

## Türkiye'nin Kredi Temerrüt Takası Primlerinin Merkez Bankası Başkanı Değişimlerine Tepkisi: Bir Olay Çalışması\*

Haşmet Sarıgül\*\*

### ÖZET

*Bu çalışmada, Haziran 2017 – Ağustos 2023 döneminde gerçekleşen TCMB başkanı değişimleri ile Türkiye'nin kredi temerrüt takası (credit default swap – CDS) primleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Ülke CDS'lerinde anormal prim değişimi ortaya çıkıp çıkmadığını analiz etmek için olay çalışması yöntemine başvurulmuştur. Olay öncesi ve sonrası dönemler arasındaki anormal prim farkları; normal dağılım gösteren serilerde bağımsız örneklem t-testi ve normal dağılıma uymayan serilerde Mann–Whitney U yöntemleri ile belirlenmiştir. Bulgular ilk üç merkez bankası değişiminde olay öncesi ve sonrası dönemler arasında anormal prim açısından istatistiksel olarak anlamlı ilişki olmadığını ortaya koymuştur. Dördüncü başkan değişiminde ise olay öncesi ve sonrası on günlük dönemler arasında anormal primde azalış yönünde istatistiksel olarak anlamlı fark olduğu belirlenmiştir. Oynaklığın belirlenmesinde ise genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans (generalized autoregressive conditional heteroskedasticity – GARCH) yaklaşımına başvurulmuştur. Olay sonrası ve öncesi dönemler arasındaki oynaklık farklılıklarının tespit edilebilmesi amacıyla modellere kukla değişkenler eklenmiştir. GARCH (p,q) modellerinden elde edilen bulgular ikinci ve üçüncü merkez bankası başkanı değişimlerinde 10, 20 ve 30 günlük olay sonrası dönemlerin tamamında oynaklıkta artış olduğunu göstermektedir. Birinci ve dördüncü merkez bankası değişimlerinden sonraki her üç dönemde de oynaklık azalmıştır.*

**Anahtar Kelimeler:** Merkez Bankası Başkanı, ülke kredi temerrüt takası, olay çalışması

**JEL Sınıflandırması:** E58, G14, H63.

### *An Event Study on The Reaction of Sovereign Credit Default Swap Premiums for Türkiye to Central Bank Governor Removals*

#### ABSTRACT

*In this paper, the reactions of the sovereign credit default swap premiums (CDS) for Türkiye to central bank governor removals between June 2017 and August 2023 is examined by using event study methodologies. Independent t test for normally distributed data and, its non-parametric alternative Mann–Whitney U test for non normal distribution are utilized to compare the pre- and post announcement drifts in terms of abnormal sovereign CDS premium changes. The findings on abnormal CDS spread changes do not indicate statistically significant differences between the pre- and post-event periods for the first, second and third central bank governor removals. A significant abnormal CDS spread change in the direction of decrease is revealed between 10 days preceding and following the announcement of the fourth central bank governor removal. The volatilities are predicted using generalized autoregressive conditional heteroskedasticity (GARCH) specifications. Dummy variables are included as independent variables in regression models to capture the volatility differences between the pre- and post announcement drifts. While the findings of GARCH (p,q) models indicate increases in volatility in all pre- and post-event periods related to the second and third central bank governor removals, the results reveal volatility decreases after the announcement of the first and fourth central bank governor removals.*

**Keywords:** Central Bank Governor, sovereign credit default swap, event study

**Jel Classification:** E58, G14, H63.

\* Makale Gönderim Tarihi: 24.08.2023, Makale Kabul Tarihi: 26.12.2023, Makale Türü: Nicel Analiz

\*\* Prof. Dr., İstanbul Esenyurt Üniversitesi, hasmetsarigul@esenyurt.edu.tr, ORCID: 0000 0001 7262 6668.

## 1. GİRİŞ

Ülke kredi riski bir ekonominin şoklara karşı dayanıklılığının ölçüsü olarak değerlendirilmektedir. Uluslararası finansmana erişim yeteneği ve borçlanma maliyeti de buna bağlı olarak şekilleneceğinden ülke kredi riskine yönelik değerlendirmeler hem hükümetler hem de yatırımcılar tarafından yakından izlenmektedir. Finansal piyasalarda asimetrik bilginin azaltılıp etkinlik sağlanması ve kredi riskinin değerlendirilmesi için kredi derecelendirme kuruluşlarının verecekleri notlar önemli kabul edilmektedir. Dış borçlarını ödeyememe olasılığı yüksek olan ülkelerin kredi notları da düşük olacaktır. Bununla birlikte piyasa katılımcıları kredi derecelendirme kuruluşlarının ölçmeye çalıştığı kredi değerliliğinin sinyali olarak CDS primlerindeki değişimleri de izlerler. Bu nedenle ülke CDS primleri çoğu zaman bir derecelendirme kuruluşu gibi hareket ederler. CDS'ler alıcılara dönemsel olarak ödeyecekleri bir prim karşılığında, referans varlıkla ilgili önceden tanımlanmış kredi risklerinin gerçekleşmesi durumunda ortaya çıkabilecek zararlara karşı koruma sağlayan bir tür sigorta sözleşmesidir. CDS, yatırımcıların kredi riskini üçüncü bir tarafa devretmek suretiyle yönetmelerine olanak sağlar. Benzer şekilde ülke CDS'leri de bir ülkenin çıkartmış olduğu yabancı para cinsinden tahviller için temerrüt riskine karşı koruma sağlarlar.

Genellikle tasarruf açığı olan gelişen ülkeler arzu edilen büyüme ve kalkınma düzeylerine ulaşabilmek için dış finansmana gereksinim duyarlar. Diğer taraftan yatırımcılar ve kredi sağlayanların maruz kaldıkları riskler fon ihtiyacı olan ülkenin küresel borç piyasalarına erişim kabiliyetini doğrudan etkilemesi nedeniyle büyük önem taşımaktadır. Temerrüt olasılığı ise CDS yayılımından tahmin edilebilir. Bu nedenle ülke CDS primleri üzerinde etkili olabilecek unsurların anlaşılması önemlidir. Baldacci vd. (2011), Bekaert vd. (2014) ve Benzoni vd. (2015) gibi araştırmacıların elde ettikleri bulgular, diğer çeşitli faktörlerin yanı sıra, yasal kurumların ve hükümetin etkinliği gibi unsurların da ülke temerrüt riski üzerinde etkili olduğuna yönelik kanıtlar sağlamaktadır. İlgili kurumlardan birisi olan merkez bankası temerrüt riski üzerinde iki kanaldan etkili olabilir. Bunlardan ilki para politikası kararlarına ilişkin belirsizliklerin olması durumudur. İkincisi ise enflasyon üzerinde etkisi olan dolaylı aktarım kanalıdır (Montes ve de Oliveira, 2019: 417). Diğer taraftan hükümetlerin karar verme ufukları seçim dönemleri uyumlu ve genellikle kısa iken merkez bankalarınınki çok daha uzundur. Bu farklılık bazen kısa vadeli başarılar için uzun vadeli kazanımların feda edilmesi şeklinde ortaya çıkan bir ikilem yaratabilir. Hükümetler finansal sistem için uzun vadede potansiyel riskler taşıyabilecek kısa vadeli stratejilerine dayalı olarak, özellikle para ve kredi yaratmak üzere, merkez bankalarının işlevlerine müdahale edebilirler (Acharya, 2018: 16). Bağımlı bir merkez bankası dolaylı yollardan sorunlu kurumlara destek sağlamayı tercih edebilir ve bu durum başta bankacılık sektörü olmak üzere finansal kurumların istikrarına zarar verebilecek tehlikeleri tetikleyebilir (Hutchison ve McDill, 1999: 8). Buna karşın bağımsızlık, daha etkin bir para politikası süreci ve daha düşük enflasyon oranları sağlanmasının yanı sıra ortaya çıkabilecek finansal sıkıntıların düzeltilmesi için merkez bankasının hızlı hareket edebilmesini ve etkili kararlar almasını kolaylaştırır. Bu nedenlerle çok sayıda araştırmacı tarafından uzun vadeli hedefleri olan merkez bankalarının hükümetlerin siyasi baskılarından arındırılmış olmaları gerektiği ifade edilmektedir (Bkz. Acharya, 2018; Bernanke, 2010; Goodhart, 2008; Klomp ve de Haan, 2009; Praet ve Nguyen, 2008).

Merkez bankasının politik bağımsızlığının yanı sıra, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) “üst düzey yöneticilerinin görev sürelerinin, atanma, çalışma ve görevden ayrılma kurallarının yasalarla net bir şekilde ve siyasi baskıdan bağımsız olarak belirlenmesi” (<https://www.tcmb.gov.tr>, 2023) olarak kavramsallaştırdığı kurumsal bağımsızlık da son derece önemlidir. Ancak, gelişmiş veya gelişmekte olan ülke ayırımı olmaksızın, birçok ülkede hükümetler merkez bankası üzerinde baskı kurabilmekte ve uygulanan ya da uygulanacak politikalar konusunda çatışmalara neden olabilmektedirler. Merkez bankalarının yeterli düzeyde bağımsızlığa sahip olmadığı ülkelerde hükümetler, kendileri ile farklı görüşlere sahip olan yetkilileri görevden uzaklaştırıp benzer eğilimlere sahip olanları atayarak bu çatışmaları en aza indirmeyi tercih edebilmektedir. Siyasi otorite ile ideolojik bağları güçlü olan merkez bankası başkanının yanı sıra, ilgili kurumda görev yapmakta olan başta para politikası kurulu üyeleri olmak üzere diğer teknokratlar görevde kalmalarının yalnızca uzmanlıklarına veya performanslarına değil hükümetin tercihlerine duyarlı olmalarına da bağlı olduğuna kanaat getirebilirler. Bu durum, mutlak ideolojik uyumu gerektirmese dahi, atanmaların para politikası kararları alırken hükümetin kısa vadeli çıkarlarını öncelemelerine neden olabilir (Ennsler Jedenastik, 2014: 502). Merkez bankası başkanının değiştirilmesi özellikle gelişmekte olan piyasalarda hükümetlerin alacağı en hassas kararlar arasındadır, çünkü bu ve benzeri politika yapıcı kurumlar uluslararası piyasalarla iletişimde çok önemli bir rol oynamaktadırlar (Santiso, 2003: 192). Merkez bankası başkanlarının süreleri tamamlanmadan önce görevden alınmaları yatırımcılarda ilgili ülkede güvenilir bir parasal çerçeve olmadığına dair algılar oluşmasına neden olabilir, kamu ve özel sektörün dış borçlanmalarındaki risk primini artırabilir ve ülkeye yönelik sermaye akımlarının hacmini düşürebilir.

TCMB kendine özgü yasal statüye sahip bir anonim şirket olmasının yanı sıra 1211 sayılı Kanun ile verilen görev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getiren ve kullanan bir idari otorite olarak nitelendirilmektedir. Ancak TCMB başkanının kısa olarak nitelendirilebilecek bir süre olan dört yıllığına Cumhurbaşkanı tarafından atanıyor olması hükümetin ağırlığının göstergesi olarak değerlendirilebilir. Diğer taraftan Türkiye’de 2017–2023 döneminde, öncekilerin görev süresi henüz dolmadan, dört merkez bankası başkanı ataması gerçekleşmiştir. Aynı zaman aralığında Türkiye’nin ABD doları cinsinden beş yıllık CDS primleri en düşük 133 ve en yüksek 1.083 baz puan olmak üzere geniş bir aralıkta dalgalanmıştır.

Literatürde merkez bankası başkanı değişimleri ile ülke CDS primleri ile arasındaki bağı ele alan Türkiye odaklı ampirik çalışmaya rastlanılmamıştır. Oysaki, merkez bankası başkanı uygulanacak para politikası ve kullanılacak para politikası araçlarına ilişkin kararların alınmasında etkindir. Bu kararların da makroekonomik ve finansal istikrar, dolayısıyla da ülke riski üzerinde olumlu veya olumsuz etkiler yaratma potansiyeli vardır. TCMB başkanı değişimleri ile ülke CDS primleri arasındaki ilişkiyi olay analizi yöntemiyle araştıran bu çalışma ile öncelikle ilgili boşluğun doldurulması amaçlanmaktadır. Ayrıca, merkez bankasının kurumsal bağımsızlığı ile ülke kredi temerrüt riski arasındaki ilişkiye yönelik elde edilecek bulguların politika yapıcılara ülke riskinin düşürülmesine yönelik alacakları kararlarda yardımcı olabileceği öngörülmektedir.

Çalışmanın girişi takip eden bölümünde teorik ve kavramsal çerçeve irdelenmiş, ampirik literatür sunulmuştur. Üçüncü bölümde veriler ve araştırmanın yöntemi tanıtılmıştır. Dördüncü bölümde sınamalar sonucu elde edilen bulgular paylaşılmıştır. Son bölümde sonuç, tartışma ve öneriler yer almaktadır.

## 2. LİTERATÜR

Türkiye’de ülke CDS primlerinin çeşitli makroekonomik ve finansal göstergelerle ilişkilerini ele alan literatür yakın dönem çalışmaları ile genişlemektedir. İlgili araştırmalarda en fazla döviz kuru değişkeninin irdelendiği ve genellikle döviz kurundaki artışların beraberinde ülke CDS primlerini de artırdığı yönünde bulgular elde edildiği görülmektedir (Bkz. Yılmaz ve Çetiner, 2017; Yenisu ve Yenice, 2018; Ergenç ve Güneren, 2020; Buz ve Küçükkocaoğlu, 2023). Yakın dönem çalışmalarında Türkiye’nin CDS primleri ile istatistiksel olarak anlamlı ilişkisi olduğu belirlenen bir diğer finansal değişken faiz oranlarının düzeyidir (Bkz. Yenisu ve Yenice, 2018; Ergenç ve Güneren, 2020; Denli, 2022; Kandemir vd., 2022; Buz ve Küçükkocaoğlu, 2023). Finansal değişkenlerin yanı sıra makroekonomik faktörler de ülke CDS primleriyle ilişkilendirilmektedir. Türkiye’nin CDS primlerini etkilediği saptanan başlıca makroekonomik değişkenlerin; enflasyon oranı (Bkz. Ilıkkan Özgür ve Çelik, 2021), ekonomik büyüme göstergeleri (Bkz. Arslan vd., 2022; Buz ve Küçükkocaoğlu, 2023), borçluluk oranları (Bkz. Arslan vd., 2022; Denli, 2022; İşcanoğlu Çekiç ve Gültekin, 2023) ve cari açık (Bkz. Şahin, 2018; Akın ve Işıklı, 2020; Ilıkkan Özgür ve Çelik, 2021) olduğu görülmektedir.

Ülke kredi riski üzerinde makroekonomik ve finansal faktörlerin yanı sıra yasal kurumların ve hükümetin etkinliği gibi ülkeye özgü faktörler de etkilidir. Hükümetin etkinliği ülke kredi marjlarını açıklamada diğer tüm yönetim göstergelerinin de belirleyicilerindedir. Yüksek temerrüt riski taşıyan, kötü ekonomik koşullara sahip ülkelerde CDS primlerinin düzeyi hükümetin etkinliği ile düşebilmektedir (Jeanneret, 2018: 230). Eichler (2014) gelişen ekonomilere yönelik gerçekleştirdiği araştırmasında hükümetin etkinliğinin, siyasi istikrarın, düzenleyici otoritenin kalitesinin ve hukukun üstünlüğünün tahvil faiz oranlarındaki değişimlerin açıklayıcıları arasında olduğunu belirlemiştir. Bekaert vd. (2014) çalışmalarında, politik riskin temel unsurlarından birisi olarak ele aldıkları yasal kurumların kalitesinin politik risk ile faiz oranı marjları arasındaki negatif ilişkinin ana belirleyicilerinden birisi olduğuna yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

Yasal kurumlardan birisi olan merkez bankası ülke finansal sistemin en önemli ayağını oluşturmakta olup ekonominin sağlıklı olarak işleyebilmesi ve devletin finansal işlemlerinin yerine getirilebilmesi açısından kilit öneme sahiptir. Ramlall’ın (2016) araştırma sonuçlarına göre yönetim göstergeleri, bağımsızlık, bankacılık düzenlemeleri ve denetim gibi unsurlar merkez bankası kalitesinin başlıca belirleyicileridir. Bunlardan merkez bankası bağımsızlığı para politikasında etkinlik sağlanarak başarısının artırılması ve fiyat istikrarı hedeflerine ulaşılması için ön koşul olarak nitelendirilmektedir (<https://www.tcmb.gov.tr>, 2023). Avrupa Merkez Bankası ise (<https://commission.europa.eu>, 2023) merkez bankası bağımsızlığını hukukun üstünlüğü açısından bir ölçüt olarak değerlendirmektedir. Bireylerin siyasal ve kişisel hakları yasama, yürütme ve yargı bağımsızlığıyla; ekonomik hakları ise merkez bankasının bağımsızlığı ile güvence altına alınmaktadır (Koç ve Gürsoy, 2020: 423).

Merkez bankasının bağımsızlığına yönelik kuramsal tartışmalarda para politikasının zaman tutarsızlığı sorunu ön plana çıkmaktadır (Eijffinger ve de Haan, 1996: 4). Barro ve Gordon’a göre (1983: 3) bu sorunun çözümü için başta merkez bankası ve hükümet olmak üzere

tüm karar alıcılar para politikası kurallarına bağlı kalmalıdır. Merkez bankası bağımsızlığı tartışmalarının yoğunlaştığı bir diğer teori, ele aldığı konular arasında parasal kurumların

tasarımı ile para politikasının günlük uygulamaları da olan, kamu tercihi kuramıdır. Bu kuramın varsayımlarından birisi finansal kurumların siyasal rejimlerin yoğun baskısı altında olmaları ve hükümetin tercihleri ile uyumlu kararlar almalarının beklenmesidir. Bu çerçevede siyaset kaynaklı dönemsel dalgalanmalara bağlı olarak makro döngüler ortaya çıkmakta, çözümler siyasetçiler ve seçimler üzerinden gerçekleşmektedir (Beşkaya ve Güdenoğlu, 2014: 49). Siyasi iktidar değişimlerinin sıklığı ve hükümetlerin görev sürelerinin kısalığı, demokratik yapıdan otoriter bir yapıya doğru yönelim ve bunu destekleyecek yasaların varlığı halinde merkez bankası bağımsızlığının fiyat istikrarına yönelik para politikası uygulamalarını zorlaştırması da mümkündür (Cukierman, 1994; Cukierman ve Webb, 1995; Yılmaz ve Arslan, 2021).

Literatürde ilk kez Cukierman (1994) merkez bankasının bağımsızlığını sadece yasal ölçütlere dayalı olarak değil aynı zamanda fiili kısıtlara da bağlı olarak değerlendirmiştir. Merkez bankası kanunu ile bağımsızlığın yasal sınırları çizilmektedir. Fiili bağımsızlık ile de bankanın siyasal rejim ve kamu kurumlarıyla ilişkilerine yönelik resmi olmayan ilişkilere ve uygulamalara dikkat çekilmektedir (Koç Yurtkur ve Arpağ, 2020: 5). Merkez bankaları değerlendirilirken daha çok yasal bağımsızlıktan hareket edilmesine karşın, gelişmekte olan ülkelerde bağımsızlık yasalar çerçevesinde tanımlanan unsurlardan farklılıklar gösterebilmekte ve bu ülkelere yönelik değerlendirmelerde merkez bankası başkanlarının görev süreleri ile politik kırılmalıklar gibi unsurlar ön plana çıkabilmektedir.

Bankanın öncelikli hedefinin fiyat istikrarı olarak belirlenmesi ve hükümete kaynak sağlamak amacıyla emisyonla gidilmemesi gerekmektedir. Başkanın atanmasında siyasi otoritenin rolünün kısıtlanması, görev süresinin yeterince uzun olması ve uygulanacak politikalara yönelik uyuşmazlıklar olması durumunda son kararın merkez bankası tarafından verilmesinin garanti altına alınması merkez bankasının bağımsızlık düzeyini artıran unsurlar olarak kabul edilmektedir. Cukierman vd. (1992) tarafından gerçekleştirilen yetmiş iki ülkenin merkez bankalarına yönelik araştırmanın sonuçlarına göre merkez bankası başkanı ile üyelerinin görev sürelerinin uzunluğu bankanın uyguladığı politikaların devamlılığı konusundaki güven yaratmaktadır. Kuttner ve Posen'in (2010) on beş ülkede otuz yıllık bir dönem kapsayan araştırmasından elde edilen bulgular piyasaların merkez bankasına kimin başkanlık ettiğini de önemsediklerini ortaya koymaktadır. Siyasi otoritenin merkez bankasının bağımsızlık algısını zedeleyecek tercihleri piyasalarda olumsuz etkiler ortaya çıkartabilmektedir. Merkez bankası başkanlarının değişim hızının yüksek olması bağımsızlığının düşük, hükümete bağlılığın yüksek olduğuna dair işaret olarak değerlendirilebilmektedir. Diğer taraftan yatırımcılar hükümetlerin kilit politika yapıcılarının değiştirilmesini ele alma biçimine karşı da duyarlıdır (Moser ve Dreher, 2010: 1595). Merkez bankası başkanı değişiklikleri ileriki dönemlerde uygulanması muhtemel para politikaları hakkında işaret vermektedir. Özellikle gelişmekte olan piyasalardaki kilit politika yapıcılar uluslararası finansal piyasalarda güvenilirlik oluşturmak için çok önemlidir. Gelişmekte olan ülkelerde genellikle tasarruf açığı sorunu söz konusu olup yatırım ve büyüme için dış kaynağa duyulan gereksinim yüksektir. Ayrıca bu ekonomilerde sıklıkla dış ticaret dengesinin negatif olduğu görülmektedir. Güvenilir merkez bankaları borçların ve açığın döngüsel özelliklerinin iyileştirmesine katkı sağlayabilir. Diğer taraftan güvenilirlik sorunları merkez bankasının yeterli döviz likiditesi sağlayamamasına neden olabilir. Dış kaynaklara erişim yeteneği büyük

ölçüde ülkenin kredi değerliliğiyle ilişkilidir ve kredibilitesi düşük olan ülkelerin borçlanma ve borç yenileme şoklarına maruz kalmaları olasıdır (Willems ve Zettelmeyer, 2022: 90).

Türkiye’de, birisinde merkez bankası başkanı değişimlerinin de yer al aldığı, çeşitli bağımsızlık unsurları ile bir dizi faktör arasındaki ilişkileri ele alan iki araştırma bulunduğu görülmüştür. Demirgil’in (2011) çalışmasına göre TCMB’nin bağımsızlık seviyesindeki artışlar enflasyon oranları ile bütçe açıklarını azaltmakta, reel çıktı düzeyinin arttırılmasını desteklemektedir. Sancar vd. (2023) oluşturdukları endeks aracılığı ile TCMB bankası bağımsızlığının ve uluslararası rezervlerin Tobin Q değeri ve buna bağlı olarak finansal istikrar üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Yazarlar her iki bağımsız değişken ile de finansal istikrar arasında pozitif yönlü ilişki olduğuna dair bulgular elde etmişlerdir.

### 3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Çalışmanın konusu merkez bankası başkanı değişimlerine ülke CDS primlerinin verdiği tepkilerin araştırılmasıdır. Bu kapsamda olay çalışması yöntemine başvurulmuş, bağımlı değişken olarak ABD doları cinsinden beş yıllık ülke CDS primleri kullanılmıştır.

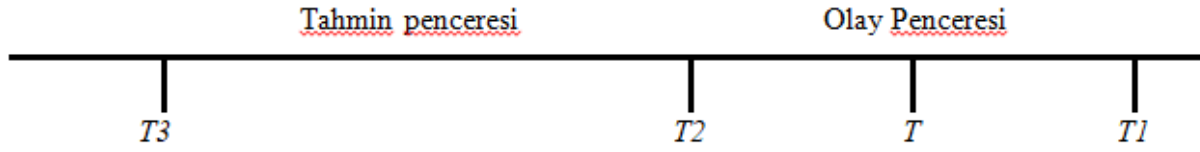
CDS verileri Haziran 2017 – Ağustos 2023 dönemindeki günlük kapanış fiyatlarını içermekte olup Thomson Reuters veri tabanından elde edilmiştir. İlgili dönemdeki olay pencerelerinin belirlenmesinde kullanılan TCMB başkanı değişimlerine ait bilgiler bankanın web sitesinden alınmış, atanma tarihleri T.C. Resmî Gazete’den teyit edilmiştir (Tablo 1).

**Tablo 1.** Merkez Bankası Başkanı Değişimleri

Olay	Başkan	Göreve Atanma Tarihi	Görevden Ayrılma Tarihi
OLY-1	Murat Uysal	06.07.2019	07.11.2020
OLY-2	Naci Ağbal	07.11.2020	20.03.2021
OLY-3	Şahap Kavcıoğlu	20.03.2021	09.06.2023
OLY-4	Hafize Gaye Erkan	09.06.2023	–

#### 3.1. Anormal Prim Olay Çalışması

Literatürde genel kabul görmüş bir metodoloji bulunmamakla birlikte, finansal olay çalışmaları yaygın olarak; olayın tanımlanması, tahmin pencerelerinin belirlenmesi, anormal değişimlerin tespit ve analiz edilmesi olmak üzere dört aşamada gerçekleştirilmektedir. Günlük verilerin kullanıldığı araştırmalarda olay süresinin ise 2 ile 121 gün arasında değiştiği, tahmin süresinin 100 ile 300 gün arasında belirlendiği görülmektedir. Bu çalışmanın anormal prime yönelik sınamaları; olay günü ( $T$ ) olarak belirlenen merkez bankası başkanı değişim tarihi ile olay sonrası ( $OSD=T+n$ ) ve olay öncesi ( $OÖD=T-n$ ) dönemleri ile olayın ülke CDS primleri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı varsayılan, olay öncesindeki döneme yönelik, tahmin penceresini ( $TPC=OSD-n$ ) kapsamaktadır (Şekil 1). Olaylar arasında karşılaştırmalı analiz yapılabilmesini teminen her bir  $OSD$  ve  $OÖD$  için 10, 20 ve 30 gün olmak üzere üç ayrı olay penceresi oluşturulmuştur.  $TPC$  250 işlem gününü içermektedir.



Şekil 1. Anormal Prim Zaman Çizelgesi

Ülke CDS primlerindeki değişim oranlarını hesaplamak için aşağıdaki eşitlik kullanılmıştır.

$$VC_t = \frac{v_t - v_{t-1}}{v_{t-1}} \quad (1)$$

$v_t$  ve  $v_{t-1}$  sırasıyla ülke CDS primlerinin günlük ve  $t-1$  zamanında kapanış belirtmektedir.

Olay çalışması yaklaşımında amaç olayın ortaya çıktığı tarihin etrafındaki normal değişimler olarak nitelendirilen durumdan sapmaların incelenmesidir. Sapmaların her iki yönde; negatif veya pozitif olması mümkündür. Anormal değişimlerin hesaplanmasında ortalamaya veya piyasaya göre düzeltilmiş değişim modellerine başvurulabilmektedir. Ülke CDS piyasasına yönelik yeterli veri olmaması nedeniyle bu çalışmada ortalamaya göre düzeltilmiş değişim yaklaşımı tercih edilmiştir. Bu kapsamda normal değişimler olarak varsayılan tahmin penceresindeki  $VC$ 'lerin ortalaması alınmalıdır (Eşitlik 2).

$$AVC = \frac{VC_{T2-1} + VC_{T2-2} + \dots + VC_{T2-n}}{n} \quad (2)$$

Sınamalara geçilmeden önce olay pencerelerindeki anormal değişim değerleri ( $ABVC$ ) hesaplanmıştır (Eşitlik 3). Etkinin temel olarak iki kanaldan gerçekleşmesi beklenir. Bunlardan ilki, başkan değişiminin merkez bankasının bağımsızlığı hakkındaki algıları olumsuz etkilemesidir. İkincisi, yeni merkez bankası başkanının para politikasına yönelik görüş ve uygulamalarının sefinkinden farklı olması durumunda piyasaların olumlu ya da olumsuz tepki vermesidir (Moser ve Dreher, 2010: 1590). Pozitif  $ABVC$  CDS marjlarındaki fiili değişimin tahmin edilen değişimden daha büyük olduğunu, diğer bir ifadeyle CDS primlerinin olaya olumsuz tepki verdiğini göstermektedir.

$$ABVC_t = VC_t - AVC \quad (3)$$

Bir sonraki aşamada olay öncesi ve olay sonrası dönem  $ABVC$  değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı fark olup olmadığı bağımsız örneklem  $t$ -testi ve Mann-Whitney  $U$  testi ile sınanmıştır.  $\bar{x}_1 - \bar{x}_2$  iki grup ortalamaları arasındaki fark olmak üzere bağımsız örneklem için  $t$ -testi aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

$$t = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{\left( \frac{(n_1-1)\sigma_1^2 + (n_2-1)\sigma_2^2}{(n_1-1) + (n_2-1)} \right) \left( \frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right)}} \quad (4)$$

Mann–Whitney U ise t testinin parametrik olmayan karşılığı olup normal dağılıma sahip serilerde kullanılmaktadır. Mann–Whitney U test istatistiği hesaplanırken karşılaştırılan örneklem bir araya getirilip büyüklük sırasına konulmakta ve sonrasında sıralama numarası ( $R$ ) atanmaktadır.

$$U_1 = R_1 - \frac{n_1(n_1+1)}{2} \quad (5)$$

İki örneklemin ortalamaları arasında anlamlı fark olması durumunda küçük sıralama numarasına sahip değerlerin çoğunun bir örnekleme, büyüklerin diğerinde toplanması beklenmektedir (Bindak, 2014: 7).

### **3.2. Oynaklık Farklarının Tahmini**

Başkan değişimi sonrası ortaya çıkan oynaklıkların istatistiksel olarak farklı olup olmadığının belirlenebilmesi amacıyla, piyasa anomalilerine yönelik ampirik çalışmalarda sıklıkla başvurulan GARCH yöntemi bu araştırmaya uyarlanmıştır. Bollerslev (1986) tarafından geliştirilen bu teknik, finansal zaman serilerinde zamana bağlı olarak ortaya çıkabilecek oynaklıkları tespit etmek amacıyla kullanılan Otoregresif Koşullu Değişen Varyans modelini (Engle, 1982) genişleterek oynaklığın açıklanabilmesi için gerekli olan değişken gereksinimini azaltmaktadır. GARCH(p,q) modeli aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

$$\sigma_t^2 = \varphi_0 + \varphi_1 v_{t-1}^2 + \varphi_2 v_{t-2}^2 + \dots + \varphi_q v_{t-q}^2 + \lambda_1 \sigma_{t-1}^2 + \lambda_2 \sigma_{t-2}^2 + \dots + \lambda_p \sigma_{t-p}^2 \quad (6)$$

denklemdaki koşullu varyans ( $\sigma_t^2$ ),  $t-q$  hata teriminin karesi ile  $t-p$  gecikmeli varyans terimine ( $p$  kadar koşullu varyans gecikmesi ve  $q$  kadar hata karelerinin gecikme sayısı) bağlı olarak hesaplanmaktadır.

Serilerin durağanlıkları ADF ve KPSS Birim kök sınamalarıyla incelenmiştir. Daha sonra uygun GARCH(p,q) modelleri tespit edilmiş ve ARCH etkisinin varlığını belirleyebilmek ARCH–LM testleri uygulanmıştır. Son aşamada OÖD ile OSD arasında anlamlı oynaklık farklarının varlığı sınanmıştır. Anormal prim hesaplamalarından farklı olarak, olay öncesi dönemler 251 gün olarak belirlenmiştir. Tahmin pencereleri, 10, 20 ve 30 günlük olay sonrası dönemler için sırasıyla 261, 271 ve 281 gündür. Sınamalarda, eşitlik 6'ya olay sonrası ve öncesi günler için kukla değişkenler eklemek suretiyle oluşturulan aşağıdaki eşitlik kullanılmıştır (Eşitlik 7). Kukla değişkenler, olay sonrası dönemlerdeki değişken değerleri  $D=1$ , diğer günler  $D=0$  olacak şekilde kodlanmıştır.

$$\sigma_t^2 = \varphi_0 + \varphi_1 v_{t-1}^2 + \varphi_2 v_{t-2}^2 + \dots + \varphi_q v_{t-q}^2 + \lambda_1 \sigma_{t-1}^2 + \lambda_2 \sigma_{t-2}^2 + \dots + \lambda_p \sigma_{t-p}^2 + Y * D \quad (7)$$

## **4. BULGULAR**

### **4.1. Anormal Ülke CDS Primi Tahmin Bulguları**

Ortalamalar arasındaki anlamlı farkların belirlenmesine yönelik analizlere geçilebilmesi için öncelikle  $AVC$  ve  $ABVC$  hesaplamaları yapılmıştır (Tablo 2).



Tablo 2. Tanımsal İstatistikler

Olay	<i>n</i>	TPC		<i>n</i>	OÖD – ABVC		<i>n</i>	OSD – ABVC	
		AVC	Std		Ortalama	Std		Ortalama	Std
OLY-1	250	0,104	0,942	10	-0,112	0,023	10	-0,111	0,021
	250	0,109	0,963	20	-0,109	0,022	20	-0,121	0,024
	250	0,113	0,986	30	-0,111	0,024	30	-0,120	0,024
OLY-2	250	0,003	0,041	10	-0,001	0,027	10	-0,036	0,048
	250	0,002	0,041	20	-0,003	0,025	20	-0,021	0,039
	250	0,002	0,041	30	-0,005	0,024	30	-0,018	0,035
OLY-3	250	-0,002	0,036	10	-0,002	0,039	10	0,050	0,158
	250	0,000	0,040	20	0,003	0,034	20	0,018	0,113
	250	0,001	0,042	30	0,001	0,029	30	0,013	0,092
OLY-4	250	0,000	0,029	10	-0,033	0,032	10	-0,002	0,028
	250	-0,001	0,024	20	-0,004	0,067	20	-0,001	0,021
	250	-0,001	0,024	30	-0,003	0,055	30	-0,005	0,023

TPC, OÖD ve OSD sırasıyla tahmin, olay öncesi ve olay sonrası dönemleri ifade etmektedir.

AVC CDS primlerinin günlük ve t-1 zamanında kapanış değerleri farklarının ortalamasıdır.

ABVC anormal CDS prim değerleri, *n* gözlem sayısı ve std standard sapma değeridir.

Sonraki aşamada değişken gruplarının normal dağılım gösterip göstermediği incelenmiştir. Otuzdan küçük örneklem için Shapiro-Wilk, üstündekilerde Kolmogorov-Smirnov sınamaları kullanılmış, elde bulgular Tablo 3'te paylaşılmıştır.

Tablo 3. Prim Normallik Sınamaları

Olay	<i>n</i>	Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov	
		Test İstatistiği	Olasılık	Test İstatistiği	Olasılık
OLY-1	10 + 10 = 20	0,982	0,954	-	-
OLY-1	20 + 20 = 40	-	-	0,105	0,327
OLY-1	30 + 30 = 60	-	-	0,072	0,622
OLY-2	10 + 10 = 20	0,901**	0,043	-	-
OLY-2	20 + 20 = 40	-	-	0,119	0,165
OLY-2	30 + 30 = 60	-	-	0,082	0,397
OLY-3	10 + 10 = 20	0,496*	0,000	-	-
OLY-3	20 + 20 = 40	-	-	0,294*	0,000
OLY-3	30 + 30 = 60	-	-	0,286*	0,000
OLY-4	10 + 10 = 20	0,982	0,955	-	-
OLY-4	20 + 20 = 40	-	-	0,211*	0,000
OLY-4	30 + 30 = 60	-	-	0,201*	0,000

\* ve \*\* işaretleri test istatistiklerinin sırasıyla 0,01 ve 0,05 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Bir sonraki aşamada olay öncesi ve sonrası dönemler arasındaki farklılıklar; normal dağılım gösteren serilerde bağımsız örneklem t-testi ve normal dağılıma uymayan serilerde Mann-Whitney U sınaması ile incelenmiştir (Tablo 4). Ülke CDS primlerinde OÖD ve OSD arasında anormal prim açısından farklılık olup olmadığı ilgili sınamalardan elde edilen olasılık değerlerine dayalı olarak analiz edilmiştir. Olayın etkilerinin ne yönde gerçekleştiğine ise Tablo 2'de sunulan OÖD ve OSD ortalamalarına bakılarak karar verilmiştir.

**Tablo 4.** Anormal Prim t–test ve Mann–Whitney U Sınamaları

Olay	Pencere	t–test		Mann–Whitney U	
		Test İstatistiği	Olasılık	Test İstatistiği	Olasılık
OLY–1	OÖD=10, OSD=10	–0,062	0,951	–	–
	OÖD=20, OSD=20	1,568	0,125	–	–
	OÖD=30, OSD=30	1,460	0,150	–	–
OLY–2	OÖD=10, OSD=10	1,971	0,064	–	–
	OÖD=20, OSD=20	1,719	0,094	–	–
	OÖD=30, OSD=30	1,678	0,099	–	–
OLY–3	OÖD=10, OSD=10	–	–	–0,259	0,796
	OÖD=20, OSD=20	–	–	0,980	0,327
	OÖD=30, OSD=30	–	–	0,495	0,620
OLY–4	OÖD=10, OSD=10	–2,303**	0,033	–	–
	OÖD=20, OSD=20	–	–	–1,258	0,208
	OÖD=30, OSD=30	–	–	–0,155	0,877

\*\* işareti değişkenler arasındaki ilişkinin 0,05 önem düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Bulgular; birinci, ikinci ve üçüncü merkez bankası değişimlerinde bütün OÖD ve OSD’ler arasındaki, dördüncü olayda ise yirmi ve otuz günlük pencerelelerdeki anormal prim farklarının 0,05 önem düzeyinde anlamlı olmadığı görülmüştür. Diğer taraftan, dördüncü başkan değişimde olay öncesi on günlük anormal prim değişim ortalaması (–0,033) ile olay sonrası on günlük dönem ortalaması (–0,002) arasında OSD lehine ( $t = -2,303$ ;  $p = 0,033$ ) anlamlı fark belirlenmiştir. Diğer bir ifadeyle anormal CDS primi düzeyi olay sonrasındaki on günlük dönemde azalmıştır.

#### 4.2. Oynaklık Tahmin Bulguları

Zaman serilerinin durağanlığını belirlemek amacıyla Dickey ve Fuller’in (1981) geliştirdiği ADF (Augmented Dickey–Fuller) geleneksel birim kök sınaması uygulanmıştır. Sonuçlar; serilerin tamamının düzeyde [I(0)] birim kök içerdiklerini, ancak birinci farkları [I(1)] alındıktan sonra durağan hale geldiklerini göstermektedir (Tablo 5). Bu nedenle ARMA ve GARCH tahminlerinin I(1) serilerle gerçekleştirilmesine karar verilmiştir. Belirlenen modellerin hata terimlerinde ARCH etkilerinin bulunup bulunmadığı ARCH-LM ile sınanmıştır. Serilerin Tablo 7’de sunulan modellere dayalı tahminlerinden elde edilen artık değerlerin ARCH etkisi taşımadığını görülmüştür.

**Tablo 5.** ADF Birim Kök Sınamaları

Olay	OSD	I(0)		I(1)		Karar
		Test İstatistiği	Olasılık	Test İstatistiği	Olasılık	
OLY–1	10	–0.113	0.644	–14.148*	0.000	I(1)
OLY–1	20	–0.100	0.648	–14.391*	0.000	I(1)
OLY–1	30	–2.298	0.173	–14.665*	0.000	I(1)
OLY–2	10	–1.510	0.527	–14.410*	0.000	I(1)
OLY–2	20	–1.496	0.535	–14.692*	0.000	I(1)
OLY–2	30	–1.440	0.563	–14.899*	0.000	I(1)
OLY–3	10	–1.921	0.322	–14.442*	0.000	I(1)
OLY–3	20	–1.910	0.328	–14.663*	0.000	I(1)
OLY–3	30	–1.981	0.295	–14.949*	0.000	I(1)
OLY–4	10	–1.470	0.548	–14.555*	0.000	I(1)
OLY–4	20	–1.480	0.543	–14.877*	0.000	I(1)
OLY–4	30	–1.236	0.660	–15.043*	0.000	I(1)

\* işareti test istatistiğinin 0,01 önem düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Uygun gecikme uzunlukları Schwarz bilgi kriterine dayalı olarak belirlenmiştir.

Takip eden aşamada, en uygun olanların belirlenebilmesi amacıyla çeşitli ARMA (p,q) ve GARCH (p,q) modelleri test edilmiş ve Tablo 6’da sunulan modellerde karar kılınmıştır.

**Tablo 6.** ARMA – GARCH Modelleri

Olay	OSD	Değişkenler	Test İstatistiği	Olasılık	Uygun Model
OLY-1	10	AR(3)	9,946*	0,000	ARMA(3,3)
		MA(3)	-11,504*	0,000	
		RESID(-1)^2	26,915*	0,000	GARCH(1,1)
		GARCH(-1)	5,990*	0,000	
OLY-1	20	AR(3)	-1,745**	0,041	ARMA(3,3)
		MA(3)	2,542**	0,011	
		RESID(-2)^2	-3,958*	0,000	GARCH(2,1)
		GARCH(-1)	29,997*	0,000	
OLY-1	30	AR(3)	-15,027*	0,000	ARMA(3,3)
		MA(3)	20,106*	0,000	
		RESID(-1)^2	6,100*	0,000	GARCH(1,1)
		GARCH(-1)	26,978*	0,000	
OLY-2	10	AR(1)	2,268**	0,023	ARMA(1,2)
		MA(2)	1,831*	0,047	
		RESID(-1)^2	4,631*	0,000	GARCH(1,1)
		GARCH(-1)	21,172*	0,000	
OLY-2	20	AR(2)	2,011**	0,044	ARMA(2,1)
		MA(1)	2,332**	0,020	
		RESID(-1)^2	4,731*	0,000	GARCH(1,1)
		GARCH(-1)	17,988*	0,000	
OLY-2	30	AR(2)	2,118**	0,034	ARMA(2,1)
		MA(1)	2,639*	0,008	
		RESID(-1)^2	4,861*	0,000	GARCH(1,1)
		GARCH(-1)	16,499*	0,000	
OLY-3	10	AR(2)	4,262*	0,000	ARMA(2,1)
		MA(1)	3,838*	0,000	
		RESID(-1)^2	3,975*	0,000	GARCH(1,1)
		GARCH(-1)	10,616*	0,000	
OLY-3	20	AR(2)	4,509*	0,000	ARMA(2,1)
		MA(1)	4,003*	0,000	
		RESID(-1)^2	4,300*	0,000	GARCH(1,1)
		GARCH(-1)	9,908*	0,000	
OLY-3	30	AR(1)	3,902*	0,000	ARMA(1,3)
		MA(3)	-4,206*	0,000	
		RESID(-1)^2	4,955*	0,000	GARCH(1,1)
		GARCH(-1)	11,481*	0,000	
OLY-4	10	AR(1)	4,394*	0,000	ARMA(1,1)
		MA(1)	-3,865*	0,000	
		RESID(-1)^2	7,488*	0,000	GARCH(1,1)
		GARCH(-1)	19,738*	0,000	
OLY-4	20	AR(1)	4,435*	0,000	ARMA(1,1)
		MA(1)	-3,930*	0,000	
		RESID(-1)^2	7,618*	0,000	GARCH(1,1)
		GARCH(-1)	20,456*	0,000	
OLY-4	30	AR(1)	4,675*	0,000	ARMA(1,1)
		MA(1)	-4,121*	0,000	
		RESID(-1)^2	7,618*	0,000	GARCH(1,1)
		GARCH(-1)	19,587*	0,000	

\* ve \*\* işaretleri test istatistiklerinin sırasıyla 0,01 ve 0,05 önem düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Belirlenen modellerin hata terimlerinde ARCH etkilerinin bulunup bulunmadığı ARCH-LM ile sınanmıştır. Serilerin Tablo 7’de sunulan modellere dayalı tahminlerinden elde edilen artık değerlerin ARCH etkisi taşımadığını görülmüştür.

**Tablo 7. ARCH–LM Testi Sonuçları**

Olay	OSD	Test İstatistiği	Olasılık	Gözlem*R2	Olasılık	Model
OLY-1	10	2,326	0,128	2,323	0,127	ARMA(3,3), GARCH(1,1)
OLY-1	20	0,801	0,372	0,805	0,370	ARMA(3,3), GARCH(2,1)
OLY-1	30	2,204	0,139	2,202	0,138	ARMA(3,3), GARCH(1,1)
OLY-2	10	0,082	0,775	0,083	0,774	ARMA(1,2), GARCH(1,1)
OLY-2	20	0,165	0,685	0,166	0,683	ARMA(2,1), GARCH(1,1)
OLY-2	30	0,209	0,648	0,210	0,647	ARMA(2,1), GARCH(1,1)
OLY-3	10	0,107	0,744	0,108	0,742	ARMA(2,1), GARCH(1,1)
OLY-3	20	0,133	0,715	0,134	0,714	ARMA(2,1), GARCH(1,1)
OLY-3	30	0,189	0,664	0,191	0,662	ARMA(3,1), GARCH(1,1)
OLY-4	10	0,876	0,350	0,880	0,348	ARMA(1,1), GARCH(1,1)
OLY-4	20	0,837	0,361	0,840	0,359	ARMA(1,1), GARCH(1,1)
OLY-4	30	0,724	0,396	0,727	0,394	ARMA(1,1), GARCH(1,1)

Son aşamada merkez bankası değişimleri ile ülke CDS primleri arasındaki oynaklık ilişkisi modellerde kukla değişkenlerin kullanılması suretiyle araştırılmış, sağlanan bulgular Tablo 8’de paylaşılmıştır. Değişkenlere ait test istatistiklerinin anlamlı ve negatif olması olay sonrası dönemde oynaklığın azaldığını göstermektedir. İstatistik değerinin pozitif işarete sahip olması ise başkan değişiminin oynaklığın artmasına yol açan sebeplerden birisi olabileceğine işaret etmektedir. Oynaklık bulguları dört merkez bankası değişimini takip eden tüm OSD’lerde oynaklığın anlamlı olarak farklılaştığını ortaya koymaktadır. Birinci ve dördüncü merkez bankası değişimlerinden sonra Türkiye’nin 5 yıllık CDS primlerindeki oynaklık azalmıştır. Buna karşın ikinci ve dördüncü merkez bankası başkanı değişimlerinden sonraki on, yirmi ve otuz günlük pencerelerin tamamında oynaklığın arttığı görülmektedir.

**Tablo 8. Başkan Değişimi – Oynaklık İlişkisi**

Olay	OSD	Test İstatistiği	Olasılık
OLY-1	10	2,949*	0,009
OLY-1	20	2,039**	0,049
OLY-1	30	3,201*	0,002
OLY-2	10	-5,248*	0,000
OLY-2	20	-3,751*	0,001
OLY-2	30	-2,260**	0,028
OLY-3	10	-3,175*	0,005
OLY-3	20	-2,460**	0,019
OLY-3	30	-2,463**	0,017
OLY-4	10	3,820*	0,001
OLY-4	20	3,03*1	0,004
OLY-4	30	2,603**	0,012

\* ve \*\* işaretleri test istatistiklerinin sırasıyla 0,01 ve 0,05 önem düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

## 5. SONUÇ

Türkiye’de 2017–2023 yılları arasında, henüz yasal süreleri dolmadan, dört merkez bankası başkanı değişikliği gerçekleşmiştir. Bu çalışmada, ilgili değişimlerinin Türkiye’nin CDS primlerinde ve oynaklıkta anormal değişimler ortaya çıkartıp çıkartmadığı analiz edilmiştir. Olay çalışması yönteminin uygulandığı araştırmada öncelikle (-10, +10), (-20, +20) ve (-30, +30) gün olmak üzere üç farklı pencerede, olay öncesi ve sonrası dönemler arasında anlamlı anormal prim farkları olup olmadığı bağımsız örneklem t-testi veya Mann–Whitney U testi ile incelenmiştir. Elde edilen bulgular; birinci, ikinci ve üçüncü merkez bankası değişimlerinde, her üç pencerede de olay öncesi ve sonrası dönemler arasında istatistiksel olarak anlamlı anormal prim değişiminin olmadığını göstermektedir. Araştırılan dönemdeki son merkez bankası değişim tarihi olan 09.06.2023’ten önceki ve sonraki on günlük dönem arasında ise anormal primde azalış yönünde değişim gözlemlenmiştir. Anormal prime yönelik sınamalardan sonra, Türkiye’nin ABD doları cinsinden 5 yıllık CDS primlerindeki oynaklığın merkez bankası başkanları değişim tarihinden sonraki seyri oluşturulan GARCH(p,q) modellerine kukla değişkenler eklemek suretiyle incelenmiştir. Sonuçlar, birinci ve üçüncü merkez bankası değişimini takip eden on, yirmi ve otuz günlük olay sonrası dönemlerin tamamında ülke CDS primlerindeki oynaklık düzeyinin anlamlı olarak azaldığını göstermiştir. Ancak ikinci ve üçüncü merkez bankası değişimleri sonrasındaki pencerelerin tamamında oynaklık artmıştır.

Gelişmekte olan piyasalardaki politika yapıcılar uluslararası finansal piyasalarda güvenilirlik oluşturmak açısından önemlidirler. Bunlardan birisi olan merkez bankası başkanları modern demokrasilerin en önemli bağımsız politika yapıcıları arasındadırlar ve geniş ölçüde hareket özgürlüğüne sahiptirler. Yatırımcılar siyasi otoritenin kilit politika yapıcılarının değiştirilmesini ele alma biçimine karşı duyarlı olabilirler. Merkez bankası başkanı değişiklikleri gelecekteki uygulanacak politikalar hakkında önemli sinyaller verebilir, başta enflasyon ve reel faiz oranları olmak üzere, finansal ve makroekonomik beklentileri değiştirebilir. Finansal piyasalar da merkez bankası değişimlerine, izlenecek politikaların finansal sistem ve makroekonomi üzerinde etki yapma potansiyelleri nedeniyle reaksiyon gösterebilir. Diğer bir ifadeyle merkez bankası başkanı değişiklikleri gelecekte uygulanacak politikalar hakkında yeni bilgiler veriyorsa finansal piyasalar bu tür değişikliklere tepki verebilirler. Merkez bankası başkanı değişimlerinin uluslararası finansal piyasalar üzerinde yaratabileceği bir diğer etki ilgili kurumun bağımsızlık algısını zedelenmesi durumunda ortaya çıkabilir. Bağımsız merkez bankasının siyasi baskı altında olmadan politikalar belirleyebileceği ve uygulayabileceği kabul edilmekte ve böylece makroekonomik ve finansal istikrara katkı sağlayabileceği öngörülmektedir. Çoğu ülkede merkez bankalarına bağımsızlık tanınmış olmasına karşın, özellikle bazı gelişmekte olan ülkelerde merkez bankası başkanlarının kısa sürelerde değiştirilmesi ilgili ülkelerde gerçek bağımsızlığın olmadığı ya da sınırlı olduğu algısının oluşmasına neden olabilir. Tüm bu hususlar ülke riski üzerinde olumsuz etki yaratma potansiyeline sahiptir. Ancak, bu çalışmanın Türkiye’deki merkez bankası başkanı değişimlerine yönelik elde edilen sonuçları yukarıda belirtilen hususları tümüyle destekleyecek ya da ilgili varsayımlarla tam olarak çelişecek kanıtlar sağlamamaktadır. Araştırılan dönemde merkez bankası başkanlarının tamamı görev süreleri dolmadan ayrılmış olmalarına rağmen, biri dışındakilerde anormal prim düzeyinde olay öncesi ve sonrası dönemleri arasında anlamlı farklılık saptanamamıştır. Oynaklığın ise bazı merkez bankası değişimlerinden sonraki dönemlerde azaldığı, diğerlerinde arttığı görülmektedir. Bu sonuçlar bir bütün olarak

değerlendirildiğinde; piyasaların merkez bankası başkanı değişim hızından çok ilgili kuruma kimin başkanlık edeceğini önemsedğini söylemek mümkündür.

Bu araştırmanın, istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiş olmasına karşın, bazı sınırlılıkları söz konusudur. Bulgular merkez bankası değişimleri ile ülke CDS primi arasındaki nedensellik ilişkisini değil, olay öncesi ve sonraki dönemler arasında anlamlı farkları ortaya koymaktadır. Ayrıca, çalışma Türkiye'nin CDS primlerinin belirleyicilerinin neler olduğunun incelenmesine yönelik olmayıp, uygulanan yöntem prim düzeyleri üzerinde etkili olabilecek diğer faktörleri içermemektedir. İlerideki çalışmalarda her iki değişken arasındaki ilişkinin, başta uygulanan para politikaları olmak üzere, çeşitli makroekonomik, finansal ve siyasal unsurları da içerecek şekilde genişletilerek analiz edilmesi bu araştırmanın tamamlayıcısı olacaktır.

### **KAYNAKLAR**

- Acharya, Viral V. (2018), “ On the Importance of Independent Regulatory Institutions – The Case of the Central Bank”, Reserve Bank of India Speeches. <https://www.ccilindia.com/Documents/Rakshitra/2018/Nov/Speeches.pdf>, (13.04.2023).
- Akın, Tuğba ve Işıklı, Emre (2020), “Kredi Temerrüt Takası, Büyüme ve Cari Açık İlişkisi: Türkiye Örneği”, Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 8, ss. 91–98.
- Arslan, Merve – Kuzu, Serdar – Çelik, İsmail E. (2022), “CDS Primleri Üzerinde Etkili Olan Makroekonomik Göstergelerin Araştırılması: Türkiye Örneği”, EKEV Akademi Dergisi, 90, ss.331–346.
- Baldacci, Emanuele – Gupta, Sanjeev – Mati, Amine (2011), “Political and Fiscal Risk Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets”, Review of Development Economics, 15(2), pp.251–263.
- Barro, Robert J. – Gordon, David B. (1983), “Rules, Discretion and Reputation in A Model of Monetary Policy”, Journal of Monetary Economics, 12(1), pp.101–121.
- Bekaert, Geert – Harvey, Campell R. – Lundblad, Christian – Siegel, Stephan (2014), “Political Risk Spreads”, Journal of International Business Studies, 45(4), pp.471–493.
- Benzoni, Luca – Collin Dufresne, Pierre – Goldstein, Robert S. – Helwege, Jean. (2015), “Modeling Credit Contagion via the Updating of Fragile Beliefs”, The Review of Financial Studies, 28(7), pp.1960–2008.
- Bernanke, Ben S. (2010), “Central Bank Independence, Transparency, and Accountability”, <https://www.bis.org/review/r100527a.pdf>, (18.01.2023).
- Beşkaya, Ahmet – Güdenoğlu, Erdem (2014), “Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Enflasyon Arasındaki İlişki: Türkiye Ekonomisinin Zaman Serileriyle Analizi”, Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi, 1(2), ss.43–69.

- Bindak, Recep (2014), ‘‘Mann–Whitney U ile Student’s t Testinin I. Tip Hata ve Güç Bakımından Karşılaştırılması: Monte Carlo Simülasyon Çalışması’’, Afyon Kocatepe Üniversitesi Fen ve Mühendislik Bilimleri Dergisi, 14, ss.5–11.
- Bollerslev, Tim (1986), ‘‘Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity’’, Journal of Econometrics, 31, pp.307–327.
- Buz, Nadire E. – Küçükkocaoğlu, Güray (2023), ‘‘ Ülke Kredi Temerrüt Takas (CDS) Primini Etkileyen Faktörler, Türkiye Uygulaması’’, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 25(1), ss.27–52.
- Cukierman, Alex (1994), Commitment Through Delegation, Political Influence and Central Bank Independence, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- Cukierman, Alex – Webb, Steven B. (1995), ‘‘Political Influence on The Central Bank: International Evidence’’, The World Bank Economic Review , 9(3), pp.397–423.
- Cukierman, Alex – Webb, Steven B. – Neyapti, Bilin (1992), ‘‘Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes’’, The World Bank Economic Review, 6(3), pp.353–398.
- Demirgil, Hakan (2011), ‘‘Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Makroekonomik Performans: TCMB Örneği’’, Sosyoekonomi, 16(16), ss.113–136.
- Denli, Mehmet B. (2022), ‘‘Kredi Temerrüt Swapları (CDS), Gayrisafi Milli Hasıla İçindeki Borç Oranları ve Faiz Oranları Arasındaki Panel Eşbütünleşme, Nedensellik Analizleri: BRICS Ülkeleri ve Türkiye Örneği’’, Academic Knowledge, 5(1), ss.18–28.
- Dickey, D. A. & Fuller, W. A. (1981), ‘‘Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root’’, Econometrica: Journal of the Econometric Society, 49(4), pp.1057–1072.
- Eichler, Stefan (2014), ‘‘The Political Determinants of Sovereign Bond Yield Spreads’’, Journal of International Money and Finance, 46(C), pp.82–103.
- Eijffinger, Sylvester C.W. – de Haan, Jakop (1996), ‘‘The Political Economy of Central Bank Independence’’, Princeton University Special Papers in International Economics, <https://ies.princeton.edu/pdf/SP19.pdf>, (23.01.2023).
- Engle, Robert F. (1982), ‘‘Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation’’, Econometrica, 50(4), pp.987–1007.
- Ennsler Jedenastik, Laurenz (2014), ‘‘Party Politics and the Survival of Central Bank Governors’’, European Journal of Political Research, 53, pp.500–519.
- Ergenç, Serpil – Güneren Genç, Elif (2020), ‘‘Türkiye’de Kredi Temerrüt Takası Primlerindeki Değişimin İncelenmesi’’, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 19(37), ss.449–461.

- Goodhart, Charles A.E. (2008), “The Regulatory Response to the Financial Crisis”, *Journal of Financial Stability*, 4(4), pp.351–358.
- Hutchison, Michael – McDill, Kathleen (1999), “Are All Banking Crises Alike? The Japanese Experience in International Comparison”, *Journal of the Japanese and International Economies*, 13(3), pp.155–180.
- Ilıkkın Özgür, Munise – Çelik, Seda (2021), “Türkiye Ekonomisinde Seçim Dönemlerinde CDS Primini Etkileyen Faktörlerin Analizi: 2002–2018 Dönemi”, *Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(12), ss.106–125.
- İşcanoğlu Çekiç, Ayşegül – Gültekin, Havva (2023), “Kredi Temerrüt Swapları ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkinin Analizi”, *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 8(2), ss.305–322.
- Jeanneret, Alexandre (2018), “Sovereign Credit Spreads Under Good/Bad Governance”, *Journal of Banking and Finance*, 93, pp.230–246.
- Kandemir, Tuğrul – Vurur, N. Serap – Gökgöz, Halilibrahim (2022), “Türkiye’nin CDS Primleri ile BİST 100, Döviz Kurları ve Tahvil Faizleri Arasındaki Etkileşimin cDCC–EGARCH ve Varyansta Nedensellik Analizleriyle İncelemesi”, *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 24(42), ss.510–526.
- Klomp, Jeroen – de Haan, Jakob (2009), “Central Bank Independence and Financial Instability”, *Journal of Financial Stability*, 5(4), pp.321–338.
- Koç, Ayhan – Gürsoy, Samet (2020), “Amerikan Merkez Bankası FED’in Para Politikası Araçları ve Bağımsızlığı”, *Econder International Academic Journal*, 4(2), ss.421–447.
- Koç Yurtkur, Asuman – Arpağ, Mehmet (2020), “Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Enflasyon Arasındaki İlişki: Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler Üzerine Bir İnceleme”, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 29(4), ss.1–20.
- Kuttner, Kenneth N. – Posen, Adam S. (2010), “Do Markets Care Who Chairs The Central Bank?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(2–3), pp.347–371.
- Montes, Gabriel C. – de Oliveira, Diego S.P. (2019), “Central Bank Transparency and Sovereign Risk Ratings: A Panel Data Approach”, *International Economics and Economic Policy*, 16, pp.417–433.
- Moser, Christoph – Dreher, Axel (2010), “Do Markets Care About Central Bank Governor Changes? Evidence from Emerging Markets”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(8), pp.1589–1612.
- Ramlall, Indranarain (2016), “Does Central Bank Quality Determine Sovereign Ratings and Credit Default Swap Spreads: Evidence from the World? *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 3, pp.5–29.



Sancar, Canan – Kılınçer, Beyhan – Can, Esra – Akbaş, Yusuf E. (2023), ‘‘Merkez Bankası Bağımsızlığının Finansal İstikrar Üzerindeki Etkisi: Çoklu Yapısal Kırılmalı Zaman Serisi Analizi’’, International Journal of Eurasia Social Sciences, 14(51), ss.104–117.

Santiso, Javier (2003), The Political Economy of Emerging Markets: Actors, Institutions and Financial Crises in Latin America, CERI Series in International Relations and Political Economy, Palgrave Macmillan, New York.

Şahin, Cumhuri (2018), ‘‘Cari Açık Değerleri CDS puanları Üzerinde Etkili Midir? Türkiye İçin Bir Perspektif’’, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 80, ss.189–206.

Willems, Tim – Zettelmeyer, Jaromin (2022), ‘‘Sovereign Debt Sustainability and Central Bank Credibility’’, The Annual Review of Financial Economics, 14, pp.75–93.

Yenisu, Ersin – Yenice, Sedat (2018), ‘‘Temel Makroekonomik Göstergelerin Ülke Riski Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği’’, İş ve Hayat, 4(8), ss.27–53.

Yılmaz, Alper – Çetiner, Özgür (2017), ‘‘Risk in Turkish Economy; The Linkage Between Credit Default Swap (CDS), Current Account Deficit and Exchange Rate’’, Uluslararası Sosyal Araştırmalar Kongresi Bildiriler Kitabı 2, ss.563–577.

Yılmaz, Ragıp – Arslan, Salih (2021), ‘‘Neoliberalizm, Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Baskı Gruplarının Rolü’’, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 16(1), ss.252–275.

[https://commission.europa.eu/system/files/2019-07/stakeholder\\_contribution\\_on\\_rule\\_of\\_law\\_-\\_european\\_central\\_bank.pdf](https://commission.europa.eu/system/files/2019-07/stakeholder_contribution_on_rule_of_law_-_european_central_bank.pdf) (02.03.2023).

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6/01.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6-m5lkoKU> (07.01.2023).

