moody’s’ten sonra derecelendirme pazarının üçüncü büyük aktörüdür. Londra ve New York’ta iki ana merkezi bulunmaktadır (Kedikli, 2015: 35). Ayrıca Fitch derecelendirme kuruluşunun Türkiye’de de bir ofisi bulunmaktadır.

İlk olarak bankaların paylarını değerlendiren Fitch derecelendirme kuruluşu, insanların talepleri doğrultusunda, derecelendirme alanını genişleterek farklı sektörleri derecelendirmeye devam etmiştir. 1975 senesinde NRSRO bünyesi altına giren S&P ve Moody’s’ten sonra üç büyük şirketten biri olmuştur. Küresel pazarda tanınan bir kuruluş olan Fitch, 1998 yılında Fimalac şirketinin parçası IBCA ile birleşerek bu

“Fitch IBCA” adı altında çalışmalarına devam etmiş. 2002 yılında ise Fitch IBCA adını değiştirmiş ve “Fitch Ratings” şeklinde bugün kullandığı adını almıştır (Kavak, 2019: 32).

Dünya çapında 20000’den fazla kuruluşu derecelendiren Fitch, 100 yılı aşkın deneyime, 2000’i aşkın çalışana sahiptir ve 30’dan fazla ülkede ofisi bulunmaktadır. Fitch derecelendirme kuruluşu, kredi derecelendirme, yorum ve araştırma alanlarında oldukça başarılıdır. Bağımsız ve ileriye dönük kredi görüşleri ile iyi bir derecelendirme işlemi yapmaya çalışan kuruluş, yerel pazar deneyimi ve kredi pazarı uzmanlığı aracılığı ile küresel bakış açıları sunmaktadır. Diğer kuruluşlara benzer şekilde; şirketleri, finans kurumları, sigorta şirketleri ve ülkeler tarafınca sunulan çeşitli borç menkul kıymetlerini derecelendirmektedir (Fitch Ratings(a), 2021). Erişim Tarihi (29/01/2020).

Fitch derecelendirme kuruluşu, esas olarak S&P derecelendirme kuruluşu ile aynı notlandırma simgelerini kullanmaktadır. Uzun vade derecelendirme notlarını genel olarak yatırım yapılabilir ve spekülasyon olarak iki şekle ayırmış olup, yatırım yapılabilir kısımda dört simge bulunmaktadır. S&P kuruluşundan farklı olarak Fitch kuruluşunun, spekülasyon seviyede yedi farklı simgesi mevcuttur. S&P kuruluşu, borç ödeyememe durumunu ve yüksek spekülasyon özellikleri belirten not “D” olarak belirtilmişken, Fitch derecelendirme kuruluşunda “RD ve “D” olarak belirtilmiştir. RD, S&P’deki D’ye karşılık gelirken, D ise Fitch’in tanımına göre iflas davalarına giren bir kuruluşu ifade etmektedir (Fitch Ratings(b), 2021). Erişim Tarihi (29/01/2021).

Tablo 15: Fitch Kuruluşunun Uzun Vadeli Derecelendirme Notları ve Anlamları

NOT/SİMGE	NOTUN ANLAMI
AAA	Fitch tarafınca verilen en yüksek kredi notudur, risk çok düşüktür. Bu nota sahip olanların olumsuzluktan etkilenme ihtimali son derece düşüktür.
AA	Mali yükümlülüğü karşılama kapasitesi çok yüksektir. Olumsuz koşullara dayanıklıdır ve risk çok düşüktür.
A	Mali yükümlülüğü karşılama derecesi yüksek, risk düşük ancak olumsuz koşullardan etkilenebilir.
BBB	Mali yükümlülükleri zamanında yerine getirebilir.
BB	Olumsuz mali koşullar karşısında hassasiyeti ifade eder. Spekülasyon bir nottur.
B	BB derecesine göre daha spekülasyon bir nottur. Mevcut durumda mali yükümlülükleri karşılayabilir fakat ilerleyen

	durumlar için risk taşımaktadır. Yükümlülükleri karşılamak için olumlu piyasa koşulları gereklidir.
CCC	Mali yükümlülükleri karşılamada, temerrüde düşme ihtimali çok yüksektir.
CC	Mali yükümlülükleri karşılamada temerrüde düşme olasılığı belirginleşmiştir.
C	Mali yükümlülükleri karşılamada, temerrüde düşme kesinleşmiştir.
RD	Mali yükümlülükleri karşılama yeteneği bulunmadığını gösterir. Bu dereceye sahip olanların birkaç taahhüt dışında geri ödemeleri yapmaları imkansızdır.
D	Bu nota sahip olanın iflası kesinleşmiştir. Borçları ertelemekten yerine getirmek imkansızdır.

Kaynak: (Fitch Ratings(b), 2021). Erişim Tarihi (29/01/2021).

Tablo 15’te açıklanan Fitch Derecelendirme Kuruluşunun uzun vadeli derecelendirme notlarının yanına da aynı S&P gibi (+) ve (-) işaretleri getirmektedir. (+) işareti bir üst kategoriye yakınlığı, (-) işareti ise bir alt kategoriye yakınlığı ifade etmektedir. Ayrıca Fitch, derecelendirmelerine “durağan, negatif, pozitif” gibi gözlemlerini de ekleyebilir. Negatif ileride bir düşüş olma ihtimalinin yüksekliğini, pozitif ise ileride not artışı olma ihtimalinin yüksekliğini göstermektedir.

Tablo 16: Fitch Kuruluşunun Kısa Vadeli Derecelendirme Notları ve Anlamları

NOT/SİMGE	NOTUN ANLAMI
F1	Mali yükümlülükleri karşılama düzeyi çok yüksek olduğunu ayrıca (+) işareti getirildiğinde kredi yapısının daha kuvvetli olduğunu göstermektedir.
F2	Mali yükümlülükleri karşılamak için iyi bir kapasite göstergesine sahiptir.
F3	Mali yükümlülükleri karşılama kapasitesi güçlü olmasıyla beraber olumsuz koşullardan etkilenir.
B	Spekülatif nitelikte bir nottur. Mali yükümlülükleri karşılama düşüktür ve mali koşullardan etkilenir.
C	Risk oldukça yüksektir. Mali yükümlülüklerin karşılanabilmesi iyi bir mali koşulda mümkün olmaktadır.
RD	Bir ya da birkaç taahhüdü yerine getiremez buna rağmen diğer yükümlülüklerini yerine getirebilir.
D	En yüksek risk ve en düşük kredi kalitesini göstermektedir.

Kaynak: (Fitch Ratings(b), 2021). Erişim Tarihi (29/01/2021).

Tablo 16’da Fitch Derecelendirme Kuruluşunun kısa vadeli derecelendirme notları ve anlamları gösterilmiştir. F1’den başlayan not skalası D simgesinde son bulmaktadır. F1 simgesi yükümlülükleri karşılama gücünün çok yüksek olduğu seviyeyi gösterir ayrıca yanına (+) işareti alması kredi yapısının daha kuvvetli olduğunu ifade eder. D simgesi ise uzun vadeli derecelendirme notlarındaki anlam gibi yine en yüksek risk seviyesinin olduğunu belirtir.

Özetle, derecelendirme kuruluşları kısa ve uzun vadeli yükümlülükler için farklı not skalası oluşturmuşlardır. Kısa vadeli derecelendirmeler finansman bonusu pazarında kullanılmaktadır. Uzun vadeli notlar daha fazla önem arz etmektedir. Karşı tarafa verilen derecelendirme notları yerel para veya uluslararası döviz cinsinden farklılık gösterebilir. Notlar yatırım yapılabilir seviye, spekülasyon seviyesi ve iflas seviyesi olarak üç kategoriye ayrılmıştır. Derecelendirme notlarını (+) veya (-) işaretleriyle güçlendirilmektedir. Ayrıca derecelendirme görünümü pozitif, negatif ve durağan olarak uzantılarla da açıklanabilmektedir (Seval, 2020, s. 64). Üç büyük derecelendirme kuruluşundan S&P ve Fitch tarafından kullanılan not simgeleri benzerlik gösterirken, Moody’s tarafından kullanılan not simgeleri diğerlerine göre farklılık arz etmektedir.

2.7. KREDİ DERECELENDİRME NOTU İLE DÖVİZ VE PAY SENEDİ PİYASASINA YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR

Kredi derecelendirme notları ile döviz ve pay senedi piyasasına yönelik yazın taraması ulusal ve uluslararası boyutta aşağıda sıralanmıştır. Kredi derecelendirme notlarının incelendiği çalışmaların çoğunluğunda olay analizi yöntemi, pay senedi endeksleri ile not açıklamalarının ilişkisini araştırmak amacıyla kullanılmıştır.

A) Kredi Derecelendirme Notları ile Döviz ve Pay Senedi Piyasasına Yönelik Uluslararası Çalışmalar:

Griffin ve Sanvicente (1982) derecelendirme değişikliklerinin şirket pay senetleri ile ilişkisini olay analizi yöntemiyle araştırmışlardır. Bir yıllık pencerede, derecelendirme açıklamasından önceki on bir ay ve sonraki bir ayı ayrı ayrı

incelemişler. Derecelendirme notu düşüşleri önemli kümülatif anormal getiriye sebep olurken, derecelendirme notu yükseltilmesi önceki on bir ayda anlamlı değişikliğe neden olurken açıklama sonrasında istatistiksel bir anlam bulunmamıştır.

Reisen ve Von Malztan (1998) çalışmalarında, derecelendirmenin tahvil ve dolar getirileriyle etkileşimini olay analizi yöntemiyle incelemişlerdir. 1987-1996 seneleri arası S&P ve Moody's tarafınca ülkelere verilen yabancı para cinsinden derecelendirme notlarını kullanmışlardır. Not yükselişleriyle alakalı istatistiksel olarak anlamlı sonuca ulaşılamamış, not düşüşleriyle alakalı ise özellikle gelişmekte olan pazarlarda tahvil getirilerini önemli ölçüde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca döviz getirileriyle de anlamlı etkileşime ulaşılamamıştır.

Dichev ve Piotroski (2002) çalışmalarında, Moody's tarafınca 1970-1997 seneleri arasında açıklanan tahvil derecelendirme notlarının ABD'de bulunan firmaların pay senetleri ile ilişkini incelemişlerdir. Kesitsel çalışma ve Fama-Macbeth regresyon analiziyle incelenen çalışmada derecelendirme notlarındaki düşüşün pay senetlerinin fiyatlarında anlamlı farklılıklara sebep olduğu sonucuna ulaşılrken, not yükselişleri anlamlı bir farklılığa neden olmamıştır.

Kaminsky ve Schmukler (2002) çalışmalarında, derecelendirme notu değişikliklerinin gelişmekte olan ülkeler üzerinde etkisi olup olmadığını araştırmıştır. Gelişmekte olan 16 ülkenin 1990-2000 seneleri arası pazar verilerini analiz etmişlerdir. Analiz yöntemi olarak panel veri analizi ve olay analizi yöntemleri uygulanmıştır. Sonuçta; derecelendirme notu değişikliğinin ülkelerin pay senedi ve tahvil piyasalarını doğrudan etkilediği, komşu ülkelerinde piyasasını etkilediği sonucuna varmıştır. Ayrıca derecelendirme notu düşük olan ülkelerin uluslararası olaylardan daha çok etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Faff vd. (2004) çalışmalarında, ülke derecelendirme notu değişikliklerinin pay senedi ile ilişkisini olay analizi ve panel veri analizi yöntemiyle incelemişlerdir. 1973-2001 seneleri arasında, Moody's, Fitch, S&P kuruluşlarınca açıklanan derecelendirme notları veri olarak kullanılmıştır. Sonuç olarak not düşüşleri pay senedi piyasasını olumsuz etkilerken, not yükselişlerinin anormal getiri sağlamadığı tespit edilmiştir.

Norden ve Weber (2004) çalışmalarında, pay senedi ve cds pazarlarının 2000-2002 seneleri arasında Moody's, Fitch ve S&P tarafınca yapılan not duyurularıyla ilişkisini test etmişlerdir. Olay penceresi (-90,+90) olarak belirlenmiş ve analizde

Topix 100, S&P 500 ve Stoxx 50 endeksleri kullanılmış. Sonuç olarak pay senedi piyasalarında not düşüşlerinden olumsuz etkilenme durumu meydana gelirken, not yükselişlerine anlamlı tepki olmamıştır. Ayrıca Cds pazarı, pay senedi pazarından daha hızlı tepki vermiştir.

Martell (2005) çalışmasında, Moody's ve S&P tarafınca açıklanan not değişikliklerinin 29 farklı ülkedeki pay senetleriyle ilişkisini incelemiştir. 1990-2003 seneleri arasını ele alan çalışmada olay analizi ve kesitsel değişim yöntemi kullanılmıştır. Sonuç olarak gelişmişlik düzeyine göre not açıklamalarından etkilenme düzeyinin farklılık arz ettiği, hacim olarak büyük şirketlerin not düşüşlerinden daha olumsuz etkilediği ayrıca uluslararası şirketlerin ulusal şirketlere göre daha fazla anormal getiri imkânı barındırdığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

Mellios ve Paget-Blanc (2006) çalışmalarında, 1998-2002 seneleri arasında S&P, Fitch ve Moody's tarafınca açıklanan derecelendirme notlarının 86 ülkenin, 49 farklı finansal ve siyasi değişkenler ile ilişkisini lojistik model ile incelemiştir. Sonuç olarak 6 farklı değişkenin ülke kredi notuna etkisini tespit etmişlerdir. Bunlar; en çok etki kişi başına düşen GSYİH olmak üzere, kamu geliri, reel efektif döviz kurundaki olumlu değişim, enflasyon oranı ve temerrüt geçmiştir. Ayrıca ülkenin finansal gelişmişlik derecesi ve yönetim kalitesini göstermesi sebebiyle yolsuzluk göstergesinin de etkileyici bir unsur olduğunu ifade etmişlerdir.

Pukthuanthong-Le vd. (2007) çalışmalarında, S&P ve Moody's tarafınca açıklanan derecelendirme notlarının 1990-2000 seneleri arası 34 ülkenin finansal piyasaları ile ilişkisini olay analizi yöntemiyle incelemiştir. Olay penceresinin (-10,+10) olarak belirlendiği çalışmada derecelendirmelerin pazarlara özellikle de pay senedi pazarlarına yeni veriler aktardığının tespit etmiştir. Not düşüşleri pay senedi ve borçlanma piyasalarının getirilerini etkilediği tespit edilmiştir. Fakat not yükselişlerinin anlamlı bir etkisi tespit edilmemiştir. Ayrıca gelişmişlik düzeyi azaldıkça not değişikliğinin etkisinin yükseldiği sonucuna ulaşılmıştır.

Hooper vd. (2008) çalışmalarında, 1995-2003 seneleri arasında 42 ülkenin derecelendirme not açıklamalarının finansal piyasalarındaki etkilerini panel regresyon yöntemi ile incelemiştir. S&P, Fitch ve Moody's tarafınca açıklanan notlar dikkate alınmıştır. Analiz sonucunda Derecelendirme kuruluşlarının döviz ve pay senedi pazarlarına yeni veri aktardığı, not yükselişinin pay senedi pazarının getirilerini

artırdığı aynı zamanda pazarda oluşan tepkilerin çoğunlukla not düşüşlerinin, döviz borcunun ve piyasa borcunun artmasına sebep olduğu anlaşılmıştır.

Li vd. (2008) çalışmalarında, 1990-2003 seneleri arası Asya Krizinden en çok etkilenen Tayland, Endonezya, Filipinler, Kore ve Malezya'nın derecelendirme notlarındaki değişiklikler ile pay senedi getirileri arasındaki ilişki Panel regresyon yöntemiyle incelenmiştir. Sonuç olarak ülkelerin pay senedi getirileri üzerinde hem kendi derecelendirme notlarının hem de diğer ülke derecelendirme notlarının etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Zhang, Yau ve Fung (2009) çalışmalarında, 2004-2008 seneleri arasında günlük bazda hem USD cinsinden EUR, JPY, GBP ve AUD hem de Euro cinsinden AUD, USD, GDP ve JPY ile CDS pazarı arasındaki ilişkiyi granger nedensellik testi ve VAR modeli ile incelenmişlerdir. Sonuç olarak USD cinsinden 4 döviz kurunun CDS ile Granger nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Euro cinsinden ise sadece Avustralya Doları ile CDS arasındaki nedensellik ilişkisine ulaşılmıştır.

İsmailescu ve Kazemi (2010) çalışmalarında, 2001-2008 seneleri arasında 21 gelişmekte olan ülke için açıklanan derecelendirme notları ile CDS pazarları arasındaki ilişkiyi olay analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Sonuç olarak, pozitif derecelendirme notlarının, CDS pazarları üzerinde daha fazla etkisi olduğu ve bu etkinin diğer gelişmekte olan ülkelere de sıçradığı tespit edilmiştir.

Afonso, Furceri ve Gomes (2012) çalışmalarında, 1995-2010 seneleri arasında Moody's, S&P ve Fitch derecelendirme kuruluşlarının açıklamış oldukları kredi notu ile AB devlet tahvilleri ve CDS primleri arasındaki ilişkiyi olay analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Devlet tahvili getiri primlerinin özellikle negatif not veya görünüm değişikliklerine tepki verdiği anlaşılmıştır.

Alsakka ve Gwilym (2012) çalışmalarında, Moody's, Fitch ve S&P tarafınca açıklanan derecelendirme notlarının 1994-2010 seneleri arasında 124 farklı ülkeye ait döviz spot piyasaları ile ilişkisi incelenmiş ve diğer ülkelerin döviz kurları üzerindeki yayılma etkilerini ele almışlardır. Olay analizi yöntemi kullanılan çalışmada; olay penceresi (-1,+30) arası belirlenmiştir. Sonuç olarak not düşüşleri ve not yükselişlerinin döviz kurlarını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Fitch not açıklamaları pazara çok kısa sürede tepki gösterdiği, S&P tarafından açıklanan not düşüşleri ise pazara sert tepki verdiği belirtilmiştir. Ayrıca Fitch not yükselişi açıklaması döviz

kurlarını anında etkilemiştir. Moody's tarafınca açıklanan not düşürmeleri yalnızca gelişmekte olan ülkeleri, not yükselişleri ise yalnızca gelişmiş ülkeleri anlamlı şekilde etkilemiştir.

Mateev (2012) çalışmasında, negatif derecelendirme notlarının 1997-2007 seneleri arasında gelişmekte olan 9 ülke tahvil ve pay senedi pazarlarına etkisi olay analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmada incelenen 9 ülke Bulgaristan, Litvanya, Çekya, Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya, Slovakya ve Slovenya'dır. Çalışma sonucunda, negatif derecelendirme notlarının tahvil ve pay senedi pazarını etkilediği tespit edilmiştir. Ayrıca bu etkinin diğer ülkelere de taşındığı ancak etki seviyesi derecelendirme notu açıklanan ülke kadar olmadığı ifade edilmiştir.

Paterson ve Gauthier (2013) çalışmalarında, 2009-2013 seneleri arasında derecelendirme notlarının GIIPS ve BRIC ülkeleri pay senedi pazarları ile ilişkisini olay analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Derecelendirme notlarında yaşanan düşüş GIIPS ülkeleri için negatif kümülatif anormal getiriyle sonuçlandığı ve bu anormal getiri miktarının güçlü ekonomilere kıyasla güçsüz ekonomilerde daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır. BRIC ekonomilerinde ise istatistiksel olarak anlamlı bir anormal getiri tespit edilmemiş ve bu sonucun coğrafi olarak dağınık olmak, parasal bağımsızlığa sahip olmak ve esnek para politikalarına bağlamışlardır. Ayrıca olumsuz not görünümünün, not düşürme duyurularından daha fazla etki ettiği ve S&P duyurularının diğer derecelendirme kuruluşları duyurularına göre daha fazla etkiye sahip olduğu açıklanmıştır.

Correa, Lee, Sapriza ve Suarez (2014) çalışmalarında, 1995-2011 seneleri arasında 27 farklı ülkenin derecelendirme notlarının o dönemdeki banka pay senetleri üzerindeki etkileri olay analizi yöntemiyle incelenmiştir. Sonuç olarak derecelendirme notu indirimlerinin özellikle devlet yardımı alması kesin gözüken bankaların pay senetleri getirilerine daha olumsuz etki yaptığı ifade edilmiştir.

Fatnassi, Ftiti ve Hasnaoui (2014) çalışmalarında, Fitch, Moody's ve S&P kuruluşlarınca verilen derecelendirme notlarının 2008-2012 seneleri içerisinde 4 Avrupa ülkesinin pay senedi getirileri ile ilişkisi panel regresyon yöntemi ile incelenmiştir. Sonuç olarak, derecelendirme notu indirimlerinin ve yükseltmelerinin hem kendi pay senedi getirileri hem de diğer ülkelerin pay senedi getirileri üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ntswane (2014) çalışmasında, 1994-2011 seneleri arasında S&P, Fitch ve Moody's derecelendirme kuruluşlarının 28 farklı Afrika ülkesine verdiği notlar ile sermaye akımları arasındaki etkiyi panel veri regresyonu yöntemiyle incelemiştir. Ayrıca açıklanan derecelendirme notlarının günlük toplam pay senedi getirileri ve nominal döviz kurunun geçici etkisini test etmek için olay analizi yöntemi yapmıştır. Sonuç olarak derecelendirme notlarının; doğrudan bankacılık kredileri ve ticari bankalardan borçlanma ve diğer özel kurum sermaye akımları üzerine etkisi olduğuna ulaşılmış. Ayrıca Güney Afrika'nın derecelendirme notları; portföy tahvillerini, ticaret bankalarını ve diğer özel kurumların net akış oranları ile Güney Afrika dışındaki ülkelerle pozitif bir ilişkisi olduğunu göstermiştir.

Wu ve Treepongkaruna (2014) çalışmalarında, 1997-2001 seneleri arasında S&P tarafınca açıklanan derecelendirme notlarının Asya Pasifik Bölgesindeki beş ülkenin pay senedi ve döviz piyasası ile ilişkisini panel regresyon yöntemiyle incelemişlerdir. Sonuç olarak pay senedi ve döviz piyasalarının derecelendirme notlarına heterojen bir şekilde tepki verdiği, not değişikliğine karşı pay senedi piyasası, döviz piyasasından daha duyarlı davrandığı tespit edilmiştir.

Baum vd. (2016) çalışmalarında, Moody's, Fitch ve S&P tarafınca yayımlanan derecelendirme notlarının 2010-2012 seneleri arasında Euro bölgesi borç krizinde Euro'nun diğer para birimlerine karşı değeri arasındaki ilişkiyi olay analizi ve garch modeliyle araştırmışlardır. Sonuç olarak not düşürmelerini Euro para birimi üzerinde etkisi olmadığı fakat döviz kuru oynaklığını artırdığını tespit etmişlerdir. Aynı zamanda not düşüşleri Fransa, Almanya, İspanya ve İtalya devlet tahvillerinin getirilerini artırmıştır. Bu durum para birliğinde ortaya çıkan şokların döviz kuru değeri ve tahvil getirilerinde bozulmalara yol açtığı şeklinde yorumlanmıştır.

Kenjgaliev vd. (2016) çalışmalarında, S&P, Fitch ve Moody's tarafınca verilen derecelendirme notlarının 2002-2007 ve 2009-2015 seneleri arası iki farklı aralıkta HDAX endeksi ile ilişkisini olay analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Olaylar (-60,-21), (-21,-1), (0,+1) ve (+2,+20) olay pencereleriyle incelenmiştir. Sonuç olarak not yükseltme olayları pay senedi piyasaları için önemli bir etkiye sahip olduğu, not yükseltme ve düşürme duyurularının olay tarihinden uzun süre önce pay senedi endeksini etkilediğine varılmıştır.

Tablo 17a: Kredi Derecelendirme Kuruluşları ile Döviz ve Pay Senedi Piyasalarına Yönelik Uluslararası Çalışmalar

Yazar	Veri	Yıllar	Yöntem	Sonuç
Griffin vd. (1982)	Derecelendirme notu/ Pay senedi	1981-1982	Olay Analizi	Not düşüşleri pay senedini etkilemiş, notu yükseltilmesi önceki on bir ayda anlamlı değişikliğe neden olurken açıklama sonrasında istatistiksel bir anlam bulunmamıştır.
Reisen (1998)	Derecelendirme notu/ Tahvil/ Dolar kuru	1987-1995	Olay Analizi	Not düşüşleri tahvil getirilerini anlamlı şekilde etkilemiş. Döviz getirilerini etkileyememiştir.
Dichev (2002)	Derecelendirme notu/ Pay Senedi	1970-1997	Kesitsel çalışma/ Fama-Macbeth	Not düşüşleri pay senetlerini anlamlı şekilde etkilemiş.
Kaminsky vd. (2002)	Derecelendirme notu/ Pay Senedi/ Tahvil	1990-2000	Olay Analizi/ Panel Veri Analizi	Not düşüşü ve yükselişi, pay senedi ve tahvili anlamlı bir şekilde etkilemiş.
Faff vd. (2004)	Derecelendirme notu/ Pay Senedi	1973-2001	Olay Analizi	Not düşüşü pay senetlerini olumsuz etkilemiştir.
Norden vd. (2004)	Pay senedi/ CDS	2000-2002	Olay Analizi	Not düşüşleri pay senedi ve CDS pazarını olumsuz etkilemiş.
Martell (2005)	Derecelendirme notu/ Pay Senedi	1990-2003	Olay Analizi/ Kesitsel Değişim Yöntemi	Hacmi Büyük şirketler küçük şirketlere nazaran not düşüşlerinden daha fazla olumsuz etkilenmiş.
Mellios vd. (2006)	Derecelendirme notu/ 49 farklı siyasi ve ekonomik değişken	1998-2002	Lojistik model	Kişi başına GSYİH, kamu geliri, reel efektif döviz kuru, enflasyon oranı, temerrüt geçmişi derecelendirme notlarını anlamlı etkilemiş.
Pukthuanthong-Le vd. (2007)	Derecelendirme Notu/ 34 ülkenin Finansal Piyasaları	1990-2000	Olay Analizi	Not düşüşleri pay senedi ve borçlanma piyasalarını anlamlı bir şekilde etkilemiş.
Hooper vd. (2008)	Derecelendirme notu/ 42 Ülkenin Finansal Piyasaları	1995-2203	Panel Regresyon	Not yükselişi pay senedi getirilerini artırmış, not düşüşü döviz ve piyasa borcunun artmasına sebep olmuştur.
Li vd. (2008)	Derecelendirme notu/ Pay senedi	1990-2003	Panel Regresyon	Derecelendirme notunun Pay senetleri üzerinde anlamlı etkisi tespit edilmiştir.

Zhang vd. (2009)	Döviz kurları/Cds	2004-2008	Granger nedensellik/ Var modeli	USD cinsinden 4 döviz kuru, Euro cinsinden yalnızca Avustralya Doları ile cds arasında nedenselliğe ulaşılmıştır.
------------------	-------------------	-----------	---------------------------------	---

Tablo 17b: Kredi Derecelendirme Kuruluşları ile Döviz ve Pay Senedi Piyasalarına Yönelik Uluslararası Çalışmalar

Yazar	Veri	Yıllar	Yöntem	Sonuç
İsmailescu vd. (2010)	Derecelendirme notu/CDS	2001-2008	Olay Analizi	Pozitif derecelendirme notunun, Cds pazarı üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.
Afonso vd. (2012)	Derecelendirme notu/cds/tahvil	1995-2010	Olay Analizi	Derecelendirme notları tahvil getirilerini olumsuz etkilemiştir.
Alsakka vd. (2012)	Derecelendirme notu/ Döviz kuru	1994-2010	Olay Analizi	Derecelendirme notları döviz kurlarını anlamlı şekilde etkilemiştir.
Mateev (2012)	Derecelendirme notu/ Pay senedi/ Tahvil	1997-2007	Olay Analizi	Negatif derecelendirme notu pay senedi ve tahvil piyasalarını etkilemiştir.
Paterson vd. (2013)	Derecelendirme notu/ Pay senedi	2009-2013	Olay Analizi	Not düşüşleri pay senedi getirilerini olumsuz etkilemiştir.
Correa vd. (2014)	Derecelendirme notu/ Banka Pay senetleri	1995-2011	Olay Analizi	Not indirimleri devlet desteği olan bankaların pay senetlerini daha olumsuz etkilemiştir.
Fatnassi vd. (2014)	Derecelendirme Notu/ Pay Senedi	2008-2012	Panel Regresyon Yöntemi	Derecelendirme notları pay senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkiye sahiptir.
Ntswane (2014)	Derecelendirme notu/ Sermaye Akımları	1994-2011	Panel veri Regresyonu	Derecelendirme notunun, banka kredileri, Ticari bankalardan borçlanma ve özel kurum sermaye akımları üzerinde etkili olduğuna ulaşılmıştır.
Wu vd. (2014)	Derecelendirme notu/Pay senedi/Döviz kuru	1997-2001	Panel Veri Regresyonu	Not değişikliğine, pay senedi piyasası, döviz piyasalarına göre daha duyarlı davranmış.
Baum vd. (2016)	Derecelendirme notu/ Euro	2010-2012	Olay Analizi/Garch modeli	Not düşüşlerinin Euro para birimi üzerinde etkisi olmamış fakat oynaklığı artırmıştır.
Kenjegaliev vd. (2016)	Derecelendirme notu/ HDAX	2002-2007 ve 2009-2015	Olay Analizi	Not yükseltme olayı, pay senedi piyasalarını etkilemiştir.

B) Kredi Derecelendirme Notları ile Döviz ve Pay Senedi Piyasasına Yönelik Ulusal Çalışmalar:

Subaşı (2008) çalışmasında, 1995-2007 seneleri arasında derecelendirme notu değişikliklerinin ulusal pay senedi getirileri, tl/usd paritesi ve tl/eur paritesi aynı zamanda kur oynaklığı ile ilişkisini olay analizi yöntemiyle incelemiştir. Sonuç olarak not düşüşleri pay senedi getirilerini olumsuz etkilemiş, tl/usd ve tl/eur değer kaybetmiş ve oynaklığı artmıştır. Bu sonuç derecelendirme not değişikliğinin döviz kurları için önemli bilgi sağladığını ifade etmektedir.

Sipahi (2010) çalışmasında, İMKB- Banka Endeksinde bulunan bankaların pay senedi oynaklıklarının derecelendirme not açıklamalarına verdiği tepkiyi ölçmek amaçlanmıştır. Her derecelendirme açıklaması ayrı olay olarak ele alınmış ve kırk günlük olay penceresi kullanılmıştır. Toplamda 48 olay ele alınırken 9 tanesi manipülatif haberlerden dolayı çıkarılmış kalan 39 olayın 29'unda derecelendirme notu açıklamalarının pay senedi getirilerine etkisi olmadığı sonucuna varılmış. 10 yükselme olayında ise anormal getiri ile sonuçlandığı belirtilmiştir.

Bayar, Kılıç ve Savrul (2013) çalışmalarında, 2008-2012 seneleri arasında derecelendirme notlarının 17 Avrupa bölgesi ülkesinin faizleri, döviz kurları ve pay senedi pazarlarına olan etkilerini eşbütünleşme ve nedensellik testleriyle incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, pay senetleri ile derecelendirme notları, faiz oranları ve döviz kurları arasında uzun dönemli bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, derecelendirme notları ve faiz oranlarından pay senedi fiyatlarına doğru tek yönlü nedensellik, döviz kurları ile pay senedi piyasaları arasında çift yönlü nedenselliğin olduğu belirtilmiştir.

Harmancı (2013) çalışmasında, 1992-2012 seneleri arasında derecelendirme notlarının BİST 100 endeksiyle ilişkisi olay analizi yöntemiyle incelenmiştir. Sonuç olarak olay gününden önceki dönemde olumlu olayların etkisinin fiyatlara yansıdığı ve anormal getirileri olumlu yönde etkilediği sonucuna varılmış ayrıca olay gününde ve sonrasında ise olumlu ve olumsuz olayların endekse anormal bir etkisi saptanamamıştır.

Kabadayı (2013) çalışmasında, 1995-2011 seneleri arasında Moody's, S&P ve Fitch kuruluşlarının açıkladığı derecelendirme notlarının BİST 100 endeksi ile

ilişkinsini zaman serisi analizi yöntemiyle incelenmiştir. Kontrol değişkenler olarak kişi başına GSYGH büyüme oranı ve reel faiz oranı kullanılmıştır. Sonuç olarak derecelendirme notlarının pay senedi pazarı üzerinde oldukça etkili olduğu gözlenmiş ve not düşüşleri pay senedi getirilerini olumsuz, not yükselişleri pay senedi getirilerini olumlu yönde etkilemiştir. Ayrıca kişi başına GSYGH pay senedi getirisini pozitif etkilerken, reel faiz oranları negatif etkilemiştir.

Hancı (2014) çalışmasında, 2008-2012 seneleri arasında CDS puanı ile Bist 100 endeksi getirileri arasındaki ilişki Garch modeliyle incelenmiştir. Sonuç olarak, CDS puanı ile Bist 100 pay senedi verileri arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Yüksek CDS puanlamasının ülkeye ait riskin büyük olduğu değerlendirmesinden yola çıkarak, iki değişken arasındaki oynaklığın fazla yüksek çıkması nedeniyle kırılmalılığın yüksek olduğu sonucuna varılmıştır.

Haspolat (2015) çalışmasında, 69 farklı ülkenin 1996-2012 seneleri arasında derecelendirme kuruluşlarınca açıklanan notların sistematığı ve belirleyicilerini panel veri analiziyle incelemişlerdir. Sonuç olarak, ülke kredi notunu olumsuz etkileyen değişkenler; döviz kuru oynaklığı, genel yönetim brüt borç stokunun GSYİH'ya oranı, enflasyon oranı, faiz ödemelerinin gelirlere oranının yüksekliği ve temerrüt geçmişi olarak tespit edilmiştir. Kredi notunu pozitif etkileyen değişkenler ise kişi başına düşen GSYİH, yönetim göstergeleri, cari denge, ekonomik büyüme, bir sonraki yıl büyüme tahmini, sermaye yatırımlarının yüksekliği, para biriminin rezerv para olarak kullanılması ve ülkenin sanayileşmiş bir ülke olması olarak tespit edilmiştir.

Yenice ve Hazar (2015) çalışmalarında, 2009-2014 seneleri arasında Türkiye, Endonezya, Arjantin, Malezya, Brezilya ve Çin'in CDS primleri ile incelenen ülkelerin borsaları arasındaki ilişkiyi regresyon eğrisi modeli ile incelemişlerdir. Sonuç olarak %67 oranında önemli kabul edilebilecek düzeyde ilişkiye rastlanmıştır. Türkiye'nin CDS primi ile borsa endeksi arasındaki ilişkiye bakıldığında ise orta seviyelerde bir hassasiyet olduğu sonucuna varılmıştır.

Başarır ve Keten (2016) çalışmalarında, 2010-2016 seneleri arası EMBI endeksi içinde bulunan 12 gelişmekte olan ülkenin CDS primleri, pay senedi endeksleri ve döviz kurları ile CDS primleri arasındaki ilişkiyi uzun ve kısa dönemli olarak panel veri analiziyle incelenmiştir. Araştırmanın sonucunda kısa dönem içerisinde CDS primleri ile hisse senedi endeksleri arasında çift yönlü bir nedensellik

ilişkisi tespit edilmiş ve döviz kurlarında CDS primlerinden döviz kurlarına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Uzun dönemde ise analiz kapsamındaki ülkeler için ele alınan dönem içerisinde ülkelerin CDS primleri ile pay senedi endeksleri ve döviz kurları arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir.

Aydın (2017) çalışmasında, Türkiye, Meksika, Filipinler, Endonezya, Çin, Brezilya ve Arjantin pazarlarındaki pay senedi fiyatları ile döviz kurları arasındaki ilişkiler simetrik ve asimetrik nedensellik analizleri Hacker-Hatemi-j nedensellik testi ve Vektör Otoregresif ile incelenmiştir. Her ülke için farklı dönemlerin alındığı çalışmada aylık veriler kullanılmıştır. Çin’de değişkenler arasında karşılıklı bir nedensellik bulunamazken, Endonezya’da çift taraflı simetrik bir nedensellik ilişkisi bulunmuş, diğer ülkelerde ise nedenselliğin yönünün borsadan döviz kuruna doğru olduğu tespit edilmiştir. Bulunan tespitler diğer ülkelerde portföy yeniden dengelemesi yaklaşımının geçerli olduğunu göstermektedir.

Korkmaz vd. (2017) çalışmalarında, derecelendirme notlarındaki değişimlerin BİST Pay Senedi Endeksi ile ilişkisini olay analizi ve bağımlı örneklem t testi ile analiz etmişlerdir. Moody’s tarafınca 16 Mayıs 2013 not yükselişi ve 23 Eylül 2016 not düşüşü analiz kapsamına alınmıştır. Sonuç olarak not yükselişi pay getirilerinde anlamlı ve olumlu bir etki yaratmış not düşüşü ise pay getirilerinde ciddi bir değişime sebep olmamıştır. Ayrıca çalışma bulguları Borsa İstanbul’un etkin piyasalar hipotezinin yarı güçlü formda bile etkin olmadığını işaret etmektedir.

Pirgaip (2017) çalışmasında, 1993-2016 seneleri arasında Moody’s, S&P ve Fitch tarafından açıklanan kredi derecelendirme notlarının, BİST 100 endeksine etkisini olay analizi yöntemiyle incelemiştir. Sonuç olarak, olay öncesi ve olay zamanı anormal getirilerin not açıklamaları ile doğru orantılı olduğuna, olay sonrası dönemlerde ise ters orantılı olduğuna ulaşılmıştır. Ayrıca negatif derecelendirme notu açıklamalarının, pozitif derecelendirme notu açıklamalarına göre Bist 100 endeksine daha fazla etki ettiği ifade edilmiştir.

Yıldırım, Yıldız ve Aydemir (2017) çalışmalarında, 2012-2016 seneleri arasında Moody’s, S&P ve Fitch tarafından açıklanan notların Borsa İstanbul’da bulunan 6 endeks ile ilişkisini olay analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Sonuç olarak derecelendirme kuruluşlarının endeksleri tamamıyla etkileyemediğine ulaşılmıştır. Bu durumda derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için yapmış oldukları pozitif veya

negatif not açıklamalarının seçili endeksler üzerindeki etkisinin belli bir oranda olduğu ifade edilmiştir. Bu sonuca göre yerel ve küresel yatırımcıların derecelendirme kuruluşlarının yaptığı açıklamalara verdiği tepkinin kısmi düzeyde olduğu ifade edilmiştir.

Çağlak, Küçükşahin ve Kahraman (2018) çalışmalarında, 1992-2018 seneleri arasında S&P, Moody's ve Fitch tarafından verilen derecelendirme notlarının Borsa İstanbul'daki 14 endeks üzerine on günlük zaman aralığındaki etkisini olay analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Sonuç olarak derecelendirme notu açıklamalarından etkilenmeyen endeksler bulunmuştur. Genel olarak bakıldığında 14 endeksin yarı yarıya duyurulardan etkilendiği belirtilmiştir. Bu durumda not açıklamalarının seçilmiş olan endeksler üzerinde etkisi olduğu ve bu etkinin derecelendirme kuruluşları arasında çok farklılık göstermediği tespit edilmiştir.

Öztaş (2018) çalışmasında, 2016 senesinde derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için açıkladığı notların BİST 100 ile ilişkisini olay analiziyle incelemiştir. Sonuç olarak derecelendirme duyuruları olay öncesinde pazarı etkilerken, açıklandıkları gün itibariyle endeks üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı ifade edilmiştir. Bu sonucun nedeni büyük yatırımcıların ya da piyasa yapımcıların derecelendirme notu ile alakalı bilgileri önceden elde etmeleri ve olayın öncesinde fiyatlara yansıtmaları şeklinde açıklanmıştır.

Şahin ve Özkan (2018) çalışmalarında, 2012-2017 seneleri arasında CDS, döviz kuru (USD/TL), (EUR/TL) ve Bist 100 endeksi arasındaki ilişkiyi olay analizi yöntemi ile uzun ve kısa olarak iki şekilde incelemişlerdir. Ayrıca verilere birim kök olup olmadığına bakılması için ADF-PP birim kök testleri yapılmıştır. Durağanlığı test edilen ve aynı dereceden durağan olan iki değişken arasındaki uzun dönemli ilişkiyi sınamak amacıyla Engle-Granger Koentegrasyon yöntemi kullanılmıştır. Sonuç olarak Bist 100 endeksi ile CDS arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuş, Bist 100 ile döviz kurları arasında ise nedensellik ilişkisi bulunamadığı ifade edilmiştir.

Tirnova (2018) çalışmasında, 2013-2018 seneleri arasında derecelendirme kuruluşlarının not güncellemelerinin BİST 30 endeksinde işlem gören pay senetleriyle ilişkisini olay analizi yöntemiyle incelemektedir. Sonuç olarak olumlu derecelendirme duyuruları, duyurulan gün çerçevesinde pay senedi getirileri üzerinde etki oluştururken, olumsuz derecelendirme duyuruları anlamlı bir etki oluşturmamıştır.

Balat (2019) çalışmasında, 2013-2018 seneleri arasında derecelendirme notlarının Türkiye ve BRICS ülkelerindeki cds primleri ve pay senedi endeksleri işlem hacimleriyle ilişkisini olay analizi yöntemi ve eşleştirilmiş örneklem t-testi ile incelemiştir. Analiz sonucunda derecelendirme notlarının hem cds primleri hem de pay senedi endeksi işlem hacmi üzerinde etkisi olduğuna, fakat cds primleri üzerinde daha fazla etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çiftçi (2019) çalışmasında, 2001-2018 seneleri arasında S&P, Moody's ve Fitch tarafından açıklanan derecelendirme notlarının, Borsa İstanbul'daki endeksler üzerine etkili olup olmadığı olay analizi yöntemiyle incelenmiştir. Sonuç olarak derecelendirme notu açıklamalarının Borsa İstanbul'da yer alan endekslerin çoğunu etkilemediği ifade edilmiştir.

Gök ve Arslan (2019) çalışmalarında, 2009-2018 seneleri arasında Fitch, Moody's ve S&P tarafınca açıklanan derecelendirme notlarının Güney Afrika, Türkiye, Brezilya, Rusya ve Çin'in CDS puanları üzerindeki etkisi olay analizi yöntemi ile incelenmiştir. Sonuç olarak, pozitif ve negatif olayların olay tarihinde CDS puanlarını anlamlı bir şekilde etkilediğini ulaşılmıştır. İlişki yönü incelendiğinde, negatif not duyuruları CDS puanını yükseltmiş, Pozitif not duyuruları CDS puanını düşürmüştür. Ayrıca negatif olayların olay tarihindeki etkisi pozitif olaylardan daha belirgin olduğu ifade edilmiştir.

Kuzu (2019) çalışmasında, 2002-2018 seneleri arasında BİST 100 endeksi ile derecelendirme notlarının ilişkisini olay analizi yöntemiyle incelemiştir. Olay penceresini (-10,+10) olarak belirlemiştir. Sonuç olarak Borsa İstanbul'da yer alan 9 endeksin anormal getirileri incelenmiş ve endekslerin büyük çoğunluğunun derecelendirme notlarından etkilendiği ve açıklanan notun hangi derecelendirme kuruluşundan olduğunun bir önemi olmadığı sonucuna varılmıştır.

Ovalı (2019) çalışmasında, 2004-2019 seneleri arasında derecelendirme notlarının Türkiye ve BRICS ülkelerinin seçilmiş pay senedi endeksleri ile ilişkisini olay analizi yöntemiyle incelemiştir. Sonuç olarak derecelendirme notlarının pay senedi piyasaları üzerinde hem olumlu hem olumsuz şekilde anlamlı anormal getirilere sebep olduğu ve piyasaların yarı etkin piyasa formunda etkin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Erdem (2020) çalışmasında, S&P, Moody's ve Fitch tarafından açıklanan derecelendirme duyurularının, 1992-2019 seneleri arasında USD/TL döviz paritesine etkilerini Garch, Egarch ve Stockastik oynaklık yöntemleriyle incelemiştir. Sonuç olarak hem pozitif hem de negatif derecelendirme duyuruları USD/TL oynaklığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı rol oynamaktadır. Ayrıca negatif duyurular pozitif duyurulara göre daha fazla etki göstermektedir.

Tablo 18a: Kredi Derecelendirme Kuruluşları ile Döviz ve Pay Senedi Piyasalarına Yönelik Ulusal Çalışmalar

Yazar	Veri	Yıllar	Yöntem	Sonuç
Subaşı (2008)	Derecelendirme notu/Döviz kuru/Pay senedi	1995-2007	Olay Analizi	Not düşüşleri pay senedi tl/usd ve tl/eur paritesini olumsuz etkilemiştir.
Sipahi (2010)	Derecelendirme notu/ İMKB banka endeksi	1992-2003	Olay Analizi	Derecelendirme notu açıklamalarının pay senedine etkisi olmadığı açıklanmıştır.
Bayar vd. (2013)	Derecelendirme notu/ Faiz/ Döviz kuru/pay senedi	2008-2012	Eşbütünleşme ve nedensellik testi	Pay senetleri ile derecelendirme notları ve faiz oranları ve döviz kurları arası ilişki tespit edilmiş.
Harmancı (2013)	Derecelendirme notu/Bist 100	1992-2012	Olay Analizi	Olay öncesi anlamlı fakat olay sonrası anlamlı bir ilişki tespit edilememiş.
Kabadayı (2013)	Derecelendirme notu/Bist 100	1995-2011	Zaman Serisi analizi	Derecelendirme notları pay senetleri üzerinde anlamlı etkisine ulaşılmıştır.
Hancı (2014)	CDS/Bist 100	2008-2012	Garch modeli	Cds puanı ile Bist 100 pay senedi verileri arası ters yönlü ilişki tespit edilmiştir.
Haspolat (2015)	Derecelendirme notu/Not belirleyicileri	1996-2012	Panel veri analizi	Derecelendirme notunu; döviz kuru, enflasyon, temerrüt geçmişi olumsuz, kişi başına GSYİH, cari denge, ekonomik büyüme olumlu etkilemiştir.
Yenice vd. (2015)	CDS/Pay senedi endeksi	2009-2014	Regresyon eğrisi modeli	Cds ve pay senedi endeksi arasında %67 oranında ilişkiye rastlanmıştır.
Başarır vd. (2016)	Cds/Pay senedi/Döviz kuru	2010-2016	Panel veri analizi	Kısa dönemde cds ve pay senedi arası çift, cds ve döviz kuru arası tek yönlü nedensellik ayrıca uzun dönemde herhangi bir ilişki tespit edilememiş.
Aydın (2017)	6 ülkenin pay senedi/döviz kuru	1995-2016	Hacker Hatemi-j ve Vektör Otoregresif	Çin'de ilişki rastlanmamış, Endonezya'da çift yönlü diğer ülkelerde borsadan dövize tek yönlü ilişkiye rastlanmıştır.

Korkmaz vd. (2017)	Derecelendirme notu/Bist 100	2013-2016	Olay Analizi ve bağımlı örneklem t-testi	Not yükselişi pay senedi endeksini olumlu yönde etkilemiştir.
Pirgaip (2017)	Derecelendirme notu/ Bist 100	1993-2016	Olay Analizi	Negatif derecelendirme notu pozitif derecelendirme notuna göre Bist 100'e daha fazla etki yapmaktaymış.

Tablo 18b: Kredi Derecelendirme Kuruluşları ile Döviz ve Pay Senedi Piyasalarına Yönelik Ulusal Çalışmalar

Yazar	Veri	Yıllar	Yöntem	Sonuç
Yıldırım vd. (2017)	Derecelendirme notu/Bist 6 endeks	2012-2016	Olay Analizi	Derecelendirme notu endekslerin hepsini anlamlı şekilde etkileyememiştir.
Çağlak, vd. (2018)	Derecelendirme notu/ Bist 14 endeks	1992-2018	Olay Analizi	14 endeksin yarısı derecelendirme notundan etkilenmiştir.
Öztaş (2018)	Derecelendirme notu/Bist 100	2016	Olay Analizi	Derecelendirme notu olayı öncesi endeksi etkilerken açıklandıkları gün etkisi olmamıştır.
Şahin vd. (2018)	Cds/Döviz/Bist 100	2012-2017	Engle-Granger Koentegrasyon	Bist 100 ile cds arası çift yönlü nedenselliğe rastlanırken, bist 100 ile döviz kuru arasında nedenselliğe rastlanmamıştır.
Tirnova (2018)	Derecelendirme notu/Bist 30	2013-2018	Olay Analizi	Olumlu derecelendirme notu pay senetlerini anlamlı etkilemiştir.
Balat (2019)	Derecelendirme notu/CDS/Pay senedi	2013-2018	Olay Analizi ve eşleştirilmiş örneklem t-testi	Derecelendirme notunun hem cds hem de pay senedi üzerinde anlamlı etkisi vardır.
Çiftçi (2019)	Derecelendirme notu/Bist endeksleri	2001-2018	Olay Analizi	Derecelendirme açıklamalarının Bist'de yer alan endekslerin çoğunu etkilemediği ortaya çıkmıştır.
Gök vd. (2019)	Derecelendirme notu/Cds	2009-2018	Olay Analizi	Derecelendirme notu cds puanlarını anlamlı şekilde etkilemiştir.
Kuzu (2019)	Derecelendirme notu/Bist 9 endeks	2002-2018	Olay Analizi	Endekslerin çoğu derecelendirme notlarından etkilenmişlerdir.
Ovalı (2019)	Derecelendirme notu/Türkiye ve BRİCS pay senetleri	2004-2019	Olay Analizi	Derecelendirme notu pay senetlerini anlamlı şekilde etkilemiştir.

Erdem (2020)	Derecelendirme notu/Usd/tl	1992-2019	Garch, Egarch, Stockastik oynaklık	Derecelendirme duyuruları usd/tl kuru üzerinde anlamlı rol oynamıştır.
--------------	----------------------------	-----------	------------------------------------	--

Yazın taramasında ele alınan çalışmalarda, yöntem olarak çoğunlukla olay analizi tercih edilmiştir. Olay analizi bir olayın pay senedi getirilerini arttırdığı veya döviz kurlarını etkilediği konusundan sonuçlar elde etmeye yarayan bir yöntemdir. Ayrıca sürekli olarak değişim gösteren değişkenler ile daha seyrek aralıklarla değişim gösteren farklı değişkenin birlikte analiz kapsamına alındığı çalışmalarda geleneksel zaman serisi analizlerine göre olay analizi yöntemi daha uygun olmaktadır. Bu çalışma da derecelendirme notu ile döviz ve pay senedi arasındaki ilişkiyi incelerken olay analizi yöntemine başvurulmuştur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI İLE PAY PİYASASI VE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ

3.1. ÇALIŞMANIN AMACI

Bu çalışmada uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch tarafından 2010-2020 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere Türkiye, Güney Afrika ve Brezilya için açıklamış oldukları ülke kredi derecelendirme notlarının bu üç ülkenin pay senedi piyasa endeksleri işlem hacmi ve ülkelerin döviz kuru oynaklıkları ile ilişkisi olup olmadığını Olay Analizi Yöntemi ve Eşleştirilmiş Örneklem T Testi ile analiz edilmektedir.

Çalışmada pay senedi endeksi işlem hacmi ve döviz kuru oynaklıkları olarak iki değişken seçilmesindeki ana neden, bu değişkenlerin ülkelerde gerçekleşen makroekonomik ve politik olaylara en hızlı şekilde tepki vermeleridir.

3.2. ÇALIŞMANIN KAPSAMI ve KISITLARI

S&P, Fitch ve Moody's tarafından 2010-2020 tarihleri arasında verilen derecelendirme notları ile ülkelerdeki seçilmiş pay senedi endeksleri ve para birimlerinin Amerikan Doları ile döviz kuru oynaklığı incelenmiştir. Yazın'da Balat ve İskenderoğlu (2018), sadece not değişiklikleri dikkate alındığı, görünüm değişikliklerinin kapsam dışı bırakıldığı bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmada da aynı Balat ve İskenderoğlu (2018) gibi kredi derecelendirme açıklamalarında yalnızca not yükseliş ve düşüşleri dikkate alınmış olup görünüm değişiklikleri kapsam dışı bırakılmıştır. Aynı zamanda çalışmada oluşturulan tahmin pencerelerinde çıkan olaylar kapsam dışı bırakılmıştır. Bu sayede analiz sonucunda oluşabilecek sapmaların önüne geçmek hedeflenmiştir. Tablo 19'da 2010-2020 yılları arasında S&P, Moody's ve Fitch tarafından ülkelere açıklanan toplam not görünüm ve değişim sayıları ile bu çalışmada kullanılan not değişim açıklama sayıları görülmektedir.

Tablo 19: 2010-2020 Yılları Arasında Toplam Not Görünümü ve Değişikliği

ÜLKE	DERECELENDİRME ŞİRKETİ	TOPLAM NOT GÖRÜNÜM ve DEĞİŞİKLİĞİ	ANALİZDE KULLANILAN NOT DEĞİŞİKLİĞİ
TÜRKİYE	Moody's	13	4
TÜRKİYE	S&P	10	2
TÜRKİYE	Fitch	9	2
GÜNEY AFRİKA	Moody's	12	2
GÜNEY AFRİKA	S&P	9	4
GÜNEY AFRİKA	Fitch	9	1
BREZİLYA	Moody's	9	1
BREZİLYA	S&P	12	2
BREZİLYA	Fitch	8	4

Tablo 19’da 2010-2020 yılları arasında toplam 91 not görünüm ve değişikliği gerçekleşmiş. Bunlardan 32’si Türkiye için, 30’u Güney Afrika için ve 29’u Brezilya için açıklanmış. Açıklanan ülke kredi derecelendirme notlarının 34’ü Moody’s, 31’ S&P ve 26’sı Fitch tarafından açıklanmıştır. Bu çalışmada yalnızca not yükseliş ve düşüşleri dikkate alınmış ve oluşturulan tahmin pencerelerinde çakışan olaylar kapsam dışı bırakılmış olduğu için 2010-2020 yılları arasında toplam 22 not değişimi analiz kapsamına alınmıştır. Bunlardan 8’i Türkiye, 7’si Güney Afrika ve 7’si Brezilya için açıklanan notlardır. Açıklanan 22 notun 7’si Moody’s, 8’i S&P ve 7’si Fitch tarafından açıklanmıştır.

Ülke kredi derecelendirme notları “Trading Economics” sitesinden temin edilmiştir. (<https://tradingeconomics.com/>)

Ülkelerde analiz kapsamında seçilen pay senedi endeksleri ve endeks içerikleri Tablo 20’de gösterilmiştir.

Tablo 20: İncelenen Ülkeler ve Pay Senedi Piyasaları

ÜLKE	BORSA ADI	ENDEKS TÜRÜ	ENDEKS İÇERİĞİ
TÜRKİYE	Borsa İstanbul 100 Endeksi	BİST100	Borsa İstanbul’da işlem gören piyasa değeri ve işlem hacmi en büyük 100 şirketin pay senetleri
GÜNEY AFRİKA	Johannesburg Stock Exchange	JSE TOP40	Johannesburg Borsası’nda işlem gören piyasa değeri ve işlem hacmi en büyük 40 şirketin pay senetleri
BREZİLYA	Bolsa De Valores De Sao Paulo	BOVESPA	Bolsa De Valores’de işlem gören işlem hacmi ve piyasa büyüklüğü en yüksek şirketlerin pay senetleri

Bu endekslere ilişkin günlük işlem hacimleri “investing” sitesinden temin edilmiştir. (<https://tr.investing.com/>)

Borsanın, ekonominin nabızı, anlık göstergesi olarak tanımlanmasından dolayı, borsa pay senedi endekslerinin, ülke ekonomisindeki makroekonomik, siyasi, dönemsel ve uluslararası beklenti ve gelişmeleri göstereceği görüşünden hareketle derecelendirme notlarının açıklanmasının ülke pay sendi endeksleri üzerindeki etkisinin incelenmesinin önemli bilgiler vereceği düşünülmektedir (Harmancı, 2013: 44). Buradan hareketle pay senedi endekslerinin yanında anlık olarak izlenebilen döviz kuru oynaklıkları da makroekonomik, politik vb. gelişmeleri gösterdiği, hızlı bir şekilde bilgi verdiği düşünüldüğü için ikinci değişken olarak seçilmiştir.

Ülke para birimlerinin rezerv bir para birimiyle olan kur ilişkisinde ise rezerv para birimi olarak Amerikan Doları “USD” seçilmiştir.

Türkiye, Güney Afrika ve Brezilya’da kullanılan para birimleri ve simgeleri aşağıda Tablo 21’de gösterilmiştir.

Tablo 21: İncelenen Ülkelerin Para Birimleri ve Endekslenen Para Birimi

ÜLKE	PARA BİRİMİ	SİMGESİ	ENDEKSLENEN PARA BİRİMİ	SİMGESİ
TÜRKİYE	Türk lirası	TL	Amerikan Doları	USD
GÜNEY AFRIKA	Güney Afrika Randı	ZAR	Amerikan Doları	USD
BREZİLYA	Brezilya Reali	BRL	Amerikan Doları	USD

3.3. ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ ve MODELİ

Değişkenlerden birinin günlük şekilde hareket gösterdiği ve diğer değişkenin bu kadar hızlı bir şekilde hareket göstermediği durumlarda zaman serisi metodunun ihtiyaçları karşılamayacağı düşünülüp, bu gibi durumlarda olay çalışması analizinin daha uygun olacağı önerildiği görülmektedir (Fatum ve Hutchison, 2003: 29). Bu çalışmada döviz kuru oynaklıkları ve pay senedi endeksleri işlem hacmi günlük olarak açıklanmaktadır. S&P, Moody’s ve Fitch tarafından açıklanan ülke kredi derecelendirme notları ise haftalık, aylık, yıllık bazda daha nadir açıklanmaktadır.

Çalışmada iki basamaklı yöntem ele alınmıştır. İlk basamak, anormal değişim ve kümülatif anormal değişimlerin ülke kredi derecelendirme notu açıklamalarına

verdiği tepkiler olay çalışması analizi ile incelenmiştir. Olay çalışması analizi herhangi bir olayın finansal piyasalara olan etkisini tespit etmek için kullanılan istatistiksel bir tekniktir. Olay çalışması analizinin amacı gerçekleşen olayların piyasada anormal değişime sebep olup olmadığını, gerçekleşen ile beklenen yani normal değişim arasında anormal değişim elde edilip edilmediğini tespit etmektir (Schweitzer'den aktaran Balat ve İskenderoğlu, 2018: 52). Olay Analizinden sonraki aşamada yani ikinci basamakta, seçilmiş olan ülke kredi derecelendirme not açıklamalarından önce ve sonra ortaya çıkan kümülatif anormal değişimler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı eşleştirilmiş örneklem t-testi ile tespit edilmiştir.

Her iki yöntemin de detaylı olarak açıklanabilmesi için olay çalışması analizinde öncelikle “olay”ın ne olduğunun net bir şekilde tanımlanması gerekmektedir. Bu çalışmada genel olarak olay, ülke kredi notu açıklamalarıdır. Fakat incelenen olgunun daha iyi analiz edilebilmesi için olayın daha ayrıntılı bir şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Diğer yandan her iki analiz için de belirlenen olay ya da olayların etkisinin olmaması gerektiği düşünülen dönemin, olay gününün ve olayın etkisinin görülebileceği dönemin tanımlanması gerekir. Ancak böylelikle olayın etkisinin olup olmadığı test edilebilir (Harmancı, 2013: 51).

Olay analizi ile yapılan çalışmalar çok eskiye dayanmaktadır. Konuya yönelik olarak yazında yerini alan ilk çalışma 1933 yılında Dolley tarafından gerçekleştirilmiştir. Dolley yaptığı çalışmada, şirketlerin pay senetlerinin bölüneceği zamandaki üzerlerinde yazan fiyat üzerinde çalışmak maksadıyla, pay senedi bölünmelerinin fiyata etkilerini araştırmıştır. 1930’lu senelerin başlarından 1960’lı senelerin sonuna kadar gerçekleştirilen çalışmalarda olay analizlerinin karmaşıklık düzeyi artış göstermiştir. Bu geçen vakit içerisinde Myers ve Bükey 1948 yılında; Barker 1956, 1957 ve 1958 senelerinde; Ashley 1962 senesinde farklı olay analizi çalışmaları yapmışlardır. Fakat, günümüzde ele alınan olay analizi yöntemini ortaya çıkartan ve konu ile ilgili yeni fikirler başlatan ilk çalışma 1968 yılında Ball ve Brown tarafından başarılmıştır. Ball ve Brown, şirket kazançlarının duyurulmasının pay senedi fiyatlarına etkisini ele almıştır. Bir diğer çalışma ise, 1969 senesinde Fama, Fisher, Jensen ve Roll tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada da, aynı vakitte ki temettü yükselişlerinin etkileri çıkarıldıktan sonra, pay senedi bölünmelerinin fiyatlara etkisi ele alınmıştır. Bu öncü çalışmalardan sonra, olay analizi yöntemi ile ilgili bazı

farklılıklar öne süren çalışmalar yapılmıştır. Bu değişiklikler, eski çalışmalarda kullanılan istatistiksel varsayımların ihlâl edilmesinden dolayı ortaya çıkan karmaşıklıklardan kaynaklanmış ancak daha belirli hipotezlerin ortaya sürülmesini sağlamıştır. Brown ve Waner, 1980 ve 1985 senelerinde yapmış oldukları çalışmalarda bu değişikliklerin çoğunun önemini tartışmışlardır (Campbell ve Diğerleri, 1997: 149-150).

Tablo 22: Olay Analizi Yönteminin Aşamaları

Olay ve Zaman Seçimi
Olay analizinin yapılabilmesi için ilk adım bir olay belirlemek ve bu olayda yer alan endekslerin veya döviz kuru oynaklıklarının fiyat hareketlerinin ele alınacağı zaman çizelgesini belirlemek
Seçim kriteri
Olayın ne olduğu anlaşıldıktan sonra analizde ele alınacak endekslerin veya döviz kuru oynaklıklarının seçilmesinde kullanılan kriterlerin belirlenmesidir.
Normal ve anormal getirilerin hesaplanması
Olayın değişkenler üzerindeki önemini değerlendirmek için anormal getiri bir ölçü olarak kullanılmaktadır. Normal getiri, olayın gerçekleşmemiş olması durumunda beklenen getiri olarak tanımlanır. Anormal getiri ise herhangi bir olayın gerçekleşmesi sonucu normal getiriden düşük ya da yüksek getiriyi ifade etmektedir.
Olay ve tahmin penceresinin belirlenmesi
Olay penceresi, piyasanın olaydan önceki tarihlerde ve olaydan sonraki tarihlerde olaydan etkilendiği düşünülen tarih aralığıdır. Tahmin penceresi ise olaydan etkilendiği düşünülen tarih aralığıdır.
Analizin gerçekleştirilmesi
Olay çalışması yapılır ve çalışma sonuçlarının tespitinden önce iki farklı hipotez oluşturulur.
Analiz sonuçlarının tespiti
Analiz sonuçlarının yorumlanması

Kaynak: (Campbell ve Diğerleri, 1997: 151-152).

Tablo 22’den hareketle olay analizinde ilk olarak olayın seçilmesi gerektiğini belirtilmektedir. Bu çalışmada olay; uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarında S&P, Moody’s ve Fitch’in 2010-2020 yılları arasında Türkiye, Güney Afrika ve

Brezilya'ya vermiş oldukları notlardan not düşüş veya not yükselişleri gerçekleşen tarihler olarak belirlenmiştir.

Analiz kapsamında incelenen kredi derecelendirme notları aşağıdaki Tablo 23'de gösterilmiştir.

Tablo 23: Analize Alınan Derecelendirme Notlarının Tarihi, Şirketleri ve Değişiklikleri

ÜLKE	TARİH	DERECELENDİRME ŞİRKETİ	NOT
TÜRKİYE	20.06.2012	Moody's	Ba2'den Ba1'e yükseliş
TÜRKİYE	05.12.2012	Fitch	BB+'dan BBB-'ye yükseliş
TÜRKİYE	16.05.2013	Moody's	Ba1'den Baa3'e yükseliş
TÜRKİYE	20.07.2016	S&P	BB+'dan BB'ye düşüş
TÜRKİYE	27.01.2017	Fitch	BBB'den BB+'ya düşüş
TÜRKİYE	01.05.2018	S&P	BB'den BB-'ye düşüş
TÜRKİYE	14.06.2019	Moody's	Ba3'den B1'e düşüş
TÜRKİYE	11.09.2020	Moody's	B1'den B2'ye düşüş
GÜNEY AFRİKA	27.09.2012	Moody's	A3'den Baa1'e düşüş
GÜNEY AFRİKA	13.06.2014	S&P	BBB'den BBB-'ye düşüş
GÜNEY AFRİKA	06.11.2014	Moody's	Baa1'den Baa2'ye düşüş
GÜNEY AFRİKA	04.12.2015	Fitch	BBB'den BBB-'ye düşüş
GÜNEY AFRİKA	03.04.2017	S&P	BBB-'den BB+'ya düşüş
GÜNEY AFRİKA	24.11.2017	S&P	BB+'dan BB'ye düşüş
GÜNEY AFRİKA	30.04.2020	S&P	BB'den BB-'ye düşüş
BREZİLYA	04.04.2011	Fitch	BBB-'den BBB'ye yükseliş
BREZİLYA	17.11.2011	S&P	BBB-'den BBB'ye yükseliş
BREZİLYA	24.03.2014	S&P	BBB'den BBB-'ye düşüş
BREZİLYA	11.08.2015	Moody's	Baa2'den Baa3'e düşüş
BREZİLYA	16.12.2015	Fitch	BBB-'den BB+'ya düşüş
BREZİLYA	05.05.2016	Fitch	BB+'dan BB'ye düşüş
BREZİLYA	23.02.2018	Fitch	BB'den BB-'ye düşüş

Tablo 23'de Türkiye için 8, Güney Afrika için 7 ve Brezilya için 7 not değişimi gösterilmiştir. Toplam not değişiminin 5'i not yükselişi olurken 17'si not düşüşüdür.

Not yükselişlerinden 3'ü Türkiye, 2'si Brezilya'da görülmüştür. Not düşüşlerinden 5'i Türkiye, 7'si Güney Afrika ve 5'i Brezilya'da görülmüştür.

Olay çalışmasında ilk iki kriter geçildikten sonra yapılması gereken 3. Aşama beklenen getirinin tespitinde kullanılacak modelin seçiminin yapılmasıdır. Yazın'da oldukça fazla model tespiti gerçekleştirilen normal getirinin hesaplanmasında kullanılan belli başlı modeller aşağıda sıralanmıştır;

- Piyasa Modeli
- Piyasaya göre ayarlanmış getiri modeli
- Ayarlanmış ortalama getiri modeli
- Scholes- Williams modeli
- Karşılaştırma süresi ortalama ayarlanmış getiri modeli
- Fama- French 3 faktör modeli
- Fama- French- Momentum 4 faktör modeli

Kaynak: (Ovalı, 2019: 112).

Çalışmada anormal getiri oranlarının hesaplanmasında kullanılan model, Ayarlanmış ortalama getiri modelidir. Piyasaya göre ayarlanmış getiri modelinin değil de ayarlanmış ortalama getiri modelinin kullanılmasının nedeni; piyasaya göre ayarlanmış getiri modelinin çoğunlukla pay senedi bölümündeki sapmaları incelemesidir. Böylelikle amaçlanan, sistematik değil, sadece pay senedini kapsayan bilgilerin getiri oranları üzerindeki etkisinin araştırılmasıdır. Fakat bu çalışmada derecelendirme not açıklamalarının etkisi pay senedi açısından değil, pay senedi endeksi açısından ölçülmeye çalışıldığı için, sadece endeksin anormal getiri oranlarının hesaplanması gerekmektedir (Harmancı, 2013: 59). Ayrıca yine döviz kuru oynaklıklarının analizinde de bu nedenle ortalama ayarlanmış getiri modeli kullanılmıştır.

Normal ve anormal getirilerin nasıl hesaplanacağını seçilmesi aşamasından sonra 4. Aşama olay ve tahmin pencerelerinin belirlenmesidir. Olay penceresi, olay öncesi ve olay sonrası belirlenen dönem ile olayın gerçekleştiği günü içermektedir. Tahmin penceresi ise olayın etkisinin olmadığı düşünülen, olay öncesi ve olay sonrası dönemi tanımlamaktadır (Harmancı, 2013: 52). Çalışmada olay penceresi, -5 gün olay öncesi, +5 gün olay sonrası ve olay günü olmak üzere 11 gün olarak, tahmin penceresi ise olayın etkisinin olmadığı düşünülen olay öncesi (-60, -5) 55 gün ve olay sonrası

(+5, +30) 25 gün toplamda 80 gün olarak belirlenmiştir. Çalışmada 11 günlük olay penceresi ile 80 günlük tahmin penceresinde, yani toplamda 91 günlük dönemde çakışan olaylar analiz kapsamı dışında bırakılmıştır. Ayrıca, art arda verilen kredi derecelendirme notlarından ilk önce verilen notlar tercih edilmiştir. Olay penceresi ve tahmin penceresi şekil 3'te gösterilmektedir.

Şekil 3: Olay ve Tahmin Penceresi



Araştırmada seçilen pay piyasası işlem hacmi ve döviz kurları için olay tarihinden 5 gün önce ve 5 gün sonrasını kapsayan günlük getiri oranları elde edilmiştir. Bu çalışmada olay öncesi 5 gün ve olay sonrası 5 gün seçilmesinin nedeni S&P, Moody's ve Fitch tarafından açıklanan kredi derecelendirme notlarının seçilen piyasa endeksleri ve döviz kuru oynaklıkları için duyarlılıklarının daha sağlıklı ve doğru biçimde ölçülmesidir. Başka olayların etkisinden arındırabilmek için olay öncesi ve sonrası ne kadar az bir zaman aralığı seçilirse o kadar doğru bir sonuç elde edileceği düşünülmüştür.

Bu çalışmada ortalamaya göre ayarlanmış getiri modeli kullanıldığı açıklanmıştı. Anormal değişim oranını hesaplayabilmek için ilk olarak analiz dahilindeki veri setinin günlük değişimlerinin hesaplanması gerekmektedir. Bu sebeple Türkiye, Güney Afrika ve Brezilya için seçilmiş olan pay senedi piyasa endekslerinin ve döviz kurlarının günlük değişimleri hesaplandıktan sonra analize dahil edilmiştir. Buradan hareketle ilgili değişkenlerin hesaplanan gündeki değerinden yani (t) değerinden, bir önceki günün değerini yani (t-1) değerini çıkartıp, bir önceki

gün yani (t-1) değerine bölerek (t) zamandaki günlük değişim oranı bulunmaktadır. Aşağıda formül olarak gösterilmektedir.

$$Dt = \frac{Pt - P(t-1)}{P(t-1)}$$

Dt: t günündeki değişim oranı

Pt: t günündeki endeks işlem hacmi veya t günündeki döviz kuru

Pt-1: t gününden bir gün önceki endeks işlem hacmi veya t günündeki döviz kuru

Normal getiriler bulunduktan sonra anormal getirilerin bulunması gerekmektedir. Anormal getiriler (AR_{it}), tahmin penceresi yardımıyla hesaplanmış i pay senedi endeksine ait veya i döviz kuruna ait t zamandaki normal getirinin ($E(R_{it})$) aynı pay senedi piyasa endeksi veya döviz kuruna ait t zamandaki gerçekleşen getiriden (R_{it}) çıkarılması ile bulunmaktadır.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Burada,

AR_{it} = t günündeki anormal değişim oranı

R_{it} = t günündeki gerçekleşen değişim oranı

$E(R_{it})$ = tahmin penceresi ortalama değişim (beklenen değişim) oranı

Kaynak: (Brown & Warner, 1985, s. 6).

Anormal getiriler (AR) hesaplandıktan sonra Kümülatif anormal getiriler (CAR) bulunmaktadır. Olay penceresinde yer alan pay senedi piyasa endeksleri veya döviz kurlarının anormal getirilerinin (AR_{it}) toplamı ile bulunmaktadır. Bu çalışmada olay penceresi (-5, +5) gün olduğu için (-5). Günden başlanarak anormal getiriler toplanır. (CAR_{it}) aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanmaktadır.

$$(CAR_{it}) = \sum_{t=1}^n AR_{it}$$

$(CAR_{it}) = t$ günündeki kümülatif anormal değişim oranı

$AR_{it} = t$ günündeki anormal değişim oranı

$n = \text{gün}$

AR_{it} ve CAR_{it} bulunduktan sonra sıra bu değerlerin anlamlılığını test etmektedir. Yazın'da bu amaçla kullanılan birçok parametrik ve parametrik olmayan test mevcuttur. Bu çalışmada AR_{it} ve CAR_{it} değerlerinin anlamlılığı eşleştirilmiş örneklem t testi ile belirlenmiştir.

Hipotez testleri, parametrik ve parametrik olmayan hipotez testleri olmak üzere ikiye bölünmektedir. Hipotez testlerinin, parametrik ve parametrik olmayan testler olarak ayrımında en önemli faktör olan dayanak, varsayımlardır. Verilerin normal dağılıma sahip bir ana kütleden geldiği varsayımı geçerli olduğunda, parametrik testlerin; normal dağılım varsayımı geçerli olmadığında ise parametrik olmayan testlerin kullanılması gerekmektedir (Gürsakaç'dan; Aktaran Oner ve Diğerleri, 2015: 565). Eşleştirilmiş örneklem t testi parametrik bir testtir ve olay öncesi ve sonrası kümülatif anormal değerlerin normal dağılıma uyduğu varsayımına sahiptir. Bu yüzden eşleştirilmiş örneklem t testine geçmeden önce verilerin normal dağılıp dağılmadığı analiz edilmesi gerekmektedir.

Normallik testlerinde $N \geq 50$ olduğunda Kolmogorov-Smirnov testi, $N \leq 50$ olduğunda ise Shapiro-Wilk testinin sonuçları dikkate alınmaktadır. Çalışmada olay öncesi ve olay sonrası CAR değerleri 10 günlük değerler olduğu için Shapiro-Wilk testinin sonuçları dikkate alınmış olup teste ilişkin p değeri 0.05 kritik değerinden yüksek ise normal dağılım gerçekleştirilmiş demektir (Büyüköztürk'ten aktaran Korkmaz ve Diğerleri, 2017: 181).

Tablo 24: Shapiro-Wilk Normallik Testi Sonuçları

ÜLKELER	TARİHLER	PAY SENETLERİ P DEĞERİ	PARA BİRİMLERİ P DEĞERİ
TÜRKİYE	20.06.2012	0.370	0.761
TÜRKİYE	05.12.2012	0.599	0.325
TÜRKİYE	16.05.2013	0.704	0.083
TÜRKİYE	20.07.2016	0.344	0.452
TÜRKİYE	27.01.2017	0.614	1.000
TÜRKİYE	01.05.2018	0.231	0.620
TÜRKİYE	14.06.2019	0.363	0.692

TÜRKİYE	11.09.2020	0.411	0.484
GÜNEY AFRİKA	27.09.2012	0.387	0.881
GÜNEY AFRİKA	13.06.2014	0.266	0.290
GÜNEY AFRİKA	06.11.2014	0.139	0.810
GÜNEY AFRİKA	04.12.2015	0.793	0.447
GÜNEY AFRİKA	03.04.2017	0.111	0.857
GÜNEY AFRİKA	24.11.2017	0.899	0.436
GÜNEY AFRİKA	30.04.2020	0.109	0.473
BREZİLYA	04.04.2011	0.628	0.735
BREZİLYA	17.11.2011	0.541	0.288
BREZİLYA	24.03.2014	0.488	0.611
BREZİLYA	11.08.2015	0.404	0.113
BREZİLYA	16.12.2015	0.402	0.273
BREZİLYA	05.05.2016	0.137	0.389
BREZİLYA	23.02.2018	0.170	0.980

Tablo 24’de ki p değerleri bulunurken olay tarihlerinden önceki ve sonraki değerlerin farkları alınıp normallik testine sokulmuştur. Bulunan p değerlerinin tamamı 0.05 kritik değerinden büyük olduğu için tüm verilerin normal dağıldığı söylenebilir ve parametrik test olan eşleştirilmiş örneklem t testine geçilebilmektedir.

Eşleştirilmiş örneklem t testi için aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir.

H_0 = Derecelendirme duyurusu yapılan tarih etrafındaki olay öncesi ve olay sonrası kümülatif anormal değerlerde anlamlı bir farklılık yoktur. $H_0 : (CAR_{it}) = 0$

H_a = Derecelendirme duyurusu yapılan tarih etrafındaki olay öncesi ve olay sonrası kümülatif anormal değerlerde anlamlı bir farklılık vardır. $H_a: (CAR_{it}) \neq 0$

Olay öncesi ve olay sonrası kümülatif anormal değerlerin anlamlılık dereceleri (p) 0.05’den küçük ise H_0 reddedilir ve alternatif olan hipotez H_a kabul edilir (Özdemir D. A., 2013: 263). Çalışmada eşleştirilmiş örneklem t-testinde de pay senedi piyasa endeksi işlem hacimlerindeki ve seçilmiş ülkelerin döviz kuru oynaklıklarındaki kümülatif anormal değişimlerin, kredi derecelendirme duyurularının öncesinde ve sonrasında, anlamlı bir farklılık olup olmadığının belirlenmesi amaçlanmıştır. Eğer anlamlılık derecesi 0,05’ten küçük ise kredi derecelendirme notlarının söz konusu değişkenler üzerinde etkili olduğu farklı bir değişle kredi derecelendirme notlarındaki düşüş veya yükseliş ile pay senedi piyasa endeksleri ve döviz kuru oynaklıkları arasında ilişki olduğu söylenebilmektedir.

3.4. BULGULAR

Bu bölümde, gösterilen aşamalardan hareketle anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Oluşturulan hipotezler bünyesinde derecelendirme duyurusu yapılan tarih etrafındaki olay öncesi ve olay sonrası kümülatif anormal değerlerde anlamlı bir farklılık olup olmadığı ele alınmıştır.

Çalışmada iki farklı değişkene yönelik elde edilen bulgular ayrı ayrı raporlanmıştır. İlk önce ülke kredi not değişikliğinin pay senedi piyasa endeks işlem hacmi ile ilişkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin bulgular ile olay öncesi ve olay sonrası dönemdeki kümülatif anormal oranlar arasındaki farkı istatistiksel olarak test eden eşleştirilmiş örneklem t- testi sonuçları yer almaktadır.

İkinci olarak ise ülke kredi not değişikliğinin döviz kuru oynaklıkları ile ilişkisini ölçmek için uygulanan olay analizine ilişkin bulgular ile olay öncesi ve olay sonrası dönemdeki kümülatif anormal oranlar arasındaki farkı istatistiksel olarak test eden eşleştirilmiş örneklem t- test sonuçları yer almaktadır.

3.4.1. Ülke Kredi Derecelendirme Notları ile Pay Senedi Piyasa Endeksleri Arasındaki İlişkiye Yönelik Bulgular

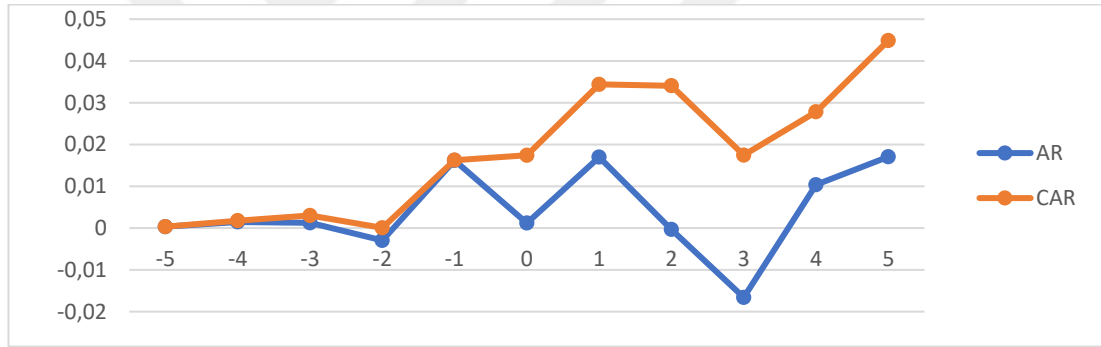
Bu çalışmada ülke kredi derecelendirme notları ile pay senedi piyasa endeksleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Olay öncesi dönem ile olay sonrası dönem analizinde olay gününden önceki 5 günlük kümülatif anormal değişim ile olay sonrasındaki 5 günlük kümülatif anormal değişim arasında farklılık olup olmadığını test edebilmek için eşleştirilmiş örneklem t- testi kullanılmıştır. İncelenen olaylardan elde edilen t- testi sonuçları ve olaydan önceki 5 gün ile olaydan sonraki 5 günlük anormal değişim ve kümülatif anormal değişim rakamları grafik üzerinde gösterilmiştir. Türkiye, Güney Afrika ve Brezilya için kredi derecelendirme not değişimlerinin pay senedi piyasa endeksi ile ilişkisine yönelik bulgular aşağıda gösterilmektedir.

3.4.1.1 Türkiye'ye ilişkin bulgular

Çalışmada Türkiye'ye yönelik tablo 23'te gösterilen 8 farklı olay incelemeye dahil edilmiştir. Bu olaylara ilişkin sonuçlar tarih sıralamasıyla; eskiden, yeniye doğru aşağıda gösterilmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody's tarafından 20.06.2012 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu Ba2 seviyesinden Ba1 seviyesine yükselmiştir. Bu olaya ilişkin Bist100 işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 4'te, t- testi sonuçları ise tablo 25'te özetlenmektedir.

Şekil 4: 20.06.2012 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 25: 20.06.2012 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

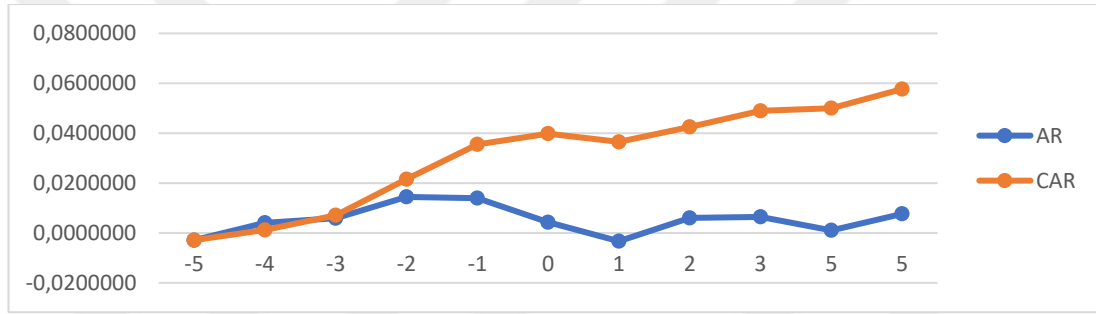
Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	20.06.2012	0.00646	0.0293	-6.492	0.001

Şekil 4'te, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 25'te ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -6,492 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.001 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sebeple Türkiye'nin ülke kredi notunun

Moody's tarafınca 20.06.2012 tarihinde Ba2 seviyesinden Ba1 seviyesine yükseltilmesi olayının, Bist 100 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

Fitch uluslararası kredi derecelendirme şirketi, Türkiye için kredi derecelendirme notunu 05.12.2012 tarihinde BB+'dan BBB-'ye yükseltmiştir. Bu olaya ilişkin Bist100 işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 5'te, t- testi sonuçları ise tablo 26'da özetlenmektedir.

Şekil 5: 05.12.2012 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



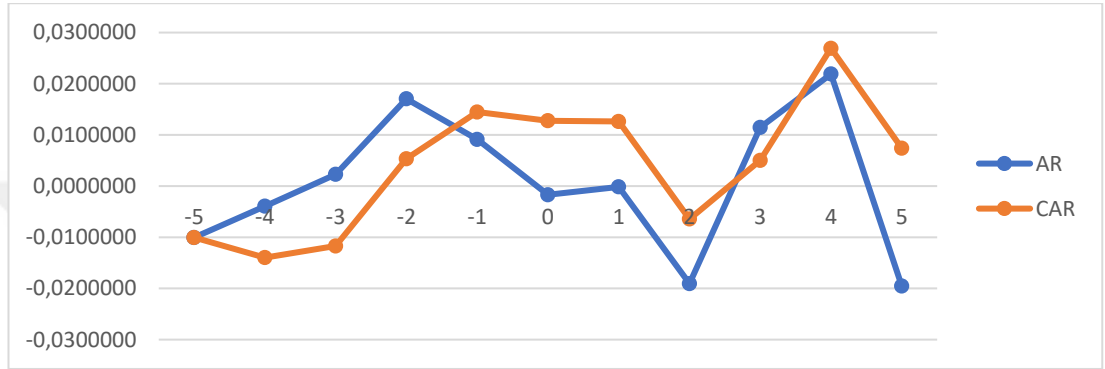
Tablo 26: 05.12.2012 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	05.12.2012	0.0170512	0.0459190	-6.432	0.001

Şekil 5'te, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 26'da ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -6.432 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.001 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sebeple Türkiye'nin ülke kredi notunun Fitch tarafınca BB+'dan BBB-'ye yükseltilmesi olayının, Bist 100 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

Moody's kredi derecelendirme şirketi, Türkiye için kredi derecelendirme notunu 16.05.2013 tarihinde Ba1'den Baa3'e yükseltmiştir. Bu olaya ilişkin Bist100 işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 6'da, t- testi sonuçları ise tablo 27'de özetlenmektedir.

Şekil 6: 16.05.2013 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 27: 16.05.2013 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

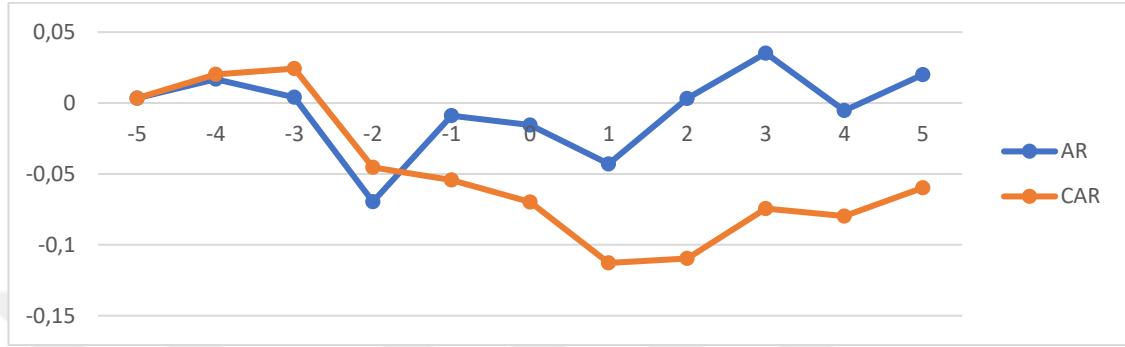
Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	16.05.2013	-0.0005266	0.0097146	-1.97	0.106

Şekil 6'da, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 27'de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -1.97 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.106 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir zaten grafiğe bakıldığında da anlamlı bir değişiklik olmadığı gözükmemiştir. Bu sebeple Türkiye'nin ülke kredi notunun Moody's tarafından 16.05.2013 tarihinde Ba1'den Baa3'e yükseltilmesi olayının Bist100 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilemediği söylenebilir.

S&P kredi derecelendirme şirketi, Türkiye için kredi derecelendirme notunu 20.07.2016 tarihinde BB+'dan BB'ye düşürmüştür. Bu olaya ilişkin Bist100 işlem

hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 7’de, t- testi sonuçları ise tablo 28’de özetlenmektedir.

Şekil 7: 20.07.2016 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



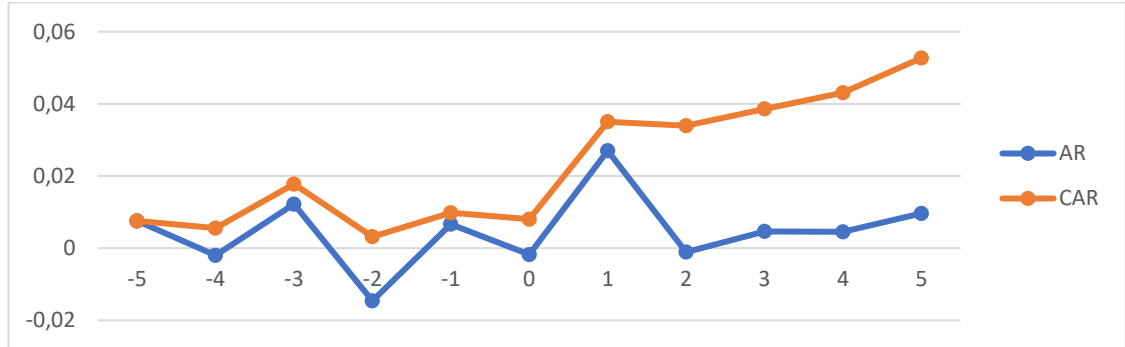
Tablo 28: 20.07.2016 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	20.07.2016	-0.020272	-0.084375	2.623	0.047

Şekil 7’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında azalış gözlenmiştir. Bu azalış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 28’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 2.623 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.047 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sebeple Türkiye’nin ülke kredi notunun S&P tarafınca 20.07.2016 tarihinde BB+’dan BB’ye düşürmesi olayının, Bist 100 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

Fitch kredi derecelendirme şirketi, Türkiye için kredi derecelendirme notunu 27.01.2017 tarihinde BBB’den BB+’a düşürmüştür. Bu olaya ilişkin Bist100 işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 8’de, t- testi sonuçları ise tablo 29’da özetlenmektedir.

Şekil 8: 27.01.2017 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



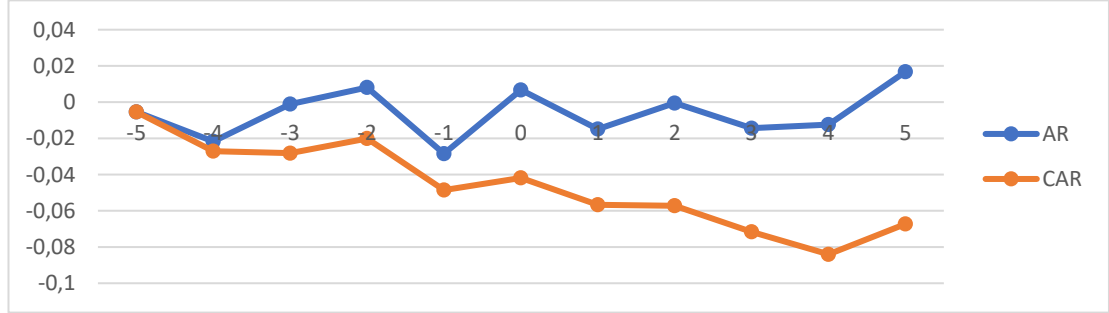
Tablo 29: 27.01.2017 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	27.01.2017	0.0086446	0.0352256	-4.122	0.009

Şekil 8’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 29’da ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -4.122 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.009 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sebeple Türkiye’nin ülke kredi notunun Fitch tarafınca 27.01.2017 tarihinde BBB’den BB+’a düşürmesi olayının, Bist 100 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

S&P kredi derecelendirme şirketi, Türkiye için kredi derecelendirme notunu 01.05.2018 tarihinde BB’den BB-’ye düşürmüştür. Bu olaya ilişkin Bist100 işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 9’da, t- testi sonuçları ise tablo 30’da özetlenmektedir.

Şekil 9: 01.05.2018 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



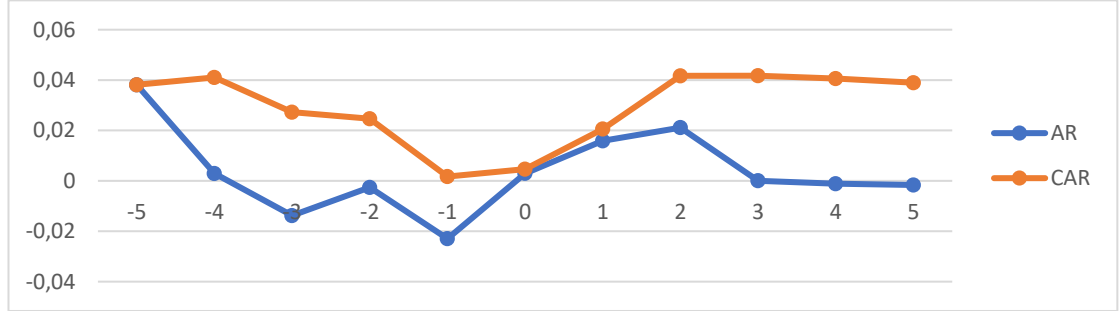
Tablo 30: 01.05.2018 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	01.05.2018	-0.02851	-0.063111	9.139	0.000

Şekil 9’da, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında azalış gözlenmiştir. Bu azalış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 30’da ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 9.139 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.000 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sebeple Türkiye’nin ülke kredi notunun S&P tarafınca 01.05.2018 tarihinde BB’den BB-’ye düşürmesi olayının, Bist 100 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

Moody’s kredi derecelendirme şirketi, Türkiye için kredi derecelendirme notunu 14.06.2019 tarihinde Ba3’dan B1’e düşürmüştür. Bu olaya ilişkin Bist100 işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 10’da, t- testi sonuçları ise tablo 31’de özetlenmektedir.

Şekil 10: 14.06.2019 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



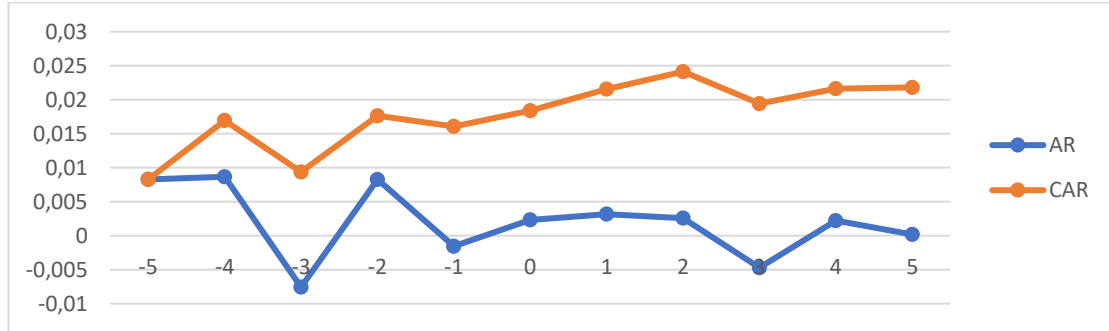
Tablo 31: 14.06.2019 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	14.06.2019	0.022898	0.031350	-0.706	0.512

Şekil 10’da, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 31’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -0.706 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.512 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Türkiye’nin ülke kredi notunun Moody’s tarafından 14.06.2019 tarihinde Ba3’den B1’e düşürmesi olayının Bist100 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilemediği söylenebilir.

Moody’s kredi derecelendirme şirketi, Türkiye için kredi derecelendirme notunu 11.09.2020 tarihinde B1’den B2’ye düşürmüştür. Bu olaya ilişkin Bist100 işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 11’de, t- testi sonuçları ise tablo 32’de özetlenmektedir.

Şekil 11: 11.09.2020 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 32: 11.09.2020 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	11.09.2020	0.014444	0.02115	-3.395	0.019

Şekil 11’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 32’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -3.395 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.019 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sebeple Türkiye’nin ülke kredi notunun Moody’s tarafınca 11.09.2020 tarihinde B1’den B2’ye düşürmesi olayının, Bist 100 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

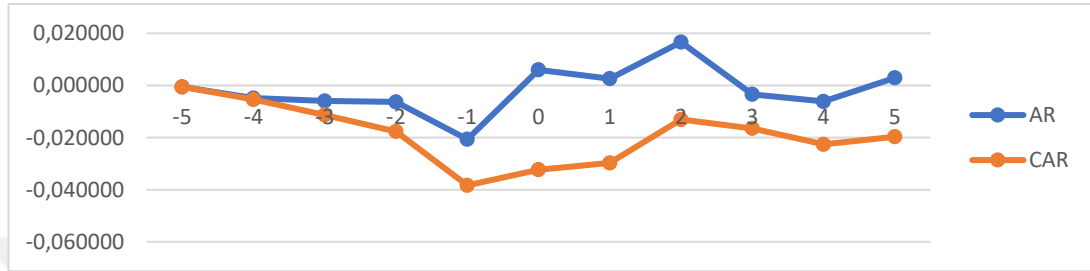
3.4.1.2. Güney Afrika’ya İlişkin Bulgular

Çalışmada Güney Afrika’ya yönelik Tablo 23’te gösterilen 7 farklı olay incelemeye dahil edilmiştir. Bu olaylara ilişkin sonuçlar tarih sıralamasıyla; eskiden, yeniye doğru aşağıda gösterilmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody’s tarafından 27.09.2012 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu A3 seviyesinden Baa1 seviyesine

düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin JSE Top 40 işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 12’de, t- testi sonuçları ise tablo 33’te özetlenmektedir.

Şekil 12: 27.09.2012 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 33: 27.09.2012 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

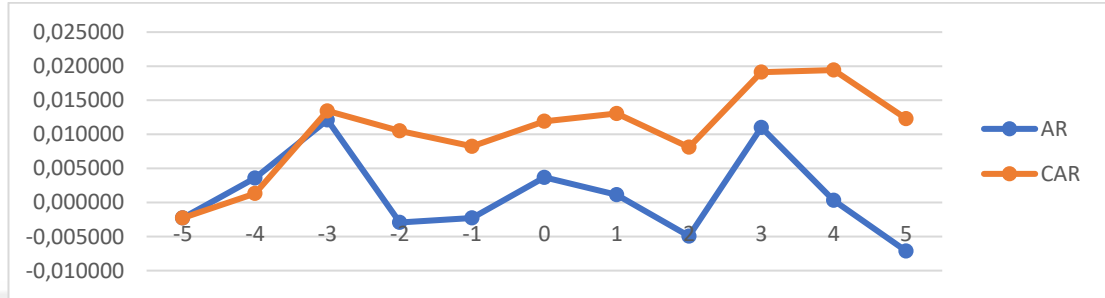
Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	27.09.2012	-0.01759	-0.02232	0.597	0.577

Şekil 12’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 33’te ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 0.597 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.577 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Güney Afrika’nın ülke kredi notunun Moody’s tarafından 27.09.2012 tarihinde A3’dan Baa1’e düşürmesi olayının JSE Top 40 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilemediği söylenebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 13.06.2014 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB seviyesinden BBB- seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin JSE Top 40 işlem hacminin anormal değişim ve

kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 13'te, t- testi sonuçları ise tablo 34'te özetlenmektedir.

Şekil 13: 13.06.2014 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



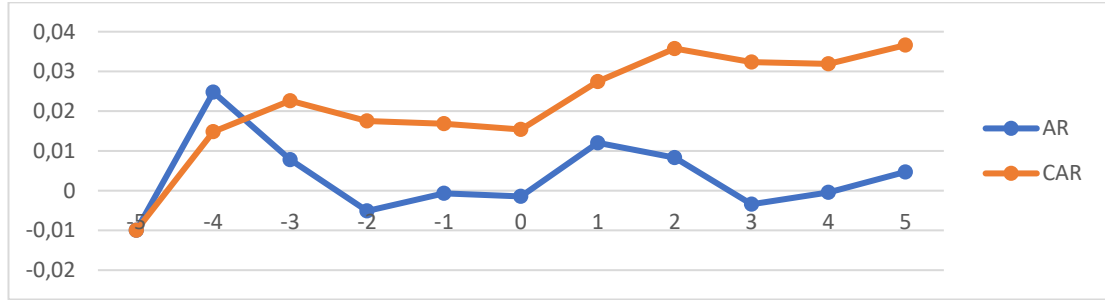
Tablo 34: 13.06.2014 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	13.06.2014	0.00719	0.01399	-2.188	0.08

Şekil 13'te, ele alınan olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri sunulmuştur. Olay öncesi CAR değerleri ile olay sonrası CAR değerleri arasında artış görülmüştür. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 34'te ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -2.188 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.08 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Güney Afrika'nın ülke kredi notunun S&P tarafından 13.06.2014 tarihinde BBB'den BBB-'ye düşürmesi olayının JSE Top 40 işlem hacmi üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody's tarafından 06.11.2014 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu Baa1 seviyesinden Baa2 seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin JSE Top 40 işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 14'te, t- testi sonuçları ise tablo 35'te özetlenmektedir.

Şekil 14: 06.11.2014 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



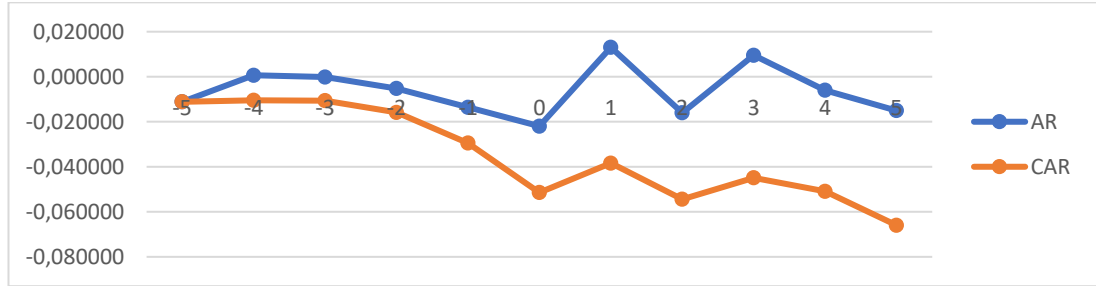
Tablo 35: 06.11.2014 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	06.11.2014	0.01287	0.029912	-8.173	0.000

Şekil 14’te, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 35’te ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -8.173 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.0 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sebeple Güney Afrika’nın ülke kredi notunun Moody’s tarafınca 06.11.2014 tarihinde Baa1’den Baa2’ye düşürmesi olayının, JSE Top 40 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch tarafından 04.12.2015 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB seviyesinden BBB- seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin JSE Top 40 işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 15’te, t- testi sonuçları ise tablo 36’da özetlenmektedir.

Şekil 15: 04.12.2015 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



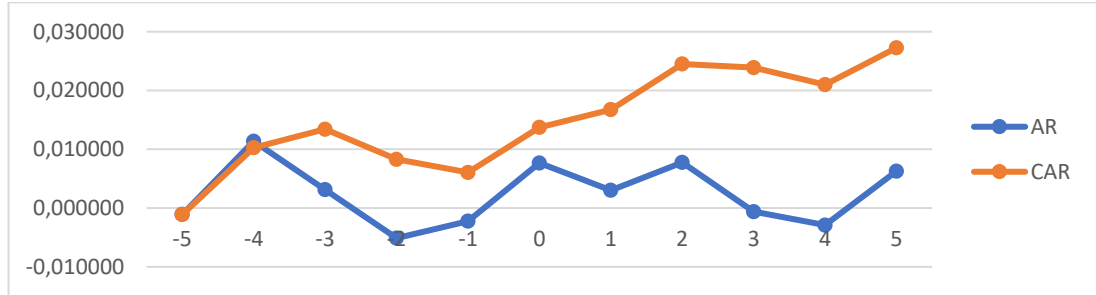
Tablo 36: 04.12.2015 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	04.12.2015	-0.0215	-0.05101	6.531	0.001

Şekil 15'te, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 36'da ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 6.531 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.001 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilmiştir. Bu sebeple Güney Afrika'nın ülke kredi notunun Fitch tarafınca 04.12.2015 tarihinde BBB'den BBB-'ye düşürmesi olayının, JSE Top 40 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 03.04.2017 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB- seviyesinden BB+ seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin JSE Top 40 işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 16'da, t- testi sonuçları ise tablo 37'de özetlenmektedir.

Şekil 16: 03.04.2017 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



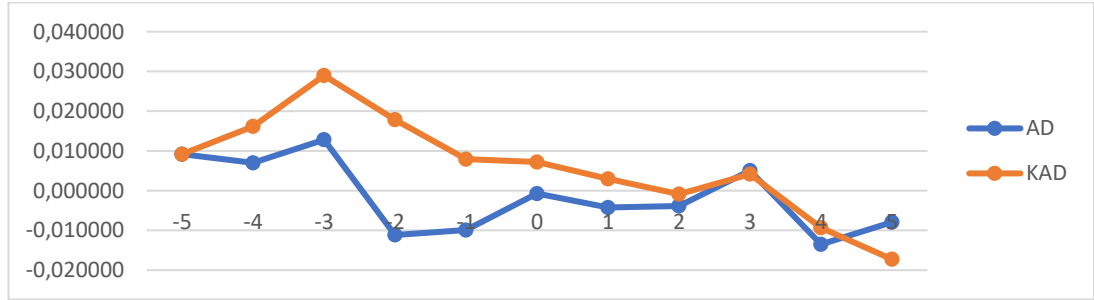
Tablo 37: 03.04.2017 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	03.04.2017	0.00844	0.02118	-9.025	0.000

Şekil 16’da, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değerleri ile olay sonrası CAR değerleri arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 37’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -9.025 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.000 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilmiştir. Bu sebeple Güney Afrika’nın ülke kredi notunun S&P tarafınca 03.04.2017 tarihinde BBB-’den BB+’ya düşürmesi olayının, JSE Top 40 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 24.11.2017 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BB+ seviyesinden BB seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin JSE Top 40 işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 17’de, t- testi sonuçları ise tablo 38’de özetlenmektedir.

Şekil 17: 24.11.2017 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



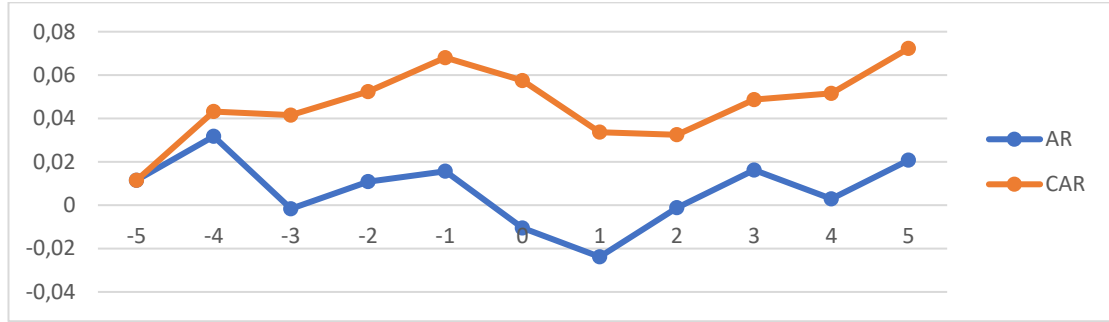
Tablo 38: 24.11.2017 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	24.11.2017	0.014548	-0.002188	4.219	0.008

Şekil 17’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 38’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 4.219 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.008 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sebeple Güney Afrika’nın ülke kredi notunun S&P tarafınca 24.11.2017 tarihinde BB+’dan BB’ye düşürmesi olayının, JSE Top 40 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 30.04.2020 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BB seviyesinden BB- seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin JSE Top 40 işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 18’de, t- testi sonuçları ise tablo 39’da özetlenmektedir.

Şekil 18: 30.04.2020 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 39: 30.04.2020 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	30.04.2020	0.04567	0.049344	-0.389	0.715

Şekil 18’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri arasında ufakta olsa bir artış gözlenmiştir. Bu durumun anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 39’da ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -0.389 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.715 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Güney Afrika’nın ülke kredi notunun S&P tarafından 30.04.2020 tarihinde BB’den BB-’ye düşürmesi olayının JSE Top 40 işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilemediği söylenebilir.

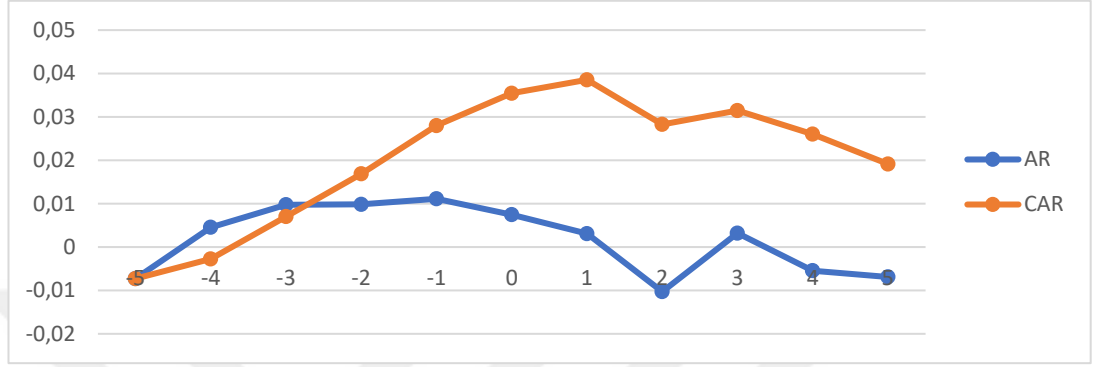
3.4.1.3. Brezilya’ya İlişkin Bulgular

Çalışmada Brezilya’ya yönelik tablo 23’te gösterilen 7 farklı olay incelemeye dahil edilmiştir. Bu olaylara ilişkin sonuçlar tarih sıralamasıyla; eskiden, yeniye doğru aşağıda gösterilmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch tarafından 04.04.2011 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB- seviyesinden BBB seviyesine yükseltilmiştir. Bu olaya ilişkin BOVESPA işlem hacminin anormal değişim ve

kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 19’da, t- testi sonuçları ise tablo 40’ta özetlenmektedir.

Şekil 19: 04.04.2011 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



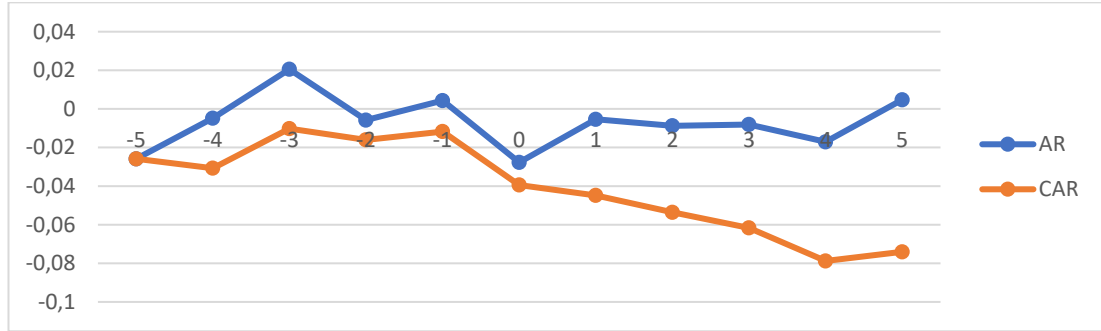
Tablo 40: 04.04.2011 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	04.04.2011	0.012886	0.029816	-1.77	0.137

Şekil 19’da, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 40’ta ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -1.77 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.137 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Brezilya’nın ülke kredi notunun Fitch tarafından 04.04.2011 tarihinde BBB-’den BBB’ye yükseltmesi olayının BOVESPA işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilemediği söylenebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 17.11.2011 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB- seviyesinden BBB seviyesine yükseltilmiştir. Bu olaya ilişkin BOVESPA işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 20’de, t- testi sonuçları ise tablo 41’de özetlenmektedir.

Şekil 20: 17.11.2011 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



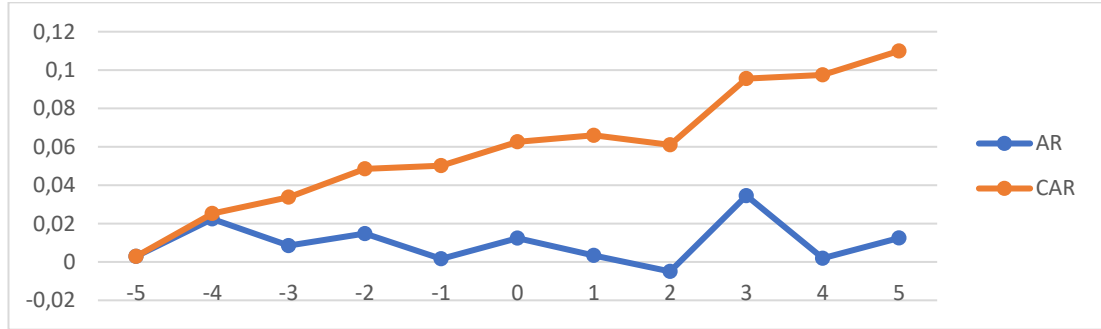
Tablo 41: 17.11.2011 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	17.11.2011	-0.02234	-0.05872	4.354	0.007

Şekil 20’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 41’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 4.354 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.007 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sebeple Brezilya’nın ülke kredi notunun S&P tarafınca 17.11.2011 tarihinde BBB-’den BBB’ye yükseltmesi olayının, BOVESPA işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 24.03.2014 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB seviyesinden BBB- seviyesine düşürmüştür. Bu olaya ilişkin BOVESPA işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 21’de, t- testi sonuçları ise tablo 42’de özetlenmektedir.

Şekil 21: 24.03.2014 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



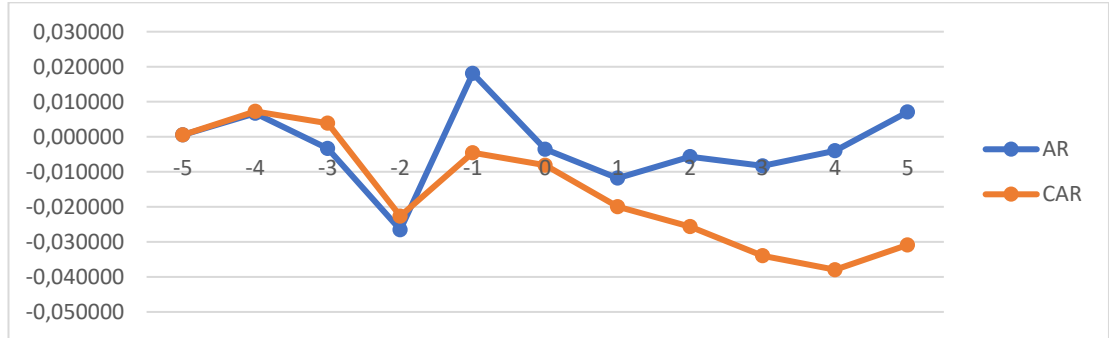
Tablo 42: 24.03.2014 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	24.03.2014	0.0372	0.0821	-10.343	0.000

Şekil 21’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 42’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -10.343 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.000 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sebeple Brezilya’nın ülke kredi notunun S&P tarafınca 24.03.2014 tarihinde BBB’dan BBB-’ye düşürmesi olayının, BOVESPA işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody’s tarafından 11.08.2015 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu Baa2 seviyesinden Baa3 seviyesine düşürmüştür. Bu olaya ilişkin BOVESPA işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 22’de, t- testi sonuçları ise tablo 43’te özetlenmektedir.

Şekil 22: 11.08.2015 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



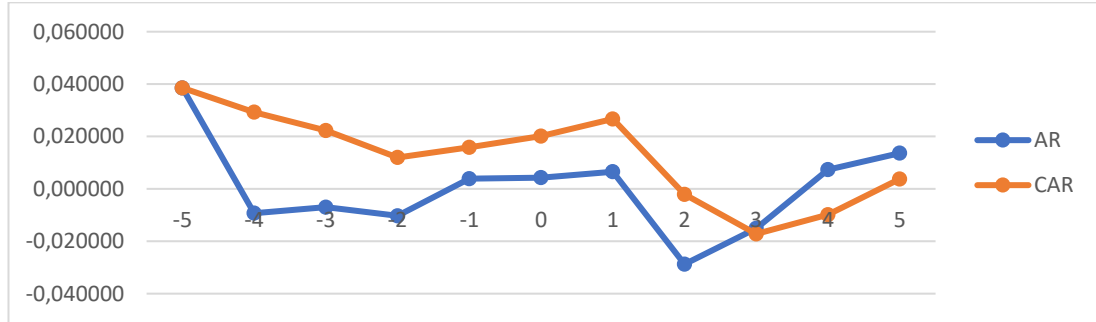
Tablo 43: 11.08.2015 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	11.08.2015	-0.00395	-0.02609	5.391	0.003

Şekil 22’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 43’te ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 5.391 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.003 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sebeple Brezilya’nın ülke kredi notunun Moody’s tarafınca 11.08.2015 tarihinde Baa2’den Baa3’e düşürmesi olayının, BOVESPA işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch tarafından 16.12.2015 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB- seviyesinden BB+ seviyesine düşürmüştür. Bu olaya ilişkin BOVESPA işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 23’te, t- testi sonuçları ise tablo 44’te özetlenmektedir.

Şekil 23: 16.12.2015 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



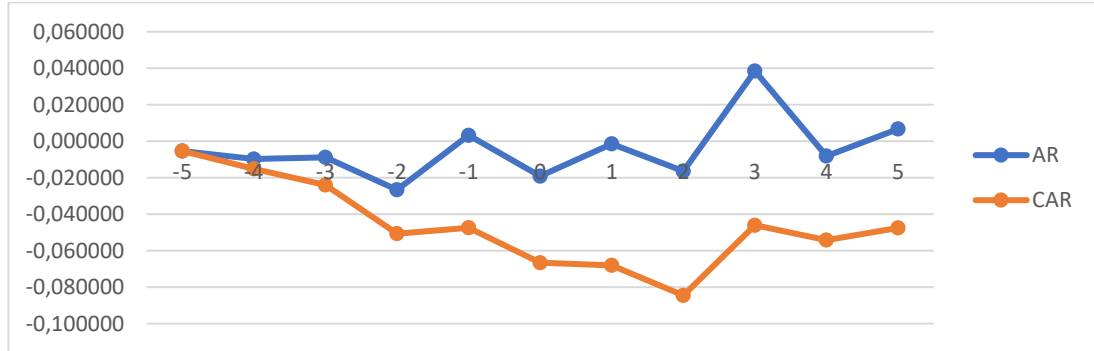
Tablo 44: 16.12.2015 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	16.12.2015	0.02301	0.00356	5.005	0.004

Şekil 23'te, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 44'te ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 5.005 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.004 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sebeple Brezilya'nın ülke kredi notunun Fitch tarafından 16.12.2015 tarihinde BBB-'den BB+'ya düşürmesi olayının, BOVESPA işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilediği söylenebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch tarafından 05.05.2016 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BB+ seviyesinden BB seviyesine düşürmüştür. Bu olaya ilişkin BOVESPA işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 24'te, t- testi sonuçları ise tablo 45'te özetlenmektedir.

Şekil 24: 05.05.2016 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



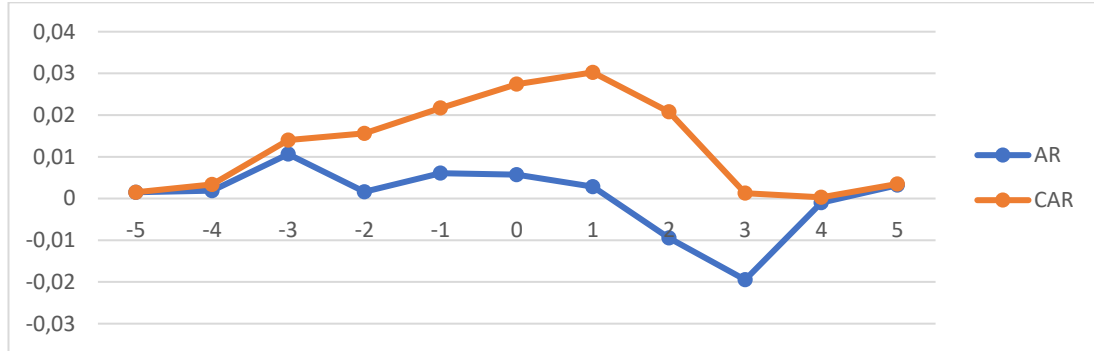
Tablo 45: 05.05.2016 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	05.05.2016	-0.03489	-0.06116	1.787	0.134

Şekil 24’te, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 45’te ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 1.787 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.134 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Brezilya’nın ülke kredi notunun Fitch tarafından 05.05.2016 tarihinde BB+’dan BB’ye düşürmesi olayının BOVESPA işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilemediği söylenebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch tarafından 23.02.2018 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BB seviyesinden BB- seviyesine düşürmüştür. Bu olaya ilişkin BOVESPA işlem hacminin anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 25’te, t- testi sonuçları ise tablo 46’da özetlenmektedir.

Şekil 25: 23.02.2018 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 46: 23.02.2018 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	23.02.2018	0.013933	0.013915	0.002	0.999

Şekil 25’te, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 46’da ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 0.002 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.999 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Brezilya’nın ülke kredi notunun Fitch tarafından 23.02.2018 tarihinde BB’den BB-’ye düşürmesi olayının BOVESPA işlem hacmi günlük hareketliliğini anlamlı bir şekilde etkilemediği söylenebilir.

3.4.2. Ülke Kredi Derecelendirme Notları ile Döviz Kurları Arasındaki İlişkiye Yönelik Bulgular

Çalışmanın bu kısmında seçilmiş ülkelerin para birimi ile rezerv para birimi olan Amerikan Doları “USD” arasındaki döviz kuru oynaklıkları bulunmuş. Daha sonra ülke kredi derecelendirme notları ile döviz kuru arasındaki ilişki incelenmiştir. Olay öncesi dönem ile olay sonrası dönem analizinde olay gününden önceki 5 günlük kümülatif anormal değişim ile olay sonrasındaki 5 günlük kümülatif anormal değişim

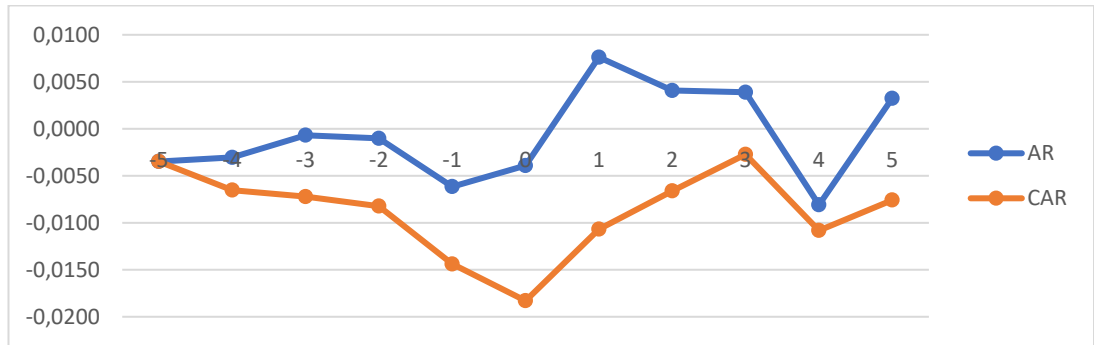
arasında farklılık olup olmadığını test edebilmek için eşleştirilmiş örneklem t- testi kullanılmıştır. İncelenen olaylardan elde edilen t- testi sonuçları ve olaydan önceki 5 gün ile olaydan sonraki 5 günlük anormal değişim ve kümülatif anormal değişim rakamları grafik üzerinde gösterilmiştir. Türkiye, Güney Afrika ve Brezilya için kredi derecelendirme not değişimlerinin döviz kurları ile ilişkisine yönelik bulgular aşağıda gösterilmektedir.

3.4.2.1 Türkiye’ye İlişkin Bulgular

Çalışmada kredi derecelendirme notu ile ülke pay senedi endeksi işlem hacimleri arasında yapılan analizdeki ile aynı olan; Türkiye’ye yönelik tablo 23’te gösterilen 8 farklı olay incelemeye dahil edilmiştir. Bu olaylara ilişkin sonuçlar tarih sıralamasıyla; eskiden, yeniye doğru aşağıda gösterilmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody’s tarafından 20.06.2012 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu Ba2 seviyesinden Ba1 seviyesine yükselmiştir. Bu olaya ilişkin USD/TL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 26’da, t- testi sonuçları ise tablo 47’de özetlenmektedir.

Şekil 26: 20.06.2012 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



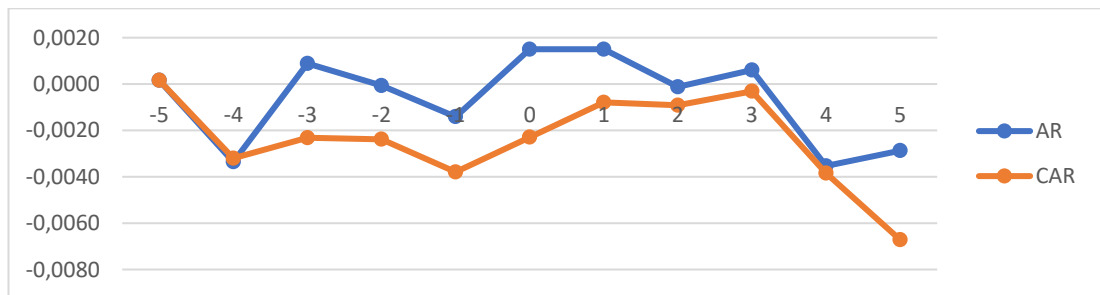
Tablo 47: 20.06.2012 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	20.06.2012	-0.0097	-0.0095	-0.064	0.951

Şekil 26’da, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında simetrik yapıda bir artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 47’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -0.064 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.951 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Türkiye’nin ülke kredi notunun Moody’s tarafından 20.06.2012 tarihinde Ba2’den Ba1’e yükseltmesi olayının USD/TL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch tarafından 05.12.2012 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BB+ seviyesinden BBB- seviyesine yükselmiştir. Bu olaya ilişkin USD/TL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 27’de, t- testi sonuçları ise tablo 48’de özetlenmektedir.

Şekil 27: 05.12.2012 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



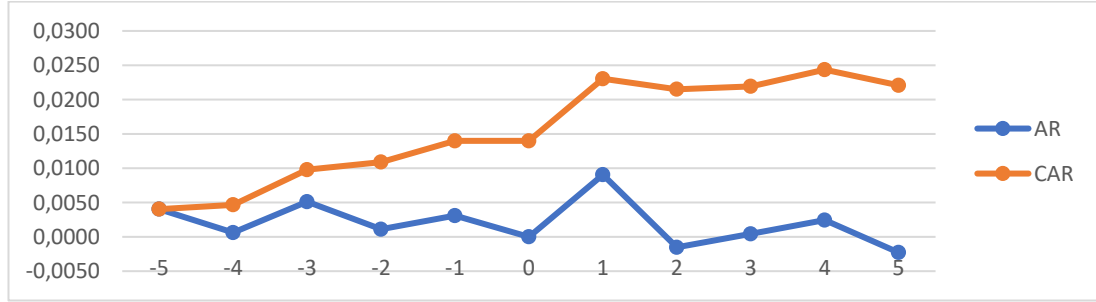
Tablo 48: 05.12.2012 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	05.12.2012	-0.0023	-0.0025	0.149	0.887

Şekil 27’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında ufak bir düşüş gözlenmiştir. Bu ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 48’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 0.149 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.887 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Türkiye’nin ülke kredi notunun Fitch tarafından 05.12.2012 tarihinde BB+’dan BBB-’ye yükseltmesi olayının USD/TL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody’s tarafından 16.05.2013 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu Ba1 seviyesinden Baa3 seviyesine yükselmiştir. Bu olaya ilişkin USD/TL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 28’de, t- testi sonuçları ise tablo 49’da özetlenmektedir.

Şekil 28: 16.05.2013 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 49: 16.05.2013 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

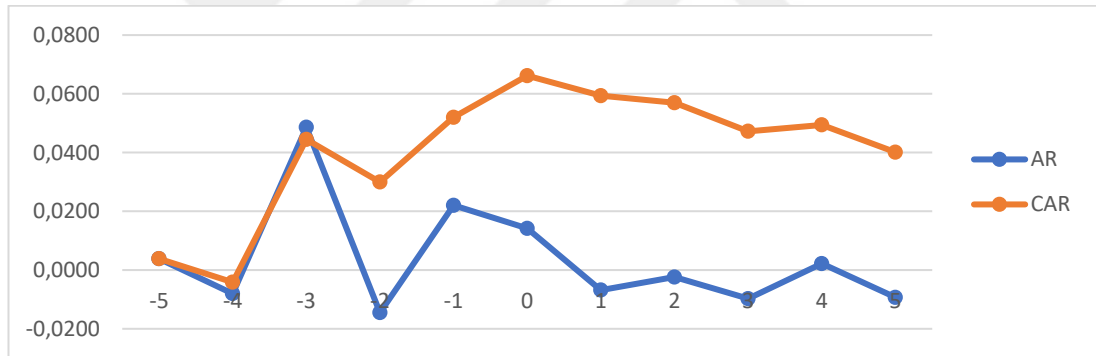
Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	16.05.2013	0.0096	0.0211	-8.09	0.000

Şekil 28’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu

artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 49’da ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -8.09 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.000 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sebeple Türkiye’nin ülke kredi notunun Moody’s tarafınca 16.05.2013 tarihinde Ba1’dan Baa3’e yükseltmesi olayının USD/TL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 20.07.2016 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BB+ seviyesinden BB seviyesine düşmüştür. Bu olaya ilişkin USD/TL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 29’da, t- testi sonuçları ise tablo 50’de özetlenmektedir.

Şekil 29: 20.07.2016 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 50: 20.07.2016 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

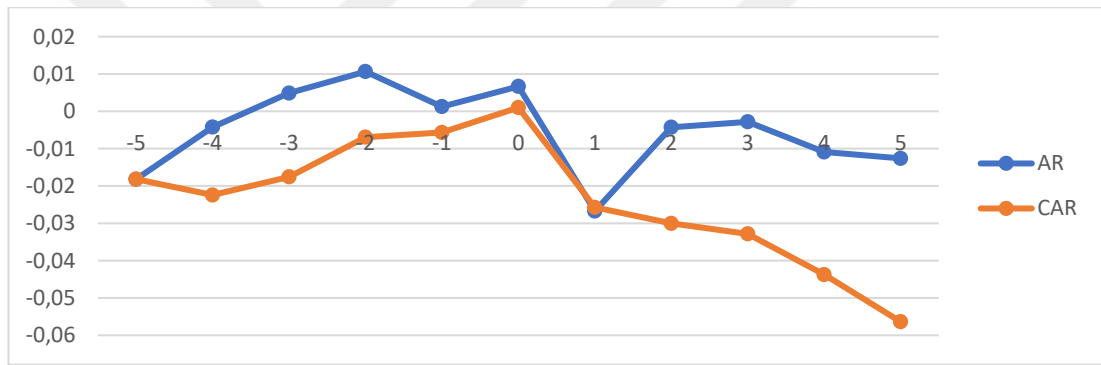
Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	20.07.2016	0.0321	0.0532	-1.45	0.207

Şekil 29’da, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında ufak bir artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 50’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -1.45 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.207 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası

CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Türkiye'nin ülke kredi notunun S&P tarafından 20.07.2016 tarihinde BB+'dan BB'ye düşürülmesi olayının USD/TL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch tarafından 27.01.2017 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB seviyesinden BB+ seviyesine düşmüştür. Bu olaya ilişkin USD/TL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 30'da, t- testi sonuçları ise tablo 51'de özetlenmektedir.

Şekil 30: 27.01.2017 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 51: 27.01.2017 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

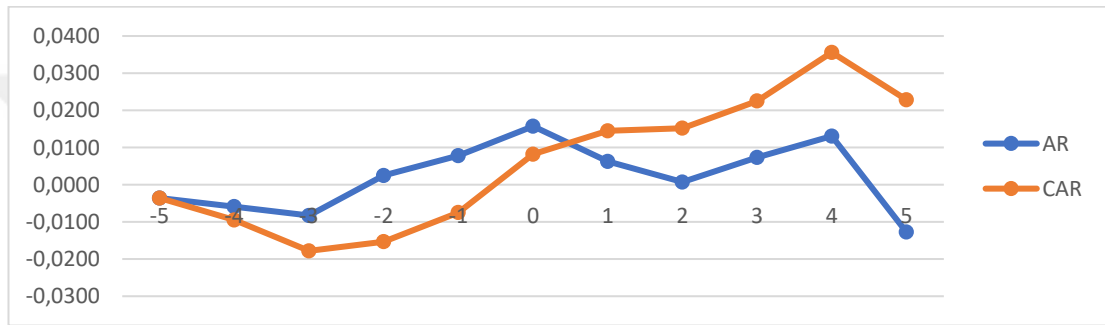
Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	27.01.2017	-0.0116	-0.0313	1.785	0.134

Şekil 30'da, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 51'de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 1.785 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.134 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Türkiye'nin ülke kredi notunun

Fitch tarafından 27.01.2017 tarihinde BBB'den BB+'a düşürülmesi olayının USD/TL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 01.05.2018 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BB seviyesinden BB- seviyesine düşmüştür. Bu olaya ilişkin USD/TL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 31'de, t- testi sonuçları ise tablo 52'de özetlenmektedir.

Şekil 31: 01.05.2018 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 52: 01.05.2018 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

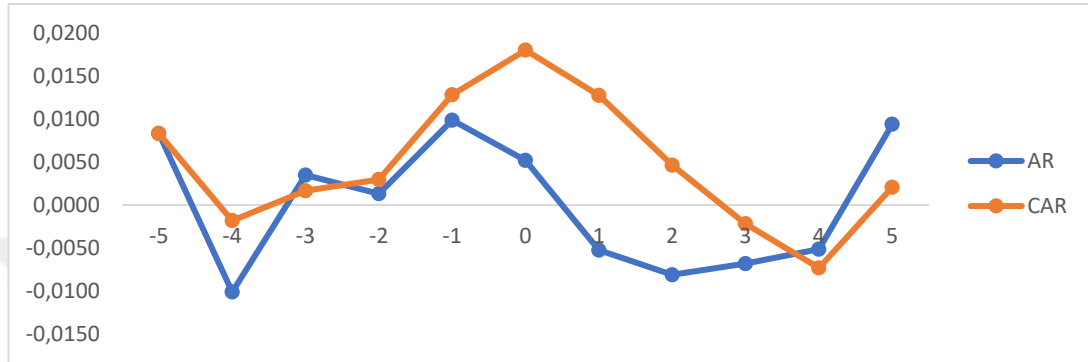
Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	01.05.2018	-0.0076	0.0198	-5.287	0.003

Şekil 31'de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 52'de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -5.287 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.003 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sebeple Türkiye'nin ülke kredi notunun S&P tarafından 01.05.2018 tarihinde BB'den BB-'ye düşürülmesi olayının USD/TL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody's tarafından 14.06.2019 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu Ba3 seviyesinden B1 seviyesine

düşmüştür. Bu olaya ilişkin USD/TL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 32’de, t- testi sonuçları ise tablo 53’te özetlenmektedir.

Şekil 32: 14.06.2019 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 53: 14.06.2019 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

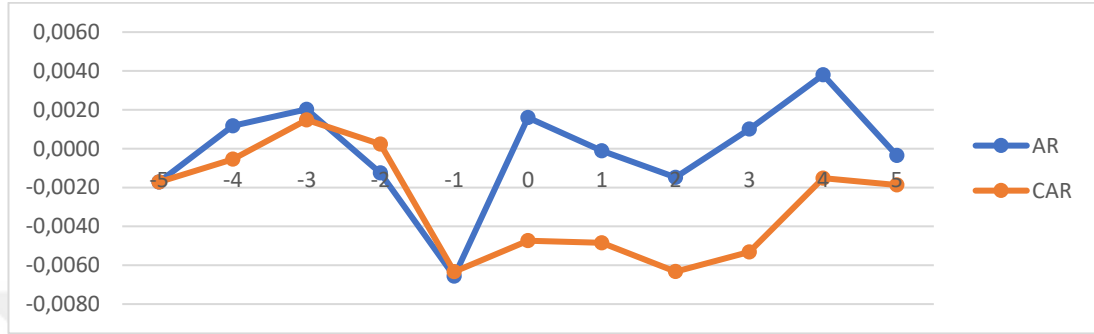
Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	14.06.2019	0.0070	0.0047	0.411	0.698

Şekil 32’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında simetriye benzer bir şekilde düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 53’te ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 0.411 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.698 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Türkiye’nin ülke kredi notunun Moody’s tarafından 14.06.2019 tarihinde Ba3’dan B1’e düşürülmesi olayının USD/TL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody’s tarafından 11.09.2020 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu B1 seviyesinden B2 seviyesine düşmüştür. Bu olaya ilişkin USD/TL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal

değişim değerlerinin grafiği şekil 33'te, t- testi sonuçları ise tablo 54'te özetlenmektedir.

Şekil 33: 11.09.2020 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 54: 11.09.2020 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Türkiye	11.09.2020	-0.0019	-0.0041	1.078	0.33

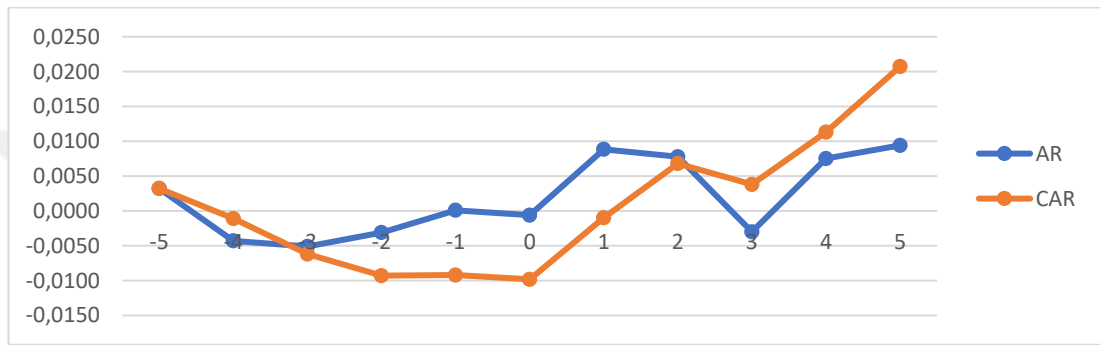
Şekil 33'te, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 54'te ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 1.078 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.33 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Türkiye'nin ülke kredi notunun Moody's tarafından 11.09.2020 tarihinde B1'den B2'ye düşürülmesi olayının USD/TL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

3.4.2.2. Güney Afrika'ya İlişkin Bulgular

Çalışmada kredi derecelendirme notu ile ülke pay senedi endeksi işlem hacimleri arasında yapılan analizdeki ile aynı olan; Güney Afrika'ya yönelik tablo 23'te gösterilen 7 farklı olay incelemeye dahil edilmiştir. Bu olaylara ilişkin sonuçlar tarih sıralamasıyla; eskiden, yeniyi doğru aşağıda gösterilmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody's tarafından 27.09.2012 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu A3 seviyesinden Baa1 seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin USD/ZAR kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 34'te, t- testi sonuçları ise tablo 55'te özetlenmektedir.

Şekil 34: 27.09.2012 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 55: 27.09.2012 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

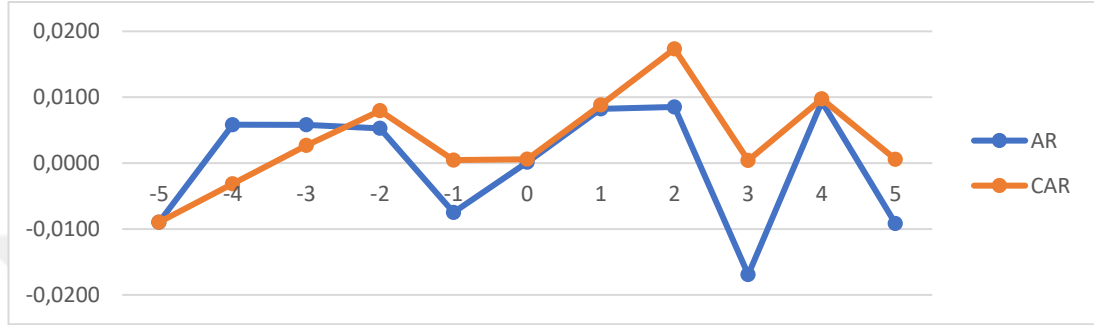
Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	27.09.2012	-0.0054	0.0053	-1.711	0.148

Şekil 34'te, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 55'te ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -1.711 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.148 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Güney Afrika'nın ülke kredi notunun Moody's tarafından 27.09.2012 tarihinde A3'ten Baa1'e düşürülmesi olayının USD/ZAR kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 13.06.2014 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB seviyesinden BBB- seviyesine

düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin USD/ZAR kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 35’te, t- testi sonuçları ise tablo 56’da özetlenmektedir.

Şekil 35: 13.06.2014 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 56: 13.06.2014 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

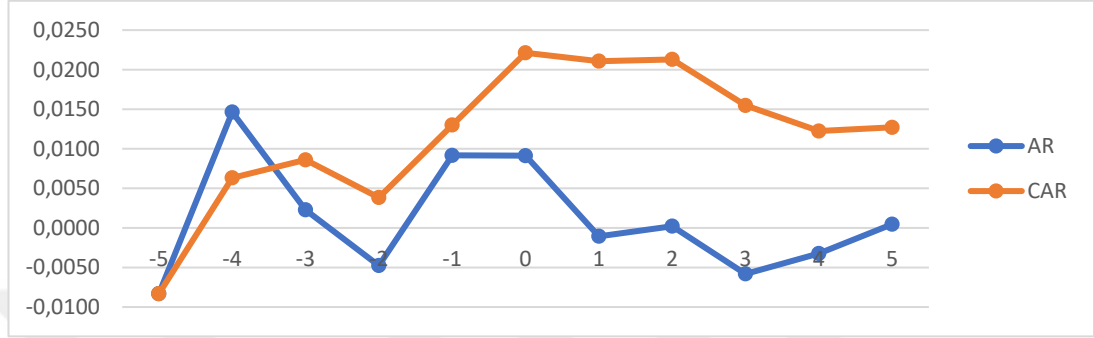
Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	13.06.2014	-0.0001	0.0062	-1.845	0.124

Şekil 35’te, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 56’da ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -1.845 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.124 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Güney Afrika’nın ülke kredi notunun S&P tarafından 13.06.2014 tarihinde BBB’den BBB-’ye düşürülmesi olayının USD/ZAR kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody’s tarafından 06.11.2014 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu Baa1 seviyesinden Baa2 seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin USD/ZAR kurunun anormal değişim ve kümülatif

anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 36’da, t- testi sonuçları ise tablo 57’de özetlenmektedir.

şekil 36: 06.11.2014 Tarihindeki Olayın, Olay ncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



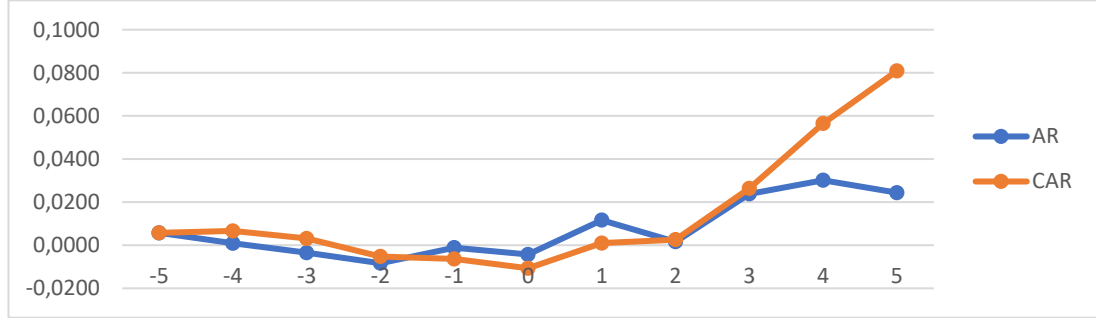
Tablo 57: 06.11.2014 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

lke	Tarih	Olay ncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	06.11.2014	0.0076	0.0175	-1.766	0.138

şekil 36’da, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay ncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 57’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -1.766 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.138 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Güney Afrika’nın ülke kredi notunun Moody’s tarafından 06.11.2014 tarihinde Baa1’den Baa2’ye düşürülmesi olayının USD/ZAR kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch tarafından 04.12.2015 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB seviyesinden BBB- seviyesine dşrlmştir. Bu olaya ilişkin USD/ZAR kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 37’de, t- testi sonuçları ise tablo 58’de özetlenmektedir.

Şekil 37: 04.12.2015 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



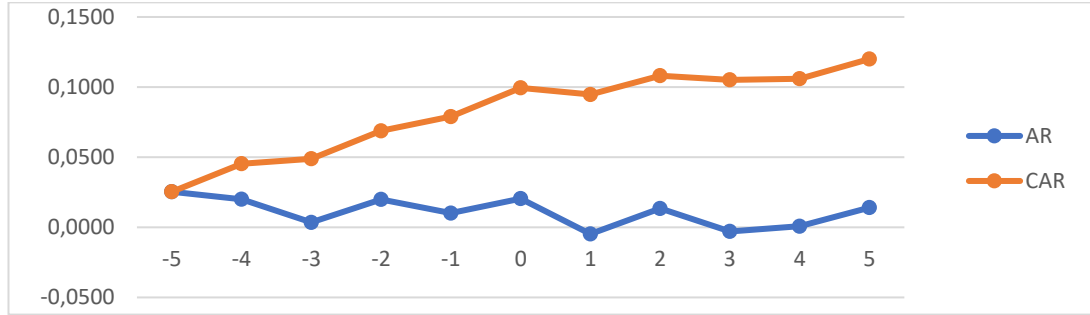
Tablo 58: 04.12.2015 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	04.12.2015	-0.0011	0.0261	-1.558	0.18

Şekil 37’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 58’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -1.558 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.18 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Güney Afrika’nın ülke kredi notunun Fitch tarafından 04.12.2015 tarihinde BBB’den BBB-’ye düşürülmesi olayının USD/ZAR kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 03.04.2017 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB- seviyesinden BB+ seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin USD/ZAR kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 38’de, t- testi sonuçları ise tablo 59’da özetlenmektedir.

Şekil 38: 03.04.2017 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



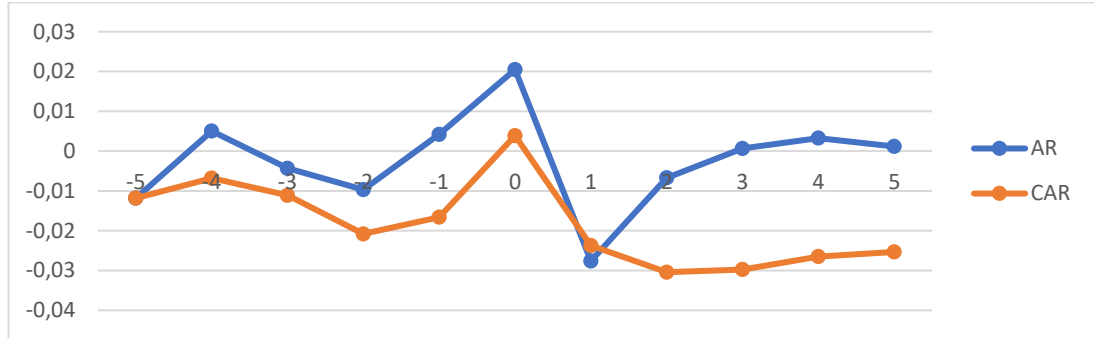
Tablo 59: 03.04.2017 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	03.04.2017	0.0611	0.1056	-5.363	0.003

Şekil 38’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 59’da ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -5.363 düzeyinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.003 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilmiştir. Bu sebeple Güney Afrika’nın ülke kredi notunun S&P tarafınca 03.04.2017 tarihinde BBB-’den BB+’ya düşürülmesi olayının USD/ZAR kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 24.11.2017 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BB+ seviyesinden BB seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin USD/ZAR kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 39’da, t- testi sonuçları ise tablo 60’da özetlenmektedir.

Şekil 39: 24.11.2017 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



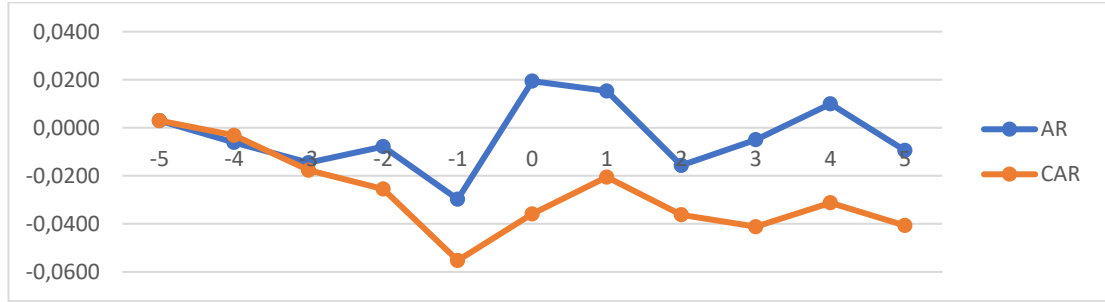
Tablo 60: 24.11.2017 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	24.11.2017	-0.01054	-0.0220	1.843	0.125

Şekil 39’da, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında simetriye benzer bir şekilde düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 60’da ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 1.843 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.125 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Güney Afrika’nın ülke kredi notunun S&P tarafından 24.11.2017 tarihinde BB+’dan BB’ye düşürülmesi olayının USD/ZAR kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 30.04.2020 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BB seviyesinden BB- seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin USD/ZAR kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 40’ta, t- testi sonuçları ise tablo 61’de özetlenmektedir.

Şekil 40: 30.04.2020 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 61: 30.04.2020 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Güney Afrika	30.04.2020	-0.0224	-0.0343	1.397	0.221

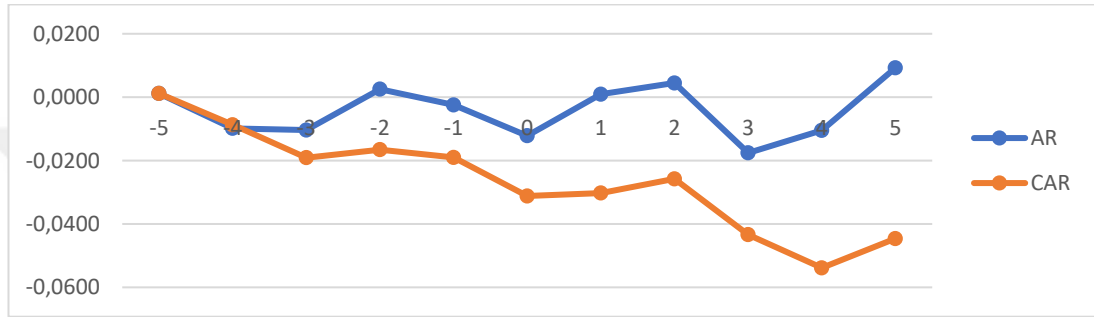
Şekil 40'ta, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında ufak çaplı bir düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 61'de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 1.397 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.221 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Güney Afrika'nın ülke kredi notunun S&P tarafından 30.04.2020 tarihinde BB'den BB-'ye düşürülmesi olayının USD/ZAR kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

3.4.2.3. Brezilya'ya İlişkin Bulgular

Çalışmada kredi derecelendirme notu ile ülke pay senedi endeksi işlem hacimleri arasında yapılan analizdeki ile aynı olan; Brezilya'ya yönelik tablo 23'te gösterilen 7 farklı olay incelemeye dahil edilmiştir. Bu olaylara ilişkin sonuçlar tarih sıralamasıyla; eskiden, yeniye doğru aşağıda gösterilmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch tarafından 04.04.2011 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB- seviyesinden BBB seviyesine yükseltilmiştir. Bu olaya ilişkin USD/BRL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 41’de, t- testi sonuçları ise tablo 62’de özetlenmektedir.

Şekil 41: 04.04.2011 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 62: 04.04.2011 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

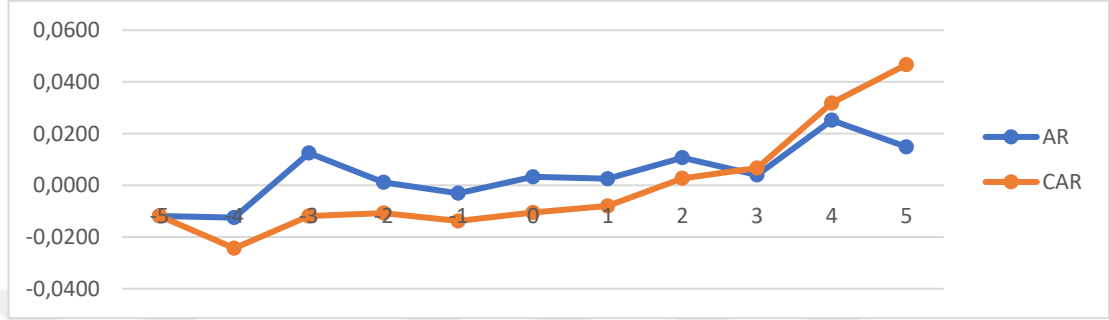
Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	04.04.2011	-0.0156	-0.0382	5.051	0.004

Şekil 41’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 62’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 5.051 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.004 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sebeple Brezilya’nın ülke kredi notunun Fitch tarafınca 04.04.2011 tarihinde BBB-’den BBB’ye yükseltilmesi olayının USD/BRL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 17.11.2011 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB- seviyesinden BBB seviyesine yükseltilmiştir. Bu olaya ilişkin USD/BRL kurunun anormal değişim ve kümülatif

anormal değişim değerlerinin grafiği Şekil 42’de, t- testi sonuçları ise tablo 63’te özetlenmektedir.

Şekil 42: 17.11.2011 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



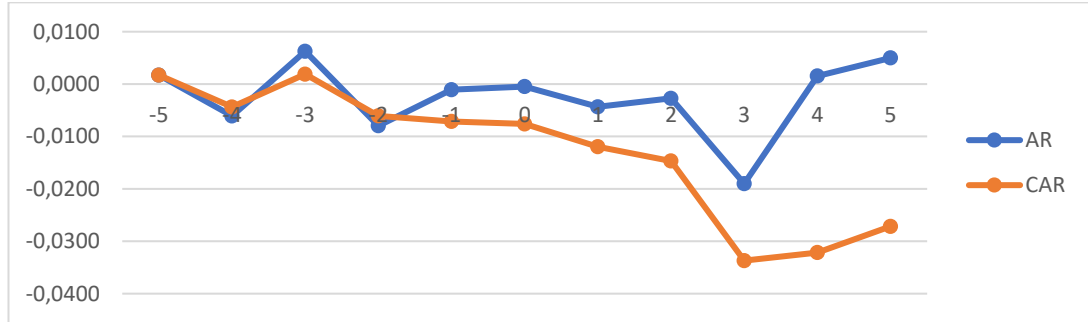
Tablo 63: 17.11.2011 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	17.11.2011	-0.0139	0.0116	-2.932	0.033

Şekil 42’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 63’te ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -2.932 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.033 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sebeple Brezilya’nın ülke kredi notunun S&P tarafından 17.11.2011 tarihinde BBB-’den BBB’ye yükseltilmesi olayının USD/BRL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P tarafından 24.03.2014 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB seviyesinden BBB- seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin USD/BRL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği Şekil 43’te, t- testi sonuçları ise tablo 64’te özetlenmektedir.

Şekil 43: 24.03.2014 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



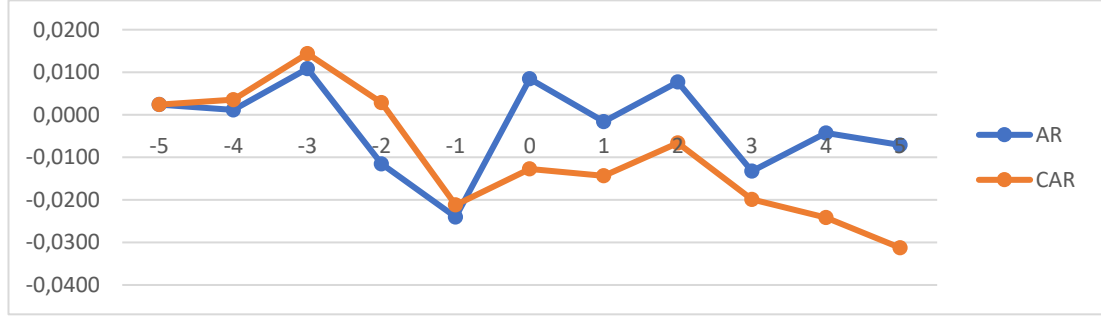
Tablo 64: 24.03.2014 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	24.03.2014	-0.0036	-0.0212	5.316	0.003

Şekil 43'te, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 64'te ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 5.316 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.003 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sebeple Brezilya'nın ülke kredi notunun S&P tarafından 24.03.2014 tarihinde BBB'den BBB-'ye düşürülmesi olayının USD/BRL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody's tarafından 11.08.2015 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu Baa2 seviyesinden Baa3 seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin USD/BRL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 44'te, t- testi sonuçları ise tablo 65'te özetlenmektedir.

Şekil 44: 11.08.2015 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



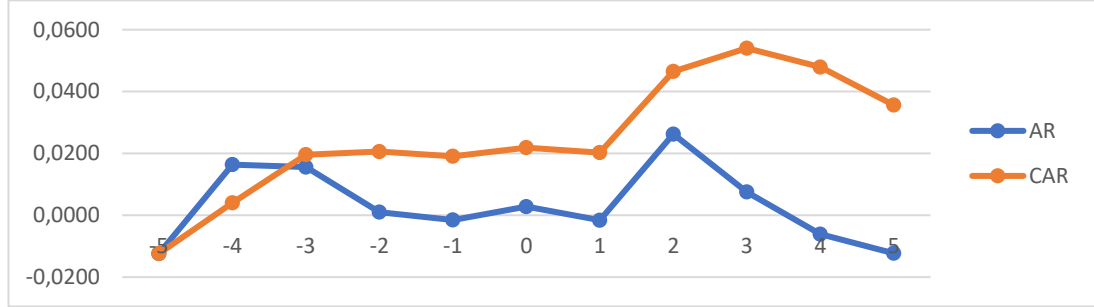
Tablo 65: 11.08.2015 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	11.08.2015	-0.0018	-0.0182	5.682	0.002

Şekil 44’te, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 65’te ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 5.682 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.002 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sebeple Brezilya’nın ülke kredi notunun Moody’s tarafınca 11.08.2015 tarihinde Baa2’den Baa3’e düşürülmesi olayının USD/BRL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch tarafından 16.12.2015 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BBB- seviyesinden BB+ seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin USD/BRL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 45’te, t- testi sonuçları ise tablo 66’da özetlenmektedir.

Şekil 45: 16.12.2015 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



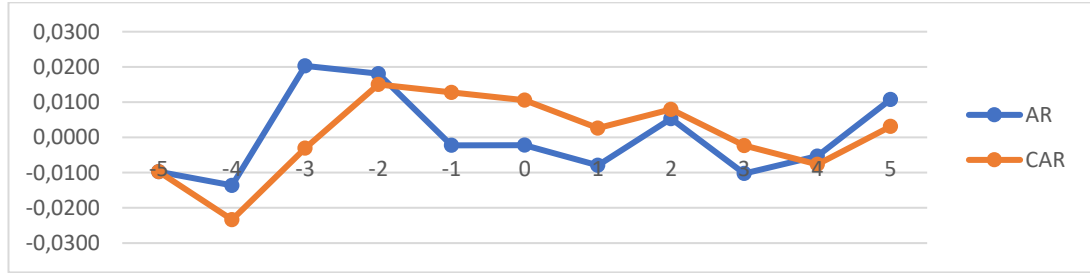
Tablo 66: 16.12.2015 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	16.12.2015	0.0121	0.0377	-7.216	0.001

Şekil 45'te, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değerleri ile olay sonrası CAR değerleri arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 66'da ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -7.216 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.001 < 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sebeple Brezilya'nın ülke kredi notunun Fitch tarafından 16.12.2015 tarihinde BBB-'den BB+'ya düşürülmesi olayının USD/BRL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch tarafından 05.05.2016 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BB+ seviyesinden BB seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin USD/BRL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 46'da, t- testi sonuçları ise tablo 67'de özetlenmektedir.

Şekil 46: 05.05.2016 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



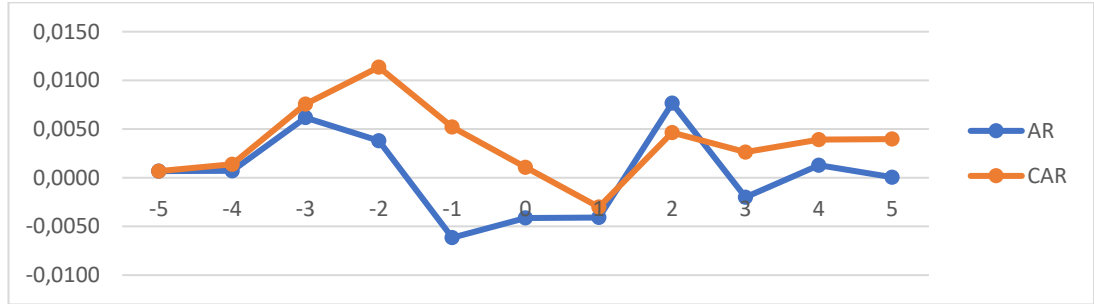
Tablo 67: 05.05.2016 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	05.05.2016	0.0004	0.0024	-0.25	0.813

Şekil 46’da, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında artış gözlenmiştir. Bu artış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 67’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin -0.25 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait değerinin $0.816 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Brezilya’nın ülke kredi notunun Fitch tarafından 05.05.2016 tarihinde BB+’dan BB’ye düşürülmesi olayının USD/BRL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch tarafından 23.02.2018 tarihinde açıklanan ülke kredi derecelendirme notu BB seviyesinden BB- seviyesine düşürülmüştür. Bu olaya ilişkin USD/BRL kurunun anormal değişim ve kümülatif anormal değişim değerlerinin grafiği şekil 47’de, t- testi sonuçları ise tablo 68’de özetlenmektedir.

Şekil 47: 23.02.2018 Tarihindeki Olayın, Olay Öncesi 5 Gün ve Olay Sonrası 5 Gün AR ve CAR oranlarının grafiği



Tablo 68: 23.02.2018 Tarihli Olay İçin CAR Ortalamaları ve T testi sonuçları

Ülke	Tarih	Olay öncesi CAR ort.	Olay sonrası CAR ort.	t testi	p değeri
Brezilya	23.02.2018	0.0045	0.0022	1.428	0.213

Şekil 47’de, incelenen olayda, olay penceresi içinde yer alan olay öncesi (-5) ve olay sonrası (+5) dönemlerdeki AR ve CAR değerleri gösterilmiştir. Olay öncesi CAR değeri ile olay sonrası CAR değeri ortalamaları arasında simetriye benzer bir şekilde azalış gözlenmiştir. Bu azalış ilişkisinin anlamlılığı istatistiksel olarak test edildiğinde Tablo 68’de ortaya çıkan bulgular t-test değerinin 0.213 seviyesinde olduğu ve t-test istatistiğine ait p değerinin $0.213 > 0.05$ olması nedeniyle olay öncesi ve olay sonrası CAR değerlerinde anlamlı bir farklılık elde edilememiştir. Bu sebeple Brezilya’nın ülke kredi notunun Fitch tarafınca 23.02.2018 tarihinde BB’den BB-’ye düşürülmesi olayının USD/BRL kuru üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

3.5. BULGULARIN YORUMLANMASI

Gelişmekte olan ülkelerden analiz kapsamında seçilmiş olan Türkiye, Güney Afrika ve Brezilya ülkelerine ait 2010-2020 yılları arasında açıklanan kredi derecelendirme notu açıklamalarının değişim yönleri ayrıca pay senedi işlem hacmi değişim yönü, döviz kuru değişim yönü ve bu değişkenlere ait olasılık değerleri Tablo 69’da gösterilmiştir.

Tablo 69: Pay Senedi Endeks İşlem Hacmi ve Döviz Kuru Değişkenlerinin Değişim Yönleri ve Eşleştirilmiş Örneklem T Testi İstatistiğine Ait Olasılık Değerleri

ÜLKELER	TARİH	NOT DEĞİŞİM YÖNÜ	İŞLEM HACMİ DEĞİŞİM YÖNÜ	DÖVİZ KURU DEĞİŞİM YÖNÜ	İŞLEM HACMİ OLASILIK (p) DEĞERİ	DÖVİZ KURU OLASILIK (p) DEĞERİ
TÜRKİYE	20.06.2012	▲	▲	—	0.001	0.951
TÜRKİYE	05.12.2012	▲	▲	—	0.001	0.887
TÜRKİYE	16.05.2013	▲	—	▲	0.106	0.000
TÜRKİYE	20.07.2016	▼	▼	—	0.047	0.207
TÜRKİYE	27.01.2017	▼	▲	—	0.009	0.134
TÜRKİYE	01.05.2018	▼	▼	▲	0.000	0.003
TÜRKİYE	14.06.2019	▼	—	—	0.512	0.698
TÜRKİYE	11.09.2020	▼	▲	—	0.019	0.33
GÜNEY AFRIKA	27.09.2012	▼	—	—	0.577	0.148
GÜNEY AFRIKA	13.06.2014	▼	—	—	0.08	0.124
GÜNEY AFRIKA	06.11.2014	▼	▲	—	0.000	0.138
GÜNEY AFRIKA	04.12.2015	▼	▼	—	0.001	0.18
GÜNEY AFRIKA	03.04.2017	▼	▲	▲	0.000	0.003
GÜNEY AFRIKA	24.11.2017	▼	▼	—	0.008	0.125
GÜNEY AFRIKA	30.04.2020	▼	—	—	0.715	0.221
BREZİLYA	04.04.2011	▲	—	▼	0.137	0.004
BREZİLYA	17.11.2011	▲	▼	▲	0.007	0.033
BREZİLYA	24.03.2014	▼	▲	▼	0.000	0.003
BREZİLYA	11.08.2015	▼	▼	▼	0.003	0.002
BREZİLYA	16.12.2015	▼	▼	▲	0.004	0.001
BREZİLYA	05.05.2016	▼	—	—	0.134	0.813
BREZİLYA	23.02.2018	▼	—	—	0.999	0.213

Tablo 69 incelendiğinde 22 kredi derecelendirme olayının 5'i kredi derecelendirme notu yükselişi, 17'si ise kredi derecelendirme notu düşüşüdür. 17 not düşüşünün 11'inde işlem hacmi p değeri 0,05'ten küçük bulunmuştur. Bu olayların seçilmiş ülkelerin piyasa endekslerinin işlem hacmi ile ilişkisine bakıldığında 11 not düşüşü, işlem hacimlerinde olay öncesi ve olay sonrası kümülatif anormal değişim değerleri bakımından anlamlı bir farklılığa sebep olmuştur. 5 not yükselişinin 3'ünde işlem hacmi p değeri 0,05'ten küçük bulunmuştur. Diğer bir değişle bu 3 olayda olay

öncesi ve olay sonrası kümülatif anormal değişim değeri bakımından anlamlı bir farklılık gözlenmiştir. Toplamda 22 olayın 14'ünde kredi derecelendirme notları, piyasa endekslerinin işlem hacimlerinde anlamlı bir farklılaşmaya sebep olmuştur yani hem kredi derecelendirme notu düşüşü hem de kredi derecelendirme notu yükselişi işlem hacminde anlamlı bir farklılığa neden olmuştur. Bu ilişkileri incelenen ülkeler bazında ele almak gerekirse, Türkiye açısından 8 farklı olay ele alınmıştır. Bu olaylardan 3'ü not yükselişi, 5'i not düşüşüdür. 3 not yükselişi olayından 2'sinde işlem hacmi bakımından anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Bu 2 olayda kredi derecelendirme notu yükseldiğinde, Türkiye'de Bist100 işlem hacmi de yükselişe geçmiştir. 5 not düşüşünün 3'ünde işlem hacmi bakımından anlamlı bir ilişki saptanmıştır. İlişkinin yönüne baktığımızda 2 not düşüş olayında Bist100 endeksi işlem hacminde de düşüş meydana gelmiştir, 1 not düşüşü olayında ise Bist100 endeksi işlem hacminde yükseliş gerçekleşmiştir. Konu Güney Afrika açısından incelendiğinde; Güney Afrika açısından 7 farklı olay ele alınmıştır. Bu olayların tamamı not düşüşü olayıdır. 7 not düşüşün, 4'ünde işlem hacmi bakımından anlamlı bir ilişki saptanmıştır. 4 not düşmesi olayının 2'sinde JSE TOP 40 endeksi işlem hacmi yükselirken, 2'sinde ise JSE TOP 40 endeksi işlem hacminde düşüş meydana gelmiştir. Brezilya açısından ele alındığında ise 7 farklı olay ele alınmıştır. Bu olaylardan 2'si not yükselişi, 5'i not düşüşüdür. 2 not yükseliş olayının 1'inde Bovespa endeksi işlem hacminde düşüş meydana gelirken, diğer not yükseliş olayında Bovespa endeksi işlem hacminde yükseliş meydana gelmiştir. Not düşüşleri bakımından incelendiğinde 5 not düşüşünün 3'ünde işlem hacmi bakımından anlamlı bir ilişki saptanmıştır. 3 not düşüşünün 2'sinde Bovespa endeksi işlem hacmi bakımından düşüşe geçmişken, 1 olayda ise Bovespa endeksi işlem hacmi yükselişe geçmiştir.

Analiz sonucunda, kredi derecelendirme notlarında gerçekleşen hem not düşüşlerinin hem de not yükselişlerinin, ülkelerin pay senedi piyasa işlem hacimlerinde anlamlı bir değişikliğe sebep olduğu gözlemlenmiştir. Bu sonuç kredi derecelendirme notu değişikliğinin pay senedi piyasası ile ilişkisi olduğunu ileri süren Kaminsky ve Schmukler (2002), Brooks, Faff ve Hillier (2004), Norden ve Weber(2004), Hooper, Hume ve Kim (2008), Li vd.(2008), Kabadayı(2013), Fatnassi vd.(2014), Balat(2019) ve Ovalı(2019) ile benzer özellikler göstermektedir.

Tablo 69 incelendiğinde 22 kredi derecelendirme olayının 5'i kredi derecelendirme notu yükselişi, 17'si ise kredi derecelendirme notu düşüşüdür. 17 not düşüşünün 5'inde para birimleri p değeri 0,05'ten küçük bulunmuştur. Bu olayların seçilmiş ülkelerin para birimleri ile ilişkisine bakıldığında 5 not düşüşü, işlem hacimlerinde olay öncesi ve olay sonrası kümülatif anormal değişim değerleri bakımından anlamlı bir farklılığa sebep olmuştur. 5 not yükselişinin 3'ünde para birimleri p değeri 0,05'ten küçük bulunmuştur. Diğer bir değişle bu 3 olayda olay öncesi ve olay sonrası kümülatif anormal değişim değeri bakımından anlamlı bir farklılık gözlenmiştir. Toplamda 22 olayın 8'inde kredi derecelendirme notları, para birimleri üzerinde anlamlı bir farklılaşmaya sebep olmuştur. Yani kredi derecelendirme notu yükselişi para birimleri üzerinde anlamlı bir farklılığa neden olurken, kredi derecelendirme not düşüşleri ise anlamlı bir farklılığa neden olmamaktadır. Yani kredi derecelendirme not yükselişlerinin, ülke para birimleriyle ilişkisi saptanmışken, kredi notu düşüşlerinin ülke para birimleriyle ilişkisi saptanamamış. Olayları Ülkesel bazda ele aldığımızda, Türkiye açısından 8 farklı olay ele alınmıştır. Bu olaylardan 3'ü not yükselişi, 4'ü not düşüşüdür. 3 not yükselişi olayından 1'nde para birimi bakımından anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Bu 1 olayda kredi derecelendirme notu yükseldiğinde, Türkiye para birimi olan TL, USD karşısında değer kaybetmiştir. 5 not düşüşünün 1'inde işlem hacmi bakımından anlamlı bir ilişki saptanmıştır. İlişkinin yönüne baktığımızda not düşüş olayında TL'nin USD karşısındaki değerinde düşüş meydana gelmiştir. Konu Güney Afrika açısından incelendiğinde; Güney Afrika açısından 7 farklı olay ele alınmıştır. Bu olayların tamamı not düşüşü olayıdır. 7 not düşüşün, 1'inde para birimi bakımından anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Not düşmesi olayının 1'inde ZAR, USD karşısında değer kaybetmiştir. Brezilya açısından ele alındığında ise 7 farklı olay ele alınmıştır. Bu olaylardan 2'si not yükselişi, 5'i not düşüşüdür. 2 not yükseliş olayının 1'inde BRL, USD karşısında değer kaybederken, diğer not yükseliş olayında BRL, USD karşısında değer kazanmıştır. Not düşüşleri bakımından incelendiğinde 5 not düşüşünün 3'ünde para birimi bakımından anlamlı bir ilişki saptanmıştır. 3 not düşüşünün 1'inde BRL, USD karşısında değer kaybederken, 2 olayda ise BRL, USD karşısında değer kazanmıştır.

Analiz sonucunda kredi derecelendirme notu ile pay senedi endeksi işlem hacimleri arasındaki ilişkiye bakıldığında hem not düşüşlerinin hem de not yükselişlerinin, ülkelerin pay senedi piyasa işlem hacimlerinde anlamlı bir değişikliğe sebep olduğu gözlemlenmiştir. İlişkinin yönüne bakıldığında, ülke kredi notları düştüğünde, işlem hacimlerinin düştüğüne, kredi notları yükseldiğinde ise işlem hacimlerinin de yükseldiğine yani doğrusal bir ilişkiye rastlanmıştır. Kredi derecelendirme notu ile para birimi arasındaki ilişkiye bakıldığında kredi derecelendirme notu düşüşlerinin, Türkiye ve Güney Afrika’da para birimleriyle anlamlı bir ilişkisi saptanamamış, Brezilya’da ise kredi notu düşüşünün para birimleriyle ilişkisine rastlanmıştır. İlişki yönüne bakıldığında kredi notu düştüğünde para birimi değer kazanmış, yani negatif yönlü ilişkiye rastlanmıştır. Ayrıca Alsakka vd. (2012) ve Erdem (2020) çalışmalarına benzer şekilde, bu çalışmada da kredi notu yükselişlerinin, ülke para birimleriyle ilişkisi olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Kredi notu yükseldiğinde para birimi değer kaybetmiştir, negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır.

Derecelendirme notunun döviz ve pay senedi piyasası ile ilişkisi doğrultusunda ele alınan analiz bulguları Wu vd. (2014) çalışmasıyla benzerlik göstererek, derecelendirme notu açıklamalarına pay senedi piyasasının, döviz piyasasına göre daha duyarlı olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 70: Önceki Çalışmalar ile Benzerlikler

Yazar	Ülke	Zaman	Konu	Yöntem	Benzerlik
Kaminsky vd. (2002)	Gelişmekte olan 16 ülke	1990-2000	Derecelendirme notu değişikliklerinin gelişmekte olan ülkeler üzerinde etkisi olup olmadığını araştırmıştır.	Panel veri analizi ve olay analizi yöntemleri	Derecelendirme notu değişikliği ülkelerin pay senedi piyasalarını doğrudan etkilemiştir.
Hooper vd. (2008)	42 ülke	1995-2003	Derecelendirme not açıklamalarının finansal piyasalarındaki etkilerini araştırılmıştır.	Panel regresyon yöntemi	Derecelendirme kuruluşlarının döviz ve pay senedi pazarlarına yeni veri aktardığı, not yükselişinin pay senedi pazarının getirilerini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.
Li vd. (2008)	Tayland, Endonezya, Filipinler	1990-2003	Derecelendirme notlarındaki değişiklikler ile pay senedi getirileri	Panel regresyon yöntemi	Ülkelerin pay senedi getirileri üzerinde derecelendirme

	, Kore ve Malezya		arasındaki ilişki araştırılmıştır.		notlarının etkisi olduğuna ulaşılmıştır.
Alsakk a vd. (2012)	124 ülke	1994-2010	Derecelendirme notları ile döviz piyasalarının ilişkisi araştırılmıştır.	Olay analizi yöntemi	Not yükselişlerinin döviz kurlarını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Kabada yı (2013)	Türkiye	1995-2011	Derecelendirme notlarının BİST 100 endeksi ile ilişkisi araştırılmıştır.	Zaman serisi analizi yöntemi	Derecelendirme notlarının pay senedi pazarı üzerinde oldukça etkili olduğu gözlenmiş ve not düşüşleri pay senedi getirilerini olumsuz, not yükselişleri pay senedi getirilerini olumlu yönde etkilemiştir.
Fatnass i vd. (2014)	4 Avrupa ülkesi	2008-2012	Derecelendirme notları ile pay senedi getirilerinin ilişkisi araştırılmıştır.	Panel regresyon yöntemi	Derecelendirme notu indirim ve yükseltmeleri pay senedi üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Wu vd. (2014)	Asya Pasifik Bölgesin deki beş ülke	1997-2001	S&P tarafınca açıklanan derecelendirme notlarının pay senedi ve döviz piyasası ile ilişkisi araştırılmıştır.	Panel regresyon yöntemi	Pay senedi ve döviz piyasalarının derecelendirme notlarına heterojen bir şekilde tepki verdiği, not değişikliğine karşı pay senedi piyasası, döviz piyasasından daha duyarlı davrandığı tespit edilmiştir.
Balat (2019)	Türkiye ve BRICS ülkeleri	2013-2018	Derecelendirme notlarının cds primleri ve pay senedi endeksleri işlem hacimleriyle ilişkisi araştırılmıştır.	Olay analizi yöntemi ve eşleştirilmiş örneklem t-testi	Derecelendirme notlarının pay senedi endeksi işlem hacmi üzerinde etkisi olduğuna ulaşılmıştır.
Kuzu (2019)	Türkiye	2002-2018	BİST 100 endeksi ile derecelendirme notlarının ilişkisi araştırılmıştır.	Olay analizi yöntemi	BİST'te yer alan 9 endeksin anormal getirileri incelenmiş ve endekslerin büyük çoğunluğunun derecelendirme notlarından etkilendiği ve açıklanan notun hangi derecelendirme kuruluşundan olduğunun bir önemi olmadığı sonucuna varılmıştır.
Ovalı (2019)	Türkiye ve BRICS ülkeleri	2004-2019	Derecelendirme notları ile pay senedi endeks	Olay analizi yöntemi	Derecelendirme notlarının pay senedi piyasaları üzerinde hem olumlu hem olumsuz

			ilişkisi araştırılmıştır.		şekilde anlamlı anormal getirilere sebep olduğu sonucuna varılmıştır
Erdem (2020)	Türkiye	1992-2019	Derecelendirme notlarının USD/TL paritesine etkisi araştırılmıştır.	Garch, Egarch ve Stockastik oynaklık yöntemleri	Pozitif derecelendirme duyuruları USD/TL oynaklığı üzerinde anlamlı rol oynamıştır.

SONUÇ

Küreselleşmenin etkisiyle, dünya uluslararası ticaretin serbestleşmesini temel görüş olarak kabul etmiştir. Böylece ülkeler, şirketler ve yatırımcılar çıkarlarını sağlayabilmek için yalnızca kendi ülkesine bağlı kalmayıp, diğer ülkelerdeki imkanları da değerlendirme şansını yakalamıştır. Kâr etmek isteyen bir yatırımcı uluslararası pazarda yatırım yapabilmektedir veya büyümek isteyen bir ülke yerel sermaye yatırımlarından ziyade uluslararası sermaye yatırımlarını ülkesine çekmeyi amaçlamaktadır. Üretilen mal ve hizmetler uluslararası pazarda arz edilmelidir. Dünyanın neredeyse tek pazar haline geldiği bu dönemde yatırımcıların, ülkelerin, firmaların yani ekonomi aktörlerinin uluslararası pazarda bilgi almasını sağlayan ve kararlarını etkileyen bir yapıya ihtiyaç vardır. Bu konuda karşıya derecelendirme kuruluşları çıkmaktadır.

Derecelendirme kuruluşları, incelenen ülke, firma, finans kuruluşu vb. karşı tarafın borcunun anapara, faiz ve yükümlülüklerini zamanında ve eksiksiz bir şekilde karşılayıp karşılayamayacağını, niteliksel ve niceliksel veriler kullanarak ölçen ve birtakım simgelerle ifade eden kuruluşlardır. Ortaya çıktıkları ilk zamanlarda kişisel ihtiyaçları karşılamayı amaç edinen bu kuruluşlar; günümüz dünyasında teknoloji, finans, ulaşım gibi sektörlerin gelişimi ve küreselleşmenin hızlanmasıyla, ekonomi sisteminde önemli bir aktör haline gelmiştir. Derecelendirme kuruluşları ülkelerin ve firmaların borçlanma maliyetini etkileyen, tanınırlığını artıran, finansal derinlik ve gelişmeler sağlayan; yatırımcılar için bilgi aktaran, belirsizliği azaltan, uyarıcı ve yol gösteren olma işlevlerine sahiptirler.

Derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları notlar; yalnızca görüş bildirip bir yatırım tavsiyesi niteliği taşımasa da yatırımcılar için önemli bir etkiye sahiptir. Yukarıda aktarıldığı gibi birçok alanda yatırımları yönlendirmede etken rol almaktadır. Finansal piyasalarda en önemli nokta bilgi asimetrisinden korunarak yatırım kararı alabilmektir. Doğru karar alabilmek için risk ve belirsizliklerin tespit edilmesi önemlidir. Bu konuda derecelendirme notları büyük rol oynamaktadır. Açıklanan notlar bir nevi güven düzeyi belirtmektedir. İyi bir kredi notu hem sermayeye erişimi kolaylaştırır hem de maliyet avantajı sağlar. Düşük kredi notu ise, bu nota sahip olan bir ülkenin ya da firmanın piyasasına güvenin az olduğunu ifade etmektedir. Başka bir

ifadeyle verilen borcun zamanında ve eksiksiz geri ödenme risk seviyesi yüksektir. Böyle bir durumda ülkelerin ve firmaların borç bulabilmesi zorlaşmaktadır. Borç bulsalar bile çok yüksek faizle bulabilecekleri için maliyet artacaktır.

Gelişmekte olan ülkelerde, büyümeyi ve kalkınmayı sağlamak hem de dünya ile rekabet halinde olup dış borçları en aza indirmek önemli bir unsurdur. Fakat gelir düzeylerinin düşük olması ve yeterli tasarruf düzeyinin oluşmaması büyük bir sorun teşkil etmektedir. Bu durumun aşılması için uluslararası sermayeye ihtiyaç duyulmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye piyasasına erişiminin sağlanmasında önemli bir aktörün ise açıkladıkları notlar ile derecelendirme kuruluşları olduğu ifade edilmektedir. Derecelendirme notlarının bilgi değeri; pay senedi piyasaları ve döviz kurları ile ilişkisi olup olmadığı durumu ile de açıklanabilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, kredi derecelendirme notlarının, ülke pay senedi endeks işlem hacimleri ve döviz kurları ile ilişkisinin olup olmadığını incelemektir. Bu bağlamda derecelendirme kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch tarafından 2010-2020 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere Türkiye, Güney Afrika ve Brezilya için açıklanmış olan derecelendirme notlarının ülkelerin pay senedi piyasa endeksi işlem hacimleri (BİST 100, JSE TOP 40, BOVESPA) ve bununla beraber seçilmiş ülkelerin döviz kuru oynaklıkları (USD/TL, USD/ZAR, USD/BRL) ile ilişkisi olup olmadığı Olay Analizi Yöntemi ve Eşleştirilmiş Örneklem T-Testi ile analiz edilmiştir.

Analiz sonucunda kredi derecelendirme notu ile işlem hacimleri arasındaki ilişkiye bakıldığında hem not düşüşlerinin hem de not yükselişlerinin, ülkelerin pay senedi piyasa işlem hacimlerinde anlamlı bir değişikliğe sebep olduğu gözlenmiştir. İlişkinin yönü incelendiğinde, ülke kredi notları düştüğünde, işlem hacimlerinin düştüğü, kredi notları yükseldiğinde ise işlem hacimlerinin de yükseldiği doğrusal bir ilişkiye rastlanmıştır.

Kredi derecelendirme notu ile para birimleri arasındaki ilişki incelendiğinde kredi derecelendirme notu düşüşlerinin, Türkiye ve Güney Afrika'da para birimleriyle anlamlı bir ilişkisi saptanamamış, Brezilya'da ise kredi notu düşüşünün para birimleriyle negatif yönlü ilişkisine rastlanmıştır. Ayrıca kredi notu yükselişlerinin, ülke para birimleriyle ilişkisi olduğu bulgusuna ulaşılmış. Kredi notu yükseldiğinde para birimleri değer kaybetmiş, negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır.

Pay piyasası işlem hacmi ve yerel para birimlerinde yaşanan değişimler, gelişmekte olan ÷lkelerde açıklanan kredi derecelendirme notlarının piyasalar için önemli olduğunu vurgular niteliktedir. Bu çalışma; yatırımcıların, derecelendirme notu açıklamalarının piyasayı nasıl etkilediğine dair fikir edinmeleri açısından önem arz etmektedir. Çalışmada elde edilen bulgular Bist 100, JSE Top 40 ve Bovespa endekslerine yatırım yapacak olanların, ÷lke derecelendirme notu açıklamalarına göre pozisyon alabilmeleri açısından bilgi sağlamaktadır. Ancak unutulmamalıdır ki piyasalarda karşılaşılan en büyük güçlük, birden çok bilgi ve haberin piyasayı etkilemesidir. Bu durumda, anormal getiriler yalnızca derecelendirme notundan değil, başka haber ve olaylardan da eş zamanlı şekilde etkilenebileceği için sadece derecelendirme notlarına bakıp karar vermek sağlıklı olmayacaktır.

Gelecek dönemlerde yapılacak çalışmalar hem daha sağlıklı bilgiye ulaşabilmek hem de yatırımcıyı bilinçlendirmek amacıyla, derecelendirme notunun açıklandığı tarihte önemli sayılabilecek bilgi ve haberleri dikkate alarak ve gelişmekte olan ÷lkeleri de analize dahil ederek, gelişmiş ve gelişmekte olan ÷lke piyasaları açısından ele alınabilir.

Derecelendirme kuruluşlarının, kriz dönemlerinde açıkladıkları notlardan dolayı eleştirilerin odağı haline geldikleri bilinmektedir. Bu kuruluşların, Covid-19 salgın hastalık dönemi öncesi ve sonrasında açıkladıkları derecelendirme notları ile aynı dönemlerde açıklanan kredi temerrüt takaslarının (CDS) karşılaştırması yapılabilir aynı zamanda piyasaya etkileri de incelemeye alınabilir.

KAYNAKÇA

A Bolsa do Brasil(a). (2021). *B3 Hakkında*.
http://www.b3.com.br/en_us/b3/about/who-we-are/, (05/02/2021).

A Bolsa do Brasil(b). (2021). *Bovespa Endeksi (Ibovespa)*. b3:
http://www.b3.com.br/en_us/market-data-and-indices/indices/broad-indices/ibovespa.htm, (05/02/2021).

Afonso, A., Gomes, P. ve Rother, P. (2007). What "Hides" Behind Sovereign Debt Ratings? *European Central Bank Eurosystem*. 711: 7.

Afonso, A., Furceri, D. ve Gomes, P. (2012). Sovereign Credit Ratings and Financial Markets Linkages: Application to European Data. *Journal of International Money and Finance*. 31(3): 606-638.

Akbaş, H. M. (2019). *Davranışsal Finans Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomiye Etkileri*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Akbulak, Y. (2012). Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler. *Mali Çözüm Dergisi* : 172-176.

Akçayır, Ö. ve Yıldız, Z. (2014). Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi. *Akademik Bakış Dergisi*. (40): 4.

Akçayır, Ö. (2013). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenilirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)*. (Yüksek Lisans Tezi). Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Alsakka, R. ve Gwilym, O. (2012). Foreign Exchange Market Reactions to Sovereign Credit News. *Journal of International Money and Finance*. 31(4): 845-864.

Altun, R. (2017). *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Verdikleri Ülke Notlarının Türk Finans Sistemi Üzerindeki Etkileri*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Arslan, C. (2005). *Döviz Kuru Riski ve Yönetimi*. (Yüksek Lisans Tezi). Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ayaydın, H. (2013). *Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri ve Uluslararası Çeşitlendirme*. (Yüksek Lisans Tezi). Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi.

Aydın, M. (2017). Gelişmekte Olan Ülkelerde Borsa ile Döviz Kurları Arasındaki İlişki: Simetrik ve Asimetrik Nedensellik Analizi. *Ekonometri ve İstatistik*. 27: 1-15.

Babuşcu, Ş. (2005). *Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk Yönetimi*. Ankara: Akademi Araştırma Planlama Danışmanlık Eğitim Yayıncılık.

Babuşcu, Ş., Hazar, A. ve Yenice, S. (2011). *SPK Kredi Derecelendirme Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisanslama Sınavlarına Hazırlık*. Ankara: Akademi Consulting& Training.

Bakkal, M., Bakkal, S. ve Öztürk, Ş. S. (2012). *Sermaye Piyasalarında Hisse Senetleri ve Hisse Senetlerini Etkileyen Makroekonomik Faktörler*. İstanbul: Hiperlink Yayınları.

Balat, A. (2019). *Kredi Derecelendirme Notlarının Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi: Brics Ülkeleri ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. (Yüksek Lisans Tezi). Niğde,: Ömer Halisdemir Üniversitesi.

Balat, A. ve İskenderoğlu, Ö. (2018). Ülke Kredi Notlarının CDS Primleri üzerindeki etkisi: BRICS Ülkeleri ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama. *BDDK Bankacılı ve Finansal Piyasalar*. 12(2): 52.

Balıkçıoğlu, E. (2013). *Ülkelerin Finansal Açıdan Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler ve Kurallı Maliye Politikasının Etkisi: 2000 Sonrası Dönem Türkiye'de Uygulanan Maliye Politikalarının Kredi Notları Üzerindeki Etkisinin Karşılaştırmalı Analizi. (Doktora Tezi)*. Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Barut, M. E. (2016). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Kriz İlişkisi: Türkiye Örneği. (Yüksek Lisans Tezi)*. Şanlıurfa: Harran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Başarır, Ç. ve Keten, M. (2016). Gelişmekte Olan Ülkelerin CDS Primleri ile Hisse Senetleri ve Döviz Kurları Arasındaki Kointegrasyon İlişkisi. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 8(15).

Baum, C. F., Schafer, D. ve Stephan, A. (2016). Credit Rating Agency Downgrades and the Eurozone Sovereign Debt Crises. *Journal of Financial Stability*. 24: 117-131.

Bayar, Y., Kılıç, C. ve Savrul, B. K. (2013). Effects of Sovereign Credit Ratings On The Eurozone Stock Markets During The Recent Financial Crises. *International Journal of Business and Social Science*. 4(12).

Bayrakdar, A. (2013). *Ülke Riskinin Uluslararası Sermaye Hareketi Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği. (Yüksek Lisans Tezi)*. Trabzon: Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Bezirci, M. (1998). *Ülke Riskinin Ölçülmesi ve Türkiye Örneği. (Yüksek Lisans Tezi)*. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

BloombergHT. (2016). *S&P nedir?* BloombergHT: <https://businessht.bloomberght.com/piyasalar/haber/1285822-s-p-nedir>, (27/01/2021).

Bolton, P., Freixas, X. ve Shapiro, J. (2012). The Credit Ratings Game. *The Journal of Finance*. 67(1): 85.

Borsa İstanbul(a). (2021). *Piyasalar*. borsaistanbul: <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/862/piyasalar>, 04/02/2021.

Borsa İstanbul(b). (2021). *Borsa İstanbul Hakkında*. borsaistanbul : <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/471/borsa-istanbul-hakkinda>, 04/02/2021.

Boyacıoğlu, M. A. (2005). *Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir İnceleme*. İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı.

Bradfield, J. (2007). *Introduction to the Economics of Financial Markets*. New York: Oxford University Press.

Brooks, R., Faff, R. W., Hillier, D. ve Hillier, J. (2004). The National Market İmpact of Sovereign Rating Changes. *Journal of Banking & Finance*. 28(1): 233-250.

Brown, S. J. ve Warner, J. (1985). Using Daily Stock Returns The Case Of Event Studies. *Journal Of Financial Economics*. 14(1): 6-7.

Campbell, J. Y., Lo, A. ve MacKinlay, A. (1997). *The Econometris of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press, Chichester.

Claessens, S. ve Embrechts, G. (2002). Basel II, Sovereign Raitings and Transfer Risk External Versus İnternal Ratings. *Economic Assessment, Bank For İnternational Settlements*: 3.

Correa, R., Lee, K., Sapriza, H. ve Suarez, H. G. (2014). Sovereign Credit Risk, Banks Government Support and Bank Stock Returns Around The World. *Journal of Money, Credit and Banking*. 46(1): 93-121.

Courtney Capital. (2013). *JSE Top 40 Hisseleri*. courtneycapital: <https://www.courtneycapital.co.za/trade/jse-top-40-shares/>, 05/02/2021.

Çağlak, E., Küçükşahin, H. ve Kahraman, K. İ. (2018). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Not Kararlarının Türkiye Finansal Piyasalara Etkisi: Borsa İstanbul Sektör Endeksleri Üzerine Bir Uygulama. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 11(4).

Çakır, M. (2019). *2008 Global Krizi Sonrası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülke Riskini Derecelendirme Etkinliği ve Kredi Temerrüt Swapları ile Karşılaştırması*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Çelik, E. (2020). *Pay Senedi Piyasaları ve Bitcoin Piyasaları Arasındaki Etkileşim: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği*. (Yüksek Lisans Tezi). Gaziantep: Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı.

Çevik, F. (2020). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Borsa Getirileri, Net Tabancılı Alımları ve Döviz Kurları Arasındaki İlişkilerin Analizi*. (Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü.

Çiftçi, A. T. (2019). *Kredi Derecelendirme Notlarının Finansal Piyasalara Etkileri: Borsa İstanbul Endeksleri Üzerine Bir Olay Analizi*. (Yüksek Lisans Tezi). Trabzon: Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Çimen, A. (2017). *Borsa İstanbul'da İlk Halka Arz Edilen Şirketlerde Düşük Fiyatlandırma Anomalisi Üzerine Bir İnceleme*. (Doktora Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Dağlı, H. (2000). Hisse Senedi Piyasa Endeksleri ve Türkiye. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(4): 190.

Değer, A. C. (2019). *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Objektifliğini Değerlendirme: Türkiye ve Bric Ülkelerinin Kredi Notları ve Karşılaştırmalı Analizi*. (Yüksek Lisans Tezi). Batman: Batman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

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

Dichev, I. D. ve Piotroski, J. D. (2002). The Long-Run Stock Returns Following Bond Ratings Changes. *The Journal of Finance*. 56(1): 173-203.

Edwards, S. ve Savastano, M. (1999). Exchange Rates In Emerging Economies What Do We Know? *Economic Policy Reform: What We Know and What We Need To Know* (ss. 6-7). Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Eğilmez, M. (2012). *Kur Rejimleri ve Türkiye Uygulaması*. mahfiegilmez- Kendime Yazılar: <https://www.mahfiegilmez.com/2012/10/kur-rejimleri-ve-turkiye-uygulamas.html>, 06/01/2021.

Erdem, M. (2020). *The Effect Of Sovereign Credit Rating Announcements On Us Dollar/Turkish Lira Exchange Rate Volatility*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Eren, E. (2010). *Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu*. (Yüksek Lisans Tezi). Ankara: İktisadi Araştırmalar Vakfı.

Erkoçak, H. E. (2015). *Ülke Riskinin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi : Borsa İstanbul'a Kayıtlı Ticari Bankalar Üzerine Bir Uygulama*. (Yüksek Lisans Tezi). Gümüşhane: Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Eroğlu, N., Dinçer, H. ve Hacıoğlu, Ü. (2016). *Uluslararası Finans Teori ve Politika*. Ankara: Orion Kitabevi.

Evrin, P. (1999). Uluslararası Piyasalarda Hisse Senedi Çeşitlendirmesi. *D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi*, 14(2): 194.

Fatnassi, I., Ftiti, Zied.ve Hasnaoui, H. (2014). Stock Market Reactions To Sovereign Credit Rating Changes: Evidence From Four European Countries. *The Journal of Applied Business Research*. 30(3).

Fatum, R. ve Hutchison, M. (2003). is Sterilised Foreign Exchange Intervention Effective After All ? An Event Study Approach. *Royal Economic Society*. 113(487): 29.

Fitch Ratings(a). (2021). *Fitch Rating Hakkında*. fitchratings: <https://www.fitchratings.com/about-us>, 29/01/2021.

Fitch Ratings(b). (2021). *Not Tanımları Hakkında*. fitchratings: <https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions>, 29/01/2021.

Frankel, J. A. (1999). No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times. *NBER Working Paper Series*. 7338: 31.

Frost, C. A. (2007). Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 22(3): 471.

Girgin, E. G. (2018). *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Değerlendirmelerinde Kullandıkları Faktörlerin İncelenmesi: Türkiye Örneği*. (Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Gök, A. (2006). Alternatif Döviz Kuru Sistemleri. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 21(1): 132-133.

Gök, Y. İ. ve Arslan, Z. (2019). Kredi Temerrüt Swap Spreadleri ve Kredi Derecelendirme Duyuruları Arasındaki İlişki: Gelişmekte Olan Ülkeler Kapsamında Bir Araştırma. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*. (24).

Griffin, P. A. ve Sanvicente, A. Z. (1982). Common Stock Returns and Rating Changes: a Methodological Comparison. *Journal of Finance*. 37(1): 103-119.

Gümüş, R. (2019). *BIST Pay Piyasasında Dönemsel Anomalilerin Analizi*. (Yüksek Lisans Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Gür, T. H. ve Öztürk, H. (2011). Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler. *Sosyo Ekonomi*. 16(16): 80.

Halıcı, N. S. (2005). *Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri*. (Yüksek lisans Tezi). Kayseri: Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Hancı, G. (2014). Kredi Temerrüt Takaslar ve Bist 100 Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. *Maliye Finans Yazıları*. 28(102): 9-24.

Harmancı, S. (2013). *Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Finansal Piyasalar Üzerine etkisi ve borsa istanbul 100 endeksi üzerine bir uygulama*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Hasbi, D. T. (2012). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*. (Yüksek Lisans Tezi). Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Haspolat, F. B. (2015). Analysis of Moody's Sovereign Credit Ratings: Criticisms Towards Rating Agencies are Still Valid? *Procedia Economics and Finance*. 30: 24.

Hooper, V., Hume, T. ve Kim, S.-J. (2007). Sovereign Rating Changes- Do They Provide New Information for Stock Markets ? *Published in Economic Systems*. 32(2): 142-166.

İnan, E. A. (2002). Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye. *Bankacılık Dergisi*. (40): 41-42.

Ismailescu, L. ve Kazemi, H. (2010). The Reaction of Emerging Market Credit Default Swap Spreads to Sovereign Credit Rating Changes. *Journal of Banking & Finance*. 34(12): 2861-2873.

Işık, S. ve Duman, K. (2008). Enflasyon Hedeflemesi ve Dalgalı Döviz Kuru: Bazı Ülke Deneyimleri. *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*. 8(15): 52-53.

Iyengar, S. (2010). Are Sovereign Credit Ratings Objective and Transparent ? *IUP Journal of Financial Economics*. 8(3): 12.

JCR Eurasia Rating. (2021). *Kredi Derecelendirme Süreç ve Aşamaları*. www.jcrer.com.tr: http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=kredi-derecelendirme-surec-ve-asamaları, 20/01/2021.

Johannesburg Stock Exchange(a). (2021). *Tarih ve Şirkete Genel Bakış*. jse: <https://www.jse.co.za/our-business/history-%26-company-overview>, 05/02/2021.

Johannesburg Stock Exchange(b). (2021). *Hisse Senedi Piyasası*. jse: <https://www.jse.co.za/trade/equities-market>, 05/02/2021.

Kabadayı, B. (2013). The Effects of Sovereign Ratings Changes on Turkey's Stock Market. *Journal of Applied Finance & Banking*. 3(6): 87-96.

Kaminsky, G. ve Schmukler, S. L. (2002). Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns ? *The World Bank Economic Review*. 16(2): 171-195.

Kamuyu Aydınlatma Platformu. (2021). *BIST Şirketler*. KAP: <https://www.kap.org.tr/tr/bist-sirketler>, 04/02/2021.

Kar, M. ve Ağır, H. (2006). Menkul Kıymet Piyasaları, Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 56(1): 15-17.

Karagöl, E. T. ve Mihçioğur, Ü. İ. (2012). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar*. Ankara: Seta Rapor.

Karan, M. B. (2020). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi* (6 b.). Ankara: Gazi Kitabevi.

Karluk, R. (2003). *Uluslararası Ekonomi*. İstanbul: Beta Basım Yayım.

Karluk, S. R., Dağdemir, E., Adaçay, F., Aslan, N. ve Togay, S. (2019). *Uluslararası İktisat Politikası*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.

Kavak, G. (2019). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Vermiş Olduğu Kredi Notlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi*. (Yüksek Lisans Tezi). Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kavanoz, M. D. (2017). *İmkansız Üçlü Kuramı Paralelinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejimi Tercihi*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Dış Ticaret Enstitüsü.

Kedikli, E. (2015). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomik Etkilerinin İncelenmesi*. (Yüksek Lisans Tezi). Trabzon: Avrasya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kenjegaliev, A., Duygun, M. ve Mamedshakhova, D. (2016). Do Rating Grades Convey Important Information: German Evidence ? *Economic Modelling*. 53: 334-344.

Keskin, Ş. (2009). *Döviz Kuru Politikaları Dış Ticaret Hadleri İlişkisi Türkiye Uygulaması (1984-2007)*. (Yüksek Lisans Tezi). Kütahya: Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kibritçioğlu, A. (1998). İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme Modellerinde Beşeri Sermayenin Yeri. *AÜ Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*. 53(1-4): 1.

Kobirate. (2021). *Derecelendirme Süreçleri ve Aşamaları*. www.kobirate.com.tr:https://www.kobirate.com.tr/Derecelendirme-Surec-ve-Asamaları, 20/01/2021.

Kodongo, C. O. (2011, 09). *Foreign Exchange Risk and the Flow of International Portfolio Capital: Evidence from Africa's Capital Markets*. (Doktora Tezi). Johannesburg: Graduate School of Business Administration University of the Witwatersrand.

Korkmaz, T., Yaman , S. ve Sevdâ, M. (2017). Ülke Kredi Notlarının Pay Getirileri Üzerindeki Etkileri: Bist30 Endeksi Üzerine Bir Event Study Analizi. *Sosyal Bilimler Metinleri*: 181.

Krayenbuehl, T. (1998). *Country Risk: Assesment and Monitoring İt*. Cambridge: Woodhead Faulkner.

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. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Uygulamalı Bilimler Dergisi*. 3(1): 155-170.

Li, H., Jeon, B. N., Cho, S.-Y. ve Chiang, T. C. (2008). The Impact of Sovereign Rating Changes and Financial Contagion on Stock Market Returns: Evidence from Five Asian Countries. *Global Finance Journal*. 19(1): 46-55.

Martell, R. (2005). The Effect of Sovereign Credit Rating Changes on Emerging Stock Markets. *SSRN Electronic Journal*: 2-47.

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).

Mellios, C. ve Paget-Blanc, E. (2006). Which Factors Determine Sovereign Credit Ratings ?. *The European Journal of Finance*. 12(4).

Moody's(a). (2021). *Moody's Hakkında*. Moody's: <https://about.moody's.io/about-us>, 28/01/2021.

Moody's(b). (2021). *Derecelendirme Sembolleri ve Tanımları*. Moody's: <https://www.moody's.com/Pages/amr002002.aspx>, 28/01/2021.

Mukatel, L. A. (2006). *Ülke Derecelendirme Notlarının Borsa Endekslerine Etkisi İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Model Denemesi*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

Mynet. (2015). *Dünyanın en büyük 20 borsası*. finans.mynet: <https://finans.mynet.com/haber/detay/ekonomi/dunyanin-en-buyuk-20-borsasi/98954/#7179794>, 05/02/2021.

Narççek, N. (2018). *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Uluslararası Sermaye Piyasalarındaki Güvenilirliklerinin Sorgulanması*. (Yüksek Lisans Tezi). Diyarbakır: Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Norden, L., ve Weber, M. (2004). Informational Efficiency of Credit Default Swap and Stock Markets: The Impact of Credit Rating Announcements. *Journal of Banking*. 28(11): 2813-2843.

Ntswane, L. (2014). *The Impact of Sovereign Credit Ratings on Capital Flows and Financial Markets in Africa*. (Doktora Tezi). Johannesburg: Witwatersrand Üniversitesi Ticaret Fakültesi.

Oner, E. K., Kaya, B., ve Yalçiner, K. (2015). Reaction Of Credit Default Swap Spreads To Rating Announcements: An Event Study For Turkey. *Journal Of economics, Finance and Accounting*. 2(4): 565.

Ovalı, M. (2019). *Ülke Kredi Derecelendirmesi ve Borsa Üzerine Etkisi T-BRICS Ülkeleri Örneği*. (Yüksek Lisans Tezi). Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi.

Özdemir, D. A. (2013). *Yönetim Biliminde İleri Araştırma Yöntemleri ve Uygulamaları*. İstanbul: Beta yayıncılık.

Özdemir, K. A. ve Gülbin Şahinbeyoğlu. (2000). Alternatif Döviz Kuru Sistemleri. *Tartışma Tebliği*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü.

Özkan, G. (2020). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Reel Efektif Döviz Kurları ile Dış Ticaret Dengesi Arasındaki İlişki*. (Yüksek Lisans Tezi). İzmir: Katip Çelebi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Öztaş, S. (2017). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Notlarının BİST 100 Endeksine Etkisi: Olay Çalışması Uygulaması*. (Yüksek Lisans Tezi). Kütahya: Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Öztekin, A., Kızılaslan, R., Freund, S. ve İseri, A. (2016). A Data Analytic Approach to Forecasting Daily Stock Returns in an Emerging Market. *European Journal of Operational Research*. 253(3): 698-699.

Paterson, A. ve Gauthier, D. (2013). Stock Market İmpact of Sovereign Credit Rating Announcements: The Case of GIIPS and BRIC Countries During the European Sovereign Debt Crisis of 2010-2013. *Stockholm School of Economics*. 6(4): 4-45.

Pirgaip, B. (2017). Derecelendirme Notu Değişikliklerinin Borsa İstanbul (BIST) Pay Piyasası'na Etkileri. *Ege Akademik Bakış*. 17(3).

Pukthuanthong-Le, K., Elayan, F. A. ve Rose, L. C. (2007). Equity and Debt Market Responses to Sovereign Credit Ratings Announcement . *Global Finance Journal*. 18(1): 47-83.

Reisen , H. ve Von Maltzan, J. (1998). Sovereign Credit Rating, Emerging Market Risk and Financial Market Volatility. *Intereconomics*. 33(2): 73-82.

Rogoff, K. S., Husain, A. M., Mody, A., Brooks, R. ve Oomes, N. (2003). *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*. International Monetary Fund. 3(243): 4-75.

Roubini, N. (2012). *Kriz Ekonomisi*. İstanbul: Pegasus Yayıncılık.

S&P. (2021). *S&P Global Ratings Definitions*. standardandpoors: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352, 15/01/2021.

S&P Global Ratings(a). (2021). *S&P Global Ratings Hakkında*. spglobal: <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/index.aspx>, 27/01/2021.

S&P Global Ratings(b). (2021). *S&P Global Ratings Tanımları*. standardandpoors: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352, 28/01/2021.

Sarı, M. (2004, 10). *Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.

Sarıkovanlık, V. (2020). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Yönetimi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi.

SEC. (2020). *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. SEC: 1-28.

Seval, B. (2020). *Kredi Derecelendirmesi*. (Lisanslama Sınavı Çalışma Notları). Ankara: Sermaye Piyasası Lisans Sicil ve Eğitim Kuruluşu.

Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası Finans*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.

Seyidoğlu, H. (2015). *Uluslararası İktisat*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.

Shikida, C. D., Nogueira, R. P. ve Araujo, A. F. (2011). Structural Changes in Exchange Rate Regimes in Brazil. *Economics Bulletin*. 31(2): 1752.

Shin, J.-S. (2005). Globalization and East Asian Economies: An Introduction. *Global Economic Review*. 34(4): 25-26.

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

Somuncu, S. (2019). *Ülke Kredi Notunun Makroekonomik ve Finansal Belirleyicileri: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

SPK. (2007). *Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

Subaşı, F. Ö. (2008). The Effect of Sovereign Rating Changes on Stock Returns and Exchange Rates. *International Research Journal of Finance and Economics*. 7(1): 45.

Şahin, E. E. ve Özkan, O. (2018). Kredi Temerrüt Takası, Döviz Kuru ve Bist 100 Endeksi İlişkisi. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 11(3).

Şen, S. (2014). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Analizi: Moody's Örneği*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Şirvan, N. (2004). *Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: JCR Avrasya Derecelendirme.

Taş, O. (2001). Almanya'da Ortaboy İşletmeler İçin Derecelendirme Sorunu. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. 2(1): 109.

TCMB. (2021). *Terimler Sözlüğü*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hak+kinda/Egitim-Akademik/Terimler+Sozlugu/>, 01/01/2021.

Teker, S. ve Özer, B. (2012). Sermaye Piyasalarının Yapısal Karşılaştırması: Gelişmiş, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. (55): 2.

Teker, T. (2018). *Döviz Kurlarında ve Faiz Oranlarında Meydana Gelen Değişimlerin Enflasyona Olan Etkisi: Türkiye Örneği*. (Yüksek Lisans Tezi). Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Tekin, İ. Ç. (2016). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Krizler ve İflaslar. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*. 19(41): 184.

Tirnova, A. (2018). *Kredi Derecelendirme Notlarının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: BİST 30 Örneği*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Bahçeşehir Üniversitesi.

Tunca, Z. ve Bayer, A. (1996). *Ödemeler Dengesi, Para ve Finans Ansiklopedisi*. İstanbul: Creative Yayıncılık.

Tutar, E., Tutar, F. ve Vahit, M. (2011). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenilirlik Açısından Sorgulanması ve Türkiye. *Akademik Bakış Dergisi*. (25): 7.

Uluçol, O. H. (1991). *Ülke Riski Analizi*. (Yayınlanmamış Yüksek lisans tezi). İstanbul, Türkiye: İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ünsal, E. M. (2011). *Makro İktisat*. Ankara: İmaj Yayıncılık.

Visual Capitalist Datastream. (2020). *World's Largest Stock Markets*. Visual Capitalist: <https://www.visualcapitalist.com/the-worlds-10-largest-stock-markets/>, 03/02/2021.

White, L. J. (2010). Markets The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2): 223.

Wu, E., & Treepongkaruna, S. (2014). Realizing the Impacts of Sovereign Ratings on Stock and Currency Markets. *Research in International Business and Finance*. 26(3): 1-19.

Yaman, B. (2003). *Uluslararası Rezervler, Türkiye için Rezerv Yeterliliği ve Optimum Rezerv Seviyesi Uygulaması*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.

Yazıcı, G. (2020). *Hisse Senetleri Borsada İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Artırım Duyurularının Hisse Senedi Performansına Etkisinin Olay Etütü Yöntemi ile Analizi*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

Yazıcı, M. (2009). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi. *Maliye ve Finans Yazıları*. 1(82): 2-3.

Yenice, S. ve Hazar, A. (2015). Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Risk Primleri ile Menkul Kıymet Borsalarının Etkileşiminin İncelenmesi. *Journal of Economics, Finance & Accounting- JEFA*. 2(2): 135-151.

Yıldırım, H. H., Yıldız, C. ve Aydemir, Ö. (2017). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye İçin Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi Endeksleri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği 2012-2016. *Maliye ve Finans Yazıları*. (109): 9-30.

Yılmaz, H. (2019). *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomi Güvenliği Algısına Etkisi*. (Yüksek Lisans Tezi). Ankara: Polis Akademisi Güvenlik Bilimleri Enstitüsü.

Zhang, G., Yau, J. ve Fung, H. (2009). Do Credit Default Swaps Predict Currency Values ?. *Applied Financial Economics*. 20(6): 439-458.



EKLER

EK1: Türkiye'nin Derecelendirme Notu Açıklanması Olayında Bist 100 İşlem Hacmine İlişkin AR ve CAR Değerleri

TARİH	20.06.2012		05.12.2012		16.05.2013		20.07.2016		27.01.2017		01.05.2018		14.06.2019		11.09.2020	
KURULUŞ	MOODY'S		FİTCH		MOODY'S		S&P		FİTCH		S&P		MOODY'S		MOODY'S	
OLAY	Ba3'den Ba2'ye		BB+'dan BBB-'ye		Ba1'den Baa3'e		BB+'dan BB'ye		BBB-'den BB+'ya		BB'den BB-'ye		Ba3'den B1'e		B1'den B2'ye	
YÖN	Yükseliş		Yükseliş		Yükseliş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
t-5	0.0003	0.0003	-0.0029	-0.0029	-0.0100	-0.0100	0.0034	0.0034	0.0076	0.0076	-0.0054	-0.0054	0.0381	0.0381	0.0083	0.0083
t-4	0.0015	0.0018	0.0041	0.0012	-0.0039	-0.0140	0.0168	0.0202	-0.0020	0.0056	-0.0217	-0.0271	0.0029	0.0410	0.0087	0.0169
t-3	0.0012	0.0030	0.0059	0.0071	0.0023	-0.0117	0.0040	0.0243	0.0122	0.0178	-0.0011	-0.0282	-0.0138	0.0272	-0.0076	0.0094
t-2	-0.0030	0.0000	0.0145	0.0216	0.0170	0.0053	-0.0696	-0.0454	-0.0146	0.0032	0.0081	-0.0201	-0.0026	0.0247	0.0083	0.0176
t-1	0.0162	0.0162	0.0140	0.0355	0.0091	0.0145	-0.0089	-0.0543	0.0066	0.0098	-0.0285	-0.0486	-0.0229	0.0017	-0.0016	0.0161
t	0.0012	0.0174	0.0043	0.0398	-0.0017	0.0128	-0.0155	-0.0698	-0.0018	0.0080	0.0067	-0.0418	0.0029	0.0046	0.0023	0.0184
t+1	0.0170	0.0344	-0.0033	0.0365	-0.0001	0.0126	-0.0430	-0.1128	0.0270	0.0350	-0.0149	-0.0567	0.0159	0.0205	0.0032	0.0216
t+2	-0.0003	0.0341	0.0060	0.0425	-0.0191	-0.0064	0.0032	-0.1096	-0.0011	0.0339	-0.0005	-0.0572	0.0211	0.0417	0.0026	0.0241
t+3	-0.0166	0.0175	0.0065	0.0490	0.0115	0.0050	0.0352	-0.0744	0.0046	0.0386	-0.0144	-0.0716	0.0000	0.0417	-0.0047	0.0194
t+4	0.0104	0.0278	0.0011	0.0500	0.0219	0.0269	-0.0053	-0.0798	0.0045	0.0431	-0.0124	-0.0840	-0.0011	0.0406	0.0022	0.0216
t+5	0.0171	0.0449	0.0077	0.0577	-0.0195	0.0074	0.0200	-0.0598	0.0096	0.0527	0.0167	-0.0673	-0.0017	0.0389	0.0002	0.0218

EK 2: Türkiye'nin Derecelendirme Notu Açıklanması Olayında USD/TL Döviz Kuruna İlişkin AR ve CAR Değerleri

TARİH	20.06.2012		05.12.2012		16.05.2013		20.07.2016		27.01.2017		01.05.2018		14.06.2019		11.09.2020	
KURULUŞ	MOODY'S		FİTCH		MOODY'S		S&P		FİTCH		S&P		MOODY'S		MOODY'S	
OLAY	Ba3'den Ba2'ye		BB+'dan BBB-'ye		Ba1'den Baa3'e		BB+'dan BB'ye		BBB-'den BB+'ya		BB'den BB-'ye		Ba3'den B1'e		B1'den B2'ye	
YÖN	Yükseliş		Yükseliş		Yükseliş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
t-5	-0.0035	-0.0035	0.0002	0.0002	0.0040	0.0040	0.0039	0.0039	-0.018	-0.018	-0.0036	-0.0036	0.0083	0.0083	-0.0017	-0.0017
t-4	-0.0030	-0.0065	-0.0034	-0.0032	0.0006	0.0047	-0.0080	-0.0042	-0.0042	-0.0224	-0.0059	-0.0095	-0.0101	-0.0018	0.0012	-0.0005
t-3	-0.0007	-0.0072	0.0009	-0.0023	0.0051	0.0098	0.0486	0.0445	0.0049	-0.0176	-0.0083	-0.0178	0.0035	0.0017	0.0020	0.0015
t-2	-0.0010	-0.0082	-0.0001	-0.0024	0.0011	0.0109	-0.0145	0.0300	0.0106	-0.0069	0.0025	-0.0153	0.0013	0.0030	-0.0012	0.0002
t-1	-0.0062	-0.0144	-0.0014	-0.0038	0.0031	0.0140	0.0220	0.0520	0.0013	-0.0057	0.0078	-0.0075	0.0099	0.0128	-0.0066	-0.0063
t	-0.0039	-0.0183	0.0015	-0.0023	0.0000	0.0140	0.0142	0.0662	0.0067	0.0010	0.0157	0.0082	0.0052	0.0180	0.0016	-0.0047
t+1	0.0076	-0.0107	0.0015	-0.0008	0.0090	0.0230	-0.0068	0.0594	-0.0267	-0.0257	0.0063	0.0145	-0.0053	0.0128	-0.0001	-0.0048
t+2	0.0041	-0.0066	-0.0001	-0.0009	-0.0015	0.0215	-0.0024	0.0570	-0.0043	-0.0300	0.0007	0.0152	-0.0081	0.0046	-0.0015	-0.0063
t+3	0.0039	-0.0027	0.0006	-0.0003	0.0004	0.0219	-0.0097	0.0472	-0.0028	-0.0328	0.0073	0.0225	-0.0068	-0.0022	0.0010	-0.0053
t+4	-0.0081	-0.0108	-0.0035	-0.0038	0.0024	0.0244	0.0022	0.0494	-0.0109	-0.0437	0.0131	0.0356	-0.0051	-0.0073	0.0038	-0.0015
t+5	0.0032	-0.0076	-0.0029	-0.0067	-0.0023	0.0221	-0.0093	0.0401	-0.0126	-0.0564	-0.0128	0.0228	0.0094	0.0021	-0.0004	-0.0019

EK 3: Güney Afrika'nın Derecelendirme Notu Açıklanması Olayında JSE TOP40 İşlem Hacmine İlişkin AR ve CAR Değerleri

TARİH	27.09.2012		13.06.2014		06.11.2014		04.12.2015		03.04.2017		24.11.2017		30.04.2020	
KURULUŞ	MOODY'S		S&P		MOODY'S		FİTCH		S&P		S&P		S&P	
OLAY	A3'den Baa1'e		BBB'den BBB-'ye		Baa1'den Baa2'ye		BBB'den BBB-'ye		BBB-'den BB+'ya		BB+'dan BB'ye		BB'den BB-'ye	
YÖN	Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
t-5	-0.0005	-0.0005	-0.0023	-0.0023	-0.0100	-0.0100	-0.0111	-0.0111	-0.0011	-0.0011	0.0092	0.0092	0.0115	0.0115
t-4	-0.0049	-0.0054	0.0036	0.0013	0.0248	0.0148	0.0006	-0.0105	0.0114	0.0103	0.0070	0.0162	0.0317	0.0432
t-3	-0.0059	-0.0113	0.0121	0.0134	0.0078	0.0226	-0.0001	-0.0106	0.0031	0.0134	0.0128	0.0290	-0.0017	0.0415
t-2	-0.0063	-0.0177	-0.0029	0.0105	-0.0051	0.0175	-0.0053	-0.0159	-0.0051	0.0083	-0.0111	0.0178	0.0109	0.0524
t-1	-0.0207	-0.0383	-0.0023	0.0082	-0.0007	0.0168	-0.0136	-0.0295	-0.0022	0.0061	-0.0099	0.0079	0.0156	0.0680
t	0.0060	-0.0323	0.0037	0.0119	-0.0014	0.0154	-0.0220	-0.0514	0.0077	0.0137	-0.0007	0.0072	-0.0105	0.0575
t+1	0.0026	-0.0297	0.0011	0.0130	0.0120	0.0274	0.0130	-0.0384	0.0030	0.0167	-0.0042	0.0030	-0.0238	0.0336
t+2	0.0166	-0.0131	-0.0049	0.0081	0.0083	0.0358	-0.0160	-0.0544	0.0078	0.0245	-0.0038	-0.0009	-0.0012	0.0325
t+3	-0.0034	-0.0165	0.0110	0.0191	-0.0034	0.0323	0.0095	-0.0449	-0.0006	0.0239	0.0050	0.0042	0.0162	0.0487
t+4	-0.0061	-0.0226	0.0003	0.0194	-0.0004	0.0319	-0.0060	-0.0509	-0.0029	0.0210	-0.0135	-0.0093	0.0029	0.0516
t+5	0.0029	-0.0197	-0.0071	0.0123	0.0047	0.0366	-0.0150	-0.0660	0.0063	0.0273	-0.0079	-0.0173	0.0207	0.0723

EK 4: Güney Afrika'nın Derecelendirme Notu Açıklanması Olayında USD/ZAR Döviz Kuruna İlişkin AR ve CAR Değerleri

TARİH	27.09.2012		13.06.2014		06.11.2014		04.12.2015		03.04.2017		24.11.2017		30.04.2020	
KURULUŞ	MOODY'S		S&P		MOODY'S		FITCH		S&P		S&P		S&P	
OLAY	A3'den Baa1'e		BBB'den BBB-'ye		Baa1'den Baa2'ye		BBB'den BBB-'ye		BBB-'den BB+'ya		BB+'dan BB'ye		BB'den BB-'ye	
YÖN	Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
t-5	0.0032	0.0032	-0.0090	-0.0090	-0.0083	-0.0083	0.0057	0.0057	0.0254	0.0254	-0.0118	-0.0118	0.0030	0.0030
t-4	-0.0043	-0.0011	0.0058	-0.0031	0.0146	0.0063	0.0009	0.0066	0.0200	0.0454	0.0050	-0.0068	-0.0061	-0.0031
t-3	-0.0051	-0.0062	0.0058	0.0027	0.0023	0.0086	-0.0035	0.0031	0.0035	0.0489	-0.0043	-0.0111	-0.0145	-0.0177
t-2	-0.0031	-0.0093	0.0053	0.0079	-0.0048	0.0038	-0.0084	-0.0052	0.0199	0.0688	-0.0097	-0.0208	-0.0078	-0.0255
t-1	0.0001	-0.0092	-0.0075	0.0005	0.0092	0.0130	-0.0012	-0.0064	0.0102	0.0790	0.0042	-0.0166	-0.0298	-0.0553
t	-0.0006	-0.0098	0.0001	0.0006	0.0091	0.0221	-0.0043	-0.0107	0.0205	0.0994	0.0205	0.0039	0.0194	-0.0359
t+1	0.0088	-0.0010	0.0082	0.0088	-0.0011	0.0211	0.0116	0.0010	-0.0047	0.0947	-0.0276	-0.0237	0.0153	-0.0205
t+2	0.0078	0.0068	0.0085	0.0173	0.0002	0.0213	0.0016	0.0026	0.0134	0.1081	-0.0067	-0.0304	-0.0157	-0.0362
t+3	-0.0030	0.0038	-0.0169	0.0004	-0.0058	0.0155	0.0238	0.0264	-0.0029	0.1052	0.0007	-0.0298	-0.0050	-0.0412
t+4	0.0075	0.0113	0.0093	0.0097	-0.0032	0.0122	0.0301	0.0565	0.0008	0.1059	0.0033	-0.0265	0.0099	-0.0312
t+5	0.0094	0.0207	-0.0092	0.0006	0.0005	0.0127	0.0244	0.0809	0.0141	0.1200	0.0012	-0.0253	-0.0094	-0.0407

EK 5: Brezilya'nın Derecelendirme Notu Açıklanması Olayında BOVESPA İşlem Hacmine İlişkin AR ve CAR Değerleri

TARİH	04.04.2011		17.11.2011		24.03.2014		11.08.2015		16.12.2015		05.05.2016		23.02.2018	
KURULUŞ	FİTCH		S&P		S&P		MOODY'S		FİTCH		FİTCH		FİTCH	
OLAY	BBB-'den BBB'ye		BBB-'den BBB'ye		BBB-'den BBB'ye		Baa2'den Baa3'e		BBB-'den BB+'ya		BB+'dan BB'ye		BB+'dan BB'ye	
YÖN	Yükseliş		Yükseliş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
t-5	-0.0073	-0.0073	-0.0259	-0.0259	0.0029	0.0029	0.0005	0.0005	0.0385	0.0385	-0.0054	-0.0054	0.0015	0.0015
t-4	0.0045	-0.0027	-0.0048	-0.0307	0.0224	0.0253	0.0067	0.0072	-0.0093	0.0293	-0.0098	-0.0152	0.0019	0.0034
t-3	0.0098	0.0070	0.0205	-0.0102	0.0085	0.0338	-0.0034	0.0039	-0.0070	0.0223	-0.0088	-0.0240	0.0106	0.0140
t-2	0.0099	0.0169	-0.0058	-0.0160	0.0148	0.0485	-0.0265	-0.0227	-0.0103	0.0120	-0.0267	-0.0507	0.0016	0.0156
t-1	0.0111	0.0280	0.0043	-0.0117	0.0017	0.0502	0.0181	-0.0046	0.0039	0.0159	0.0032	-0.0475	0.0061	0.0217
t	0.0075	0.0355	-0.0277	-0.0394	0.0124	0.0626	-0.0036	-0.0081	0.0043	0.0201	-0.0191	-0.0666	0.0057	0.0274
t+1	0.0031	0.0386	-0.0054	-0.0448	0.0034	0.0660	-0.0118	-0.0200	0.0065	0.0267	-0.0015	-0.0681	0.0028	0.0302
t+2	-0.0103	0.0283	-0.0088	-0.0536	-0.0050	0.0610	-0.0057	-0.0256	-0.0288	-0.0021	-0.0164	-0.0845	-0.0095	0.0208
t+3	0.0032	0.0315	-0.0081	-0.0617	0.0345	0.0956	-0.0083	-0.0340	-0.0151	-0.0172	0.0384	-0.0461	-0.0195	0.0013
t+4	-0.0054	0.0260	-0.0171	-0.0788	0.0019	0.0975	-0.0040	-0.0380	0.0073	-0.0099	-0.0081	-0.0542	-0.0010	0.0003
t+5	-0.0069	0.0191	0.0047	-0.0741	0.0125	0.1100	0.0071	-0.0309	0.0136	0.0037	0.0067	-0.0475	0.0032	0.0035

EK 6: Brezilya'nın Derecelendirme Notu Açıklanması Olayında USD/BRL Döviz Kuruna İlişkin AR ve CAR Değerleri

TARİH	04.04.2011		17.11.2011		24.03.2014		11.08.2015		16.12.2015		05.05.2016		23.02.2018	
KURULUŞ	FİTCH		S&P		S&P		MOODY'S		FİTCH		FİTCH		FİTCH	
OLAY	BBB-'den BBB'ye		BBB-'den BBB'ye		BBB-'den BBB-'ye		Baa2'den Baa3'e		BBB-'den BB+'ya		BB+'dan BB'ye		BB+'dan BB'ye	
YÖN	Yükseliş		Yükseliş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş		Düşüş	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
t-5	0.0011	0.0011	-0.0119	-0.0119	0.0017	0.0017	0.0024	0.0024	-0.0124	-0.0124	-0.0097	-0.0097	0.0007	0.0007
t-4	-0.0099	-0.0087	-0.0125	-0.0244	-0.0061	-0.0044	0.0011	0.0035	0.0164	0.0040	-0.0136	-0.0234	0.0007	0.0014
t-3	-0.0104	-0.0191	0.0125	-0.0119	0.0063	0.0019	0.0108	0.0144	0.0156	0.0196	0.0203	-0.0031	0.0062	0.0076
t-2	0.0025	-0.0166	0.0011	-0.0107	-0.0080	-0.0061	-0.0115	0.0028	0.0010	0.0206	0.0181	0.0150	0.0038	0.0114
t-1	-0.0025	-0.0190	-0.0031	-0.0138	-0.0011	-0.0071	-0.0240	-0.0212	-0.0015	0.0191	-0.0023	0.0128	-0.0062	0.0052
t	-0.0122	-0.0312	0.0033	-0.0105	-0.0005	-0.0076	0.0085	-0.0127	0.0028	0.0219	-0.0022	0.0106	-0.0041	0.0011
t+1	0.0009	-0.0303	0.0025	-0.0080	-0.0043	-0.0120	-0.0016	-0.0143	-0.0016	0.0203	-0.0079	0.0026	-0.0041	-0.0030
t+2	0.0045	-0.0258	0.0107	0.0027	-0.0027	-0.0147	0.0077	-0.0066	0.0262	0.0465	0.0053	0.0079	0.0077	0.0046
t+3	-0.0176	-0.0434	0.0040	0.0067	-0.0190	-0.0337	-0.0132	-0.0199	0.0075	0.0540	-0.0103	-0.0023	-0.0020	0.0026
t+4	-0.0105	-0.0539	0.0251	0.0318	0.0015	-0.0322	-0.0043	-0.0242	-0.0061	0.0479	-0.0053	-0.0076	0.0013	0.0039
t+5	0.0092	-0.0446	0.0149	0.0467	0.0050	-0.0272	-0.0071	-0.0313	-0.0123	0.0356	0.0108	0.0031	0.0001	0.0040