

---

## ARAP BAHARI COĞRAFYASINDAN GELEN HABERLERİN CDS PRİMLERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ<sup>1</sup>

---

İbrahim BOZKURT<sup>2</sup>, Muhammed Veysel KAYA<sup>3</sup>

### ÖZ

Bir ülkenin CDS primleri, ekonomik ve finansal gelişmelerle birlikte yatırımcıların risk algısına etki edebilecek nitelikte olan siyasi, askeri ve toplumsal olaylardan da olumlu ya da olumsuz şekilde etkilenir. Yatırımcı risk algısına etki eden olaylardan biri de global olaylar ve global olaylardan kaynaklanan global risklerdir. Global risk, uluslararası nitelikteki olayların finansal araçların getirisinde meydana getireceği değişimler olarak tanımlanmaktadır. Bu bağlamda, bu çalışma, Arap Baharı coğrafyasında yer alan ve Türkiye'ye sınır olan ülkelerden Irak, İran ve Suriye ile ilgili iyi ve kötü haberlerin, Türkiye'nin 5 yıl vadeli CDS primleri üzerindeki etkisini incelemeyi amaç edinmiştir. Olay çalışması yönteminin kullanıldığı çalışmada; 2010-2013 dönemine ait, Irak, İran ve Suriye ile ilgili haberler ile Türkiye'nin 5 yıl vadeli CDS primleri veri olarak kullanılmıştır. Çalışma sonucunda; sadece İran'a ait hem iyi hem de kötü haberlerin, Türkiye'nin CDS primlerine diğer bir ifadeyle Türkiye'nin ülke riskine etki ettiği ortaya konulmuştur. Edindiği amaç ve ele aldığı konuya ilişkin olarak ortaya koyduğu bulguları ile çalışmanın ilgili yazına önemli katkılar sağladığı düşünülmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** CDS, Ülke Riski, Uluslararası Haberler, Anormal Getiri.

**JEL Sınıflandırması:** E44, F34, F59.

---

## THE EFFECT OF THE NEWS THAT COME FROM THE ARAB SPRING REGION ON CDS PREMIUMS: EVIDENCE FROM TURKEY

---

### ABSTRACT

The credit default swap spreads of a country are affected positively or negatively by economic and financial headwinds in addition to political, military and social events which have an impact on investors' risk perception. One of the events, which affect the investors' risk perception, is also global events and consequent global risks. Global risk is defined as the changes in the returns of the financial instruments which will be caused by international developments. In this context, this study aims to analyse the effect of good and bad news related to Iraq Iran and Syria on Turkey's 5-year term CDS premiums. In this study that used event study methodology, the news related to Iraq Iran and Syria and Turkey's 5-year term CDS premiums were used as data. As a result of this study, it was found that only the good and bad news related to Iran had an effect on Turkey's CDS premiums, in other words, Turkey's sovereign risk. It is thought that this study contributes to the related literature by revealing findings regarding its subject and purpose.

**Keywords:** Credit Default Swap, Sovereign Risk, International news, Abnormal Return.

**JEL Classification:** E44, F34, F59.

---

<sup>1</sup> Bu çalışma, 20-22 Ekim 2016 tarihleri arasında Trabzon'da düzenlenen 20. Finans Sempozyumu'nda bildiri olarak sunulmuştur.

<sup>2</sup> Doç. Dr., Çankırı Karatekin Üniversitesi, İİBF, Bankacılık ve Finans, ibozkurt@karatekin.edu.tr ORCID: 0000-0003-4921-8767

<sup>3</sup> Doç. Dr., Kırıkkale Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, mveyselkaya@yahoo.com ORCID: 0000-0001-9322-1694

DOI: 10.18092/ulikidince.292772

Makalenin Geliş Tarihi (Received Date): 17/02/2017

Yayına Kabul Tarihi (Acceptance Date): 17/08/2017

## 1.Giriş

Bir ülkenin ekonomik, finansal ve siyasi tüm risk unsurlarını bünyesinde barındıran ülke riski (Beers ve Cavanaugh, 2008: 5), o ülkenin dış borçlarını ödeyememe ya da ödemek istememe olasılığı olarak adlandırılmaktadır. Ülke riskindeki artış, yerli-yabancı tüm yatırımcıların ülkeye yapacağı yatırımları ve finansal varlık fiyatlarını genellikle olumsuz yönde etkilemektedir (Huang, 1985; Erb vd., 1998; Cosset ve Suret, 1995; Ferson ve Harvey, 1997; Lobo, 1999; Harvey vd., 2002; Mateus, 2004;Yapraklı ve Güngör, 2007). Bu nedenle yatırımcılar; farklı ülkelerde şirket kurmayı veya bir şirkete ortak olmayı ya da finansal varlık yatırımı yapmayı düşünürken öncelikle ilgili ülkenin ülke riskinin nasıl bir seyir içinde olduğunu analiz etmektedirler. Bir ülkeye ait ülke riskinin nasıl bir seyir içinde olduğunu görmenin en pratik yolu, CDS (Credit Default Swap) primlerine bakmaktır. Çünkü bir ülkenin riski artmaya (azalmaya) başladığında bu durumun ilk yansımaları, kendini CDS<sup>4</sup> piyasasında göstermekte ve CDS primleri yükselmektedir (düşmektedir). Aslında, yatırımcıların ülke riski algısı, uzun yıllar boyunca, genellikle salt kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen “ülke kredi notlarına” göre şekillenmiştir. Fakat 2000’li yıllara girerken kredi derecelendirme kuruluşları, verdikleri notların ülke risklerini yansıtmadaki yetersizliği nedeniyle eleştirilmiştir (Mora, 2006). Yüksek kredi notuna sahip birçok ekonomik birimin yaşanan krizlerde iflasa sürüklenmesi, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlara alternatif bir gösterge arayışı içine girilmesine neden olmuş ve sonrasında CDS primlerinin, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların yerini alabileceği ortaya konulmuştur (Flannery vd., 2010: 2085).

Piyasada alınıp satılabilen türev ürünlerden biri olan CDS'lere ilişkin arz ve talep, yatırımcıların risk algısına göre belirlenmekte ve arz-talep eğrilerinin kesiştiği yerde, CDS primi oluşmaktadır. Dolayısıyla da ülke risk priminin göstergesi olan CDS primi; (i)yatırımcıların, o ülke ile ilgili olarak nasıl bir risk algılaması içinde olduğunu ortaya koyan, (ii) piyasaların, ilgili ülkenin borçlarını ödeyebilme kabiliyetine olan inancını temsil eden ve (iii)bu nedenlerden dolayı da ilgili tarafların gözünde vazgeçilmez bir belirtke niteliği taşıyan en önemli göstergedir.

(i)CDS piyasasında yaşanan hızlı gelişmeler, (ii)ülke riskinin, yatırımları ve finansal varlık fiyatlarını etkileyebilmesi (Huang, 1985; Erb vd., 1998; Cosset ve Suret, 1995; Ferson ve Harvey, 1997; Lobo, 1999; Harvey vd., 2002; Mateus, 2004; Yapraklı ve Güngör, 2007) ve (iii)yatırımcıların, yatırım yaparken öncelikle ülke riskini analiz etme gerekliliği (Ercan ve Ban, 2005: 121), ülke riskinin göstergesi olan CDS primlerine yönelik çalışmaların yapılmasına ortam hazırlamıştır. Bu alanda yapılan çalışmalardan bazısı (Duffie, 1999; Hull ve White, 2000), CDS'lerin değer tespitine yönelik modelleri ortaya koymayı amaç edinmişken; bazısı (Di Cesare ve Guazzarotti, 2010; Sand, 2012; Longstaff vd., 2011) da CDS primlerine etki eden faktörlerin neler olduğunu tespit etmeyi amaç edinmiştir. CDS primleri üzerinde etkili olan faktörleri inceleyen çalışmalarda; genellikle, makroekonomik ve finansal göstergelerin, kredi derecelendirme kuruluşlarınca verilen kredi notlarının ve risk algısının göstergesi olan VIX<sup>5</sup> endeksinin değerleri gibi unsurların CDS primleri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir (Tablo 1).

Literatürde yer alan ve çalışma kapsamı içerisinde CDS primlerine etki eden faktörlere ilişkin bulgulara yer veren araştırmalardan bazısı, aşağıda yer alan Tablo 1’de özetlenmektedir.

<sup>4</sup> CDS; koruma satıcısının, koruma alıcısının ödeyeceği belli bir bedel (CDS primi) karşılığında referans varlıktan kaynaklanan kredi riskini kısmen ya da tamamen üstlendiği ve ödeme koşulunun gerçekleşmesi durumunda koruma alıcısına koruma tutarını ödemeyi taahhüt ettiği sözleşmelerdir. Bu yönüyle CDS, belirli bir ödeme (CDS primi) karşılığında, kredi riskinin, koruma alıcısından koruma satıcısına transfer edilmesini sağlamaktadır (Fontana ve Scheicher, 2010: 5). Örneğin, Türkiye Cumhuriyeti Devleti’nin çıkarmış olduğu borçlanma senetlerini satın alan yerli ya da yabancı yatırımcılar aynı zamanda Türkiye’nin ülke riskini de satın almış olurlar. İşte bu noktada CDS, Türkiye’nin ülke riskini, ödenecek prim karşılığında başka bir yatırımcıya ya da kuruma transfer etmektedir

<sup>5</sup> VIX endeksi, opsiyon fiyatlarını temel alarak piyasanın beklenen volatilesini belirlemek ve piyasalardaki yatırımcıların korku derecesinin bir göstergesi olarak kullanılmaktadır.

Tablo 1: Literatür Taraması

Çalışma Sahibi ya da Sahipleri	Araştırmanın Örnek Kütlesi	Yöntem	Sonuç
Skinner ve Towned, 2002	29 ülkenin Eylül 1997-Şubat 1999 dönemlerine ait CDS primleri.	Regresyon Analizi	Ülkelere ait CDS primleri ile (i)risksiz faiz oranı, (ii)referans varlığın getirisi, (iii)faiz oranı volatilitesi, (iv)CDS vadesi ve (v)referans varlığı ihraç edenin yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda, koruma satıcısının yapacağı ödeme miktarı arasındaki ilişkinin analiz edildiği çalışmada; risksiz faiz oranının, referans varlığın getirisinin ve CDS vadesinin CDS primi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olduğu ortaya konulmuştur.
Cossin ve Jung, 2005	Arjantin, Brezilya, Çin, Meksika, Filipinler, Güney Afrika, Tayland ve Türkiye'ye ait CDS primlerinin Haziran 1997 - Şubat 2000 dönemlerindeki değerleri.	Regresyon Analizi	Ülkelere ait kredi notları ile CDS primleri arasındaki ilişkinin, önemli finansal krizlerin öncesinde ve sonrasında analiz edildiği çalışmada; reyting algılarının finansal kriz sonrasında aşırı değiştiğini, bunun da kriz öncesindeki değişkenlerle sonrasındaki değişkenlerin farklılaşmasından kaynaklandığı ortaya konulmuştur.
Remolona vd., 2008	24 ülkenin Ocak 2002-Mayıs 2006 dönemine ait aylık CDS primleri.	Regresyon Analizi	Ülke risk primi ile ülke riski üzerinde etkisi olduğu kabul edilen faktörlerin ülke riski ve ülke risk primi ile ilişkisinin analiz edildiği çalışmanın sonucunda; ülkelere özgü enflasyon oranlarının, belirsizliğin göstergesi olarak kabul gören VIX endeksinin ve JP Morgan tarafından oluşturulan risk tolerans endeksinin (Risk Tolerance Index – RTI) ülke riski ve risk primi üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.
Norden ve Weber 2009	58 firmanın Temmuz 1998-Aralık 2002 dönemine ait CDS primleri .	VAR Analizi	CDS primleri, şirket tahvil primleri ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkilerin incelendiği çalışmanın sonucunda; hisse senedi getirilerinin CDS primlerinin granger nedeni olduğu ortaya konulmuştur. Ayrıca çalışmada, pozitif hisse getirilerinin beraberinde negatif CDS primleri getirdiği de tespit edilmiştir.
Ersan ve Günay, 2009	Türkiye'nin 2004-2009 yılları arasındaki 5 yıl vadeli CDS primlerinin günlük değerleri.	VAR Analizi	2008 yılı Mart ayında "Adalate ve Kalkınma Partisi"ne yönelik kapatma davasının, Türkiye CDS primleri üzerinde bir etkisinin olup olmadığının incelendiği çalışmada, anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Buna karşın; Türkiye CDS primleri üzerinde, yurtiçi değişkenlerden ziyade yurtdışında işlem gören Eurobond getirileri ile Dow Jones Endeksi getirilerinin etkili olduğu ortaya konulmuştur.

Di Cesare ve Guazzarotti, 2010	Finans sektöründe yer almayan ve borsada işlem gören 167 ABD firmasının tahvilleri üzerine yazılı 5 yıl vadeli CDS primlerinin Ocak 2002- Mart 2009 dönemine ilişkin gün sonu ortalama fiyatları.	Regresyon Analizi	Ocak 2002 – Mart 2009 periyodunda ABD firmalarının tahvilleri üzerine yazılı olan CDS primlerindeki değişikliklerin belirleyicilerinin analiz edildiği çalışmada; Merton (1974) modeli kullanılarak bulunan teorik CDS primleri, firmaların kaldıraç düzeyleri, volatilité değerleri, risksiz faiz oranı, firmaların hisse değerleri, verim eğrisinin eğimi ve belirsizliğin göstergesi olarak VIX endeksi gibi değişkenler, veri olarak kullanılmıştır. Çalışma sonucunda; krizin başlangıç dönemi olarak belirlenen Temmuz 2007 döneminin öncesinde ve sonrasında ilgili değişkenlerin CDS primlerindeki değişimlerin %50'sinden fazlasını açıklayabildiği ortaya konulmuştur.
Plank, 2010	Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya ve Türkiye'ye ait 5 yıl vadeli CDS primlerinin Ocak 2001-Aralık 2009 dönemlerindeki değerleri.	Yazarca Oluşturulan Revize Model	Ülkelerin dış borçlarını ödeyebilme yeteneklerini belirlemeye çalışan bir modelin oluşturulduğu çalışmada; oluşturulan model ile belirlenen dış borç ödeme gücü ile CDS primleri arasında yüksek bir korelasyon olduğu tespit edilmiştir.
Brandorf ve Holmberg (2010)	Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya'ya ait CDS primlerinin Mart 2004-Eylül 2009 dönemlerindeki değerleri.	Regresyon Analizi	Birtakım makroekonomik değişkenler (GSYH büyüme hızı, brüt borç stoku, enflasyon oranı ve işsizlik oranı) ile ülkelerin CDS primleri arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmanın sonucunda; elde edilen bulguların ülkeden ülkeye değişim göstermesine rağmen, genellikle (i)kamu borcunun artması ile CDS primlerinin arttığı, (ii)CDS primleri üzerinde en az etkisi olan değişkenin enflasyon oranı olduğu ve (iii) CDS primleri üzerinde etkili olan değişkenin işsizlik oranı olduğu ortaya konulmuştur.
Fontana ve Scheicher (2010)	Euro bölgesindeki 10 ülkenin Ocak 2006-Eylül 2008 dönemine ait haftalık CDS primleri.	Regresyon Analizi	Ülke CDS primlerinin, risksiz faiz oranı, risk algısı, kamu borçları ve iTraxx endeksinin değeri gibi değişkenlerle arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada; azalan global risk algısının CDS primlerinde artışa neden olduğu ortaya konulmuştur.
Longstaff vd., (2011)	26 ülkenin Ekim 2006-Ocak 2010 dönemine ait aylık CDS primleri.	Korelasyon ve Regresyon Analizi	Bu çalışmada, Ülkelerin CDS primlerindeki değişimin, 4 gruba ((i)ülkelere ait ekonomik değişkenler grubu, (ii)global finansal piyasa değişkenleri grubu (iii)global risk primi değişkenleri grubu ve (iv)global piyasa likiditesi değişkeni grubu) ayrılmış açıklayıcı değişkenler ile ilişkisi analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda; ülke kredi riskinin önemli bir kısmının global risk faktörleri ile ilişkili olduğu ve Ülke CDS primlerindeki değişimin, ilgili ülkelerin yerel ekonomik değişkenlerinden ziyade ABD hisse ve tahvil piyasası ile belirsizliğin göstergesi olarak kabul gören VIX endeksi ile ilişkili olduğu ortaya konulmuştur.

Sand (2012)	16 Euro Bölgesi ülkesinin 5 yıl vadeli CDS primlerinin Aralık 2007 - Mart 2011 dönemlerindeki değerleri.	Regresyon Analizi ve Olay Çalışması Yöntemi	Ülke CDS primlerinin belirleyicilerinin analiz edildiği çalışmada; şu 7 değişkenin CDS primleri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. (i) cari denge/GSYH oranı, (ii) risksiz faiz oranı, (iii) borç/GSYH oranı, (iv) reel döviz kuru, (v) hane halkı borcu/GSYH oranı, (vi) kişi başı risk iştahı ve (vii) enflasyon oranı. Bu değişkenlerden enflasyon oranı, borç/GSYH oranı ve hane halkı borcu/GSYH oranı ile ülkelerin CDS primleri arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmişken diğer değişkenler ile CDS primleri arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada makroekonomik göstergelere ilişkin duyuruların CDS primleri üzerinde anormal getiriler sağlayamadığı da ortaya konulmuştur.
Koy, 2014	8 ülkenin Ocak 2009 - Kasım 2012 dönemi aylık CDS primleri.	Granger Nedensellik Testi	CDS primleri ile Euro tahvil primleri arasındaki ilişkinin analizi edildiği çalışmada; Fransa ve İtalya CDS primlerinin tahvil primlerine yön verdiğine dair kanıtlar elde edilmiştir.
Hancı, 2014	Türkiye'nin Ocak 2008 - Aralık 2012 arası günlük CDS primleri.	GARCH	Türkiye'nin CDS primleri ile borsa endeks getirileri arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada; CDS primleri ile borsa getirisi arasında negatif yönlü bir ilişki ortaya konulmuştur.
Başarır ve Keten, 2016	12 ülkenin Ocak 2010 - Ocak 2016 dönemine ait aylık CDS primleri.	Granger Nedensellik ve Johansen Kointegrasyon Testi	Yapılan analiz sonucunda ele alınan dönem için ilgili ülkelerde CDS primleri ile hisse senetleri arasında %95 anlamlılık düzeyinde çift yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiş iken döviz kurları ile herhangi bir kısa ve uzun dönemli olarak nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.
Akkaya (2017)	Türkiye'nin Ocak 2008 - Mart 2016 dönemini kapsayan 5 yıl vadeli CDS primlerinin aylık değerleri.	Regresyon ve VAR Analizi	Türkiye'nin 5 yıl vadeli CDS primlerine etki eden faktörlerin analiz edildiği çalışmada; ABD Dolar kurundaki ve EMBI+ Türkiye Endeksindeki aylık değişimlerin ayrıca altın fiyatları ile Borsa İstanbul getiri endeksindeki değişimlerin, CDS primlerindeki değişim üzerinde etkili olduğu ortaya konulmuştur.

Literatürde yer bulan çalışmaların bir kısmı, ülkelere ait makroekonomik göstergelerin ve finansal verilerin; diğer bir kısmı ise yatırımcıların risk algısını temsil eden vekil değişkenlerden olan VIX endeksi değerleri ile global risk unsurlarının, CDS primi üzerindeki etkisini analiz etmiştir. VIX endeksi değerleri ile global risk unsurlarının CDS primleri üzerindeki etkisini analiz eden çalışmalar; CDS primlerinin, salt ülkelere ait makroekonomik göstergelerden ya da finansal verilerden dolayı değişim göstermeyeceğini aynı zamanda yatırımcıların risk algısındaki değişimlerden dolayı da değişim gösterebileceğini ( Fontana ve Scheicher, 2010: 13) ispatlamaktadır. O halde CDS primleri, ekonomik ve finansal gelişmeler dışında, yatırımcıların risk algısına etki edebilecek (siyasi, askeri ve toplumsal olaylar gibi) diğer olaylardan da etkilenebilir ve risk algısına etki edebilecek olayların başında, global olaylar ve global olaylardan kaynaklanan global risk gelmektedir. Global risk, uluslararası nitelikteki olayların finansal araçların getirisinde meydana getireceği değişimler olarak tanımlanmaktadır (Aydın vd., 2010: 567).

Bu çalışma, Türkiye sınırları dışında vuku bulan ve yatırımcıların risk algısına etki edebilecek nitelikte olan uluslararası öneme sahip olayların, Türkiye CDS primleri üzerindeki etkisini ortaya koymayı amaç edinmiştir. Çalışmada, Türkiye sınırları dışında vuku bulan ve yatırımcıların risk algısına etki edebilecek nitelikte olan olaylar; Irak, İran ve Suriye'ye ait iyi ya da kötü haberler olarak

belirlenmiştir. Bu olayların Türkiye'nin CDS primleri üzerindeki etkisi ise Türkiye'nin 5 yıl vadeli CDS primlerinin anormal getirileri analiz edilerek tespit edilmiştir.

Literatürde, ulusal nitelikteki makroekonomik ve finansal göstergelerin ya da haberlerin, ülkelerin CDS primleri üzerindeki etkisi yeterince irdelenmişken, ülke sınırları dışındaki küresel olayların (siyasi, askeri ve toplumsal olaylar gibi) CDS primleri üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar hala yetersiz düzeydedir. Bu tespit, bu çalışmanın yapılmasında en önemli isteklendirici unsur olmuştur. Çalışma ile; Arap Baharı sürecinin yaşandığı coğrafyada yer alan ve Türkiye'ye sınır olan ülkelerden İran, Irak ve Suriye'ye ait iyi ve kötü haberlerin, Türkiye CDS primleri üzerindeki etkisi incelenerek; (i) literatürde var olan boşluğun doldurulması, (ii) genelde global riskin, özelde ise jeopolitik riskin Türkiye CDS piyasası üzerindeki etkisinin ölçülmesi ve (iii) bu alanda yapılan ilk çalışmalar arasında yer bulunması hedeflenmektedir.

Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde sırasıyla; çalışmanın veri ve metodolojisine ilişkin bilgilere, çalışma bulgularına ve son olarak çalışmada ulaşılan sonuçlara yer verilmektedir.

## 2. Veri Seti ve Yöntem

Belirlenen amaç doğrultusunda çalışmada; Arap Baharı coğrafyasında yer alan ve Türkiye'ye sınır olan ülkelerden Irak, İran ve Suriye ile ilgili, 2010-2013 yılları arasında çıkan uluslararası nitelikteki haberler ile 5 yıl vadeli "Markit CDX. EM" Endeksinin ve Türkiye'nin 5 yıl vadeli CDS primlerinin 2010-2013 dönemindeki günlük kapanış değerleri, veri olarak kullanılmıştır. Türkiye'nin 5 yıl vadeli CDS primleri Bloomberght'in web sitesinden (<http://www.bloomberght.com>, 2014), Markit CDX. EM endeksine ait günlük veriler ise Markit'in web sitesinden (<https://products.markit.com>, 2014) elde edilmiştir. Çalışmada toplam 2.084 veri kullanılmıştır.

Kuzey Afrika ve Ortadoğu'yu içine alan geniş bir coğrafyada, iktidarları boyunca, dünyanın birçok demokratik ülkesinde onlarca devlet adamının gelip gittiği kadar uzun süre görevde kalan ve dokunulmasa daha da kalacak olan diktatörleri birkaç ay süren kanlı bir mücadele sonunda deviren halk hareketine kısaca "Arap Baharı" denilmektedir (Kibaroglu, 2011: 26). İlgili coğrafyada yaşananlar, Türkiye'nin iç ve dış politikasını etkilemekte ve bu etkilenme sonucunun piyasalara yansımaları nedeniyle de yerli ve yabancı rasyonel yatırımcıların yatırım kararları sürekli revize edilmektedir. İlgili coğrafyada vuku bulan olaylara ilişkin haberlerin, Türkiye piyasalarında işlem yapan rasyonel yatırımcıların risk algısını nasıl etkilediğini belirleyebilmek, ilgili coğrafyaya ait haberlerin Türkiye'nin CDS primleri üzerindeki etkisini ölçmekle mümkündür. Bu amaçla da çalışmada elde edilen ilk veri, Arap Baharı coğrafyasında yer alan ve Türkiye'ye sınır olan ülkelerden Irak, İran ve Suriye ile ilgili çıkan uluslararası nitelikteki haberler olmuştur. İlgili arşiv haberlerine, BBC haber servisi (<http://www.bbc.co.uk/turkce/>, 2014) ile milliyet (<http://www.milliyet.com.tr/>, 2014) ve hürriyet (<http://www.hurriyet.com.tr/anasayfa/>, 2014) gazetelerinin resmi internet sitelerinden ulaşılmıştır. Toplamda 172 haberin kullanıldığı çalışmada, haberlerin ülke ve yıllara göre dağılımı Tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2: Çalışmaya Konu Olan Ülkelere Ait Haberlerin Yıllara Göre Dağılımı

ÜLKELER	YILLAR				TOPLAM
	2010	2011	2012	2013	
Irak	14	16	8	10	48
İran	23	11	13	12	59
Suriye	5	17	13	30	65
<b>TOPLAM</b>					172

Tablo 2'de sayısına ilişkin bilgiler verilen haberlerin seçiminde; haberlerin, yerli ve yabancı tüm yatırımcıların risk algısına olumlu ya da olumsuz yönde tesir edebilecek nitelikte olmasına önem verilmiştir. Uluslararası önem derecesine sahip haberler, genelde siyasi, askeri ve iç güvenlik içerikli olup, bir kısmı, iyi (+) ya da kötü (-) haber ayırımına tabi tutulmuş haliyle Tablo 3'de sunulmuştur.

Tablo 3: Çalışmaya Konu Olan Haber Başlıklarına İlişkin Örnekler

Tarih	Haber Başlıkları	Niteliği (+), (-)
24.08.2010	Irakta saldırı: 79 ölü, 286 yaralı	-
18.05.2011	ESAD: "Yaşanan kriz yakında sona erecek"	+
22.02.2011	İran'a ait iki savaş gemisi Süveyş kanalına girdi.	-
13.01.2012	İran, nükleer programı konusunda müzakerelere yeniden başlama önerilerini kabul ettiğini açıkladı.	+
22.02.2012	Irakta saldırı: 67 ölü, 417 yaralı	-
29.12.2012	Suriye'de savaş uçaklarının ülkenin kuzeyinde yer alan Halep'in Tel Rifat beldesine "vakum" ve "varil" bombalarıyla düzenlediği saldırıda 18 kişinin öldüğü, 30 kişinin yaralandığı bildirildi.	-
22.09.2013	Irakta saldırı: 23 ölü, 48 yaralı	-
24.11.2013	İsviçre'nin Cenevre kentinde günler süren yoğun müzakerelerin ardından varılan anlaşma uyarınca, İran nükleer tesislerinin daha sık denetlenmesine izin verecek, uranyum zenginleştirme faaliyetlerinin bir bölümünü durduracak.	+
05.03.2013	Suriyeli isyancılar, ülkenin kuzeyindeki Rakka kentinin büyük bölümünü ele geçirerek, valiyi ve diğer yetkilileri esir aldı.	-

49 olumlu ve 123 olumsuz haberin kullanıldığı çalışmada; haberler, zamandan tasarruf sağlayabilmek ve özellikle Türkiye'nin coğrafi konumundan kaynaklanan risklerin Türkiye'deki yerli ve yabancı yatırımcılar üzerindeki etkisini ölçebilmek amacıyla Türkiye'ye sınır olan ülkelere temin edilmiştir.

Çalışmada; ilgili ülkelere ait iyi ya da kötü haberlerin Türkiye'nin CDS primlerini ne yönde nasıl etkilediği, piyasalarca olaylara verilen tepkilerin belirlenmesinde kesin bir yaklaşım sağlayan (Hendricks ve Singhal, 2008: 781) olay çalışması (event study) yöntemi kullanılarak belirlenmeye çalışılmıştır. Diğer bir ifadeyle çalışmada, ilgili ülkelere ilişkin haberlerin öncesinde ya da sonrasında, uluslararası CDS endeksleriyle karşılaştırıldığında Türkiye'nin CDS primlerinin anormal değişimler gösterip göstermediği incelenmiştir.

Belli bir olayın<sup>6</sup> (haber), belli bir dönem içinde, analize konu edilen finansal varlık ya da endeks üzerindeki etkisini ölçmeyi sağlayan olay çalışması, piyasa tarafından olaylara verilen anormal tepkileri ölçmekte kullanılan ekonometrik bir yaklaşımdır. Finansal varlıkların olaylara verdiği anormal tepki, ilgili finansal varlığın anormal getirisini (Abnormal Return – AR) ifade etmektedir. Anormal getiri, çalışmaya konu olan finansal varlığın olay günündeki ya da olay günü etrafındaki getirilerinin aynı günlerdeki normal (beklenen) getirilerden yüksek ya da düşük olan kısmıdır (Saens ve Sandoval, 2005: 311). CDS primlerinin anormal getirileri aşağıdaki Denklem 1 ile ifade edilebilir (Sand, 2012:29).

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (1)$$

$AR_{it}$  : CDS priminin, i olayı için t gününde hesaplanan anormal getirisidir.

$R_{it}$  : CDS priminin, i olayı için t gününde hesaplanan gerçekleşen (fili) getirisidir.

$\hat{R}_{it}=R_{mt}$  : CDS priminin, i olayı için t günündeki normal (beklenen) getirisini temsil eden piyasa getirisidir.

Olay çalışmalarındaki normal (beklenen) getirilerin hesaplamasında sıklıkla kullanılan yaklaşımlar arasında; (i)sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli (Capital Asset Pricing Model) ve arbitraj fiyatlandırma modeli gibi modelleri kullanan piyasa yaklaşımı, (ii)piyasaya göre düzeltilmiş getiri yaklaşımı ve (iii)ortalama düzeltilmiş getiri yaklaşımı gibi yaklaşımlar bulunmaktadır (Saens ve Sandoval, 2005: 311). Bu çalışmada, normal (beklenen) getirilerin hesaplanması için piyasaya göre

<sup>6</sup> Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde yer verilecek olan "olay" kelimesi, çalışma kapsamında ele alınan iyi ya da kötü haberleri temsil edecektir.

düzeltilmiş getiri yaklaşımı benimsenmiş ve piyasa getirisi olarak da Markit CDX. EM Endeksinin getirisi dikkate alınmıştır. Brandorf ve Holmberg (2010), ülke CDS'lerine ödenen aşırı primleri belirlerken, en güvenilir ülke olarak gösterdikleri Almanya'nın CDS primlerini kullanmışken; Sand (2012) ise ülkelerin CDS primlerine ait anormal getirileri belirlerken Sovereign Bond endeksini kullanmıştır. Bu çalışmada Markit CDX. EM Endeksinin kullanılmasının nedeni, sözü edilen endeksin Türkiye'nin de içinde olduğu Latin Amerika, Doğu Avrupa, Ortadoğu, Afrika ve Asya da bulunan gelişmekte olan ülkelerin CDS'lerinden oluşmasıdır. Türkiye'nin CDS performansının ölçülebilmesi için kullanılan bu endeks, bölgedeki gelişmekte olan ülkelerin CDS'lerinden oluşan bir portföyü temsil eden vekil değişken olarak kabul edilmiştir. Böylece İran, Irak ve Suriye'ye ait iyi ya da kötü haberlerin Türkiye'nin CDS primleri üzerindeki etkisi, aynı coğrafyada bulunan gelişmekte olan ülkelerin CDS primlerini temsil eden tek bir değişken (Markit CDX. EM Endeksi) ile kıyaslanarak ortaya konulmuş olacaktır.

Anormal getirilerin hesaplanmasında (Denklem 1) kullanılan ve CDS priminin "i" olayı için "t" gününde hesaplanan gerçekleşen (fiili) getirisi "R<sub>it</sub>", çalışmada, getiri dağılımlarının normal dağılıma yaklaştırılmasını sağlamak amacıyla logaritmik olarak hesaplanmıştır (Denklem 2). Aynı şekilde CDS priminin "i" olayı için "t" günündeki normal (beklenen) getirisini temsil eden piyasa getirisi "R<sub>mt</sub>" de çalışmada, aynı mantık dahilinde, getiri dağılımlarının normal dağılıma yaklaştırılmasını sağlamak amacıyla logaritmik olarak hesaplanmıştır (Denklem 3).

$$R_{it} = \ln \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} \right) \quad (2)$$

$$R_{mt} = \ln \left( \frac{M_t}{M_{t-1}} \right) \quad (3)$$

M<sub>t</sub> : Markit CDX. EM Endeksinin t günündeki kapanış fiyatını,

M<sub>t-1</sub> : Markit CDX. EM Endeksinin t-1 günündeki kapanış fiyatını,

I<sub>t</sub> : Türkiye'nin CDS priminin t günündeki kapanış fiyatını ve

I<sub>t-1</sub> : Türkiye'nin CDS priminin t-1 günündeki kapanış fiyatını ifade etmektedir.

Olay çalışması yönteminde öncelikli olarak, (i) olayın (event), (ii) olayın kamuoyuna açıklandığı zamanın (event day) ve (iii) olay penceresinin (event window) belirlenmesi gerekmektedir<sup>7</sup> (Tuominen, 2005: 52; Bozkurt, Öksüz ve Karakus, 2015). İlgili ülkelere ait haberlerin, incelenen olay olarak belirlendiği çalışmada, olayın gerçekleşme zamanı da haberlerin haber servislerince kamuoyuna duyurulduğu tarih olarak belirlenmiştir. Çalışmaya konu haberlerin haber servislerince duyurulmadan önceki ve sonraki 5 borsa işlem günü<sup>8</sup> (-5, +5) ise olay penceresi olarak kabul edilmiştir.

Çalışmada; olayların, olayların kamuoyuna duyurulduğu zamanın (t<sub>0</sub>) ve olay penceresinin belirlenmesinden sonra; n adet olayın (haber) her biri için ayrı ayrı olmak üzere, olay penceresi içerisindeki günlerde (t-5, t-4, ... t<sub>0</sub>, ... t+4 ve t+5) Türkiye'nin CDS primlerine ait anormal getirileri, Denklem 1'e göre hesaplanmıştır. Denklem 1 ile bulunan anormal getirinin pozitif olması yani Türkiye CDS primindeki değişimin (getirinin) gelişmekte olan ülkelerin CDS primlerindeki değişimden (getiriden) pozitif yönde sapması, Türkiye'nin ülke riskinin diğer ülkelere nazaran göreceli olarak arttığını gösterir. Denklem 1 ile bulunan anormal getirinin negatif olması ise Türkiye'nin ülke riskinin diğer ülkelere nazaran göreceli olarak azaldığını gösterir.

<sup>7</sup> Eğer olay çalışmasındaki normal (beklenen) getirilerin hesaplamasında, sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli ve arbitraj fiyatlandırma modeli gibi modelleri kullanan piyasa yaklaşımı ya da ortalama düzeltilmiş getiri yaklaşımı kullanılıyorsa, normal (beklenen) getirilerin hesaplanabilmesi için bir de tahmin penceresinin (estimation window) belirlenmesi gerekecektir.

<sup>8</sup> Normal olarak, anormal hareketlerin haberleri takiben oluşması beklenir; ancak Chan ve Wei (1996: 264)'nin de belirttiği hususa benzer şekilde, bazı haberler, önceden sunulan haberlerin devamı niteliğinde olabilir ya da çalışmada bilgi kaynağı olarak kullanılan haber servisleri, önceden gerçekleşmiş bir olaya ilişkin haberi birkaç gün gecikme ile duyurmuş olabilir. Bu nedenden dolayı olay penceresi (0, +5) yerine (-5, +5) olarak belirlenmiştir.



Anormal getirilerin hesaplanmasından sonra, olay penceresi içerisindeki her bir gün (t-5, t-4, ... t0, ... t+4 ve t+5) için ayrı ayrı olmak üzere, n adet olaya ait anormal getirilerin ortalaması alınarak ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır (Denklem 4).

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (4)$$

$AR_t$  : t günündeki ortalama anormal getiriye,

$n$  : Gözlem (olay) sayısını ve

$AR_{it}$  : CDS priminin, i olayı için t gününde hesaplanan anormal getirisini ifade etmektedir.

Denklem 4'e göre hesaplanan ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını, diğer bir ifadeyle anormal getirilerin sıfır olduğu hipotezinin reddedilip edilemeyeceğinin tespiti ise Denklem 5 ile bulunan t-testi sonuca göre yapılmıştır (Hendricks ve Singhal, 2008: 782).

$$t(AR_t) = \frac{1}{\sqrt{n}} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{\sigma_i} \quad (5)$$

$\sigma_i$  : n adet olay için hesaplanan anormal getirilerin standart sapmasıdır.

Analizlerin olay çalışması yöntemi kullanılarak yapıldığı çalışmada, son olarak, ortalama anormal getirilerden yararlanılarak kümülatif anormal getiriler hesaplanmış (Denklem 6) ve kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlılığının diğer bir ifadeyle kümülatif anormal getirilerin sıfır olduğu hipotezinin reddedilip edilemeyeceğinin belirlenmesi için de Denklem 7 ile formülize edilen t-testi kullanılmıştır (Hendricks ve Singhal, 2008: 782).

$$CAR_{T_1}^{T_2} = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_t \quad (6)$$

Denklem 6 ve Denklem 7'de yer alan  $T_1$  ve  $T_2$  değerleri, kümülatif anormal getirilerin hesaplanacağı olay pencerelerini ifade etmekte ve çalışmada sırasıyla (-5, +5), (-2, +2), (-1, +1), (-5, 0), (-2, 0), (0, +2) ve (0, +5) dönemlerini kapsamaktadır.

$$t(CAR_{T_1}^{T_2}) = \sum_{i=1}^n \frac{(\sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it}) / \sqrt{\sum_{t=T_1}^{T_2} \sigma^2}}{\sqrt{n}} \quad (7)$$

Denklem 5 ve 7 ile hesaplanan "t" istatistikleri, t dağılımının yüzde değerleri tablosunda yer alan ve belli bir serbestlik derecesi ile %10, %5 ve %1 anlamlılık seviyesine karşılık gelen kritik değerlerden büyük olduğu sürece, anormal getirilerin sıfır olduğu hipotezi reddedilerek hesaplanan anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu kabul edilir. Aynı kanıya, t istatistiklerinin olasılık değerlerine bakılarak da varılabilir. Şöyle ki t istatistiklerinin olasılık değerleri, %10, %5 ve %1'den küçük olduğu sürece, anormal getirilerin sıfır olduğu hipotezi reddedilir ve hesaplanan anormal getirilerin %10, %5 veya %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu kabul edilir.

"t" istatistikleri; Arap baharı coğrafyasından gelen haber günlerinde CDS primlerinde meydana gelen değişimlerin, diğer günlerdeki değişimlerden istatistiki açıdan farklı olup olmadığını ortaya koyar. Bu noktada, birileri, Arap baharı coğrafyasından gelen haberlerin olduğu günlerde, Türkiye içinden gelen haberlerin de olabileceğini ve bu durumun istatistiki sonuçları değiştirebileceğini düşünebilir. Böyle bir durumun önüne geçilmesi amacıyla, çalışmada, Türkiye özelindeki gelişmelerin (seçimlerin, büyük protestoların, terör olaylarının v.b.) olduğu tarihler, mümkün olduğunca analiz kapsamı dışında bırakılmıştır. Böylece CDS primlerini etkileyebilecek nitelikte olan içsel haberlerin etkisi kontrol altına alınabilmektedir.

### 3. Ampirik Bulgular

Çalışmada; öncelikle, Arap Baharı sürecinin yaşandığı coğrafyada bulunan ve Türkiye'ye sınır olan ülkelere Irak, İran ve Suriye ile ilgili olarak 2010-2013 yılları arasında çıkan uluslararası niteliğe haiz haberler, her bir ülke için iyi ve kötü haber olarak ikiye ayrılmıştır. Sonrasında ise her haberin haber servislerince kamuoyuna duyurulduğu tarihten (event day) beş gün önceki ve beş gün sonraki zaman aralığı (10 gün) için Türkiye CDS primlerinin anormal getirileri hesaplanmıştır. Son olarak da anormal getirilerin ortalaması hesaplanmış ve ortalama anormal getiriler kullanılarak da kümülatif anormal getiriler bulunmuştur. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, Tablo 4 ve Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 4, ilgili ülkelere ait haberlerin Türkiye CDS primlerini nasıl etkilediğini tespit etmek amacıyla izlenen metodolojinin ayrıntılı bir şekilde bir bütün olarak görülmesini sağlamak amacıyla düzenlenmiştir. Bu amaçla Tablo 4, örnek teşkil etmek düşüncesiyle sadece tek bir ülkeye (İran'a) ait kötü haberlerin Türkiye CDS primi üzerindeki etkisinin nasıl tespit edildiğini göstermektedir. Tablo 4'te yer verilen hesaplamalar, tüm ülkeler için ayrı ayrı yapılmış ve ülkelere ait iyi ve kötü haberlerin Türkiye CDS primleri üzerindeki etkisini gösteren bulgular, Tablo 5'te özetlenmiştir. Tablo 5'te yer alan ve %1, %5, %10 anlamlılık seviyesinde istatistiki açıdan anlamlı olarak bulunan bulguların yorumuna da aşağıda değinilmiştir.

Tablo 5'te yer alan bulgulara göre, iyi ve kötü haber sahibi ülkelere sadece İran'a ait hem iyi hem de kötü haberlerin, Türkiye'nin CDS primlerindeki değişimleri etkilediği görülmektedir. Bulgular; Suriye'ye ait sadece iyi haberlerin, Türkiye'nin CDS primlerindeki değişimlere etki eden bir faktör olduğunu ortaya koyarken; Irak'a ait haberlerin, Türkiye'nin CDS primlerindeki değişimlere herhangi bir etkisinin olmadığını da ortaya koymaktadır. Daha açık bir deyişle; 2010-2013 yılları arasında Türkiye'ye sınır olan ülkelere Irak, İran ve Suriye'ye ait iyi ve kötü haberler, olay tarihinden beş gün önceki ve beş gün sonraki zaman aralığında, Türkiye CDS primlerinin ortalama ve kümülatif anormal getirilerini farklılaştırmış, ancak bu farklılıklara sadece İran'a ait iyi ve kötü haberlerin her ikisi birlikte istatistiki olarak anlamlı bir şekilde tesir etmiştir.

Tablo 4: İran'a ait Kötü Haberlerin Türkiye'nin CDS Primleri Üzerindeki Etkisinin Olay Çalışması Yöntemi İle Tespiti

Olay Zamanı	AR <sub>it</sub>	AR <sub>it</sub>	AR <sub>it</sub>	.....	AR <sub>it</sub>	AR <sub>it</sub>	AR <sub>it</sub>	AR <sub>it</sub>	t(AR <sub>it</sub> )	Olay Pencere	CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup>	t(CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup> )
t <sub>-5</sub>	0.1359	-0.2626	-0.0403	.....	-0.0057	-0.0002	-0.0051	0.003	0.2819	(-5,+5)	0.0442	1.6387
t <sub>-4</sub>	0.0522	-0.0198	-0.0097	.....	-0.0429	-0.0437	-0.0275	0.004	0.6468	(-2,+2)	0.0222	1.2009
t <sub>-3</sub>	-0.2626	-0.0548	-0.0392	.....	-0.0205	0.0263	-0.0225	-0.014	-1.5757	(-1,+1)	0.0064	0.4418
t <sub>-2</sub>	-0.0198	0.0095	-0.0035	.....	-0.0115	-0.0135	-0.0368	-0.004	-1.0668	(0,+5)	0.0599	2.9520
t <sub>-1</sub>	-0.0548	0.0764	-0.0053	.....	0.0168	-0.1096	-0.0316	-0.004	-0.4219	(0,+2)	0.0307	2.0480
t <sub>0</sub>	0.0095	0.0098	-0.0067	.....	-0.0122	-0.0226	0.0211	-0.003	-0.3248	(-2,0)	-0.0113	-0.8216
t <sub>1</sub>	0.0764	-0.0184	0.0162	.....	0.0166	0.0794	0.0110	0.013	2.2918	(-5,0)	-0.0185	-0.9363
t <sub>2</sub>	0.0098	0.0768	0.0453	.....	0.0166	0.0965	0.0420	0.020	1.8643			
t <sub>3</sub>	0.0184	0.0910	0.0347	.....	0.0110	0.0305	0.0122	0.023	2.0592			
t <sub>4</sub>	0.0768	-0.0425	0.0440	.....	-0.0165	0.0624	-0.0202	0.000	-0.0831			
t <sub>5</sub>	0.0910	-0.0629	0.0382	.....	-0.0248	0.0749	0.0301	0.007	1.2224			

Tablo 5: Irak'a, İran'a ve Suriye'ye ait İyi-Kötü Haberlerin Türkiye'nin CDS Primleri Üzerindeki Etkisi

t	SURIYE'YE AİT İYİ HABERLER		SURIYE'YE AİT KÖTÜ HABERLER		İRAK'A AİT İYİ HABERLER		İRAK'A AİT KÖTÜ HABERLER		İRAN'A AİT İYİ HABERLER		İRAN'A AİT KÖTÜ HABERLER		
	AR <sub>t</sub>	t(AR <sub>t</sub> )	AR <sub>t</sub>	t(AR <sub>t</sub> )	AR <sub>t</sub>	t(AR <sub>t</sub> )	AR <sub>t</sub>	t(AR <sub>t</sub> )	AR <sub>t</sub>	t(AR <sub>t</sub> )	AR <sub>t</sub>	t(AR <sub>t</sub> )	
t <sub>-5</sub>	-0.0007	-0.1015	-0.0017	-0.2840	-0.0167	-0.6809	0.0004	0.0720	-0.0070	-0.9563	0.0027	0.2819	
t <sub>-4</sub>	0.0026	0.5505	-0.0053	-0.7727	0.0118	0.5304	-0.0032	-0.4651	0.0184	1.6797	0.0038	0.6468	
t <sub>-3</sub>	0.0016	0.2260	-0.0024	-0.4153	-0.0178	-1.5394	0.0111	0.8722	-0.0142	-1.1459	-0.0136	-1.5757	
t <sub>-2</sub>	-0.0066	-0.5419	0.0014	0.2005	0.0165	0.9566	-0.0124	-0.8172	-0.0131	-2.028**	-0.0043	-1.0668	
t <sub>-1</sub>	-0.0195	-2.364**	-0.0050	-0.6045	-0.0120	-1.7131	0.0056	1.0580	-0.0057	-0.8865	-0.0042	-0.4219	
t <sub>0</sub>	0.0113	1.0696	-0.0017	-0.3850	0.0032	0.5340	0.0041	1.0171	-0.0095	-1.2184	-0.0028	-0.3248	
t <sub>1</sub>	-0.0157	-1.5564	0.0042	1.0168	0.0215	0.7061	-0.0057	-0.7171	-0.0085	-1.1452	0.0134	2.292**	
t <sub>2</sub>	-0.0235	-5.901*	0.0013	0.2262	0.0135	1.4040	-0.0067	-0.9796	-0.0127	-1.95***	0.0202	1.864***	
t <sub>3</sub>	0.0013	0.1935	-0.0069	-1.2998	0.0332	2.2212	0.0019	0.3988	0.0101	1.5878	0.0230	2.059**	
t <sub>4</sub>	0.0062	0.6173	0.0033	0.3605	-0.0117	-1.8617	0.0117	1.2993	0.0162	1.3205	-0.0005	-0.0831	
t <sub>5</sub>	0.0099	1.1730	-0.0007	-0.1315	0.0015	0.0959	-0.0111	-1.0789	0.0195	1.6259	0.0067	1.2224	
Olay Penceresi	CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup>	t(CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup> )	CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup>	t(CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup> )	CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup>	t(CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup> )	CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup>	t(CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup> )	CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup>	t(CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup> )	CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup>	t(CAR <sub>T<sub>1</sub></sub> <sup>T<sub>2</sub></sup> )	
	(-5,+5)	-0.0330	-1.1848	-0.0136	-0.6437	0.0429	0.7650	-0.0042	-0.1452	-0.0065	-0.2150	0.0442	1.6387
	(-2,+2)	-0.0540	-2.554**	0.0002	0.0149	0.0427	1.1412	-0.0150	-0.7654	-0.0496	-3.183*	0.0222	1.2009
	(-1,+1)	-0.0239	-1.4234	-0.0025	-0.2463	0.0127	0.3993	0.0041	0.3895	-0.0238	-1.89***	0.0064	0.4418
	(0,+5)	-0.0104	-0.4947	-0.0006	-0.0403	0.0611	1.5459	-0.0057	-0.3122	0.0151	0.6779	0.0599	2.9520*
	(0,+2)	-0.0278	-1.84***	0.0038	0.4519	0.0382	1.1767	-0.0083	-0.7345	-0.0307	-2.436**	0.0307	2.048**
	(-2,0)	-0.0149	-0.8175	-0.0053	-0.4465	0.0077	0.3936	-0.0026	-0.1578	-0.0284	-2.359**	-0.0113	-0.8216
	(-5,0)	-0.0113	-0.5355	-0.0147	-0.9187	-0.0150	-0.3744	0.0057	0.2477	-0.0311	-1.4311	-0.0185	-0.9363

(\*) Ortalama veya Kümülatif Anormal getirilerin %1 anlamlılık seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

(\*\*) Ortalama veya Kümülatif Anormal getirilerin %5 anlamlılık seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

(\*\*\*) Ortalama veya Kümülatif Anormal getirilerin %10 anlamlılık seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Türkiye CDS primleri, İran'a ait iyi haberlerin iki gün öncesinde ve iki gün sonrasında sırasıyla -%1,3 ve -%1,2 ortalama anormal getiri sağlarken; kötü haberlerin bir gün, iki gün ve üç gün sonrasında sırasıyla %1,3, %2 ve %2,3 ortalama anormal getiri sağlamıştır. CDS primlerinin artması (azalması) ülke riskinin de arttığının (azaldığının) bir göstergesidir. Dolayısıyla değinilen bulgular; İran'a ait iyi haberlerin Türkiye'nin ülke riskinin azalmasına katkı sağladığını ve İran'a ait kötü haberlerin de Türkiye'nin ülke riskinin artmasına neden olduğunu ortaya koymaktadır. İran'a ait iyi haberler ile ilişkilendirilen Türkiye CDS primlerinin dört günlük (-2,+2) ve iki günlük ((-1,+1),(0,+2) ve(-2,0)) kümülatif anormal getirileri sırasıyla -%4,9, -%2,3, -%3 ve -%2,8 olarak tespit edilmiştir. Bu tespit, İran'a ait iyi haberlerin Türkiye'nin CDS primlerini azalttığını diğer bir ifadeyle Türkiye'nin ülke riski üzerinde olumlu bir etki yarattığını ortaya koymaktadır. Benzer şekilde, İran'a ait kötü haberler ile ilişkilendirilen Türkiye CDS primlerinin beş günlük (0,+5) ve iki günlük (0,+2) kümülatif anormal getirileri de sırasıyla %5,9 ve %3 olarak hesaplanmış ve İran'a ait kötü haberlerin, Türkiye'nin ülke riski üzerinde olumsuz bir etki yarattığı tespit edilmiştir.

Türkiye CDS primleri, Suriye'ye ait iyi haberlerin bir gün öncesinde ve iki gün sonrasında sırasıyla -%1,9 ve -%2,3 ortalama anormal getiri sağlamıştır. Suriye'ye ait iyi haberler ile ilişkilendirilen Türkiye CDS primlerinin dört günlük (-2,+2) ve iki günlük (0,+2) kümülatif anormal getirileri de sırasıyla -%5,4 ve -%2,7 olarak tespit edilmiştir. Suriye'ye ait iyi haberlere ilişkin

bulgular, Suriye'ye ait iyi haberlerin İran'a ait iyi haberler gibi Türkiye'nin ülkesi riski üzerinde olumlu bir etki yarattığını ortaya koymaktadır.

Bulgular; Türkiye'nin ülke riski ve Türkiye'deki yatırımcıların risk algısı üzerinde hem olumlu hem de olumsuz yönde tesir eden haberlerin İran kaynaklı olduğunu ortaya koymuştur. Suriye'ye ait sadece iyi haberler, Türkiye'nin ülke riski ve Türkiye'deki yatırımcıların risk algısı üzerinde etkili bir faktör iken; Irak'a ait haberlerin Türkiye'nin ülke riski ve Türkiye'deki yatırımcıların risk algısı üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır.

#### 4.Sonuç

Yatırım yapma kararı verilmeden önce, yatırımın yapılacağı ülkenin ülke riskinin nasıl bir seyir içinde olduğu analiz edilmelidir. Bir ülkeye ait ülke riskinin nasıl bir seyir içinde olduğunu görmenin en pratik yolu, CDS primlerine bakmaktır. Çünkü; bir ülkenin riski artmaya (azalmaya) başladığında bu durumun ilk yansımaları kendini CDS piyasasında göstermekte ve CDS primleri yükselmektedir (düşmektedir). CDS primleri, piyasaların, ilgili ülkenin borçlarını ödeyebilme kabiliyetine olan inancını temsil etmekte ve yatırımcılar için vazgeçilmez bir gösterge niteliği taşımaktadır. Bu öneminden dolayı literatürde CDS'ler ile ilgili yapılmış birçok çalışma bulunmaktadır. Literatürde, ulusal nitelikteki makroekonomik ve finansal göstergelerin ya da haberlerin ülkelerin CDS primleri üzerindeki etkisi yeterince irdelenmişken, ülke sınırları dışındaki global olayların (siyasi, askeri ve toplumsal olaylar gibi) diğer ülkelerin CDS primleri üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar hala yetersiz düzeydedir.

Bu çalışma, Türkiye sınırları dışında vuku bulan ve yatırımcıların risk algısına etki edebilecek nitelikte olan uluslararası öneme sahip olayların, Türkiye'nin CDS primleri üzerindeki etkisini ortaya koymayı amaç edinmiştir. Çalışmada, Türkiye sınırları dışında vuku bulan ve yatırımcıların risk algısına etki edebilecek nitelikte olan olaylar; Irak, İran ve Suriye'ye ait iyi ya da kötü haberler olarak belirlenmiştir. Bu olayların Türkiye'nin CDS primleri üzerindeki etkisi ise Türkiye'nin 5 yıl vadeli CDS primlerinin anormal getirileri analiz edilerek tespit edilmiştir. Anormal getirilerin hesaplanabilmesi için olay çalışması yönteminin kullanıldığı çalışmada; Arap Baharı coğrafyasında yer alan ve Türkiye'ye sınır olan Irak, İran ve Suriye ile ilgili uluslararası nitelikteki haberler ile Türkiye'nin 5 yıl vadeli CDS primlerinin ve Markit CDX.EM endeksinin 2010-2013 dönemindeki günlük kapanış fiyatları (ABD doları bazında) veri olarak kullanılmıştır.

Çalışma sonucunda; sadece İran'a ait hem iyi hem de kötü haberlerin Türkiye CDS primlerindeki değişimler üzerinde etkili olduğu, yatırımcıların risk algısına olumlu ya da olumsuz yönde tesir ettiği ortaya konulmuştur. Başka bir ifadeyle hem iyi hem de kötü haberleriyle birlikte sadece İran Türkiye'nin ülke riskindeki değişimler üzerinde etkili olan ülkedir. Suriye'ye ait haberlerden ise sadece iyi haberler, Türkiye'nin ülke riskine olumlu yönde etki etmektedir.

Suriye ve Irak yerine sadece İran'a ilişkin hem iyi hem de kötü haberlerin Türkiye'nin CDS primlerine yani ülke riskine etki etmesi; (i)İran ve ABD arasında yaşanan nükleer gerilim, (ii)İran'ın sahip olduğu petrol rezervleri, (iii)İran'ın dünyanın en büyük 20. ekonomiye sahip olması ve (iv)Türkiye-İran arasındaki dış ticaret hacmi gibi siyasi ve ekonomik sebepler ile açıklanabilir. Çalışmanın belki de en önemli sonucu, Türkiye ile İran arasında Ortadoğu bölgesinde yaşanan siyasi güç çekişmesinin ülke risklerine yansımaları hakkında tartışmaya açık bulgular ortaya koymuş olmasıdır.

Gerek edindiği amaç ve ele aldığı konu ile gerekse de analizler sonucunda ortaya koyduğu bulguları ile çalışmanın literatüre önemli katkılar sağladığı düşünülmektedir. Bundan sonraki çalışmaların; farklı ülkelerdeki siyasi olayların diğer ülkelerin piyasaları üzerindeki etkisini farklı yöntemlerle incelenmek suretiyle literatüre katkı sağlayacağı umulmaktadır.

**Kaynakça**

- Akkaya, M. (2017). Türk Tahvillerinin CDS Primlerini Etkileyen İçsel Faktörlerin Analizi. *Maliye Finans Yazıları*, 107, 129-146.
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M.. (2010). Finansal Yönetim. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Başarır, Ç. ve Keten, M. (2016). Gelişmekte Olan Ülkelerin CDS Primleri İle Hisse Senetleri ve Döviz Kurları Arasındaki Kointegrasyon İlişkisi. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(15), 369-380.
- Beers, D.T. ve Cavanaugh, M. (2008). Sovereign Credit Ratings: A Primer. Standard & Poor's.
- Brandorf, C. ve Holmberg, J. (2010). Determinants of Sovereign Credit Default Swap Spreads for PIIGS– A Macroeconomic Approach. *Bachelor Thesis, Lund University School of Economics and Management*.
- Bozkurt, İ., Öksüz S., ve Karakuş, R. (2015). Finansal Tablo İlanlarının Hisse Getirileri Üzerindeki Etkisi: BİST’de Ampirik Bir Uygulama. *Maliye Finans Yazıları*, 29(103), 113-140.
- Chan, Y.C. ve Wei, K. C. J. (1996). Political Risk and Stock Price Volatility: The Case of Hong Kong, *Pacific-Basin Finance Journal*, 4(2), 259-275.
- Cosset, J.C. ve Suret, J. M. (1995). Political Risk and The Benefits of International Portfolio Diversification, *Journal of International Business Studies*, 26(2), 301-318.
- Cossin, D. ve Jung, G. (2005). Do Major Financial Crises Provide Information on Sovereign Risk to the Rest of the World? A Look at Credit Default Swap Markets. *International Center for Financial Asset Management and Engineering*, 134, 1-31.
- Di Cesare, A. ve Guazzarotti, G. (2010). An Analysis of The Determinants Of Credit Default Swap Spread Changes Before and During the Subprime Financial Turmoil, *Banca d'Italia*, 749, 5-37.
- Duffie, D. (1999). Credit Swap Valuation, *Financial Analysts Journal*, 73-87.
- Erb, C., Harvey, C. ve Viskanta, T. (1998). Risk in Emerging Markets. *The Financial Survey*, 42-46.
- Ercan, M.K. ve Ban, Ü. (2005). Finansal Yönetim. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ersan, İ. ve Günay, S. (2009). Kredi Riski Göstergesi Olarak Kredi Temerrüt Swapları (CDSs) ve Kapatma Davasının Türkiye Riski Üzerine Etkisine Dair Bir Uygulama. *Bankacılar Dergisi*, 71, 3-22.
- Flannery, M. J., Houston, J.F. ve Partnoy, F. (2010). Credit Default Swap Spreads as Viable Substitutes for Credit Ratings. *University of Pennsylvania Law Review*, 2085-2123.
- Fontana, A. and Scheicher, M. (2010). An Analysis of Euro Area Sovereign CDS and Their Relation with Government Bonds. *European Central Bank (ECB) Working Paper*, No: 1271.
- Harvey, C.R., Solnik, B. ve Zhou, G. (2002). What Determines Expected International Asset Returns?, *Annals of Economics and Finance*, 3(2), 249-98.
- Hancı, G. (2014). Kredi Temerrüt Takasları Ve Bist-100 Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. <http://acikerisim.iku.edu.tr:8080/jspui/bitstream/11413/1184/1/G%C3%B6r%C3%BCm%2014.pdf> (Erişim: 10.08.2016).
- Hendricks, K.B. ve Singhal, V. R. (2008). The Effect of Supply Chain Disruptions on Shareholder Value, *Total Quality Management*, 19(7), 777-791.
- Huang, R. D. (1985) Common Stock Returns and Presidential Elections. *Financial Analysts Journal*, 41, 58-61

- Hull, J.C. ve White, A. (2000). Valuing Credit Default Swaps I: No Counterparty Default Risk, *Journal of Derivatives*, 8, 29-40.
- Kibaroğlu, M. (2011). Arap Baharı ve Türkiye, *Adam Akademi*, 2(2), 6-36
- KOY, A. (2014). Kredi Temerrüt Swapları ve Tahvil Primleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma. *International Review of Economics and Management*, 2(2), 63-79.
- Lobo, B.J.. (1999). Jump Risk in the U.S. Stock Market: Evidence Using Political Information, *Review of Financial Economics*, 8(2), 149-163.
- Longstaff, F. A., Pan, J., Pedersen, L.H. ve Singleton, K. J. (2011). How Sovereign is Sovereign Credit Risk? *American Economic Journal*, 3(2), 75-103.
- Mateus, T. (2004). The Risk and Predictability of Equity Returns of The EU Accession Countries, *Emerging Markets Review*, 5(2), 241-266.
- Mora, N.. (2006). Sovereign Credit Ratings: Guilty Beyond Reasonable Doubt?. *Journal of Banking & Finance*, 30(7), 2041-2062.
- Norden, L. ve Weber, M. (2009). The Co-movement of Credit Default Swap, Bond and Stock Markets: An Empirical Analysis, *European Financial Management*, 15(3), 529-562.
- Plank, T. J. (2010). Do Macro-Economic Fundamentals Price Emerging Market Sovereign CDS Spreads?, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1765352> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1765352> (12.07.2014).
- Remolona, E. M., Scatigna, M. ve Wu, E. (2008). The Dynamic Pricing of Sovereign Risk in Emerging Markets: Fundamentals and Risk Aversion, *The Journal of Fixed Income*, 17(4), 57-71.
- Saens, R. ve Sandoval, E. (2005). Measuring Security Price Performance Using Chilean Daily Stock Returns: The Event Study Method, *Cuadernos De Economia*, 42, 307-328.
- Sand, H. J. H. (2012). The Impact of Macro-Economic Variables on the Sovereign CDS Spreads of the Eurozone Countries. *Master's Thesis, University of Groningen*.
- Skinner, F.S. ve Townsend, T. G. (2002). An empirical Analysis of Credit Default Swaps, *International Review of Financial Analysis*, 11(3), 297 -309.
- Tuominen, T. (2005). Corporate Layoff Announcements and Shareholder Value: Empirical Evidence from Finland. *Master's Thesis, Lappeenranta University of Technology, Kuala Lumpur*.
- Yapraklı, S. ve Güngör, B.. (2007). Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma, *Ankara Üniversitesi SBS Dergisi*, 62(2), 199-218.
- <http://www.bloomberght.com>
- <https://products.markit.com>,
- <http://www.bbc.co.uk/turkce/>,
- <http://www.milliyet.com.tr/>
- <http://www.hurriyet.com.tr/anasayfa/>

---

**THE EFFECT OF THE NEWS THAT COME FROM THE ARAB SPRING REGION ON  
CDS PREMIUMS: EVIDENCE FROM TURKEY**

---



---

**Extended Abstract**

---

**Aim:** The credit default swap spreads of a country are affected positively or negatively by economic and financial headwinds in addition to political, military and social events which have an impact on investors' risk perception. One of the events, which affect the investors' risk perception, is also global events and consequent global risks. Global risk is defined as the changes in the returns of the financial instruments which will be caused by international developments. In this context, the purpose of this paper is to analyse the effect of good and bad news related to Iraq, Iran and Syria on Turkey's 5-year term CDS premiums.

**Method(s):** In line with the objectives of this study, the news related to Iraq, Iran and Syria and Turkey's 5-year term CDS premiums between 2010 and 2013 were used as data. Event study methodology was employed in order to determine the effect of the aforementioned news on CDS premiums. This methodology provides a rigorous approach to estimate the CDS premiums' abnormal reaction to the particular news. In other words, in this study, whether or not abnormal returns may be received from CDS premiums before and after dates when there is the news related to Iraq, Iran and Syria was investigated.

The abnormal reaction of the CDS premiums means the abnormal return of the CDS premiums. Calculations relating to event study methodology used in this study are expressed as follows.

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (1)$$

$AR_{it}$  : The abnormal return of the CDS premium for the event of  $i$  in  $t$  days.

$R_{it}$  : The calculated real return of the CDS premium for the event of  $i$  in  $t$  days.

$\hat{R}_{it}=R_{mt}$  : The normal (expected) return of the CDS premium for the event of  $i$  in  $t$  days.

$i$  : Event (news related to Iraq, Iran and Syria).

$t_0$  : Event day (the date of publication of the news).

$$R_{it} = \ln \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} \right) \quad (2)$$

$$R_{mt} = \ln \left( \frac{M_t}{M_{t-1}} \right) \quad (3)$$

$M_t$  : The closing price of Markit CDX. EM index in the day of  $t$

$M_{t-1}$  : The closing price of Markit CDX. EM index in the day of  $t-1$

$I_t$  : The closing price of Turkey's 5-year term CDS premium in the day of  $t$

$I_{t-1}$  : The closing price of Turkey's 5-year term CDS premium in the day of  $t-1$

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (4)$$

$AR_t$  : The average abnormal return in  $t$  days

$n$  : The number of the events

$AR_{it}$  : The abnormal return of the CDS premium for the event of  $i$  in  $t$  days

$$t(AR_t) = \frac{1}{\sqrt{n}} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{\sigma_i} \quad (5)$$

$\sigma_i$  : The standard deviation of abnormal returns calculated for n events

$$CAR_{T_1}^{T_2} = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_t \quad (6)$$

$$t(CAR_{T_1}^{T_2}) = \frac{\sum_{i=1}^n (\sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it}) / \sqrt{\sum_{t=T_1}^{T_2} \sigma^2}}{\sqrt{n}} \quad (7)$$

The t-test was used, found by Equation 5, to determine whether or not the average abnormal returns calculated by Equation 4 are statically significant. In other words, it was used whether or not to accept the hypothesis suggesting that the abnormal returns are equal to zero (Hendricks and Singhal, 2008, p. 782). The t-test was used, formulized by Equation 7, to determine whether or not the cumulative abnormal returns are statically significant, in other words, it was used whether or not to accept the hypothesis suggesting that the cumulative abnormal returns are equal to zero (Hendricks and Singhal, 2008, p. 782). The values of  $T_1$  and  $T_2$  in the Equation 6 and Equation 7 represent the event windows in which the cumulative abnormal returns were calculated and in the study, the periods of (-5, +5), (-2, +2), (-1, +1), (-5, 0), (-2, 0), (0, +2) and (0, +5) were included respectively.

**Findings:** According to the findings, found statistically significant at the level of 1%, 5% and 10%, both good and bad news related to only Iran has an effect on the average and cumulative abnormal returns of Turkey's CDS premiums. However, only good news in Syria influences statistically the CDS premiums. CDS premiums exhibited -1.3% and -1.2% average abnormal returns two days before and two days after the dates on which Iran had good news, and showed 1.3%, 2% and 2.3 % average abnormal returns one day, two days and three days after the dates on which Iran had bad news. These findings show that the good (bad) news related to Iran has a negative (positive) effect on Turkey's CDS premiums, in other words, good (bad) news reduce (increase) Turkey's sovereign risk.

**Conclusion:** As a result of this study, it was found that only the good and bad news related to Iran had an effect on Turkey's CDS premiums, in other words, Turkey's sovereign risk. It is thought that this study contributes to the related literature by revealing findings regarding its subject and purpose.