

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi Endeksleri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği 2012-2016*

Hasan Hüseyin YILDIRIM¹ - Ceren YILDIZ² - Özgür AYDEMİR³

Makale Gönderim Tarihi: 05.11.2017

Makale Kabul Tarihi: 06.03.2018

ÖZ

Uluslararası yatırımcılar portföy tercihlerini ve yatırım yapacakları piyasaları seçerken derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme notlarını göz önünde bulundurmaktadır. Bu anlamda kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için yapmış oldukları not açıklamaları ülke piyasaları etkileyen bir faktördür. Bu çalışmada, uluslararası derecelendirme kuruluşlarından olan S&P, Moody's ve Fitch'in 2012-2016 yılları arasında Türkiye için yapmış oldukları not açıklamalarının Borsa İstanbul'da yer alan altı sektör endeksi üzerindeki etkisi olay çalışması yöntemi ile analiz edilmiştir.

* Bu çalışma, 20-22 Nisan 2017 tarihlerinde düzenlenen 2. Lisansüstü İşletme Öğrencileri Sempozyumunda sunulan bildirinin gözden geçirilmiş halidir.

¹ Dr Öğretim Üyesi, Balıkesir Üniversitesi, BUBYO, Bankacılık ve Finans Bölümü, hhyildirim@balikesir.edu.tr, Orcid Id: 0000-0002-5840-8418

² Balıkesir Üniversitesi, BUBYO, Bankacılık ve Finans Bölümü 4. Sınıf Öğrencisi, Orcid Id: 0000-0001-7626-2873

³ Balıkesir Üniversitesi, BUBYO, Bankacılık ve Finans Bölümü 4. Sınıf Öğrencisi, Orcid Id: 0000-0003-4365-0006

Analiz sonuçlarında yapılan not açıklamalarının yarı yarıya seçili endeksler üzerinde etki oluşturduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Derecelendirme Kuruluşları, Kredi Notu, Borsa İstanbul, Endeksler

JEL Sınıflandırması: G10, G24, N20

The Effects of Credit Rating Agencies S&P, Moody's and Fitch's Notes on Stock Indices for Turkey: Evidence from Borsa İstanbul 2012-2016

ABSTRACT

International investors are taking into consideration the portfolio preferences and ratings of rating agencies when selecting the markets they will invest in. In this sense, credit rating agencies' explanations for countries are a factor affecting the country's markets. In this study, the effect of S&P, Moody 's and Fitch' s rating statements made for Turkey between 2012-2016 on the six sector indices listed in Stock Exchange İstanbul was analyzed via event study method in this study. It has been determined that the explanatory notes made in the analysis results have an effect approximately fifty percent on the selected indexes.

Keywords: Credit Agencies, Credit Rating, İstanbul Stock Exchange, Indices

JEL Classification: G10, G24, N20

1. Giriş

19 yy. finansal piyasaların gelişmesi sonucunda piyasada işlem yapan fon fazlası ve fon açığı olanların zamanla güven sorunu ortaya çıkmıştır. Bu anlamda derecelendirme kuruluşları ortaya çıkarak taraflar arasında risk düzeyine bağlı olarak vermiş oldukları notlar ile yatırımcıların daha rasyonel karar almalarını sağlamıştır. 1909 yılında, en yüksek kalitedeki borç (A), orta kalitedeki borç (B) ve düşük kalitedeki borç (C) gibi bölümlendirmeye ilk kez firma borcu Moody's tarafından yapılmıştır. ABD'de yaşanan

büyük buhrandan sonra kredi derecelendirme kuruluşları düzenleyici amaçlarla çalışmalarda bulunmuştur. Günümüzde uluslararası düzeyde derecelendirme yapan şirketlerden S&P, Moody's, Fitch (ABD kuruluşlu firmalar) ve JCR (Japonya kuruluşlu)'dir (Şirvan, 2004).

Kredi derecelendirme kuruluşlarına tarihsel gelişiminden kısaca bakıldığında; S&P, 1860 yılında Henry Varnum Poor tarafından kurulmuş New York'ta bulunan uluslararası bir kredi değerlendirme kuruluşudur. S&P kredi derecelendirmesinde ekonomik durumlarla birlikte ülkelerin dış politika gelişmeleri, seçim sistemi ve zamanları, demokrasinin işleyişi, siyasal gündemdeki riskler, Merkez Bankası'nın bağımsızlık derecesi ve benzerleri gibi siyasi durumları da göz önüne almaktadır (Tutar vd., 2011). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından bir diğer saygın kuruluş Moody's dir. 1900'lü yılların başında kurulan Moody's şirketi ilk kredilendirmesini 1909 yılında yapmıştır. Moody's ile S&P arasında notların anlamı açısından çok büyük bir farklılık yoktur. Her iki derecelendirme kurumunun notlarının sembolleri farklıdır (Tutar vd., 2011). Fitch derecelendirmeleri, 1913'te John Knowles Fitch tarafından kurulan "Fitch Yayıncılık Şirketi" olarak başlamıştır. AAA'dan D'ye kadar olan notlarını bağımsız finansal güvenlik analizleri için ihtiyaç duyulan talebin karşılanmasını sağlamak üzere 1924'te tanıtmıştır. 1975'te ulusal anlamda üç saygın derecelendirme kuruluşlarından biri olmayı başarmıştır.

Tablo 1'de uluslararası derecelendirme faaliyetini yürüten üç önemli derecelendirme kuruluşunun notları gösterilmiştir. Her üç derecelendirme kuruluşunun not dereceleri bir birine benzemekle birlikte bazı özel ayrımlara sahip olduğu görülmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasalardaki rolü, 1980'lerde başlayan küreselleşmeyle önem kazanmıştır. Günümüzde global düzeyde faaliyet gösteren bir çok kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır ve bunlardan en önemli üç derecelendirme kuruluşu S&P, Moody's ve Fitch'dir (Tutar vd., 2011). Bu kuruluşların verdiği notlara göre ülkeler ve şirketler borç alabilmekte ya da verebilmektedir. Bir yandan bu kuruluşların verdiği

notlar kredilerin riskini ölçerek ülke ve firmalar için borçlanmada kolaylık sağlarken diğer yandan yatırımcılara bilgi sağlamaktadır.

Tablo 1: Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Sistemi

Standart & Poor's	Fitch	Moody's	Notun Açıklaması	
AAA	AAA	Aaa	En Yüksek Derece	Yatırım Yapılabilir Seviye
AA+	AA+	Aa1	İyi Kredi Derecesi	
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1	İyi Kredi Derecesi	
A	A	A2		
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1	Ortanın Altı Seviye	
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1	Yatırım Yapılmaz	Spekülatif Seviye
BB	BB	Ba2		
BB-	BB-	Ba3	Spekülatif	
B+	B+	B1		
B	B	B2	Önemli Derecede Spekülatif	
B-	B-	B3		
CCC+	CCC	Caa	Şiddetli Riskli	
CCC	CC	Caa3		
CC	C	C	Aşırı Spekülatif	
D	DDD DD D	D	Yükümlülüğünü Yerine Getiremez	

Kaynak: Kronwald (2009)

Kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal kurumlara, firmalara, yatırımcılara, sermaye piyasalarına ve ekonomiye sağladığı faydalara bakıldığında; risk faktörü dikkate alınarak finansal kurum tercihi yapılabilen, devlet garantisine ihtiyaç duyulmadan mali sisteme güven sağlanmakta, dış kaynak kullanımında

önemli bir fayda sağlamakta, firmaların kredi sahasını genişletir, firmaların daha rahat likidite planlaması yapabilmelerine imkan sağlar, firmaların otokontrol sisteminin yönetimde kaliteyi arttırmakta, yatırımcıların risk algılarına göre yatırım tercihi rasyonel olarak yapabilmelerine imkan sağlar, sermaye piyasalarında baz değer ölçütü oluşturur, risk ölçümünde objektif kabul edilen bir standart ölçüm oluşturur, yatırımcıların piyasada işlem yapmalarını teşvik eder, ülke ekonomilerinin istikrar ve güven ortamı sağlar, ekonomilerin büyümesini ve uluslararası piyasalarla entegrasyonunu sağlar (Şirvan, 2004).

Kredi değerlendirme şirketlerinin vermiş oldukları notlar ülkelerin veya şirketlerin aralarında yapacakları borçlanmalara yön vermektedir. Ülkelerin birbirlerin verecekleri borç miktarını ve borç maliyetini belirlemek açısından kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar referans niteliği taşımaktadır (Tutar vd., 2011).

Derecelendirme kuruluşları 1997 Asya, 1998 Rusya ve en önemlisi 2008 yılında ABD'de yaşanan mortgage krizlerini ön görememiştir. Bundan dolayı küresel finans krizi sonrası kredi derecelendirme kuruluşlarına yapılan eleştiriler artmıştır (Bostancı, 2012). Ülkelere ve şirketlere not verirken kurumun denetime tabi tutulmaması güvenilirlik konusunda şüphelere yol açmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kendi çıkarları için yatırımcıları mağdur ettiği yönünde düşünceler ise genel olarak kabul görmeye başlamıştır (Tutar vd., 2011). Derecelendirme faaliyetlerinin uluslararası bir hal aldığı günümüzde, kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için vermiş oldukları kredi notları ve hazırladıkları raporlar, ekonomik etkileri ile birlikte siyasal etkileri ile de tartışılmaktadır (Demir ve Eminer, 2014).

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan değerlendirmelerin genelinde ülke ekonomisinin gelir yaratma kapasitesi, dış borç birikimi, siyasi risk ve ekonomik serbestlik endeksi gibi yeni yöntemlerde de göz önünde tutularak değerlendirme yapılmaktadır (Tutar vd., 2011).

Kredi notlarının verilme sürecinin şeffaflıktan uzak olması, sonradan gelen piyasa notlarının krizi alevlendirmesi gibi neden-

lerle eleştirilen kredi derecelendirme kuruluşlarının politik ve siyasi pek çok amaca hizmet ettiğine dair çeşitli düşünceler ve kredi derecelendirme kuruluşlarının objektifliğini sorgulayan tartışmalar gittikçe artmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarının tavsiye niteliği taşımaması, ortaya çıkan zararın “nedeni” olmasının kesin olarak ispatlanamaması gibi durumlardan dolayı haklarında açılan mahkemelerin hiç birinden zarar görmemişlerdir (Tekin, 2016).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye tarihçesine bakıldığında, Türkiye için Moody’s ve S&P ilk not açıklamalarını 1992 yılında yapmışlardır (Ovalı, 2014). Türkiye’ye verilen kredi notları da geçmişten günümüze sürekli tartışma konusu olmuştur.

Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye hakkında ki açıkladıkları not duyuruları sonrasında BİST 100 deki sektörel endeks değişimlerini incelemek ve kredi derecelendirme kuruluşlarının not duyurumu sonrası ilgili endekslerde bir etkinin olup olmadığını incelenmiştir. Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde giriş bölümü olup derecelendirme kuruluşları ve derecelendirme kuruluşlarının borsa ile ilişkisi incelenmiştir. İkinci bölümde çalışmaya zemin oluşturan benzer akademik çalışmaların derlendiği literatür kısmından oluşmaktadır. Üçüncü bölümde çalışmanın uygulama kısmına ait metodolojiye yer verilmiştir. Çalışmanın dördüncü bölümünde analiz sonuçlarında elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Son bölüm olan beşinci bölümde ise bulgulara ait genel değerlendirmelere yer verilen sonuç bölümü yer almaktadır.

2. Literatür

Derecelendirme kuruluşları ile ilgili ulusal ve uluslararası literatürde yer alan çalışmaların bir kısmı aşağıda verilmiştir.

Yazıcı (2009) kredi derecelendirme kuruluşları yüz elli yılı aşkın süredir sağladıkları faydalar dışında ekonomiyi trilyonlarca zarara uğratan krizlere katkısını tartışmış ve yoğun revizyon çalışmaları başlatıldığını açıklamıştır.

Tutar vd. (2011) yatırımcıların yüksek kredi notuna sahip olan ülkelere yatırım yaptığını yazmışlardır. Ancak yaşanan mali

kriz sonrası bu ülkelerdeki önemli şirketler batınca, güven sorunu oluştuğunu görmüşlerdir.

Akyurt (2011) ülke kredi riski notu o ülkenin uluslararası sermaye piyasalarındaki borçlanması için önemli olduğunu açıklamış ve bununla alakalı olarak bu çalışmasını yapmıştır. Çalışmada Moodys'in verilerinden yararlanmıştır.

Kabadayı (2012) yaptığı araştırmada kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği ülke notlarını etkileyen faktörler Yükselen Ekonomiler ve Türkiye örneği üzerinden belirli yıl aralığında alternatif ekonometrik modeller vasıtasıyla incelemiştir. Yükselen ekonomiler için sonuç olarak ülke notlarını ülkelerin ekonomik siyasi yapılarını yansıttığı ve kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafsız hareket ettikleri gözlemiştir. Türkiye örneğinde ise, S&P ülke içi gelişmeleri yansıtırken Moodys ve Fitch notları için elde edilen sonuçlar kısmen yansıtmakta olduğu sonucuna varmıştır.

Balıkçoğlu ve Yılmaz (2013) kredi derecelendirme kuruluşlarının tahmin yaparken tutarlı ve objektif olup olmadıklarını seçilen 12 tane ülkenin makro ekonomik göstergeleriyle açıklamıştır. Çalışmanın sonunda bu kuruluşların kredi notu verirken her zaman tutarlı ve objektif davranmadıkları gözlemiştir.

Toraman ve Yürük (2014) kredi derecelendirme çalışmaları görüş niteliği taşısa da yatırımcıları etkilemekte olduğunu söylemiştir. Bu kuruluşların krizleri öngörmeleri ve riskler konusunda yatırımcıları uarmaları beklense de bu konuda yetersiz kaldıklarını belirtmiştir. Amerika'nın büyük şirketlerinde Enron'a verilen yüksek not sonrası batmış olması ve bu tarz olayların sık yaşanır hale gelmesi hem eleştiri noktası haline getirmiş hem de sorgulanmaya başlamıştır.

Gülmez ve Gündoğan (2014) yaptıkları çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlarda objektif olup olmadığını, IMF ve Dünya Bankası üzerinden verilen örneklerle açıklamışlardır. Notlar verilirken çoğu zaman öznel olduğu sonucuna ulaşmışlar ve Türkiye de bunun başlıca örneklerindedir.

Ovalı (2014) yaptığı çalışmada S&P'nin açıkladığı kredi notları ve derecelendirme kriterlerine ilişkin başlıca göstergeler-

den yararlanmıştır. Uluslararası yatırımlara yön veren kredi kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notu ile derecelendirme kriterlerindeki performansı arasındaki ilişkiyi AB ülkeleriyle karşılaştırmalı olarak ortaya koymuştur.

Demir ve Eminer (2014) Neo-liberal politikaların hakim olduğu 1970'li yıllardan beri, hazine tahvili ile uluslararası borçlanma yönteminin giderek arttığını belirtmişlerdir. 1990'lı yıllardan itibaren kuruluşların güvenilirlikleri de sorgulandığından yeni bir dönem başlamıştır. Bu çalışma ile de neo-liberal süreçte etkiler, güvenilirlik ve tutarlılık değerlendirilmiştir.

Kargı (2014) kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerinin Türkiye verileri ile uyumlu olup olmadığı incelemiştir. Öncelikle 'Kredi Derecelendirme' kavramı ele alınarak derecelendirmeyi yapan kuruluşların amaç ve nitelikleri ele almıştır. Ardından ABD'deki S&P, Fitch ve Moody's kuruluşlarının derecelendirme kriterleri ve Türkiye ekonomisindeki seçilmiş göstergelerle Türkiye'ye verilen kredi notları arasındaki bağlantıları araştırmıştır.

Gür ve Öztürk (2014) ülkelerde yaşanan finansal krizlerden sonra kredi derecelendirme kuruluşlarının eleştirilere maruz kaldığını, kredi derecelendirme kuruluşlarının denetimi ve çalışmalarını daha önemli hale geldiğini belirtmişlerdir.

Geyikçi ve Karğın (2014) bu çalışmasında kredi derecesine sahip firmalara verilen notlar ile mali vb. sektörlerde çalışan kişilerle gerçekleştirilen anketlerden elde edilen sonuçları karşılaştırmıştır. Sonuç olarak derecelendirme yönteminden elde edilen notlar ile bağımsız derecelendirme kuruluşlarından alınmış notların tutarlı olduğu tespit etmiştir.

Meydan ve Yıldız (2014) yaptığı araştırmada şirketlerin almış oldukları kredi notu ile entelektüel sermayesi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yerli ve yabancı derecelendirme şirketlerinin raporlarından yararlanılarak yapılan analizden çıkan sonuçta şirketlerin entelektüel sermayeleri ile almış oldukları kredi notları arasında anlamlı bir ilişki ortaya çıkmadığını belirtmiştir.

Kaya vd. (2015) yaptıkları çalışmada 2007-2014 yılları arasında derecelendirme kuruluşları tarafından Türkiye'ye verilen

derecelendirme notlarının ve CDS primlerinin ülke kredi değeri üzerindeki etkinliğini ölçmüşlerdir. Analiz sonuçlarına göre derecelendirme notları ve CDS primlerinin aynı olaylara her zaman aynı tepkiyi vermediği tespit edilmiştir.

Orhan vd. (2015) bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının daha etkin bir şekilde denetlenmesinin ve KDK'lara yönelik yaptırım mekanizmasının bulunmasının gerekliliğinden bahsetmişlerdir.

Tekin (2016) kredi derecelendirme kuruluşlarının menkul kıymetler, ticari şirketler, finansal kurumlar, bankalar ve ülkeler ile ilgili değerlendirmelerde bulunup kamu ile paylaşılan bilgilerin, yatırımcıların güvenilir bilgi almalarını sağladığını ve yatırım kararı alımında etkili olduğunu açıklamıştır. Ancak öngörülemez kriz ve iflaslar yatırımcıları zarara uğrattığı için bu kuruluşların sık sık tepki aldığını ifade etmiştir.

Kılıçaslan (2016) kredi derecelendirmenin 19. yüzyıldan bu yana gelişen temel amacı ise piyasa işleyişini düzeltmek olan bir sistem olduğunu söylemiştir. Bir çok derecelendirme kuruluşu olsa da piyasanın hakim şirketleri S&P, Fitch ve Moody'sdir. Şirketlerin notlarına göre borçlanma maliyetleri belli olmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının çalışmalarındaki sorunlar ele alınarak güvenilirlikleri sorgulanmıştır.

Şensoy vd. (2016) yaptıkları çalışmada 2000 ve 2015 yılları arasında Fitch, Moody's ve Fitch'in 11 gelişmekte olan ülke için yapmış oldukları açıklamanın ülkelerin borsa getirileri üzerinde anlamlı bir etkisinin olup olmadığını incelemişlerdir. Analiz sonuçlarına göre derecelendirmeye ilişkin duyuruların çoğunun çift korelasyon üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ortaya çıkmıştır.

Yüksel ve Özşarı (2017) yaptıkları çalışmada 8 adet makro ekonomik değişkenin 1992 ve 2015 yılları arasındaki yıllık verilerinden yararlanarak uyguladıkları MARS metodu ile Türkiye'nin kredi notu arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sonuç olarak cari işlemler açığı ile kredi notu arasında belirgin bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir.

3. Araştırmanın Metodolojisi

3.1. Araştırmanın Amacı

Çalışmanın amacı kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için vermiş oldukları kredi notlarının Borsa İstanbul'da yer alan BIST BANKA (XBANK), BIST MALİ (XUMAL), BIST MENKUL KIYMET YAT. ORT. (XYORT), BIST TİCARET (XTCRT), BIST SINAİ (XUSIN) ve BIST KOBİ SANAYİ (XKOBI) endekslerin getirileri üzerine etkisi olup olmadığını tespit etmektir. Derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları not açıklamaları finansal piyasaları etkilemektedir. Bu bağlamda not açıklamalarına duyarlılığı yüksek olacağı düşünülen sermaye piyasasında işlem gören 6 endeks ele alınmıştır.

3.2. Araştırmada Kullanılan Veri Seti

Çalışmada, 2012-2016 yılları arasında Borsa İstanbul'da 6 endeks verisi kullanılmıştır. Endeks değerleri FİNNET veri tabanından indirilmiştir. Tablo 2'de derecelendirme kuruluşlarının 2012-2016 yılları arasında Türkiye için yapmış oldukları duyuru tarihleri ve duyuru içerikleri yer almaktadır.

Tablo 2: 2012-2016 Yılları Arasında Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's, Fitch'in Türkiye Değerlendirmesi

DÖNEM	2012		2013		2014	
ŞİRKET	NOT	AÇIKLANMA TARİHİ	NOT	AÇIKLANMA TARİHİ	NOT	AÇIKLANMA TARİHİ
FITCH	BBB-(NEGATİF)	05.11.2012	BBB-(DURAĞAN)	16.05.2013	BBB-(POZİTİF)	04.04.2014
MOODY'S	Ba1 (POZİTİF)	20.06.2012	Baa3 (POZİTİF)	16.05.2013	Baa3 (NEGATİF)	11.04.2014
S&P	BB+ (DURAĞAN)	01.05.2012	BB+ (POZİTİF)	27.03.2013	BB+ (NEGATİF)	07.02.2014

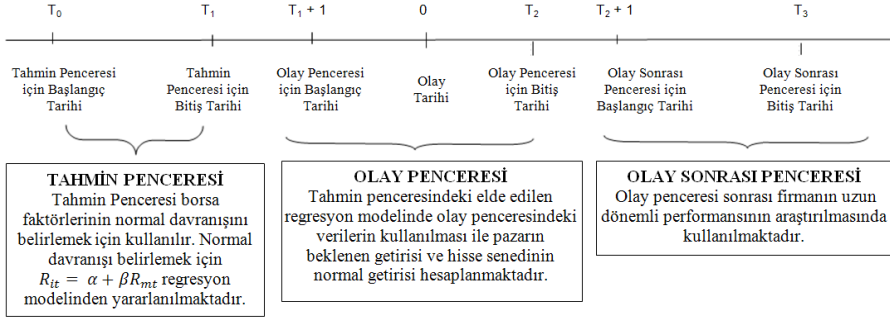
DÖNEM	2015		2016	
ŞİRKET	NOT	AÇIKLANMA TARİHİ	NOT	AÇIKLANMA TARİHİ
FITCH	BBB-(DURAĞAN)	18.09.2015	BBB-(DURAĞAN)	20.07.2016
			BBB-(DURAĞAN)	23.09.2016
MOODY'S	Baa3 (NEGATİF)	07.02.2015	Ba1 (NEGATİF)	23.09.2016
S&P	BB+ (NEGATİF)	08.05.2015	BB (NEGATİF)	20.07.2016

3.3. Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışmada, 2012-2016 yılları arasında kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme notlarının Borsa İstanbul'da yer alan altı endeks üzerindeki etkisi olay çalışması (Event Study) yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir.

Olay çalışması finans literatüründe sayısal olarak ifade edilemeyen şirketlere özgü veya tüm piyasayı etkileyebilecek çeşitli olayların piyasalar üzerindeki etkisini görmek için tercih edilen bir yöntemdir. Olay çalışması üç ana zaman bölümünü kapsamaktadır. Tahmin Penceresi (Estimation Window); Olay söz konusu değilken, varlık getirilerinin piyasa getirisine kıyasla gerçekleşen normal davranışı belirlenmektedir. Gerçek fiyat hareketlerinin tanımlanabilmesi için tahmin penceresi 252 gün veya en az 126 olay öncesi gözlem kullanılmalıdır (Beninga, 2008, Eyüboğlu ve Bulut, 2015). Bu çalışmada ilk halka arz olan şirket hisse senetlerinin tahmin penceresinde şirketlerin geçmiş verileri olmadığından dolayı şirketin bulunduğu endeks değerleri verilerinden yararlanılmıştır. Olay Penceresi (Event Window); Olaydan sonraki aralığı ifade etmektedir. İlgili olayın olduktan sonra kaç gün daha şirket üzerinde etkisinin olduğunu gösterir. Bu çalışmada derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için vermiş oldukları not değerlerinin altı endeksin getirileri üzerinde istatistiki bir etkinin olup olmadığı belirlenmeye çalışılmıştır. Olay penceresinde genellikle olaydan sonra 5, 10 veya en fazla 20 günlük sürece bakılmaktadır. Çalışmada bu süre derecelendirme kuruluşlarının not açıklamalarından sonraki 10 günlük süre çalışmada ele alınmıştır. Olay Sonrası Pencere (Postevent Window); Olay sonrası şirketin uzun vadeli performansını ölçmek için kullanılmaktadır. Olay sonrası penceresi, gerçekleşen olaydan sonraki dönem içerisinde bir ay veya birkaç yıl gibi daha uzun dönemi incelemektedir.

Şekil 1: Olay Çalışması Zaman Çizelgesi



Kaynak: Benninga (2008)

Olay çalışması, ilgili olayın herhangi bir anormal getiriye yol açıp açmadığını ölçmeye çalışmaktadır. Anormal getiri ise, "bir menkul kıymetin gerçekleşen getirisi ile beklenen getirisi arasındaki fark" şeklinde ifade edilmektedir. Olay çalışmasında beklenen getiriler için en çok kullanılan yöntem piyasa modelidir. Piyasa modelinde şirketin hisse senetlerinin fiyatı ile hisse senedi piyasa endeksi arasında doğrusal bir ilişki olduğu varsayılmaktadır. Bu çalışmada öncelikle basit doğrusal regresyon modeli ile ilk halka arz olan her bir hisse senedinin her bir gözlem günü için piyasa getirisine dayalı beklenen getirisi hesaplanacaktır. Piyasa getirisi dayalı beklenen getirisi hesaplamada ilk halka arz olan menkul kıymetin olay günü öncesi tarihsel verisi bulunmadığından bunun yerine temsili olarak her bir menkul kıymetin sektörüne ait tarihsel veri kullanılmıştır. Sonraki aşamada anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler hesaplanarak, ilk halka arz sonrasında şirket hisse senedi arz fiyatının üzerindeki olumlu veya olumsuz etkileri t-testi ile incelenerek çalışmanın uygulama kısmında gerçekleştirilecek adımlar aşağıda gösterilmektedir (Brown ve Warner, 1985; Benninga, 2008; Kaya, 2012; Mazgit, 2013; Sakarya vd., 2017). Öncelikle tahmin penceresinde ilgili ilk halka arz olunan şirketin bulunduğu sektör ve piyasa endeksi üzerinden hesaplanan günlük getiri verileri kullanılarak en küçük kareler yöntemi (EKK) ile (sabit terim) ve katsayıları (eğim) hesaplanır. Kullanılacak piyasa modeli denklem(1)'de gösterilmiştir.

$$R_t = \alpha_t + \beta_t * R_{m,t} \quad (1)$$

Denklem (1)'de, R_t , t gününde gerçekleşen getiriyi, $R_{m,t}$, t gününde gerçekleşen piyasa getirisini, hesaplanan α değeri piyasa modelindeki regresyon doğrusunun sabit terimini (risksiz faiz oranı), β ise piyasa getirisinin zaman içerisindeki eğimini (sistemik riski) göstermektedir. Denklem bir tahmin penceresinde öncelikli olarak ilk halka arz olan şirketin bulunduğu sektör ve pazar getirileri ile elde edilmiştir. Tahmin penceresindeki süre aralığı 252 gün verisi üzerinden yapılmıştır.

Hesaplamalar yapıldıktan sonra olay penceresinde gerçekleşen getiriler ve piyasa modeli ile elde edilen katsayılar kullanılarak olay penceresindeki her bir gün için beklenen getiriler hesaplanmıştır. Beklenen getiriler denklem (2)'de gösterilmiştir.

$$E(R)_t = \alpha + \beta * R_{m,t} \quad (2)$$

Denklem (2)'deki " $E(R)_t$ " t günündeki beklenen getiriyi, " α " risksiz faiz oranını temsil eden sabit terimi, " β " beta katsayısını, " $R_{m,t}$ " t günündeki piyasa getirisini göstermektedir. Bundan sonra olaydan sonraki anormal getiriyi (AR) ölçülmektedir. Olay anı derecelendirme kuruluşunun Türkiye için kredi notu açıklama günü alındığında derecelendirme sonrası (olay sonrası) her bir gün endeksin cari getirisi ile denklem (2) yardımı ile hesaplanan beklenen getiri arasındaki fark alınır. Anormal getirinin hesaplanması denklem (3)'te gösterilmiştir.

$$AR_t = R_t - E(R)_t \quad (3)$$

Ortalama anormal getiri (AAR), belirli bir zaman aralığındaki anormal getirilerin aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Ortalama anormal getiri (AAR) denklem(4)'te gösterilmiştir.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_t \quad (4)$$

Denklem (5)'te kümülatif ortalama anormal getiri (CAAR) gösterilmiştir. Kümülatif ortalama anormal getiri (CAAR), olay penceresindeki normal üstü getirilerin zaman aralığındaki kümülatif toplamını ifade eder.

$$CAAR_t = \sum_{i=1}^N AAR_t \quad (5)$$

"t" istatistiği ise denklem (6)'daki gibi hesaplanmaktadır. Hesaplanan t istatistiği, "-1.96 ve +1.96" arasında yer alıyor ise bulgunun %5 olasılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu değerlendirilmesinde kullanılacaktır.

$$t = \frac{AR_t}{\sigma} \quad (6)$$

Denklem (7)'de yer alan standart hata (σ), çalışmanın 252 günlük tahmin penceresindeki her bir endeksin getirisi için tahmini pazar değerinin standart hatasını vermektedir. Standart hata formülü denklem (7) gösterilmiştir.

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{(n-2)} \left[\sum (y - \bar{y})^2 - \frac{[\sum (x - \bar{x})(y - \bar{y})]^2}{\sum (x - \bar{x})^2} \right]} \quad (7)$$

Bu çalışmada olay penceresi için derecelendirme notunun açıklanmasından sonraki 10 gün ele alınmıştır. Tahmin penceresi ilk halka arzdan önceki 252 günlük veriyi içermektedir. İstatistiklerin hesaplanması ve test edilmesi Excel üzerinde oluşturulan bir modül ile gerçekleştirilmiştir. Kullanılan pazar modeli yaklaşımda pazarı temsilen BIST100 endeksi kullanılmıştır. Analizde altı endeksin kredi derecelendirme notundan sonra getirilerinde negatif ve pozitif yönde bir değişim olup olmadığı olay çalışması yöntemi ile incelenmiştir. Bunun için yukarıda sayılan adımlar her biri üç kredi derecelendirme şirketinin Türkiye için yaptığı not açıklamasından sonra endekslerin getirilerinde bir değişim olup olmadığını belirlemek için tek tek uygulanmıştır.

Eğer endeksler için anormal getiriler (AR_t) veya toplamda altı endeksin ortalamasını ifade eden ortalama anormal getiriler (AAR_t), istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar gösteriyor ise not açıklamanın endeks getirileri üzerinde bir etkisinin olduğunu ve verilen notun endeksi veya endeksleri etkilediği ifade edilebilir. Anormal getiriler (AR_t) veya ortalama anormal getiriler (AAR_t), pozitif olur ise yapılan not açıklamasının endekslerde pozitif getiri oluşturduğu; Anormal getiriler (AR_t) veya ortalama anormal getiriler (AAR_t), negatif olur ise yapılan not açıklamasının endekslerde negatif getiri oluşturduğu söylenebilir. Eğer anormal getiriler (AR_t) veya ortalama anormal getiriler (AAR_t), %5 olasılık düzeyinde istatistiksel olarak pozitif veya negatif olarak anlamlı bir farka sa-

hip değil ise kredi derecelendirme şirketleri tarafından yapılan not açıklamalarının endekslerin getirilerinde her hangi bir etkiye sahip olmadığını ifade etmektedir.

Böyle bir durumda ise çalışmadaki hipotezler aşağıdaki gibi belirlenebilir:

H₁ : Anormal getirilerde (AR_t) veya ortalama anormal getirilerde (AAR_t), istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar vardır.

Yani, $H_1 = (AR_t) \neq (AAR_t) \neq 0$ şeklinde ifade edilebilir. Türkiye için yapılan kredi derecelendirme notunun açıklanmasından sonra endeks getirilerinde değişiklik olmuştur. Not açıklama sonrası endeks fiyatında dikkate değer yükselme veya düşme yönlü bir hareket olmuştur.

H₂ : Anormal getirilerde (AR_t) veya ortalama anormal getirilerde (AAR_t), %5 olasılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar vardır ve pozitif değerdedir.

$H_2 = (AR_t) \vee (AAR_t) > 0$ şeklinde ifade edilebilir. Türkiye için yapılan kredi derecelendi şeklinde ifade edilebilir. Türkiye için yapılan kredi derecelendirme notunun açıklanmasından sonra endeks getirilerinde pozitif bir anormal getiri sağlanabilmektedir.

H₃ : Anormal getirilerde (AR_t) veya ortalama anormal getirilerde (AAR_t), %5 olasılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar vardır ve negatif değerdedir.

$H_3 = (AR_t) \vee (AAR_t) < 0$ şeklinde ifade edilebilir. Türkiye için yapılan kredi derecelendirme notunun açıklanmasından sonra endeks getirilerinde negatif bir anormal getiri sağlanmıştır.

4. Bulgular

2012-2016 yılları arasında 3 önemli kredi derecelendirme şirketinin Türkiye yönelik yapmış oldukları not açıklamadan sonraki 10 günlük değişimin analiz sonuçları Tablo 3'te gösterilmiştir. Tablo 3'de endekslerin duyuru sonrası 10 günlük olay penceresinde hesaplanan anormal getiri endeks bazındaki anormal getiri gösterilmiştir.

Tablo 3'teki sonuçlara bakıldığında duyuru sonrası sonrasında bütün endekslerin %5 olasılık düzeyinde olay penceresinde anormal getirilerinin olup olmadığı gösterilmiştir. Tablo 3'te bulunan endekslerden kredi derecelendirilme kurulu not açıklama sonrası durumları sırasıyla açıklanmıştır.

Tablo 3: S&P, Moody's ve Fitch in Derecelendirme Sonuçları (2012-2014)

	2012			2013			2014		
	FİTCH	MOODY'S	S&P	FİTCH	MOODY'S	S&P	FİTCH	MOODY'S	S&P
XBANK	(+7)			(+7, +8)	(+7, +8)		(-4)	(-9)	(-7)
XUSIN			(-5)	(+2, +8)	(+2, +8)	(+6)	(-7)		(-8)
XUMAL			(-5, -1)	(+7, +8, +10)	(+7, +8, +10)		(-7)		(-10, -9, -7)
XKOBI	VERİ YOK	VERİ YOK	VERİ YOK	VERİ YOK	VERİ YOK	VERİ YOK	(-7)		
XTCRT		(+7)							(-10, 1, 6)
XYORT				(+3, +8)	(+3, +8)		(-4)	(-9, -6, -1)	

2012 yılı için Fitch'in not açıklamasından sonra Banka endeksinde yedinci gündü anormal bir getiri olmuştur. 2012 yılında Moody's in not açıklamasından sonra ise sadece Ticaret endeksinde duyuru sonrası 7'nci günde anormal bir getiri oluşmuştur. 2012 yılında bir diğer derecelendirme kuruluşu olan S&P'nin Türkiye için yaptığı not açıklamasından 5 gün önce sınai endeksinde, 5 ve 1 gün öncede mali endeksinde anormal bir getiri oluşmuştur.

2013 yılı için Fitch'in Türkiye için yaptığı not açıklamasından sonra, Banka endeksinde duyuru sonrası 7'nci ve 8'inci günlerde anormal bir getiri oluşmuştur. Sınai endeksinde duyuru sonrası 2'nci ve 8'inci günlerde anormal bir getiri oluşmuştur. Mali endeksinde duyuru sonrası 7'nci, 8'inci ve 10'uncu günlerde anormal bir getiri oluşmuştur. Menkul yatırım ortaklığı endeksinde bakıldığında duyuru sonrası 3'üncü ve 8'inci günlerde anormal bir getiri oluşmuştur. 2013 yılı Moody's Türkiye için yapmış olduğu not açıklamaları Fitch'in yapmış olduğu not açıklamalarına benzer etki ile endekslerin getirileri üzerinde bir değişime neden olmuştur. 2013 yılı S&P'nin yapmış olduğu not açıklaması sadece sınai endeksinde duyuru sonrası 6'ncı günde anormal bir getiri oluşturmuştur.

2014 yılı için Fitch'in not açıklamaları dikkate alındığında mali, kobi ve sınai endekslerinde duyuru öncesi 7'nci günde

anormal bir getiri oluşmuştur. Banka ve menkul yatırım ortaklığı endekslerinde ise duyuru öncesi 4'üncü günde anormal bir getiri oluşturmuştur. 2014 yılı Moodys'in Türkiye için yaptığı not açıklamasında banka endeksine bakıldığında endeksin duyuru öncesi 9'uncu günde anormal bir getiri oluşmuştur. Menkul yatırım ortaklığı endeksinde ise duyuru öncesi 9'uncu, 6'ncı ve 1 gün öncesinde anormal bir getiri oluşmuştur. 2014 yılı S&P'nin Türkiye için yaptığı açıklamalar dikkate alındığında banka endeksinde duyuru öncesi 7'inci günde anormal bir getiri oluşmuştur. Sınai endeksinde duyuru öncesi 8'inci günde anormal bir getiri oluşmuştur. Mali endeksinde duyuru öncesi 10'uncu, 9'uncu ve 7'nci günlerde endeksin getirilerinde normalüstü bir getiri oluşmuştur. Ticaret endeksine ise duyuru öncesi 10'uncu günde ve duyuru sonrası 1'inci ve 6'nci günlerde endeksin getirilerinde anormal bir getiri elde edilmiştir.

Tablo 4: S&P, Moody's ve Fitch'in Derecelendirme Sonuçları (2015-2016)

	2015			2016			
	FITCH	MOODY'S	S&P	FITCH 1	FITCH 2	MOODY'S	S&P
XBANK	(-4)	(-3,-2)		(-4)	(-5,2,3,5,8,9,10)	(-5,2,3,5,8,9,10)	(-4)
XUSIN				(-10, -4, -1,3)	(3,5,6,10)	(3,5,6,10)	(-10,-4,-1,3)
XUMAL	(-4)	(-3,-2)		(-4)			(-4)
XKOBI		(+6,+7)		(-2,0,1,2,3)	(+2)	(+2)	(-2,0,1,2,3)
XTCRT		(+4)		(-1, 0)			(-1,0)
XYORT	(-3)			(-2,0)	(+2)	(+2)	(-2,0)

2015 yılı Fitch'in Türkiye için yapmış olduğu not açıklamaları ile endeks getirilerindeki değişime bakıldığında banka ve mali endeksinde duyuru öncesi 4'üncü günde anormal getiri oluşmuşken menkul yatırım ortaklığı endeksinde duyuru öncesi 3'üncü günde anormal bir getiri oluşmuştur. 2015 yılı Moody's Türkiye için yapmış olduğu not açıklamaları ile endeks getirilerindeki değişime bakıldığında banka ve mali endeksinde duyuru öncesi 3'üncü ve 2'nci günlerde anormal bir getiri oluşmuştur. Kobi endeksinde duyuru sonrası 6'ncı ve 7'nci günlerde anormal bir getiri oluşurken ticaret endeksinde ise 4'üncü günde bir anormal getiri oluşmuştur. S&P, 2015 yılında mayıs ayı içerisinde Türkiye için not açıklamasında bulunmuştur. Yapılan not açıklaması analize dahil edilmiş

seçil 6 endeksin getirilerinde anormal bir getiri değişikliğine yol açmamıştır.

2016 yılı için Fitch Türkiye için 2 not açıklamasında bulunmuştur. Birinci not açıklamasında endekslerin tamamında duyuru öncesi ve sonrası anormal getirilerin olduğu görülürken ikinci not açıklamasında endekslerden banka, sınai, kobi ve gayri menkul yatırım ortaklığı endekslerinde duyuru öncesi ve sonrası anormal getirilerin olduğu görülmektedir. 2016 yılında Moody's in Türkiye için yapmış olduğu not açıklamasının ilgili endeksler üzerindeki etkisi Fitch'in ikinci açıklamasının oluşturduğu etki ile benzer niteliktedir. Yine 2016 yılı S&P'nin Türkiye için vermiş olduğu not endekslerin tamamında duyuru öncesi ve sonrası anormal bir getiri oluşmuştur.

Tablo 4 ve Tablo 5 birlikte ele alındığında 2012-2016 yılları arasında kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları not açıklamaları yaklaşık olarak %50 oranında endeksler üzerinde bir etki yapmıştır. 2012 yılında yapılan not açıklamaları duyuru sonrasında endeksler üzerinde bir etkiye sahipken diğer yıllarda duyuru öncesi ve sonrasında endeks getirilerinde bir etki olmuştur. Üç derecelendirme kuruluşunun Türkiye için yapmış oldukları not açıklaması seçili endeksler üzerinde duyuru öncesinde ve sonrasında endeks getirilerinde anormal getiri elde edilmesini sağladığı görülmüştür. Bu durum da kurulan 3 hipotezden H_1 hipotezi reddedilip, H_2 ve H_3 hipotezleri kabul edilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları duyurular sonrası endeks getirilerinde herhangi bir anormal getiri elde edilmediği durumlarda Tablo 4 ve Tablo 5'den görülmektedir. Her iki tablo içerisinde boş hücreler duyurunun endeks getirisi üzerinde bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Bu da kurulan hipotezlerden H_1 hipotezinin kabul edilmesi gerektiğini ifade etmektedir.

5. Sonuç

Kredi derecelendirme kuruluşları objektif olarak derecelendirmelerde bulunarak uluslararası yatırımcılara güven veren kuruluşlardır. Yatırımcılar yatırım yapacakları ülkeleri ve firmaları derecelendirme notlarına bakarak rasyonel kararlar alarak yatı-

rım yapabilirler. Bu anlamda kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları not duyuruları yatırımcılar ve ülkeler için bir referans niteliği taşımaktadır. Bu açıdan bu çalışmada 2012-2016 yılları arasında dünyanın üç büyük derecelendirme kuruluşu olan S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için yapmış oldukları not açıklamaları analiz konusu olarak seçilmiştir. Yapılan analizde derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye vermiş oldukları notlar borsada seçili 6 endeks üzerindeki etkisi incelenmiştir. Altı endeks seçilirken para akımlarından en hızlı derece etkilenen yani duyurulara karşı kısa dönemde reaksiyon verebilen endeksler seçilmiştir. Analiz sonuçlarına bakıldığında geçmiş beş için Türkiye'ye yönelik açıklamalar seçili altı endeks üzerinde yaklaşık olarak yarı yarıya bir etkiye yol açmış. Yapılan açıklamaların ardından ilk on gün içerisinde duyurulardan etkilenmeyen endekslerde yer almaktadır. Olay çalışması yönteminde olaydan sonrası kısa dönemli değişmelerle bakılarak analiz yapılmaktadır. Yapılan çalışmada da duyuru sonrası ve öncesi on günlük etki analiz kapsamında ele alınmıştır. Genel olarak bakıldığında seçili altı endeksin yarı yarıya duyurulardan etkilendiği söylenebilir.

Çalışmanın elde edilen bulgularına göre derecelendirme kuruluşlarının yüzde yüz endeksleri etkilemediği sonucuna erişilmiştir. Bu durumda kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için yapmış oldukları iyi ve kötü not açıklamalarının seçili endeksler üzerindeki etkisinin belli bir oranda olduğu söylenebilir. Bu sonuçta göre ulusal ve uluslararası yatırımcıların kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı açıklamalara verdiği reaksiyonun kısmı düzeyde olduğunu göstermektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar özellikle uluslararası yatırımcılar tarafından önemle takip edilmekte ve yatırım tercihlerini etkilemektedir. Bu açıdan yapılan analiz sonuçlarına bakıldığında not açıklamalarının yüzde yüz endeksleri etkilemediği, yatırımcıların derecelendirme kuruluşlarının not açıklamaları ile birlikte diğer parametrelere de baktıklarını da göstermektedir.

KAYNAKÇA

- Akyurt, İ. Z. 2011. Ülke Derecelendirme Sisteminin Markov Zinciri İle Analizi. İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi, 22 (69).
- Balıkçioğlu, E. 2013. Ülkelerin Finansal Açısından Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler Ve Kurallı Maliye Politikasının Etkisi: 2000 Sonrası Dönem Türkiye’de Uygulanan Maliye Politikalarının Kredi Notları Üzerindeki Etkisinin Karşılaştırmalı Analizi (Doctoral Dissertation, Doctoral Thesis, Ankara University Institute Of Social Sciences).
- Benninga, S. 2008. Financial Modelling, (Third Edition), London: The MIT Press.
- Bostancı, M.C. 2012. Küresel Krizin Dinamikleri ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredibilitesi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Ana Bilim Dalı, İstanbul.
- Brown, S. J. ve Warner, J. B. 1985. Using daily stock returns: The case of event studies. Journal of financial economics, 14(1), 3-31.
- Demir, M. ve Eminer, F. 2014. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşünceler. LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 5(2).
- Geyikçi, U. B. ve Karğın, M. 2014. Reel Sektör Firmalarına Yönelik Kredi Derecelendirme Model Önerisi. Yönetim Ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 21(1), 323-343.
- Gülmez, A. ve Gündoğan, H. 2014. Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması. Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi 2(4).
- Gür, T. H. ve Öztürk, H. 2011. Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler, Sosyoekonomi, (2), 69.
- Kabadayı, B. 2012. Ülke Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler: Yükselen Ekonomiler Ve Türkiye Örneği. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Erzurum.
- Kaya, B., Kaya, E. Ö. ve Yalçiner, K. 2015. Türkiye’nin Derecelendirme Notları ve Kredi Temerrüt Swap Primlerinin Ekonomik ve Sosyal Olaylara Tepkisinin Analizi, Maliye Finans Yazıları, (103), 85-112.
- Kaya, T. 2012. The short term performance of initial public offerings in Istanbul stock exchange: 2010-2011 application. Journal of Business, Economics and Finance, 1(1), 64-76.
- Kılıçaslan, H. ve Giter, M. S. 2016. Kredi Derecelendirme Ve Ortaya Çıkan Sorunlar. Maliye Araştırmaları Dergisi, 2(1).
- Kronwald, C. 2009. Credit rating and the impact on capital structure. Munich, GRIN Verlag,

- Mazgıt, İ. 2013. Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BİST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Sosyoekonomi*, 20(20).
- Meydan, C. ve Yıldız, S. 2014. Şirketlerin Entelektüel Sermayesi Ve Kredi Derecelendirme Notu Arasındaki İlişki Üzerine Bir Araştırma. *Yönetim Ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 12(23), 95-112.
- Orhan, M., Saka, H. ve Yüksel, H. 2015. Kredi Derecelendirmenin Etik Ve Sistemik Açmazları. *İs Ahlakı Dergisi*, 8(1), 67.
- Ovalı, S. 2014. Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: Ab İle Karşılaştırmalı Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat Ve İşletme Dergisi*, 10(23), 53-80.
- Sakarya, Ş., Yazgan K. F. ve Yıldırım, H. H. 2017. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme, *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 19(40), 55-76.
- Şensoy, A., Eraslan, V. ve Erturk, M. 2016. Do sovereign rating announcements have an impact on regional stock market co-movements? The case of Central and Eastern Europe. *Economic Systems*, 40(4), 552-567.
- Şirvan, N. 2004. Kredi Derecelendirme Ve Türkiye Ekonomisi. *Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları*, (file:///C:/Users/hasan/Desktop/krediderecelendirme.pdf)
- Tekin, İ. Ç. 2016. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Kriz Ve İflaslar. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi*, 19, 181-205.
- Toraman, C., Yürük, M. F. 2015. Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri, *Bitlis Eren Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(1).
- Tutar, E., Tutar, F. ve Eren, M. V. 2011. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye, *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı:25, Kırgızistan
- Yazıcı, M. 2009. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi. *Maliye Finans Yazıları*, 1(82).
- Yüksel, S. ve Özsarı, M. 2017. Türkiye'nin Kredi Notunu Etkileyen Faktörlerin MARS Yöntemi İle Belirlenmesi, *Politik Ekonomik Kuram*, 1 (2), 16-31.