

TÜRKİYE’DE İLK DEFA HALKA ARZ EDİLEN BANKACILIK SEKTÖRÜ
HİSSE SENETLERİNİN UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI

Ulaş ÜNLÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Prof.Dr.Güven SEVİL

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Ağustos 2002

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ

Türkiye’de İlk Defa Halka Arz Edilen Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinin Uzun

Dönem Fiyat Performansları

Ulaş ÜNLÜ

İşletme Ana Bilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ağustos 2002

Danışman: Prof. Dr. Güven SEVİL

Bankacılık sektörünün sorunları pek çok bilimsel yayında sıklıkla dile getirilmiştir. Varolan sorunlara farklı açılardan çeşitli çözüm önerileri sunulmuş durumdadır. Bu sorunların en önemlilerinden birisi de özkaynak yetersizliğidir. Bu sorunun çözümü bankacılık sektörü için hayati öneme sahiptir. Bankaların sermaye yapılarını sağlamlaştırmak amacıyla, hisse senetlerini halka arz ederek fon temin etme seçeneğini alternatif olarak kullanabilmeleri, daha önce halka arz edilmiş bankacılık sektörü hisse senetlerinin göstereceği performansla yakından ilgilidir. Bu amaçla, ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansları araştırılmıştır.

Sonuç olarak, bu çalışmada Türkiye’de ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin kısa dönemde spekülâtif hareketlere açık bir yapı sergilediği, bir ve iki yıllık dönemlerde negatif bir getiri elde ettiği, üç yıllık dönemde ise piyasa performans düzeyinin üzerinde bir performans gösterdiği ortaya konulmuştur.

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin kısa dönemde spekülâtif hareketlere açık bir yapı sergilemesi, sektörün halka arza bakış açısını olumsuz etkilemektedir. Ülkemiz sermaye piyasaları da bu yapının oluşumuna dayanak sağlamaktadır. Böyle bir durumda, bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönemde göstereceği performans hem bankacılık sektörü hem de yatırımcılar açısından belirleyici bir kıstas olarak alınabilir. Bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönemde (36 ay) olumlu bir performans göstermesi, yatırımcı davranışları üzerinde de olumlu bir etki yaratabileceğinden, sektörün daha sonra gerçekleştireceği halka arzların önünü açabilir. Bu da halka arz yoluyla fon temini seçeneğinin bankalar tarafından daha fazla kullanılmasını sağlayabilir.

ABSTRACT

The problems of banking sector are often stated in lots of scientific publications. Various solutions from different perspectives have been presented for existing problems. Of these problems, the most important one is the inadequacy of equity. Solution of this matter have a vital importance for banking sector. That banks can use fund assurance as an alternative by public offering in order to strengthen their equity is closely related with the banking sector IPO's performance offered. For this reason, the long run price performance of banking sector IPO's have been analyzed.

As a result, in this study; it has been determined that banking sector IPO's in Turkey have exposed some speculative movements in short-run, have had a negative return in one and two years' periods and have showed a performance over market performance level in three years' periods.

The fact that banking sector IPO's exposure some speculative movements in short-run affects the sector's view about public offering negatively. Turkey's equity market has also provided a support to this formation. In that situation, the performance that banking sector IPO's will indicate in the long-run can be taken as a criterion for both banking sector and investors. Because banking sector IPO's indicating positive performance in long-run (36 monthly) can create a positive effect on investor's behavior, it can initiate public offerings that the sector will realize later. That can provide the banks more using of the fund assurance alternative by means of public offerings.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Ulaş ÜNLÜ'nün “Türkiye’de İlk Defa Halka Arz Edilen Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları” başlıklı tezi 13 Eylül 2002 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İşletme (Finansman) Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Güven SEVİL

Üye : Prof.Dr.Semih BÜKER

Üye : Yrd.Doç.Dr.Hasan İSLATİNCE

Prof.Dr.Nurhan AYDIN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	iv
ÖZGEÇMİŞ.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZI VE HALKA ARZIN İŞLETMELER AÇISINDAN ÖNEMİ

1. HALKA ARZ KAVRAMI	3
2. İŞLETMELERİ HALKA AÇILMAYA YÖNLENDİREN ETMENLER	4
3. İŞLETMELERİN HALKA AÇILMASINI ENGELLEYEN ETMENLER	6
4. HALKA ARZ PROSEDÜRÜ	7
5. HALKA ARZ'DA ÖNEMLİ UNSURLAR	12
5.1. Zamanlama	12
5.2. Aracı Kuruluşun Seçimi.....	13
5.3. Halka Arz Edilecek İşletmenin Hisse Senetlerinin Fiyatının Doğru Belirlenmesi.....	14
5.3.1. Temettü Modeli	17
5.3.2. Nakit Akışı Yöntemi.....	18
5.3.3. Fiyat / Kazanç Oranı.....	19
5.3.4. Piyasa değeri / Defter değeri oranı	19
6. ARACI KURULUŞ VE İHRAÇÇI İŞLETME ARASINDAKİ İLİŞKİLER	20
6.1. Halka Arz Yöntemleri.....	20
6.1.1. Portföyden Satış Yoluyla Halka Arz	21
6.1.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz	22

6.2. Halka Arza Aracılık	22
6.2.1. En İyi Gayret Aracılığı	22
6.2.2. Aracılık Yüklenimi.....	23
6.3. Halka Arz' da Satış Yöntemleri	23
6.3.1. Talep Toplama.....	24
6.3.2. Talep Toplamaksızın Satış	24
6.3.3. Borsada Satış	25

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE' DE BANKACILIK SEKTÖRÜ VE BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN SERMAYE YAPISI

1. 1980 ÖNCESİ DÖNEMDE BANKACILIK SEKTÖRÜ	27
2. 1980 SONRASI DÖNEMDE BANKACILIK SEKTÖRÜ	29
2.1. Finansal Liberalizasyon Süreci ve Bankacılık Sektörü	31
2.2. Kasım 2000 - Şubat 2001 Krizleri ve Bankacılık Sektörü	33
3. BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN FİNANSAL YAPISININ ANALİZİ	39
3.1. Bankacılık Sektörünün Bilanço Yapısı.....	39
3.1.2. Bankacılık Sektörünün Aktif Yapısı	40
3.1.3. Bankacılık Sektörünün Pasif Yapısı.....	43
3.1.4. Bankaların Kar ve Zarar Performansı	48
3.1.5. Bankacılık Sektörünün Gelir-Gider Yapısı.....	49
4. 1980 SONRASI DÖNEMDE BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN SORUNLARI .	51
5. BANKALARIN SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ.....	56
5.1. Aracı Kurum ve Kurumsal Yatırımcı Olarak Faaliyetleri.....	57
5.1.1. Aracı Kuruluş Olarak Bankaların İkinci El Piyasa Faaliyetleri.....	58
5.1.2. Yatırım Fonları.....	61
5.2. Fon Talep Eden Kesim Olarak Faaliyetleri	62

5.2.1. Menkul Kıymet İhraçlarıyla Bankaların Sermaye Piyasasından Topladıkları Fonlar	62
5.2.1.1. Banka Hisse Senetlerinin Halka Arzı Yoluyla Sermaye Piyasasından Toplanan Fonlar	64

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE İLK DEFA HALKA ARZ EDİLEN BANKACILIK SEKTÖRÜ HİSSE SENETLERİNİN UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI

1. İLK HALKA ARZLARIN (IPO) TEORİK ALT YAPISI	65
1.1. IPO' ların Kısa Dönem Fiyat Performansları	65
1.1.1. Düşük Fiyatlama Olgusu	66
1.1.1.1. Asimetrik bilgi hipotezi	66
1.1.1.2. Riskten sakınan aracı kurum hipotezi	67
1.1.1.3. Spekülatif balon hipotezi.....	67
1.1.1.4. Monopsuncu güç hipotezi.....	68
1.1.1.5. Sigorta hipotezi	68
1.1.2. Seçilen Halka Arz Yöntemiyle İlgili Hipotezler	69
1.1.3. Aracı Kurumların Prestijiyle İlgili Hipotezler	69
1.2. IPO' ların Uzun Dönem Fiyat Performansları.....	70
1.2.1. ABD' de Yapılan Çalışmalar	71
1.2.2. Avrupa Piyasalarında Yapılan Çalışmalar.....	72
1.2.3. Latin Amerika Piyasalarında Yapılan Çalışmalar	73
1.2.4. Uzak Doğu Piyasalarında Yapılan Çalışmalar.....	73
2. TÜRKİYE'DE İLK DEFA HALKA ARZ EDİLEN BANKACILIK SEKTÖRÜ HİSSE SENETLERİNİN UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARINI VE BU PERFORMANSIN BELİRLEYİCİLERİNİ ÖLÇMEYE YÖNELİK BİR UYGULAMA.....	74
2.1. Veri Yapısı ve Yöntem	75
2.1.1. Modelde Kullanılan Değişkenler.....	76
2.1.1.1. İlk Gün Anormal Getiriler (İlkgün).....	77

2.1.1.2. Standart Sapma(Std)	77
2.1.1.3. Aracı Kurum (Aracı)	78
2.1.1.4. Halka Arz Yöntemi (Yöntem).....	78
2.1.1.5. Halka Açılma Oranı (Oran).....	79
2.1.1.6. Toplam Aktifler (Aktif).....	79
2.1.1.7. Bankanın Yaşı (Yıl)	80
2.1.2. Yöntem	80
2.1.3. Uygulama Sonuçları.....	82
2.1.3.1. Bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansları	91
2.1.3.2. Bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarını etkileyen faktörleri inceleyen regresyon analizi sonuçları.....	93
SONUÇ	97
EKLER.....	99
KAYNAKÇA.....	122

TABLOLAR LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1: 1990-2002 Yılları Arası Gerçekleşen Halka Arzlar	26
Tablo 2: TMSF Bankalarında Yeniden Yapılanma Süreci	35
Tablo 3: TMSF' ye Devredilen Bankalar	35
Tablo 4: Bankacılık Sektörü Aktif Yapısı (%)	41
Tablo 5: Bankacılık Sektörü Toplam Aktiflerinin Banka Grupları Arasındaki Dağılımı(Milyar TL).....	43
Tablo 6: Bankacılık Sektörü Pasif Yapısı (%).....	43
Tablo 7: Bankacılık Sektörü Özkaynak Yapısı (Milyon Dolar).....	46
Tablo 8: Bankacılık Sektörü Karlılık Rasyoları	48
Tablo 9: Bankacılık Sektörü Faiz Gelir ve Giderleri (Milyar Dolar)	51
Tablo 10: 1980 Sonrası Dönemde Türkiye’de Bankacılık Sektörü	56
Tablo 11: İkinci El Piyasa İşlemlerinin Aracı Kuruluşlar Arasında Dağılımı (Trilyon TL).....	59
Tablo 12: Bankalar Tarafından Kurulan A ve B Tipi MKYF’ lerin Portföylerinin Gelişimi (%).....	61
Tablo 13: Bankaların Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları (Milyon TL)	63
Tablo 14: IPO’ ların Uzun Dönem Fiyat Performanslarını Araştıran Çalışmalar	71
Tablo 15: Latin Amerika Piyasalarında Yapılan Çalışmalar	73
Tablo 16: Uzak Doğu Piyasalarında Yapılan Çalışmalar	74
Tablo 17: Değişkenlerle İlgili Veriler.....	76
Tablo 18 :Aylık Ortalama Anormal Getiriler (%)	83
Tablo 19 :Aylık Piyasaya Göre Düzeltilmiş Kümülatif Getiriler (%)	85
Tablo 20: T İstatistiği Verileri	87
Tablo 21 :Bankacılık Sektöründen Oluşturulan Portföyle ilgili Veriler.....	89
Tablo 22: Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinde Düşük Fiyatlama Olgusu	90
Tablo 23: Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Anormal Getirileri....	90
Tablo 24: Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Kümülatif Getirileri .	91
Tablo 25: Serbest Değişkenlerin R kare Değerleri	93

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Grafik 1: Bankacılık Sektörü Aktif Büyüklüğü (%).....	40
Grafik 2: Bankacılık Sektörü Toplam Aktiflerinin TL, YP Yapısı	42
Grafik 3: Bankacılık Sektörü Pasif Yapısı (%).....	44
Grafik 4: Bankacılık Sektörü Özkaynaklarının Reel Gelişimi (Milyar Dolar).....	45
Grafik 5: Bankacılık Sektörü Pasiflerinin TL, YP Yapısı	47
Grafik 6 : Bankacılık Sektörü Özkaynak Karlılığı	49
Grafik 7: Bankacılık Sektörü Faiz Gelirlerindeki Reel Büyüme (Milyar Dolar)	49
Grafik 8: Bankacılık Sektörü Faiz Giderlerindeki Reel Büyüme (Milyar Dolar)	50

GİRİŞ

Bankaların sermaye yapısı, özellikle son yıllarda finans literatüründe büyük ilgi gösterilen ve üzerinde önemle durulan bir konu olmuştur.

Özkaynakları yetersiz olan bankalar finansal istikrarsızlıklar karşısında taahhütlerini yerine getiremez ve tüm güvenilirlikleriyle birlikte finans sektörüne büyük zarar verebilirler. Bu bakımdan bankacılık sektörünün bugünkü durumunun ve sorunlarının belirlenmesi, sektörün geleceği açısından oldukça önem taşımaktadır. Sektörün sorunları bugün oluşan sorunlar olmayıp geçmişten süregelen sorunlardır.

Bankacılık sektörünün en önemli sorunlarından biri olan, bankaların sermaye yapılarındaki bozukluk ve yetersizlik halen güncelliğini korumaktadır. Varolan bu yapıyı kırmaya yönelik çözümlerin rafine olmaması nedeniyle alternatif çözüm yollarının değerlendirilmesi gerekmektedir. Böyle bir durumda, bankaların sermaye yapılarını sağlamlaştırmak amacıyla hisse senetlerini halka arz ederek fon temin etme seçeneğini alternatif olarak kullanabilmeleri için, Türkiye’de ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansları araştırılmıştır.

Bu amaçla, çalışma üç bölüme ayrılmıştır. Birinci bölümde, halka arz kavramı tanımlanarak, işletmeleri halka arza yönlendiren ve halka arz etmelerini engelleyen etmenlerin neler olduğu belirtilerek işletmeler açısından halka arzın önemi vurgulanmış, aracı kuruluş ve ihraççı işletme arasındaki ilişkilerden hareketle halka arz da önemli unsurlar, arz yöntemleri, satış yöntemleri ve halka arz fiyatının nasıl belirlendiği anlatılmaya çalışılmıştır.

İkinci bölümde, Türk bankacılık sektörünün 1980 öncesi ve sonrası durumu incelenerek sektörün gelişim süreci değerlendirilmiş ve finansal yapısı analiz edilerek sorunları ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde, IPO'ların(ilk halka arz) fiyat performanslarını araştıran çalışma sonuçlarına yer verilerek, Türkiye'de ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansları araştırılmıştır. Elde edilen sonuçların, bankalar tarafından gerçekleştirilecek halka arzlarda ve bunları talep edecek yatırımcıların davranışları üzerinde etkili olabileceği düşünülmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZI VE HALKA ARZIN İŞLETMELER AÇISINDAN ÖNEMİ

1. HALKA ARZ KAVRAMI

Bilindiği üzere, gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye birikiminin yetersizliği ülkelerin ekonomik gelişim sürecini olumsuz yönde etkilemektedir. Bu çerçevede işletmeler büyümek, gelişmek, yatırım yapmak ve globalleşen dünyada rakipleri ile rekabet edebilmek için gerekli olan sermayeyi bulmakta zorlanmaktadırlar. İşletmeler açısından sermaye piyasasından kaynak temin etmenin işletmelerin kaynak problemlerinin çözümüne sağladığı katkının önemi son yıllarda artarak devam etmektedir.

Bu açıdan, işletmeler için halka açılma'nın önemi ve tercih edilme sebepleri açıklanmadan önce halka açılma kavramının incelenmesinde yarar vardır. Halka açılma kavramı incelendiğinde; halka açık olma ile hisse senetlerini halka arz etmiş olmak arasında hisse senetleri bakımından önemli bir fark bulunmadığı görülür.

Hisse senetleri halka arz edildiğinde işletme kendi iradesiyle halka açık hale gelmiş olur. Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) , hisse senetlerini kendi iradesiyle halka arz eden işletmeleri kapsamına aldıktan sonra, ortak sayısının 250'den fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit edilen anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır diyerek, işletmelerin kendi iradesi dışında da halka açık hale gelebileceğini kabul etmiştir.¹

Halka arzın tanımı ise SPKn' nın 3/c. maddesinde şu şekilde yapılmıştır: Sermaye Piyasası Araçları'nın satın alınması için; her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet

¹ Zihni Kartal, "Halka Açılmanın Dayanılmaz çekiciliği: Vergi Dışı Avantajlar", *Vergi Dünyası*, (Eylül 2000), s.85.

edilmesini, hisse senetlerinin borsalar veya diğer teşkilatlanmış piyasalarda devamlı işlem görmesini, halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla payların veya hisse senetlerinin satışını ifade eder.² Halka arz işlemi bu işlemi gerçekleştiren işletmeye birtakım avantajlar sağlamasının yanında bazı maliyet ve yükümlülükleri de beraberinde getirmektedir. Bunlar; işletmeleri halka açılmaya yönlendiren etmenler ve işletmelerin halka açılmasını engelleyen etmenler olarak iki başlık altında incelenecektir.

2. İŞLETMELERİ HALKA AÇILMAYA YÖNLENDİREN ETMENLER

İşletmeler için finansal faaliyetlerin yürütülmesi sırasında fon bulmanın ne derece önemli bir fonksiyon olduğu açıktır. Fon temin etmek, işletmelerin hayatta kalabilmeleri ve finansal yapılarını sağlıklı bir şekilde sürdürebilmeleri için gerekli bir işlemdir. Bu aşamada önemli olan, bulunan fon kaynağının işletmeye getireceği maliyet yükünün büyüklüğüdür. Halka açılma sayesinde işletmeler, ucuz fon kaynaklarına rahatlıkla ulaşabilmektedirler.³ Günümüzde ise bu rahatlık olgusu ülkemiz için pek söz konusu değildir.

Bir finansman kaynağı olan halka açılma, borçlanma gibi, işletmenin belirli bir vade de faiz ve ana para ödemesini gerektirmez. Bu nedenle halka açılma, işletmenin itibarını, dolayısıyla gelecekteki borçlanma kapasitesini artırmakta, finansal esneklik sağlamakta, finansal krize girme olasılığını düşürmekte veya benzeri krizlerden çıkmasını kolaylaştırmakta, satış hacminde veya karlılığında oluşacak

² İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Borsa ve Temel Bilgiler Klavuzu** (İstanbul, 1997), s. 13.

³ Erhan Bilgili, "Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk: Halka Açılma ve 1986-2000 Eğilimleri", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, (Ağustos 2001), s.68.

ani düşüşlere karşı firmaya direnme gücü sağlamaktadır.⁴

Halka arz, hisse senetlerinin organize bir pazarda istenilen zamanda, gerçek arz ve talebe göre oluşan fiyatlardan, şeffaflık içerisinde alınıp satılmasını sağlayarak hisse senetlerine likidite kazandırmakta ve böylece mevcut ortaklara da önemli bir imkan sağlanmaktadır.

Hisse senetleri borsa'da işlem gören işletmeler hakkındaki çeşitli bilgiler, borsa'nın şeffaflık ve kamuyu aydınlatma işlevi çerçevesinde yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılara, veri yayın kuruluşları, basın ve yayın kuruluşları ile diğer görsel yayın kuruluşları vasıtası ile sürekli olarak ulaştırılmaktadır. Bu bilgi dağıtımı işletmelerin ve işletme ürünlerinin hem yurtiçinde hem de yurtdışında tanınmalarına yardımcı olmaktadır. Yaygın tanınmanın sağladığı avantaj çerçevesinde gerek yurtiçi ve gerekse yurtdışında yerleşik bulunan ve aynı sektörde faaliyette bulunan işletmelerle işbirliğine gidebilme, ortak girişim oluşturma ve benzeri konularda çalışmaların yapılabilmesi imkanı doğabilmektedir.

İşletmeler sadece birincil halka arz ile değil, daha sonra, hisse senetleri işlem görmekte iken yatırım ve benzeri ihtiyaçları nedeniyle ortaya çıkan kaynak gereksinimlerini mevcut ortaklarının rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle gerçekleştirebilecekleri "İkincil Halka Arz" lar ile karşılamak suretiyle yeniden bir finansman imkanı yaratabilirler.⁵

Vergi kanunlarında yapılan değişikliklerle halka açık anonim şirketlere bir takım avantajlar tanınmıştır. Tanınan vergi avantajları da İşletmeleri halka açılmaya teşvik etmektedir. Bu avantajlar şöyle sayılabilir;

- Gelir Vergisi Kanunu'nun(GVK) 94/6-b-i maddesi uyarınca, kurumlar vergisinden istisna kazançlara isabet eden kısım düşüldükten sonra, kar payları üzerinden yapılacak gelir vergisi kesintisinin oranı, diğer işletmelerde %15, halka açık anonim ortaklıklarda (HAAO) ise % 5 olarak belirlenmiştir.
- Yurtdışı inşaat, onarım, montaj ve teknik hizmetlerden sağlanan kazançlara ilişkin istisna tutarı üzerinden GVK'nun 94/6-b-ii maddesine göre

⁴ İdil Özlem Koç, "Şirketlerin Halka Açılması", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, (Ekim 1997), s. 34.

⁵ <http://www.imkb.gov.tr>.

yapılacak gelir vergisi kesintisi oranı, diğer işletmeler için %10, HAAO için %5'dir.

- Sermaye artırarak arttırılan sermayeye isabet eden hisse senetlerinin halka satılmasında, hisse senetlerinin itibari değerlerinin üzerinde satılmasından elde edilen kazançlar, Kurumlar Vergisi ve Gelir Vergisi kesintisinden istisnadır. Emisyon primi olarak adlandırılan bu kazançlar, hiçbir vergi yükü taşımamaktadır.⁶

3. İŞLETMELERİN HALKA AÇILMASINI ENGELLEYEN ETMENLER

Halka açılan bir işletme TTK' nın (Türk Ticaret Kanunu) yanı sıra Sermaye Piyasası Kanunu'na da tabi olacaktır. SPKn' ya tabi olmak, kurul denetimi altına girmeyi, onun getirdiği bürokrasi ve formalitelerin külfetine katlanmayı ve kar dağıtım şartına uymayı gerektirmektedir.

İşletme halka açıldıktan sonra, işletme ile ilgili bilgiler "kamuyu aydınlatma" prensibi dahilinde her an incelemeye tabi olmaktadır. Kamuyu aydınlatma ilkesine bağlı kalınarak halka arzlar sırasında düzenlenen raporlar ve bilgiler yeterli olmamakta, gelişen koşullarda yeni, taze bilgilere ihtiyaç bulunmaktadır. Bu nedenle kısa aralıklarla raporlar ve belli kurallara bağlanmış özel durumlarda özel açıklamalar düzenlemek gerekmektedir.⁷

Halka açılma işletmelere katlanılması gereken bir takım maliyetleri de beraberinde getirebilmektedir. Bunlar;

- İhraççı kuruluş, halka arz tutarının büyüklüğüne, verilen aracılık hizmetinin türüne göre değişen oranlarda, halka arzın toplam tutarı üzerinden halka arza liderlik eden aracı kurum ile varsa diğer konsorsiyum üyesi aracı kurumlara aracılık komisyonu ödemektedir. Söz konusu ücretler ihraççı kuruluş ile aracı kurum arasında yapılan aracılık sözleşmesi ile tespit edilmektedir.

⁶ Zihni Kartal, "Halka Açılmanın Dayanılmaz Çekiciliği: Vergisel Avantajlar", *Vergi Dünyası*, (Kasım 2000), s.79.

⁷ Koç a.g.e., s. 36.

- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kayda alınan ve satışı yapılacak olan hisse senetlerinin ihraç değerinin % 0,2 si tutarında kayıt ücreti almaktadır. Ayrıca bu tutar üzerinden eğitime katkı payı ve özel iletişim vergisi alınmaktadır.
- Hisse senetleri Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlayan şirketten kotasyon ücreti, Bölgesel veya Yeni Şirketler Pazarı'nda işlem görmeye başlayan işletmeden ise pazar kayıt ücreti alınmaktadır. Kotasyon ücreti ve Bölgesel Pazar için pazar kayıt ücreti, işletmenin nominal sermayesinin % 0.1'i olarak hesaplanır. Yeni Şirketler Pazarı için pazar kayıt ücreti ise şirketin nominal sermayesinin % 0.1'inin 1/2 si kadardır. Ayrıca yukarıdaki tutarlar üzerinden eğitime katkı payı ve özel iletişim vergisi alınmaktadır.
- İşletmenin hisse senetlerinin borsa' da işlem görmeye başlamasına ilişkin ilan ile halka arz izahnamesinin borsa günlük bülteninde ilanı nedeni ile de ilan masrafı alınmaktadır. Bunlara ek olarak işletmeler yurtdışı ve yurtiçi reklam giderleri, bağımsız denetim kuruluşlarına ödenen ücretler, hisse senetlerinin basımı için ödenen kağıt ve baskı giderleri gibi maliyetlerle karşılaşabilmektedirler.⁸

4. HALKA ARZ PROSEDÜRÜ

Hisse senetlerinin halka arzı Sermaye Piyasası Kurulu'nun, borsa'da işlem görmesi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın incelemelerine tabi bulunmaktadır. Halka açılmak ve borsa'da işlem görmek isteyen işletmelerin her iki kuruma da eşzamanlı olarak müracaat etmeleri sürecin kısılması açısından önem taşımaktadır. İşletmeler, hisse senetlerinin halka arzına ve borsa'da işlem görmesine karar verdikten sonra, hisse senetlerinin borsa'da işlem görmeye başladığı ilk güne kadar uygulanan prosedür kısaca aşağıda belirtilmiştir.

- Ön hazırlık
- Müracaat

⁸ <http://www.imkb.gov.tr>

- Sermaye Piyasası Kurul'unun borsa'dan görüş istemesi
- İncelemeler
- Ön talep toplama
- Sermaye Piyasası Kurulu'na görüş gönderilmesi
- Hisse senetlerinin SPK kaydına alınması
- Hisse senetlerinin halka arz edilmesi
- Satış sonuçlarının bildirilmesi
- Borsa Yönetim Kurulu kararı ile hisse senetlerinin işlem görmeye başlaması

Ön hazırlık

Hisse senetlerini halka arz etmek ve borsa'da işlem görmesini sağlamak için karar alan bir işletme,

- Halka arza aracılık yapmaya yetkili bir aracı kuruluş belirler.
- Esas sözleşmesinde sermaye piyasası mevzuatı açısından gerekli değişiklikleri yapmak için madde tadil tasarılarını SPK'ya sunar.

İşletmenin esas sözleşmesinde hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı, ortakların haklarını kullanmalarını engelleyici hükümler söz konusu ise bu hükümlerin esas sözleşmeden arındırılması, ayrıca esas sözleşmenin diğer hükümlerinin sermaye piyasası mevzuatına paralel hale getirilmesi gerekmektedir.

Sermaye artırımını yoluyla halka arz yapılması durumunda TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

Müracaat

Aracı kuruluş, SPK tarafından istenilen bilgi ve belgeler ile birlikte hisse senetlerinin SPK kaydına alınması amacı ile SPK'ya müracaatta bulunur. Başvuru işletme tarafından yapılabileceği gibi yetkili aracı kurum tarafından da yapılabilir.

Sermaye Piyasası Kurul'unun borsa'dan görüş istemesi

Sermaye Piyasası Kurulu, halka arz izahnamesine yazılmak üzere başvuru ile birlikte, başvuruda bulunan işletmenin hisse senetlerinin borsa'nın hangi pazarında işlem görebileceğine dair görüşünü talep eder.

İncelemeler

İşletmenin halka arz ve borsada işlem görme başvurusundaki eksik bilgi ve belgeler tamamlandıktan sonra, işlem görme başvurusunda bulunan işletmenin türüne göre kalitatif ve kantitatif olmak üzere iki ana başlık halinde inceleme yapılır.

A- Kalitatif İncelemeler

İşletmelerin kalitatif değerleri genel olarak aşağıdaki başlıklar altında incelenmektedir.

- i- Hammadde Temini,
- ii- Üretim Prosesi,
- iii- Üretim Tesisleri,
- iv- İç ve Dış Satışlar,
- v- Süregelen ve Proje Halindeki Yatırımlar,
- vi- Yönetim ve Çalışanların Durumu,
- vii- Grup İşletmeleri İle İlişkiler,
- viii- İştirak ve bağlı ortaklıklar,
- ix- Hukuki Sorunlar,
- x- Lisans, Know-how vb. anlaşmalar,

xi- Sahip olunan markalar.

B- Kantitatif İncelemeler

İşletmelerin finansal durumunun anlaşılması amacıyla yönelik olarak mali tabloları üzerinde durulmaktadır. Bu incelemelerde, işletmelerin bağımsız denetimden geçmiş mali tablo ve dipnotları incelenmekte, gerekli görülen kalemlerin incelenmesi için mizan ve muavin defterler üzerinde çalışılmakta, finansal durumunun tespiti için statik ve dinamik finansal analizin yanı sıra önemli rasyoların analizi de yapılmaktadır.

Ön talep toplama

Hisselerinin SPK kaydına alınmasından önce belirli bir fiyat aralığında yatırımcıların olası taleplerini öğrenmek amacı ile, talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturulmaksızın aracı kuruluşlar tarafından bir ön izahname düzenlenerek ön talep toplanabilir. Duyuru ilanı yoluyla ön talep toplanabileceği gibi duyuru ilanı yapılmaksızın da ön talep toplanabilir.

Sermaye Piyasası Kurulu'na görüş gönderilmesi

Borsa uzmanları, işletme tarafından sunulan bilgi ve belgeler ile işletme merkez ve üretim tesislerinde gerçekleştirilen incelemeler sonucunda oluşturulan raporu Borsa Yönetim Kurulu'na sunar. Borsa Yönetim Kurulu tarafından alınan raporla ilgili karar, halka arz izahnamesinde yazılmak üzere, Sermaye Piyasası Kurulu'na iletilir.

Hisse senetlerinin SPK kaydına alınması

SPK tarafından yapılan incelemeler neticesinde hazırlanan rapor ile işletmelerin hisse senetlerinin işlem görebileceği pazar hakkında Borsa Yönetim Kurulu'nun görüşü çerçevesinde işletmenin hisse senetleri SPK tarafından kayda alınır. Bu aşamada halka arz izahnamesi ve sirküleri SPK tarafından onaylanır.

Hisse senetlerinin halka arz edilmesi

Hisse senetlerinin SPK kaydına alınmasından sonra, SPK tarafından onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren onbeş gün içinde işletmenin kayıtlı bulunduğu Ticaret Sicili'ne tescil ve Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan ettirilmek zorundadır. Söz konusu tescil ve ilandan sonra, 15 gün içerisinde izahname ve basın yayın yolu ile tasarruf sahipleri için sirküler duyurularak hisse senetlerinin alımı için yatırımcılara davette bulunulur.

Yukarıda özetlenen prosedür hisse senetlerinin aracı kurumlar tarafından borsa dışında halka arz edilmesine ilişkin prosedüredir. İşletmeler diledikleri takdirde hisse senetlerini, benzer şekilde borsa'da birincil piyasada da halka arz edebilirler. Birincil piyasada halka arz yönteminin kullanılması halinde, hisse senetleri SPK kaydına alındıktan sonra ilk Borsa Yönetim Kurulu toplantısında işletmenin işlem görme başvurusu görüşülerek Borsa Yönetim Kurulu kararı ile birincil piyasada halka arza izin verilir.

Satış sonuçlarının bildirilmesi

Satış işlemi tamamlandıktan sonra halka arza ilişkin satış sonuçları SPK'ya ve borsa'ya iletilir. Halka arz sonuçları ile birlikte işletme hakkında hazırlanan nihai raporun incelenmesi sonucunda Borsa Yönetim Kurulu işletmenin hisse senetlerinin işlem görebileceği pazar hakkında nihai kararı verir.

Borsa yönetim kurulu kararı ile hisse senetlerinin işlem görmeye başlaması

Borsa Yönetim Kurulu'nun nihai kararından sonra halka arz sonuçları, halka arz izahnamesi ve borsa tarafından gerekli görülen diğer bilgiler Borsa Günlük

Bülteni'nde ilan edilir. Borsa dışı satışlarda ilanı izleyen ikinci işgününden itibaren işletmenin hisse senetleri ilgili pazarda işlem görmeye başlar.⁹

5. HALKA ARZ'DA ÖNEMLİ UNSURLAR

İşletmeler hisse senetlerini halka arz etmeye karar vermeleri halinde, halka arzı gerçekleştirmek için gerekli bütün yükümlülükleri yerine getirseler bile fiili olarak hisse senetlerinin halka arzından beklenen verimi, öngördükleri gibi elde edemeyebilirler. Halka arzdan olumlu sonuç alabilmek için birtakım unsurlara dikkat etmek gerekmektedir. Bu unsurlar üç başlık halinde incelenmiştir; zamanlama, aracı kuruluşun seçimi, halka arz edilecek işletmenin hisse senetlerinin fiyatının doğru belirlenmesi.

5.1. Zamanlama

Yapılacak ihracın başarıya ulaşmasında zamanın doğru belirlenmesi önem taşımaktadır. Borsa endeksinin tırmanışta olduğu dönem halka açılma için en uygun zamanlardan birisidir. Aynı zamanda likiditenin yüksek olduğu dönemler de işletmeler için uygun bir zamandır. Fakat gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasaları genellikle etkin olmadıkları için, sermaye piyasalarında alım-satımların spekülatif nitelik taşımaları nedeniyle endekste iniş-çıkışlar fazla olmakta, bunun sonucunda borsa endeksinin beklenmedik zamanlarda yön değiştirmesi, halka açılma için doğru zamanın tespitini zorlaştırmaktadır.

Ihracın başarısı, uygun pazar koşullarının yanı sıra, yatırımcıların işletmenin yer aldığı sektöre bakış açısıyla da ilgili olmaktadır.

Diğer bir etken ise, işletmenin kendi durumudur. Tek başına fazla bir şey ifade etmeyen bu etken, piyasa ve sektör etkenleri ile bir araya geldiği zaman anlam kazanmaktadır.¹⁰

⁹ [http:// www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr).

¹⁰ Koç, a.g.e. s. 37.

5.2. Aracı Kuruluşun Seçimi

İhraçcının kendisi ile yatırımcılar arasında ilişki kuracak, satışı gerçekleştirecek, işletmenin amaçları doğrultusunda aracılık yapacak doğru aracı kuruluşun seçimi işletmeler açısından büyük önem taşımaktadır. Aracı kuruluşun seçimi yapılırken bazı etmenlerin gözönünde tutulması yararlıdır. Bu etmenler kısaca şu şekilde açıklanabilir;

- Piyasada prestij sahibi olma ve güvenilirlik
- Deneyim
- Finansal güç
- Satış örgütünün yaygınlığı
- Uygulanacak aracılık komisyonunun göreceli olarak düşüklüğü

Piyasada prestij sahibi olma ve güvenilirlik

Halka arzın piyasada prestiji yüksek finansal aracı ve aracılar eliyle olması başarıyı arttırmaktadır. Aracı kurumlar piyasadaki güvenilirlik derecelerini koruyabilmek için, halka arzına aracılık ettikleri işletmenin hisse senetlerinin ileride sorun yaratmamasına önem göstermek durumundadırlar.

Deneyim

Aracı kurumun deneyimli olması, hisse senetlerinin halka arz fiyatının ve zamanlamasının doğru belirlenmesinde önem taşımaktadır. Halka arz edilecek hisse senetlerinin tutarı, bir aracı kurumun kapasitesini, finansal olanaklarını aşıyorsa, halka arz için konsorsiyum gerekli ise, aracı kurumun bu tür konsorsiyumları oluşturma ve yönetme konusunda da deneyim sahibi olması gerekir.

Finansal güç

Aracı kurumun risk üstlenerek yaptığı aracılıklarda yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilmesi için yeterli finansal olanaklara sahip olması gerekir.

Satış örgütünün yaygınlığı

Aracı kurumun satış örgütünün yaygınlığı, özellikle en iyi gayret aracılığı, başka bir deyişle gişe hizmeti verilerek yapılan aracılıkla, halka arz edilen hisse senetlerinin kısa bir sürede geniş bir kesime satılmasında büyük önem taşır. Özellikle hisse senetlerinin halka arz amaçlarından biri de hisse senetlerinin geniş bir kesime dağılmasını sağlamaktır.

Uygulanacak aracılık komisyonunun görece olarak düşüklüğü

Aracılara ödenen komisyonların yüksekliği kaynak maliyetini artırarak, hisse senetlerinin halka arzı yoluyla kaynak sağlamanın çekiciliğini azaltan bir etmen olmaktadır.¹¹

5.3. Halka Arz Edilecek İşletmenin Hisse Senetlerinin Fiyatının Doğru Belirlenmesi

Bir işletmeye ait hisse senedinin değeri, ihraççı-aracı-yatırımcı üçgeninde gerçekleşir ve taraflardan her biri diğerine göre farklı beklentiler içerisindedir.

İhraççı işletme, halka arz edilecek hisse senetlerinin değerinin yüksek olmasını ister. Genellikle primli olarak halka arz edilen hisse senetlerinin satışı bu nedenle bünyeye daha fazla nakit girişi anlamındadır.¹²

¹¹ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, (7. Baskı. İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Yayınları, Yayın No: 65, Mart 1998), s. 815 .

¹² Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası 2. Cilt Halka Arz**, (1. Baskı. İstanbul: Beta yayınları, Kasım 2000) , s.301.

İşletmenin halka satılan bölümü için mümkün olan en yüksek değeri elde etmek ihraççının en önemli ve temel amacını oluşturmaktadır. Bu duruma karşı olarak, aracı kuruluşlar ise, ihraççının “değer en çoklaması” isteğini kırma yönünde hareket etmektedir. İhraç edilen hisse senedi piyasaya aşırı fiyatlanmış olarak çıkarsa, bir süre sonunda hisse senedinin fiyatının düşeceği yatırımcı tarafından tahmin edilmektedir. Bu yöndeki tahmin yatırımcıda, halka açılan işletmenin hisse senedi getirisinin beklenenin altında gerçekleşeceği düşüncesini oluşturmaktadır. Bu tür davranışlara maruz kalmak istemeyen aracı kuruluş, halka arzlarda hisse senedini mümkün olduğu derecede düşük fiyatlandırmak ister. İhraççının diğer bir amacı hisse senedinin geniş bir kesime dağılmasıdır. Hisse senetleri ne kadar geniş bir yelpazede dağılırsa, dışarıdan birkaç grup veya kişinin bu hisseleri toplama maliyeti o derece artacaktır.

Aracı kuruluş açısından da konunun iki cephesi vardır. İşletmeden yetki belgesi aldıktan sonra bir değer saptaması yapan aracı kurum, bunun ortaklar ve işletme yetkilileri tarafından doyurucu bulunmaması durumunda, yetkisini, konumunu yitirebilir ve müşterisini hisselerinin değerini daha yüksek saptayan rakiplerine kaptırabilir. Buna karşılık, işletmelerin olası arzu ve baskısına paralel biçimde değerlemenin yüksek tutulması durumunda ise satışın yapılamaması riski vardır. Bu durumda yüklenimde bulunan aracı kurum, satılamayan senetleri kendi portföyüne alarak bedelini derhal ortaklığa ödemek zorunda kalabilir.¹³

Bu nedenler incelendiğinde, halka açılmalarda değerlendirme ve buna bağlı olarak fiyatlama önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Yatırımcılar açısından bir işletmenin iyi bir yatırım fırsatı olarak değerlendirilmesi için, hisse senedi halka arz fiyatının, piyasada yatırımcısına kazandıracak bir seviyede tutulması gerekir. Yüksek bir performansa sahip bir işletme bile eğer kötü fiyatlandırılmışsa, cazip bir yatırım olmaktan çıkabilir.

Aracı kuruluşlar tarafından belirlenen hisse senedinin halka arz fiyatı, aynı zamanda aracılık yüklenim türlerine göre de farklılık göstermektedir. Yüklenimli aracılık türünde, en iyi gayret aracılığına göre düşük fiyatlandırma olgusu daha fazladır. Aynı zamanda yüklenimli aracılık türünde hisse senedinin fiyatı daha sağlıklı

¹³ Tanör, a.g.e., s.301.

tespit edilmektedir. Bower (1989) çalışmasında bu savı desteklemekle beraber ek olarak aracılık yükleniminin yatırımcılar açısından genellikle daha doğru bir değerlendirme biçimi olduğunu, işletme açısından bakıldığında ise bu yöntemin işletmenin getirilerinde önemli ölçüde bir düşüklüğe neden olacağı savunur.¹⁴ Diğer taraftan Bower' a göre en iyi gayret aracılığında belirlenen fiyat yatırımcılar açısından pek cazip değildir.

Hisse senetleri halka arz edilecek olan işletmenin hisse senetlerinin fiyatı, halka arza aracılık edecek olan aracı kuruluşun yetkilileri tarafından yapılan çalışmalar sonucunda saptanır. Fiyat değerlendirme aşaması, aracı kuruluşun iki ayrı bölümü tarafından birbirinden bağımsız çalışmalarla yürütülür. Bunlardan birincisi, kuruluşun araştırma analistleri tarafından yapılan çalışmadır. Bu çalışmanın hedefi, yatırımcıların halka arz edilecek hisse senedine ödeyebilecekleri fiyatı saptamak, hangi fiyattan yatırımcının karşısına çıkılırsa başarılı bir satış gerçekleştirilebileceğini bulmaktır. İkincisi ise kuruluşun kurumsal finansman bölümü analistleri tarafından yapılan çalışmadır. Bu çalışmanın hedefi de, işletmenin gerçek değerini saptamaktır. İki ayrı çalışmanın sonuçları biraraya getirildiğinde ortaya hisse senedinin en düşük ve en yüksek fiyatının ne olabileceğini gösteren bir aralık çıkar. Uygulamada "Fiyat aralığı" olarak adlandırılan bu aralık içinde hangi fiyatın belirleneceği, daha sonra yapılan ön talep toplama aşamasında ve yurt dışındaki yoklamalar sırasında kendini gösterir. Böylece hisse senedinin satış fiyatı belli olur.

Beklentilerin farklı, değer saptanmasında kullanılacak yöntemlerin değişik olması nedeniyle halka arz edilecek hisse senedinin fiyatının herkes tarafından aynı sonucu veren bir sayı ile ifade edilmesi mümkün değildir. Hisse senedi değerlemesinde çok farklı yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemler ana hatlarıyla şöyle verilebilir;¹⁵

A Muhasebe kayıtlarına dayalı yöntemler

- Net aktiflerin defter değeri

¹⁴ Nancy L. Bower, "Firm Value and the Choice of Offering Method in Initial Public Offerings", *The Journal Of Finance*, (July 1989), s. 647.

¹⁵ Tanör, a.g.e., s.305.

- Net aktiflerin piyasa değeri
- Yenileme değeri

B Nakit akımına dayalı yöntemler

- İndirgenmiş nakit akımları
- Ortaklığın serbest nakit akımları
- Hisse senetlerinin serbest nakit akımları
- İndirgenmiş temettü yönetimi

C Piyasaya dayalı yöntemler

- Kıyaslanabilir borsa işletmeleri
 - Fiyat / kazanç oranı
 - Piyasa değeri / defter değeri
- Fiyat / satış oranı analizi
- Kıyaslanabilir işlemler
 - Ortaklığın bulunduğu sektöre özel çarpanlar
 - Genel çarpanlar

D Haklara bağımlı değerlendirme yöntemleri

- Opsiyon yöntemi ile değerlendirme

Anılan yöntemlerden en çok bilinen ve uygulamada sık rastlanan dört tanesi aşağıda açıklanmıştır.

5.3.1. Temettü Modeli

Temettü modeli, bir hisse senedinin bugünkü değerinin, beklenen nakit temettülerin bugünkü değerine eşit olacağını öne sürmektedir. Beklenen temettülerin bugünkü değeri aşağıdaki biçimde ifade edilmektedir.¹⁶

¹⁶ Güven Sevil, *Borsada Satış Yoluyla Özelleştirme*, (Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1996), s.30.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{1+r}$$

Burada;

P_0 = Hisse senedinin bugünkü fiyatı

D = t yılında beklenen temettü

r = İskonto oranı

n = İşletmenin faaliyette bulunacağı yıl sayısıdır.

Sabit bir büyüme oranı ile gelecekteki elde edilecek nakit temettülerin şimdiki değeri şu şekilde ifade edilmektedir;

$$P_0 = D_0 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+r)^t}$$

Temettü modeline en iyi yaklaşım formülden de anlaşılacağı gibi beklenen temettülerin indirgenmesi yöntemidir.¹⁷

5.3.2. Nakit Akışı Yöntemi

Hisse senedinin gerçek değeri işletmenin mevcut varlıkları ile hissedarlara sağlanan nakit akışlarının bugünkü değeri tarafından belirlenmektedir. Nakit akışı işletmenin vergi sonrası faaliyet karından yeni yatırımlar düşüldükten sonra kalan kısım olmaktadır. Yönteme göre işletme değeri şu formülle hesaplanmaktadır ;

$$ID = \frac{NA}{k - g}$$

¹⁷ Sevil, a.g.e., s. 32.

Formülde (NA) nakit akışlarını, (k) iskonto oranını, (g) ise işletmenin büyüme oranını vermektedir. Yöntem sabit büyümeyi temel alan değerlendirme yöntemi ile benzerlik göstermektedir.¹⁸

5.3.3. Fiyat / Kazanç Oranı

Finans literatüründe hisse senedi değerlemesinde sıkça incelenen ve uygulama kolaylığı sağlayan yöntem, işletmenin hisse senedinin piyasa fiyatının, gelecekte elde edilmesi beklenen hisse başına kazanç oranlamasına dayanmaktadır. Elde edilen katsayıya birçok kaynakta aynı zamanda “kazanç çarpanı modeli” adı da verilmektedir. Model ile yatırımcılar gelecekte elde edecekleri kazançlarının hem şimdiki değerini hem de işletmenin piyasadaki fiyat oluşumundan hareket ederek hisse senedinin gerçek değerini belirlemeye çalışmaktadırlar. Fiyat-kazanç oranının formülü ise şu şekilde ifade edilebilir.¹⁹

$$P / E = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kazanç}}$$

5.3.4. Piyasa değeri / Defter değeri oranı

Genellikle sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerde, borsada alım-satımı yapılmayan bir hisse senedinin ya da işletmenin değerinin belirlenmesinde kullanılan bir orandır. İşletmenin ödenmiş sermayesi, yedekler, yenileme fonu, dönem karı ve emisyon primi, özvarlık değerini oluşturmaktadır. İşletmenin hisse senedi sayısı ile özvarlık değeri oranlandığında ise defter değeri elde edilmektedir.

Burada unutulmaması gereken nokta, işletmenin defter değerinin tarihi veriler üzerinden bilançolarda gösterilmesi ile borsada hisse senetlerinin aşırı düşük

¹⁸ Aynı, s. 32.

¹⁹ Aynı, s. 32.

ya da aşırı yüksek değerler almasının getireceği olumsuz sonuçlardır. Bütün yöntemler ile bir piyasa fiyatının belirlenmesi mümkündür. Ancak en doğru yöntemin hangisi olacağının belirlenmesi en uygun kapitalizasyon oranının belirlenmesine bağlıdır. Ülkemizde finansal piyasalarda yaşanan sürekli değişkenlik, enflasyon oranlarındaki aylık farklılıklar kapitalizasyon oranının belirlenmesini güçleştirici faktörlerdir.²⁰ Bununla birlikte hangi tür değerlemeye güvenileceği ve ne tür değerlendirme yapılacağı, değerlendirme yapan aracı kuruluşun seçimine ve yorumuna bağlıdır.

6. ARACI KURULUŞ VE İHRAÇCI İŞLETME ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Aracı kuruluşlar uygulamada, halka arz ve satış süreçlerinin başından sonuna kadar rol oynamakta ve çoğu kez ihraççı kuruluşun gerisindeki görünmeyen kahraman olarak, fiyat saptamasından SPK ile olan ilişkilere, yüklenim taahhüdünden pazarlama çalışmalarına kadar yayılan geniş bir sorumluluk ve çalışma alanı içinde, birincil piyasa işlevlerinin en önemlilerinden birini yerine getirmektedirler.

Sermaye piyasası alanında istisnai bazı uygulamaların dışında hisse senetlerini halka arz etmek isteyen işletmelerin bu operasyonu başarıyla sonuçlandırmaları için aracı kuruluşlarla yapacakları işbirliğinin niteliği de kuşkusuz bu bağlamda son derece önem taşımaktadır. Uygulamada aracı kuruluşun seçiminden halka arz ve satış süreçlerinin tamamlanmasına kadar geçen zaman diliminde yaşananlar da bunu güçlü bir biçimde doğrulamaktadır.²¹

6.1. Halka Arz Yöntemleri

Hisse senetlerinin halka arz ve satışında, yukarıda da belirtildiği gibi aracı kurumlar önemli bir yere sahiptir. Aracı kurum ve ihraççı işletme arasındaki süreç,

²⁰ Aynı., s.34.

²¹ Tanör, a.g.e., s.260.

halka arz'a aracılık, halka arz'da satış yöntemleri ve halka arz yöntemlerinin belirlenerek uygulamaya geçilmesi özelinde değerlendirilecektir.

Bilindiği gibi işletme ya portföyden satış yoluyla ya da sermaye arttırımı yoluyla halka arz edilebilir. Uygulamada nadir de olsa iki yöntemin birden kullanıldığına rastlanmaktadır. Fakat bu yöntemin üzerinde durulmayacaktır.

6.1.1. Portföyden Satış Yoluyla Halka Arz

Bu yöntemde, işletmelerdeki mevcut hissedar ya da hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerinden bir kısmını doğrudan borsada veya borsa dışında halka arz edebilirler. Özelleştirme kapsamında olanlar dahil ve hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş işletmelerde, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için hisse senetlerinin;

- Belli bir tertip veya gruba dahil olmalarında o tertip ve gruptaki tüm hisse senedi bedellerinin ya da işletmenin sermayesinin tamamının ödenmiş olması,
- Rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması,
- Kurul'un hisse senetlerinin şekil şartlarına ilişkin düzenlemelerine uygun olması zorunludur.
- Nominal değerler toplamının, SPK' ya başvuru tarihi itibariyle işletmenin nominal sermayesine oranının en az;
 - Sermayeleri 750 milyar TL' ye kadar olan işletmeler için % 15,
 - Sermayeleri 750 milyar ile 1.5 trilyon TL arasında olan işletmeler için % 10,

- Sermayeleri 1.5 trilyon TL ve daha fazla olan işletmeler için %5 olması zorunludur.²²

6.1.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz

Bu şekildeki halka açılmada işletme; sermaye artırımı yaparak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü rüçhan haklarını kısıtlayarak borsada veya borsa dışında halka satabilir, sermaye artırımında ortaklarca rüçhan hakları kullanıldıktan sonra kalan hisse senetlerini borsada veya borsa dışında halka arz edebilir.

Sermaye artırımı yoluyla yapılan başvurularda, halka arz edilecek hisse senetlerinin artırım sonrası ulaşılacak nominal sermayeye oranının sınırlılıkları, portföyden satış yöntemiyle aynı sınırlılıklara tabidir.

6.2. Halka Arza Aracılık

Halka arza aracılık faaliyeti, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan yetki belgesi almış aracı kurum ve bankalarca “en iyi gayret aracılığı” veya “aracılık yüklenimi” şeklinde yapılabilir. Halka arzlarda, aracılığın en iyi gayret aracılığı ile aracılık yüklenimi yöntemlerinin hangisiyle yapılacağı, ihraççı işletme ile aracı kurum arasında kararlaştırılır. Bu seçimin yapılmasında, ihraçcının hedefleri ve eğilimleri büyük rol oynar.

6.2.1. En İyi Gayret Aracılığı

Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılamayan kısmının ise satışı yapana iadesini veya bunları satın almayı daha önce taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade etmektedir.

²² <http://www.spk.gov.tr>.

6.2.2. Aracılık Yüklenimi

Aracılık yüklenimi sözleşmesi, bakiyeyi yüklenim veya tümünü yüklenim şeklinde yapılabilir. Aracılık yüklenimi, SPK kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, halka arz yoluyla satılmasının veya satılamayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenmek suretiyle satın alınmasının ya da SPK kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, bedeli satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasının, satışı yapana karşı taahhüt edilmesidir. Aracılık yükleniminin bu iki ayağından birincisine, “Bakiyeyi yüklenim” ikincisine ise “Tümünü yüklenim” adı verilir.

Hisse senetlerini halka arz etme kararı almış bulunan ihraççının ilk hedefi kuşkusuz, gerçekleştirilecek satıştan mümkün olduğunca yüksek gelir elde edebilmektir. Bu nedenle hisse senedi değerinin yüksek tutulmasını ister. Halka arza aracılık edecek kuruluş ise ihraççının çoğu kez bu konuda cesaretini ve arzusunu törpüleyecek ölçüde düşük bir fiyatta anlaşılmak ister. Kendi açısından hem yüklenim riskini azaltmak hem de satışı kolaylaştırmak bakımından fiyatın düşük tutulmasında yarar görür. İhraççının ikinci önemli hedefi dağıtımın olabildiğince yaygın kitlelere yapılabilmesidir. İhraççının sayılan bu öncelikli hedefleri, aracılık edecek kuruluşla arasında imzalayacağı aracılık sözleşmesine yansır ve yüklenim biçiminin saptanmasında belirleyici rol oynar.²³

6.3. Halka Arz’ da Satış Yöntemleri

SPKn’ ya göre, halka açılmak üzere hisse senedi satışı yapacak işletmelerin “Talep Toplama” veya “Borsa’da Satış” yöntemlerinden birisini kullanmaları zorunludur. SPK gerekli görmesi halinde, Talep toplama ya da borsa’da satış yönteminin kullanılmasını zorunlu tutabilir veya bu zorunluluğu ortadan kaldırabilir. Ön talep toplama yönteminin kullanılması halinde, sabit fiyatla talep toplama

²³ Dilek Türker Uludağ, **Aracı Kurumların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem: Sermaye Yeterliliği**, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Yayını, Yayın No: 134, , 2001), s. 106.

yönteminin kullanılması zorunludur. Söz konusu yöntemler aşağıda kısaca açıklanmıştır.

6.3.1. Talep Toplama

Bu yöntemde, yatırımcıların satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına ilişkin talepleri toplanır ve bu taleplerin değerlendirilmesi ile satışa sunulan sermaye piyasası araçları yatırımcılar arasında dağıtımına tabi tutulur. Talep toplama yöntemiyle satış; “sabit fiyatla” veya “fiyat teklifi alma” yoluyla yapılır.

Sabit fiyatla talep toplama

Teklifler belirlenmiş tek bir fiyattan alınır. Talep toplama süresi; en az 2 işgünü olarak belirlenmek üzere, sirküler ilanından itibaren en az 3, en son 5 işgünü geçtikten sonra başlar. Sermaye piyasası araçlarının satış esnasında alıcıya teslimi şarttır. Ancak esas sermaye sistemini kabul etmiş işletmelerin sermaye artırımını nedeniyle pay satışlarında hamiline yazılı hisse senetleri, sermaye artırımının tescilini izleyen 30 gün içinde teslim edilir. Nama yazılı hisse senetlerinde bu süre 90 gündür.

Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplanması

Asgari bir satış fiyatı tespit edilerek bunun üzerindeki fiyat teklifleri toplanır. Talep toplama süresi; en az iki işgünü olarak belirlenmek üzere, sirküler ilanından itibaren en az üç en son beş işgünü geçtikten sonra başlar.

6.3.2. Talep Toplamaksızın Satış

Sermaye piyasası araçlarının bizzat ihraççı tarafından ya da aracı kuruluş vasıtasıyla belirli bir fiyat tespit edilerek, yatırımcılardan talep toplanmaksızın halka arz yoluyla satışdır. Bu yöntemi, diğer yöntemleri kullanma zorunluluğu olmayan ihraççılar kullanabilir. Bu yöntemin uygulanması halinde tasarruf sahipleri, sirkülerde

belirtilen süre içinde pay bedellerini bir bankada açılan özel hesaba yatırarak sermaye artırımına katılırlar.

6.3.3. Borsada Satış

Sermaye piyasası araçlarının halka arzı, sermaye piyasası kurulunun onayı üzerine İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği çerçevesinde borsada yapılabilir. Satışın borsada yapılabilmesi için, satıştan belirli bir süre öncesinde borsa tarafından gerekli görülen belgelerle borsaya başvurulması, başvurunun borsa yönetim kurulunca kabulü ve ilan edilmesi ile mümkündür.²⁴

İşletmelerin yüksek maliyetlerle borçlanmaları ya da devletin ihraç ettiği hazine bonosu ve tahvillerle rekabet etme şansları bulunmaması özkaynakla finansman yöntemini gündeme getirmektedir. İşletmeler ekonomik zorluklar içinde halka açılarak borç/özkaynak yapılarını düzenleme ve kaynaklar arasındaki vade uyumunu sağlayabilmeleri mümkündür. Hisse senetlerini halka arz etmek suretiyle halka açılan ve hisse senetleri borsada işlem gören işletmeler halk arz yoluyla bir yandan sermayenin tabana yayılmasını sağlamakla, ¹⁺² diğer yandan alternatif finansman yöntemleri arasında en ucuz kaynak niteliğinde olan fonlar ile yeni yatırımlara girebilme olanağına kavuşmakta, tasarrufçunun atıl fonlarını aktif hale getirmekte, kısa vadeli fonların uzun vadeli fonlara dönüşmesini sağlamaktadır. Halka açılan işletmelerin kurumsallaşma süreci hızlanmakta ve modern yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşmaktadırlar. Ayrıca hisse senetlerinin borsada işlem görmesi işletmenin tanınmasını sağlamakta ve vergi istisnalarından yararlanmalarına yol açmaktadır.²⁵

Diğer taraftan Türkiye’de halka arz koşullarını etkileyen bazı unsurlar vardır. Bir ülkenin sermaye piyasasının gelişmişliğinin en önemli göstergelerinden birisi de halka açık işletmelerin sayısıdır. Türkiye’de faaliyette bulunan işletme potansiyeli

²⁴ <http://www.imkb.gov.tr>.

²⁵ Sevil, a.g.e., s.25.

düşünüldüğünde, hisse senetlerini halka arz eden işletmelerin sayısı oldukça azdır. Bunu aşağıdaki tabloda da görmek mümkündür.

Tablo 1: 1990-2002 Yılları Arası Gerçekleşen Halka Arzlar

Yıllar	Halka Arz Sayısı
1990	35
1991	24
1992	13
1993	16
1994	25
1995	28
1996	26
1997	29
1998	20
1999	10
2000	35
2001	1
2002*	4
Toplam	266

*2002 yılı Temmuz ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

Kaynak: [http://: www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)

Bu sonucun ortaya çıkmasında; ulusal tasarrufların düşüklüğü, halka arz işlemini gerçekleştirecek kurumsal yatırımcı eksikliği, belirsizliklere neden olan genel ekonomik ve politik ortam, İMKB'nin volatilitesinin yüksekliği, uygun yasal çerçevenin eksikliği, kamunun ağırlığı, halka açıklık uygulanmasının etkin bir şekilde düzenlenmemiş olması, Türkiye'de faaliyette bulunan işletmelerin büyük çoğunluğunun aile işletmesi olması ve dolayısıyla halka arz konusunda irade, istek ve alışkanlıklarının azlığı , sermaye piyasalarında güven ve şeffaflık unsurlarının yeterince gelişmemesi gibi etmenlerin etkili olduğu söylenebilir.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE' DE BANKACILIK SEKTÖRÜ

VE

BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN SERMAYE YAPISI

1. 1980 ÖNCESİ DÖNEMDE BANKACILIK SEKTÖRÜ

1923-1932 yılları arasında bankacılıktaki gelişmeler İzmir İktisat Kongresi'nde dile getirilen görüş ve öneriler doğrultusunda gerçekleşmiş, bu dönemde ulusal banka sayısında, özellikle tek şubeli yerel banka sayısında büyük artış meydana gelmiştir.²⁶ Türk bankacılık sektörünün gelişim seyrindeki en önemli olaylardan birisi de 1930 yılında T.C Merkez Bankasının kurulması olmuştur.²⁷

1929-1930 ekonomik buhranını izleyen yıllarda devletçilik ilkesi benimsenmiştir.²⁸ Ekonomi politikası, Kamu İktisadi Teşebbüsleri aracılığıyla yatırımlarda bulunarak ekonomik kalkınmayı hızlandırmayı amaçlamış, bu politika bankacılık sektörünü de etkilemiştir.²⁹ Özellikle, 1933-1938 yılları arasında ülke için önemli sayılabilecek devlet bankalarının ard arda kurulmaları bu dönemi karakterize eden bir gelişme olmuştur. Sırasıyla Sümerbank (1933) , Belediyeler Bankası (1933) (Bu banka 1945 yılında İller Bankası adını almıştır), Türkiye Halk Bankası (1933) , Etibank (1935) ve Denizcilik Bankası (1935) kurulmuştur.

1938 ile 1944 yılları arasında kalan yıllar Türk Bankacılığı açısından, İkinci Dünya Savaşı' nın önemli ölçüde etkisinde kalınan bir durgunluk dönemi olmuştur. Ulusal bankacılık açısından bir örgütlenme dönemi olarak nitelendirilebilecek

²⁶ Devlet Planlama Teşkilatı, 3. İzmir İktisat Kongresi, Bankacılık Çalışma Grubu, **Raporlar**, (Ankara: DPT Yayını, 1992), s. 27.

²⁷ Fikret Çankaya, **Kamu Bankalarının Özelleştirilmesi**, (Ankara: TBB Yayınları, 2001), s. 16.

²⁸ Semra Pekaya, **Türk Mali Sistemi İçerisinde Bankacılık Sektörünün Gelişimi ve Finansal Yapısının Analizi**, (Ankara: T.C Kalkınma Bankası Araştırma ve Planlama Müdürlüğü Yayını, 1994), s. 11.

²⁹ DPT, **a.g.c.**, s. 27.

bu sürecin sonunda, 1950' lere doğru Türk banka sistemi' nde, az sayıdaki kamu bankalarının önemli bir yer tuttuğu, buna karşılık özel sermaye ile kurulan bankaların çoğunlukta olmasına rağmen küçük ölçekli ve yerel nitelikte olduğu bir yapı ortaya çıkmıştır.³⁰ II. Dünya Savaşı' nın sona ermesi ile ekonomik hayattaki canlanma bankacılık sektörünü de etkilemiştir. Özel kesimin gelişmesi, batı ülkeleri ile yakın ekonomik ve politik ilişkilere girilmesi, tek partili dönemden çok partili döneme geçiş Türkiye' nin ekonomi politikasında önemli değişikliklere yol açmıştır. Bu dönemin bankacılık açısından önemi 1950' den sonra özel bankaların kurularak hızlı bir gelişim göstermesidir. Yapı Kredi Bankası, Akbank, Şekerbank, Pamukbank, Demirbank, Vakıflar Bankası, Garanti Bankası, T. Sınai Kalkınma Bankası bu dönemde kurulmuştur.³¹

1950-1960 döneminde bankacılık kesiminde yaşanan iki önemli gelişmeden ilki, bankaların ticaret ve sanayi sermayesiyle giderek artan şekilde bütünleşmesi, ikincisi ise T.C Merkez Bankası ve bazı ticari bankaların işbirliği ile, T. Sınai Kalkınma Bankasının ve Türkiye Bankalar Birliği' nin kurulmasıdır.

1960' lı yılların başında Türk ekonomisi, Mayıs 1960 hareketinin ekonomik yaşamı üzerinde yaratmış olduğu kararsızlık ve özellikle de bankacılık kesimi üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle oldukça durgun bir yapı göstermiştir. Bu yıllar bankacılık kesimi için önemli bir sarsıntı dönemi olmuş, bankalardan fazla miktarda mevduat çekilmiş ve birçok banka için tasfiye dönemi başlamıştır.³²

1979 yılında ekonomik kesimin finans kesimine aktardığı fonun artış miktarının dönemin fiyat artışlarına yakın olması, finans kesiminin ekonominin reel kesimi ile olan ilişkilerinde yapısal bir değişimin oluşmadığını ortaya koymaktadır. Ticaret ve mevduat bankalarının birincil işlevlerinin mevduat toplama ve kredi sağlama olmasına karşın, aynı dönemde bu öğelerin mevduat bankalarının toplam bilançoları içerisindeki payının azalması bir diğer dikkat çekici noktadır. Bu gelişmenin nedeni mevduat karşılık oranlarının yükselmiş olması ve de mevduat

³⁰ Pekkaya, a.g.e., s. 12.

³¹ DPT, a.g.e., 27.

³² Pekkaya a.g.e., s. 13.

bankalarının mevduat toplama çabasından çok Merkez Bankasından kaynak sağlamaya çalışmalarıyla açıklanabilir.³³

2. 1980 SONRASI DÖNEMDE BANKACILIK SEKTÖRÜ

1980 yılına kadar geçen süreçte genel hatlarıyla yukarıda belirtilen şekilde bir gelişme gösteren bankacılık sisteminde 1980 sonrası dönem ise ekonomide başlatılan serbestleşme ve dışa açılmanın bankacılık sisteminde de uygulanmasıyla yaşanan değişim dönemidir.³⁴ Bu dönemde alınan önlemler ve bankacılık sektöründeki gelişmeler şöyle özetlenebilir:³⁵

- i. Sektöre yerli ve yabancı bankaların girişlerine izin verilmiştir.
- ii. Yapılan çeşitli yasal düzenlemelerle, bankaların şube açma izin ve yükümlülükleri artırılmış ve zaman içinde enflasyona göre ayarlanabilir bir duruma getirilmiştir.
- iii. Özel finans kurumları bankacılık sektörüne dahil edilmişlerdir.
- iv. 1980 yılına kadar kamu otoriteleri tarafından belirlenen mevduat ve kredi faiz oranları serbest bırakılmıştır. Özellikle pozitif reel faiz uygulaması mevduatta reel artışa yol açmıştır. Sektöre girişin serbest bırakılması sektörü rekabete açmıştır.
- v. Kambiyo işlemlerinde ve sermaye hareketlerinde liberalizasyona gidilmiş, buna paralel olarak döviz varlık ve yükümlülükleri, aktif ve pasifte yüzde 25'in üzerinde paya sahip olmuşlardır. Döviz işlemlerinin artışı bankaların karlılığına da katkıda bulunmuştur. Mevduat yerine yurt dışından borçlanma önemli bir kaynak haline gelmiştir.
- vi. Bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarının karşılanması ve likidite fazlalarının değerlendirilmesi amacıyla TCMB bünyesinde İnterbank

³³ Aynı., s.17.

³⁴ Çankaya a.g.e s. 16.

³⁵ Pekkaya a.g.e s.25.

piyasası kurulmuş ve işlem hacmi kısa sürede büyük tutarlara ulaşmıştır.

- vii. Sektörde artan rekabet, işlemlerin çeşitlenmesi gibi nedenlerle daha etkin bir denetim gözetim sistemi gerekli olmuştur. Bu ihtiyacın karşılanması amacıyla;
 - Bank For International Settlements (BIS) ve Avrupa Topluluğu normlarına uygun olan “Sermaye yeterliliği rasyosu” uygulanmaya konulmuştur.
 - Bankaların problemli kredilerinin tespit edilmesini ve yeterli karşılık ayrılmasını uluslar arası standartlara uygun hale getirilebilmesi için “Karşılık Kararı” yayınlanmıştır.
 - Bankaların denetim otoritelerine mali raporlamayı daha sağlıklı yapabilmeleri için “Tekdüzen Hesap Planı” hazırlanmıştır.
 - Bankaların her yıl bağımsız dış denetime tabi tutulması uygulaması başlatılmıştır.
- viii. Tasarruf mevduatı sigorta fonu kurulmuştur.
- ix. Bankalar Kanunu’nda değişiklik yapılarak bankaların nakdi ve gayri nakdi kredilerinin, özkaynaklarının yirmi katını geçemeyeceği hükmü getirilmiştir.
- x. Liberalizasyon yönünde alınan önlemler ve otomasyondaki gelişmeler müşteriye sunulan ürünlerin çeşitlenmesini sağlamıştır. Bankaların mevduat toplayıp kredi verme şeklindeki geleneksel bankacılık yerine ellerindeki fonların önemli bir bölümünü de sermaye piyasası işlemlerinde, devlet iç borçlanma senetleri, hazine bonoları alımında ve kambiyo işlemlerinde kullanmışlardır. Böylece bankaların kaynakları ve de plasmanları çeşitlenmiştir.
- xi. Tüketici kredileri ve kredi kartları uygulamaya konulmuştur.
- xii. Türk bankaları yurt dışında temsilcilikler ile şubeler açarak, banka kurarak veya satın alarak dışa açılmaya başlamışlardır.
- xiii. Bankalar sermaye piyasası aktivitelerini artırmışlar, yatırım fonları kurmuşlardır.

- xiv. Teknolojinin bankacılık kesiminde daha yaygın bir şekilde kullanılmasıyla sektörde artan rekabetin, özellikle bilgisayar yaygın olarak kullanmanın sağladığı verimlilik artışları, tüm bankaları teknolojinin getirdiği üstünlüklerden yararlanmaya yöneltmiştir.

2.1. Finansal Liberalizasyon Süreci ve Bankacılık Sektörü

Dar anlamda mevduat ve kredi faiz hadleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması olarak tanımlanan finansal liberalleşme, geniş anlamı ile farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerini ayıran sınırlamaların hafifletilmesini, kambiyo rejimi üzerindeki kontrollerin azaltılmasını veya kaldırılmasını; bu çerçevede yabancı kuruluşların ulusal finansal sisteme girişlerindeki engellemelerin azaltılmasını, yerleşiklerin yabancı finansal piyasalara girmelerine izin verilmesini, finansal gelirler üzerindeki yüksek oranlı vergilerin hafifletilmesini ve kantitatif kredi tavanlarının ortadan kaldırılmasını kapsamaktadır.³⁶

1980'li yıllar gelişmekte olan ülkelerin çoğunda piyasa mekanizmasına geçiş sürecinin yaşandığı yıllar olmuştur. Bu dönemde, istikrarlı bir ekonomik büyüme için, finansal liberalizasyonun gerekliliği üzerinde durulmuştur. IMF ve Dünya Bankası destekli olarak uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının teorik temelini ise, literatürde "Mali Baskı Analizi" (FRA= Financial Repression Analysis) olarak anılan yaklaşım oluşturmuştur. Shaw ve Mckinnon tarafından geliştirilen bu yaklaşımda, finansal sistemin liberalizasyonu ile ekonomide tasarruf oranının arttırılabileceği, bu yolla üretken yatırımlara daha fazla kaynak aktarımı yapılabileceği ve sonuçta istikrarlı bir büyümenin sağlanabileceği öne sürülmüştür.³⁷

Finansal liberalizasyon amacıyla, öncelikle 1 Temmuz 1980' de vadeli tasarruf mevduatı ile kredi faiz oranları serbest bırakılmış ve bankalara mevduat sertifikası çıkarma yetkisi tanınmıştır. Faiz mekanizmasındaki serbestleşmeyi, finansal sistemde işlem maliyetlerinin düşürülmesine yönelik çalışmalar izlemiştir. Bu çerçevede, Banka

³⁶ TÜSİAD, *Türk Finans Sektörünün Dışa Açılması, Uyumla İlgili Sorunlar ve Öneriler*, (Haziran 1989), s.3.

³⁷ *Sermaye Piyasası Kurumu, Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasasının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirmesi*, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Yayını, 1995, Yayın No: 17), s.78.

ve Sigorta Muameleri Vergisi (BSMV) oranı, önce Mayıs 1991’ de %25’den % 15’e, daha sonra Temmuz 1993’de % 3’ e çekilmiştir. Ayrıca, bankaların mevduat munzam karşılık ve disponibiliteler yükümlülüklerinde dönem içinde çeşitli değişiklikler yapılmıştır. Gerekli yasal ve kurumsal yapıdaki eksiklikler, faiz serbestisi ile mevduat sertifikasının bankerler tarafından ikinci el piyasada kullanılması, 1980’lerin başında büyük çaplı bir bankerler krizine yol açmıştır. Bu nedenle Temmuz 1981’ de çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu bir tepki kanunu niteliğini taşımaktadır. İzleyen dönemde, önce Sermaye Piyasası Kurulu Şubat 1982’ de faaliyete geçmiş, ardından gerekli yasal ve kurumsal yapının tamamlanması yönünde düzenlemeler yapılmıştır. Bu kapsamda yürütülen çalışmaların önemli bir aşaması olarak, Ocak 1986’da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası örgütlenerek faaliyete geçmiştir.

Ekonomide döviz talebini finansal sisteme çekmeye yönelik liberalizasyon tedbirlerinin ilk ayağı olarak, bankalara döviz pozisyonu tutma serbestisi sağlayan ve kambiyo işlemlerine ilişkin düzenleme Haziran 1982’de yapılmıştır. Aralık 1983’de Türk Parasının Kıymetini Koruma (TPKK) hakkındaki kararın yürürlüğe girmesiyle, bankalara TCMB tarafından belirlenen günlük kurun alt ve üst sınırları içinde kalınması koşuluyla serbestçe döviz alım satımı yapabilme imkanı getirilmiştir. Döviz piyasalarının liberalizasyonu kapsamındaki bir diğer önemli değişiklik ise vadeli veya vadesiz döviz tevdiat hesabı (DTH) ve döviz kredisi açılabilmesi serbestisinin tanınmasıdır.³⁸

Finansal sistemde eksik piyasaların örgütlenmesine yönelik olarak, TCMB öncülüğünde Nisan 1986’ da bankalararası para işlemleri için gerekli yasal çerçeve tamamlanmıştır. Eylül 1988’de Döviz ve Efektif Piyasası, Nisan 1989’da Döviz Karşılığı Altın Piyasası, TCMB bünyesinde faaliyete başlamıştır. 1987 yılı Temmuz ayında 1 yıllık mevduata uygulanan faiz oranları serbest bırakılmış, 4 Şubat 1988’de devreye sokulan ekonomik istikrar programı çerçevesinde taban faiz oranlarının belirlenmesinde TCMB yetkili kılınmıştır. Ekim 1988’ de mevduat faiz oranları, TCMB’ nin belirlediği tavan çerçevesinde serbest bırakılmıştır. Mayıs 1989’da faiz serbestisinde bir adım daha atılarak, bankalara değişken faizli mevduat hesabı açma imkanı tanınmıştır.

³⁸ Sermaye Piyasası Kurumu, a.g.e., s.82.

Ağustos 1989’da Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkındaki 32 Sayılı Karar yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu kararla Türk parasında “tam konvertibilite” ye geçişin ilk adımları atılmış, kambiyo rejiminde serbestlik artırılmıştır.³⁹

Ekim 1989’da bankalara Avrupa Topluluğu sermaye yeterliliği düzenlemeleri paralelinde, riske dayalı sermaye bulundurma zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca serbest bölgelerde kıyı bankacılığı dahil tüm bankacılık işlemlerini yapmak üzere banka kurulmasına ve yabancı bankaların şube açmasına izin veren düzenleme Ekim 1990’ da yayınlanmıştır.

1988 sonrasında Türk finans kesiminin uluslararası piyasalara açılması, getirilen libere rejim çerçevesinde eksik piyasaların oluşturulması ve artan belirsizlik ortamı, bankaların fon yönetim tekniklerine daha fazla eğilmelerinde etkili olmuştur. Bu kapsamda, repo, vadeli işlemler, opsiyon ve swap başta olmak üzere çeşitli risk aktarım tekniklerinin kullanımı artmıştır.⁴⁰

2.2. Kasım 2000 - Şubat 2001 Krizleri ve Bankacılık Sektörü

2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan finansal krizler bankacılık sektörünü doğrudan ve önemli ölçüde etkilemiştir. Kasım krizi sonrasında likidite ve faiz riski nedeniyle sorunlar yaşayan bankacılık sektörü Şubat krizi sonrasında ilave olarak kur riskinden kaynaklanan kayıplarla karşı karşıya kalmıştır. Yaşanan krizlerin reel sektör üzerindeki daraltıcı etkisi ise bankacılık kesiminin aktif kalitesinin zayıflamasına yol açmıştır.

Bu gelişmeler, sektörün yapısal sorunlarını kalıcı bir biçimde çözmek bankacılık sistemini sağlıklı ve dünya ölçeğinde rekabet edebilir bir yapıya kavuşturmak için kapsamlı bir yeniden yapılandırma programının daha fazla ertelenemez olduğunu ortaya koymuştur. Bu çerçevede, BDDK tarafından 2001 Mayıs ayı içinde “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı” hazırlanmıştır.

³⁹ Aynı., s.83.

⁴⁰ Aynı., s.84.

Program kapsamında, 2 Ağustos 2001’de “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu”, 24 Ağustos 2001’de ise “Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu Kapsamındaki Bankaların Performans ve Gelişme Raporu” yayınlanmıştır. Ayrıca, 25 Eylül 2001’de gerek uygulamada sağlanan gelişmeleri gerekse geleceğe yönelik hedefleri ayrıntılı bir biçimde içeren “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Eylem Planı” yayınlanmıştır.⁴¹

Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihinde yaşanan finansal krizler öncesindeki dönemde özellikle kamu bankaları, finansal yapılarının bozulmasına neden olan bir yapılanma içinde faaliyette bulunmuşlardır. Kamu bankalarına verilen tarım kesimi ile küçük ve orta boy işletmelerin desteklenmesi görevi sonucu oluşan zararlar zamanında ödenmemiş, ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler, aşırı istihdam ve şubeleşme gibi sorunlar bu bankaların finansal yapılarında ciddi bozulmalara neden olmuştur. Verimsiz kaynak kullanımı sonucu kamu bankalarının kaynak ihtiyacı artmıştır. Büyüyen kaynak ihtiyacını giderek artan oranda kısa vadeli ve yüksek maliyetli fonlarla karşılanması zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Kamu bankalarının bu yapıları Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde yaşanan finansal krizler öncesinde finansal sistemin kırılganlığını artıran önemli bir unsur olurken, aşırı günlük borçlanmaları nedeniyle krizlerden olumsuz bir şekilde etkilenmişlerdir.

Özel sektör bankaları ise Rusya krizi sonrasında yaşanan olumsuz gelişmeler sonucu, takipteki alacaklarında ciddi bir artışla karşılaşmışlardır. Bu nedenle özel sektör bankaları 2000 yılında uygulamaya konulan “Enflasyonu Düşürme Programı”na finansal yapılarında zayıflama ile başlamışlardır. Yeni program döneminde ekonomide canlanmanın başlaması, özel sektör bankalarının karşılıklarının artmasını ve finansal yapılarının belirli ölçüde düzelmesini sağlamıştır. Ancak, uygulanan program hedefleri doğrultusunda pozisyon alan özel sektör bankalarının üstlendikleri faiz ve kur riskleri, 2000 yılının ikinci yarısında ciddi boyutlarda artmıştır. Kasım 2000 tarihinden sonra, finansal yapılarındaki bozulma sonucu özkaynak yükümlülüklerini karşılayamayan 9 banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na devredilmiştir. Aşağıdaki tabloda TMSF’ye devredilen bankaların tarihsel gelişim süreci verilmiştir.

⁴¹ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu, (2001).

Tablo 2: TMSF Bankalarında Yeniden Yapılanma Süreci

	1997	1998	1999	2000	2001	2002*	Toplam
Devralınan Banka Sayısı	1	1	6	3	7	1	19
Birleştirilen Banka Sayısı (1)	-	-	-	-	7	-	7
Satılan Banka Sayısı (2)	-	-	-	-	3	-	3
Lisansı İptal Edilen Banka Sayısı (3)	-	-	-	-	1	-	1
Fon Bünyesindeki Banka Sayısı	1	2	8	11	7	8	

*2002 yılı Temmuz ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

Kaynak: BDDK

Tablo 3: TMSF'ye Devredilen Bankalar

1997	1998	1999	2000	2001	2002*
Türkbank	Bank Ekspres	İnterbank Egebank Yurtbank Sümerbank Esbank Yaşarbank	Etibank Bank Kapital Demirbank	Ulusal Bank İktisat Bankası Sitebank Tarişbank Bayındırbank Kentbank EGS Bank	Pamukbank

*2002 yılı Temmuz ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

Kaynak: BDDK

Yaşanan krizler sonrasında finansal kesimin en önemli bölümünü oluşturan bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması, Mayıs 2001 tarihinde başlatılan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”nın en önemli unsurunu oluşturmuştur.

Sektörün yeniden yapılandırılması sürecinde ilk olarak kamu bankalarının kısa vadeli yükümlülükleri tasfiye edilmiştir. Daha sonra Emlakbank, 9 Temmuz 2001 itibariyle Ziraat ve Halk Bankalarına devredilmiş ve TMSF tarafından devralınan bankaların bir bölümü birleştirilmiştir. Yine bazı bankaların bankacılık izinlerinin iptal edilmesi ve özel sektör bankaları arasındaki birleşmeler sonucunda, Temmuz 2002 itibariyle banka sayısı 57’ye inmiş bulunmaktadır.

Ayrıca özel bankaların özkaynaklarının güçlendirilmesi ve reel kesim ile ilişkilerinin geliştirilmesi için “yeniden sermayelendirme programı” başlatılmıştır.⁴² Bu program sonucu yapılan düzenlemeler şu şekilde özetlenebilir:

- Bankacılık sektöründe özkaynak artışını özendirmek amacıyla, gayrimenkul ve iştirak hissesi satışından doğan kazançların satışın yapıldığı

⁴² T.C. Merkez Bankası, *Yıllık Raporu*, (2001).

yılda sermayeye ilave edilen kısmının kurumlar vergisinden istisna edilmesi için gerekli satışa konu olan kıymetin asgari 2 yıl süreyle elde tutulma şartının kaldırılmasına ve istisna edilen tutar üzerinden yapılan gelir vergisi stopaj kesintisinin düşürülmesine yönelik yasal düzenlemeler gerçekleştirilmiştir.

- Bankaların kaynak maliyetlerinin düşürülmesi amacıyla 8 Ağustos 2001 tarihinden itibaren TL mevduatlar için ayrılan munzam karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına başlanmıştır.
- Söz konusu program çerçevesinde, bankaların ve iştiraklerinin devir ve birleşmelerini kolaylaştırmak yönünde uygun ortam hazırlanmış, bu amaçla kurumsal devir ve birleşmeler için vergi teşvikleri getirilmiştir. Bu düzenlemelerin de etkisiyle 2001 yılında devir ve birleşmelerde önemli gelişmeler yaşanmıştır. Nitekim, Körfezbank ve Osmanlı Bankası Garanti Bankası çatısı altında; Demirbank HSBC çatısı altında; Tekfen Yatırım Bankası ve Bank Ekspres Tekfen Bank çatısı altında; Sümerbank da Oyakbank çatısı altında birleşmişlerdir.
- Şubat 2001 sonrasında Türk Lirasının yabancı paralar karşısında hızlı değer kaybından olumsuz etkilenen özel bankalar yabancı para açık pozisyonlarını önemli ölçüde kapatmışlardır. 15 Haziran 2001 tarihinde Hazine tarafından gerçekleştirilen iç borç takas işlemi, bu gelişmede en önemli belirleyici olmuştur.
- Bankaların karşılaştıkları riskleri en iyi şekilde yönetebilmelerine imkan verecek etkin bir iç denetim ve risk yönetimi sistemi kurmaları yönünde gerekli düzenlemeler tamamlanmıştır.
- Bankaların mevcut ve potansiyel riskler nedeniyle oluşacak zarara karşı yeterli sermaye bulundurmalarını sağlamak amacıyla faiz, kur ve hisse senedi risklerinin (piyasa risklerinin), sermaye yeterliliği rasyosunun hesaplanmasına dahil edilmesine ilişkin düzenlemeler yapılmış, sermaye yeterliliği hesabında 1 Ocak 2002 tarihinden itibaren solo bazda, 1 Temmuz 2002 tarihinden itibaren de konsolide bazda piyasa risklerinin dikkate alınması kararlaştırılmıştır.

- Bankaların verebilecekleri azami kredi miktarlarının belirlenmesinde aynı risk grubuna dahil addedilecek gerçek ve tüzel kişilerin tanımı Haziran 2001’de yürürlüğe konulan yönetmelik ile belirlenmiştir. Bu tanımın bankalar için de ayrıca düzenlemeye konu edilmesiyle, bankaların ortaklarına ve iştiraklerine doğrudan veya dolaylı olarak verebilecekleri toplam kredilerin azami oranı özkaynaklarının yüzde 25’i olarak belirlenmiş ve uluslararası kurallara uygun hale getirilmiştir. Bankaların dahil olduğu risk grubu tanımı son derece muhafazakar bir yaklaşım dahilinde; bankaların yöneticileri, ortakları ve iştirakleri ile bunlarla sermaye veya ticari bağımlılık bakımından aynı grup içinde değerlendirilecek gerçek ve tüzel kişileri kapsar şekilde yapılmıştır. Dolayısıyla, bu tanım kapsamına giren kredi işlemlerinin tamamı ortaklık payları da dahil azami yüzde 25 oranı ile sınırlandırılmış ve limit aşımı olan bankaların kanundaki tedrici geçiş sürelerine uygunluk bakımından denetimlerine başlanmıştır.⁴³
- Şubat 2001 sonrasında özel bankalar TL’nin yabancı paralar karşısında hızlı değer kaybı sonucunda olumsuz etkilenmiş ve yabancı para açık pozisyonlarını kapatmaya yönelmişlerdir. 15 Haziran 2001 tarihinde Hazine tarafından gerçekleştirilen iç borç takas işlemi sonrasında özel bankalar döviz pozisyon açıklarını almış oldukları dövize endeksli tahvillerinde katkısıyla belirgin bir biçimde kapatma imkanı bulmuşlardır.
- Yaşanan krizler sonrasında ekonomik aktivitedeki keskin daralma bankacılık sektörünün aktif kalitesini olumsuz yönde etkilemiştir. Bu çerçevede, bankacılık sektörünün kötü aktifler sorununun çözümüne yönelik çalışmalar yapılmaktadır. Bu çalışmalar, faaliyetini sürdürebilecek işletmelerin kredi borçlarının yeniden yapılandırılarak ekonomiye yeniden kazandırılması ve finansal kurumların daha sağlıklı bir bilanço yapısına kavuşturulması amacıyla tarafları biraraya getirerek ortak bir uzlaş platformu yaratmalarını organize eden İstanbul Yaklaşımını; finans kesimin sorunlu aktiflerini devir alacak ve yönetecek varlık yönetim

⁴³ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu, (Mayıs 2001).

şirketleri kurulmasını; İcra ve İflas Yasasında değişikliklere gidilmesini ve karşılıklara ilişkin yeni düzenlemelerin hayata geçirilmesini içermektedir.

- Bankalar Kanununda yapılan değişiklikle Avrupa Birliği direktiflerindeki özkaynak tanımına paralel olarak “Konsolide Özkaynak” tanımı getirilmiş ve konsolide esasa göre uygulanacak kredi sınırları ile standart oranların hesaplanmasında bu tanımın esas alınması sağlanmıştır.⁴⁴

Bilindiği gibi, yüzde 8’lik sermaye yeterliliği oranı güvenli bir bankacılık sistemi için global olarak kabul gören bir kriterdir. Söz konusu oran, ulaşılmak istenen bir yeterlilik oranı olmaktan çok minimum sermaye yeterliliğini yansıtmaktadır. Türk bankacılık sektörünün sağlıklı bir şekilde faaliyet gösterebilmesi ve uluslararası piyasalarda güven yaratarak rekabet edebilmesi için, yüzde 8’in üzerinde bir sermaye yeterlilik oranının hedeflenmesi gerekir.⁴⁵ Bununla birlikte şu an BIS’in (Bank For International Settlements) bu oranı %12’ye yükseltmek için çalışmaları da devam etmektedir.

Bu çerçevede, Türk bankacılık sektörü genel olarak incelendiğinde sermaye yeterliliği ve gerekli yükümlülüklerini yerine getiremediği için fona devredilen pek çok banka olduğu göze çarpmaktadır. Bilindiği gibi bunun en son örneği Pamukbank olmuştur. Pamukbank, yükümlülükleri toplamının, varlıklarının toplam değerini aştığı, faaliyetine devamının mevduat sahiplerinin hakları ve finansal sistemin güven ve istikrarı bakımından tehlike arz ettiği ve 31.12.2001 tarihi itibarıyla yaklaşık iki milyar ABD Doları tutarında sermaye açığı olduğu tespit edildiği için fona devredilmiştir.⁴⁶

Bu sonuç ülkemizde bankacılık sektörünü oluşturan bankaların sermaye yapısının yeterli bir seviyede bulunmadığının güncel bir örneğidir. Böyle bir konjonktürde, bankaların hisse senetlerini halka arz ederek fon temin etme, sermaye yapılarını güçlendirme ve de görece olarak, borç / özkaynak oranını dengeleme imkanını değerlendirmelerinin hayati öneme sahip olduğu görülmektedir.

⁴⁴ Aynı., s. 26.

⁴⁵ <http://www.bddk.org.tr>.

⁴⁶ BDDK, Pamukbank TSMF’ye Devir Nedenleri Bilgilendirme Raporu, (Haziran 2002).

3. BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN FİNANSAL YAPISININ ANALİZİ

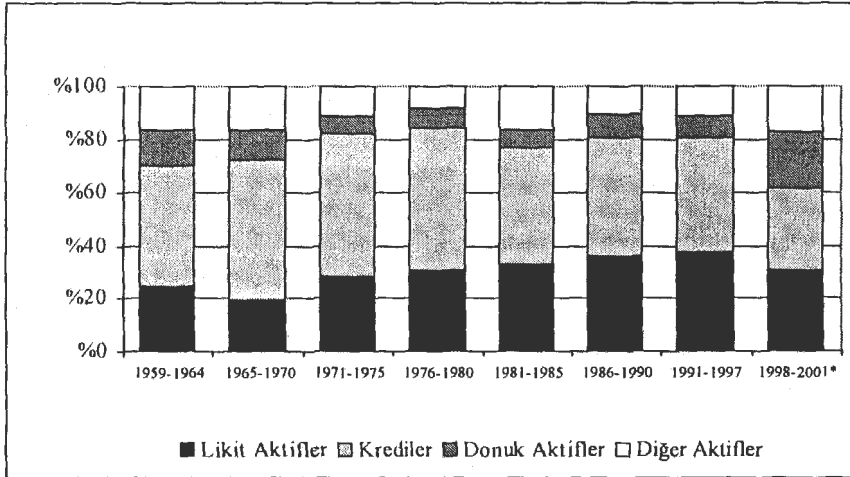
Bankalar, sadece ülkemizde değil hemen her ülkede finansal sistemin, hatta ekonominin baş aktörü konumundadırlar ve konumları gereği özel bir ilgiye muhatap olmaktadır. Bunun için bankacılık sektörünün finansal yapısı ve bu yapının analizinin üzerinde önemle durulması gerekmektedir. Yukarıda ana hatlarıyla özetlenen bankacılık sektöründe yaşanan gelişmelerin sektörün bilanço ve gelir-gider kalemlerine yansımalarını görebilmek ancak sektörün finansal yapısı üzerinde yapılacak analizlerle mümkündür. Bu noktadan hareketle bankacılık sektörünün finansal yapısı analiz edilmeye çalışılmıştır.

3.1. Bankacılık Sektörünün Bilanço Yapısı

Bankacılık sektörünün bilanço yapısı , sektörün aktif ve pasif yapısı, kar-zarar performansı ve gelir-gider analizi başlıkları altında incelenmiştir.

3.1.2. Bankacılık Sektörünün Aktif Yapısı

Grafik 1: Bankacılık Sektörü Aktif Büyüklüğü



* 2001 yılı Eylül ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

** Fondaki bankalar dahildir.

Kaynak: TBB ve BDDK verilerinden türetilmiştir.

1980 sonrasında uygulamaya başlanan ekonomi politikalarının bankacılık sektörü üzerindeki etkilerinden birisi kaynak maliyetinde meydana gelen hızlı artış olmuştur. Bu dönemde serbest faiz uygulamasına geçilmesinin ardından mevduat ve kredi faizlerinin artması, ekonomideki istikrarsız gelişme ve kamu tasarruflarının kullanımında etkinliğin sağlanması ile ilgili mali reformların tamamlanamamasına bağlı olarak kamu açıklarının artması ve bu nedenle enflasyonun yüksek düzeylerde seyretmesinin yarattığı faiz ve kur riskleri ile banka işletme giderlerindeki artış, kaynakların vade yapısının kısılması, mevduat munzam karşılıkları ve disponibiliteler oranlarının yüksekliği ile bankacılık sektörüne uygulanan bazı fon, prim ve kesintilerin yüksekliği kaynak maliyetlerini yükselten başlıca etmenler olmuştur. Bankalar bu dönemde kaynaklarını artan ölçülerde devlet iç borçlanma senetlerine plase etmişlerdir. Bu nedenle, toplam aktifler içinde kamu kağıtlarını da içeren likit aktiflerin payı artmıştır.⁴⁷

⁴⁷ Türkiye Bankalar Birliği, 40. Yılında TBB ve Türk Bankacılık Sistemi 1958-1997, (İstanbul: 1998, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 207), s.25

Grafik 1' de görüldüğü gibi bankacılık sektörü likit aktiflerinin toplam aktiflerine oranı 1965-1970 döneminde en düşük seviyesine inmiş, en yüksek olduğu dönem ise 1991-1997 dönemi olmuştur. 1965-1970 dönemini izleyen ve 1998-2001'e kadar olan dönemlerde ise pasiflerin vade yapısının kısalmasına bağlı olarak bankalar likit aktiflerini artırmışlar, özellikle bankalar hesabı ve menkul değerler cüzdanında dikkate değer artışlar meydana gelmiştir. Menkul değerler içinde özellikle devlet iç borçlanma senetleri alımı artış göstermiştir.

Tablo 4: Bankacılık Sektörü Aktif Yapısı (%)**

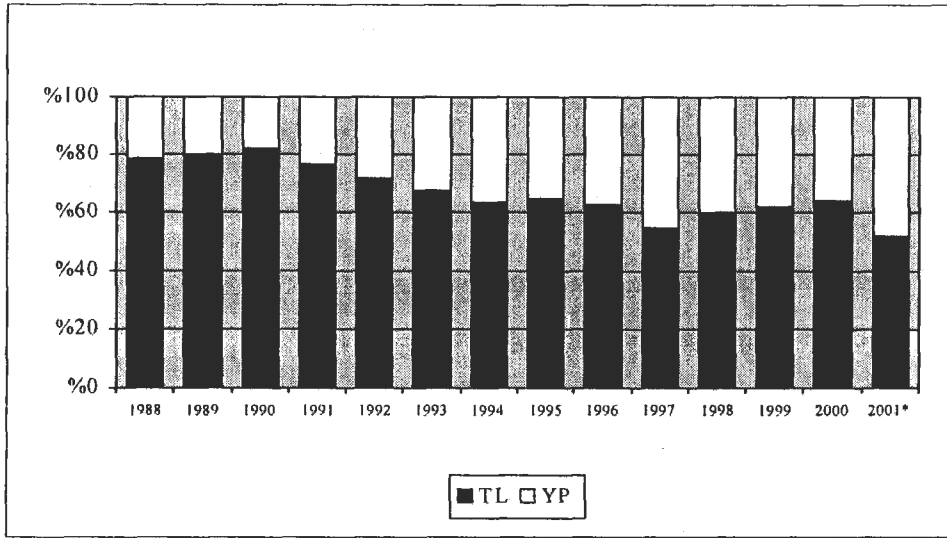
DÖNEM	Likit Aktifler	Krediler	Donuk Aktifler	Diğer Aktifler
1959-1964	22,5	47,9	14	15,6
1965-1970	19,8	53,9	10,7	15,6
1971-1975	24,3	55,9	8,9	11
1976-1980	29,5	55	5,5	10
1981-1985	31,8	46,5	5,2	16,4
1986-1990	36,3	44,1	7,9	11,7
1991-1997	37,4	42,5	7,6	12,6
1998-2001*	33	32	19	16

* 2001 yılı Kasım ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

** Fondaki bankalar dahildir.

Kaynak: TBB ve BDDK verileri ile TCMB yıllık raporlarından türetilmiştir.

Kredilerin toplam aktiflerin en önemli kalemi olduğu görülmektedir. Toplam aktifler içinde kredilerin en yüksek olduğu dönem 1965-1980 dönemi, en yüksek olduğu yıllar ise 1967 ve 1977 yılları olmuştur. Likit aktifler 1965-1970 döneminden itibaren 1998-2001 dönemine kadar olan süreçte bir artış eğilimi içerisindedir. Yine aynı dönemlerde kredilerin bir düşüş eğilimi içerisine girdiği göze çarpmaktadır. 1998-2001 döneminde ise önceki döneme göre likit aktifler ve özellikle kredilerin oranında önemli bir azalış meydana gelirken, diğer aktifler ve donuk aktifler inceleme döneminin en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Bu durumun ortaya çıkmasına özellikle; artan kamu kesimi borçlanma gereksinmesinin iç piyasalardan karşılanmaya devam etmesi, reel faizlerin yükselmesi, ekonomik faaliyetteki daralma, yurt dışından borçlanmanın sınırlı düzeyde kalması, fondaki bankaların varolan durumu, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin yarattığı olumsuz ekonomik koşulların neden olduğu söylenebilir.

Grafik 2: Bankacılık Sektörü Toplam Aktiflerinin TL, YP Yapısı

TL: Türk Lirası

YP: Yabancı Para

* 2001 yılı Kasım ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

** Fondaki bankalar dahildir.

Kaynak: TBB ve BDDK verilerinden türetilmiştir.

Grafik 2' de görüldüğü gibi 1988' te % 26 seviyesinde olan yabancı para aktiflerin payı bu tarihten itibaren sürekli bir artış eğilimi göstermiş ve 2001 yılı Kasım ayı itibariyle % 48 seviyesine kadar yükselmiştir. Yabancı para aktiflerin önemli bir bölümünü yabancı para krediler ve likit aktifler içindeki yurtdışı bankalar hesabı oluşturmaktadır.

Tablo 5: Bankacılık Sektörü Toplam Aktiflerinin Banka Grupları Arasındaki Dağılımı**

(Milyar TL)

Yıllar	Kamu Bankaları		Özel Bankalar		Yabancı Bankalar	
	T.Aktifler	Pay(%)	T.Aktifler	Pay(%)	T.Aktifler	Pay(%)
1990	70,062	46,9	75,323	50,4	4,415	2,7
1991	116,498	43,8	140,707	53,1	8,25	3,1
1992	226,707	44,9	261,737	51,9	16,388	3,2
1993	384,858	41,8	506,873	54,9	31,032	3,3
1994	795,913	43,2	997,68	54,1	49,159	2,6
1995	1,547,219	40,7	2,134,420	56,2	118,62	3,1
1996	3,428,987	40,8	4,721,312	56,1	911,713	3,1
1997	6,696,989	36,5	10,727,069	58,6	1,616,497	4,9
1998	12,862,583	36,6	20,608,903	59,1	1,613,497	4,5
1999	25,182,230	36,7	39,733,128	57,9	3,765,998	5,4
2000	33,607,000	38,8	53,074,000	57,8	5,969,000	3,4
2001*	51,214,000	32,0	103,842,000	65,4	5,596,000	2,6

* 2001 yılı Kasım ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

** Fondaki bankalar dahildir.

Kaynak: TBB, BDDK verileri ile TCMB raporlarından türetilmiştir.

Tablo 5 'de görüldüğü gibi kamu bankaları aktiflerinin sektör toplamı içindeki payı yıllara göre incelendiğinde, 1990 yılında % 46,9'dan 2001 yılı Kasım ayında %32'ye kadar gerilemiştir. Diğer taraftan özel bankaların aktif büyüklüğünün payı, 1990' da sektörün aktif büyüklüğü içinde % 50,4 oranında iken bu oran 2001 yılı Kasım ayı itibariyle % 65,4' e yükselmiştir.

3.1.3. Bankacılık Sektörünün Pasif Yapısı

Tablo 6: Bankacılık Sektörü Pasif Yapısı* (%)

DÖNEM	Mevduat	Mevduat Dışı Kay.	Diğer Pasifler	Özkaynaklar***
1959-1964	41,1	3,9	38,8	16,2
1965-1970	38,7	8,9	41,6	10,8
1971-1975	51,7	9,3	30,5	8,5
1976-1980	47,5	7,7	39,8	5,0
1981-1985	58,1	12,9	20,5	7,5
1986-1990	58,1	18,7	14,3	9,0
1991-1997	60,7	18,6	11,7	9,0
1998-2001**	62,9	17,7	11,6	7,8

* Fondaki bankalar dahildir.

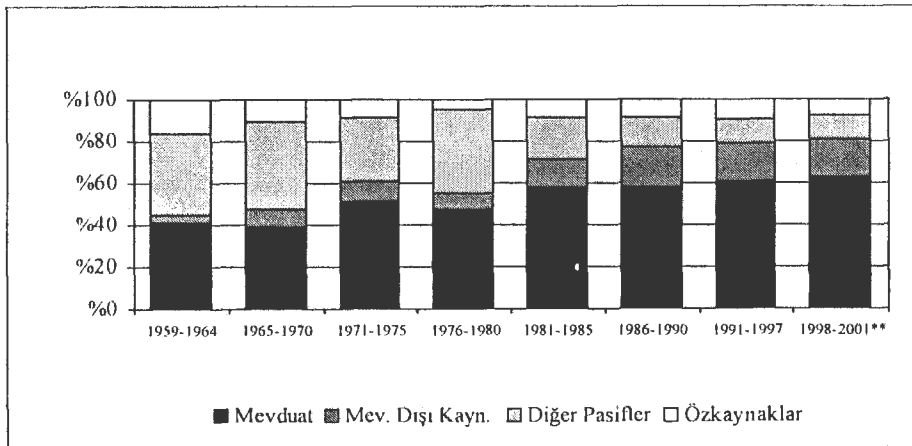
** 2001 yılı Eylül ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

*** Banka Kar ve zararları özkaynaklar içine dahil edilmiştir.

Kaynak: TBB ve BDDK verilerinden türetilmiştir.

Kaynaklar içerisinde toplam mevduatın payı incelenen dönemde artış eğilimi göstermiştir. 1959-1970 yılları arasında yaklaşık % 40 seviyesinde olan bu oran 1971-1975 döneminde hızla artarak % 51,7 seviyesinde gerçekleşmiş, 1976-1980 döneminde % 47,5'e gerilemiştir. Mevduatın pasiflere oranı pozitif reel faizlerin etkisiyle 1981-1985 döneminde % 10 artarak % 58 seviyesine yükselmiş ve bu oran 1986-2001 döneminde de artış eğilimini sürdürerek, son dönemde % 62,9 değerini almıştır.⁴⁸

Grafik 3: Bankacılık Sektörü Pasif Yapısı*



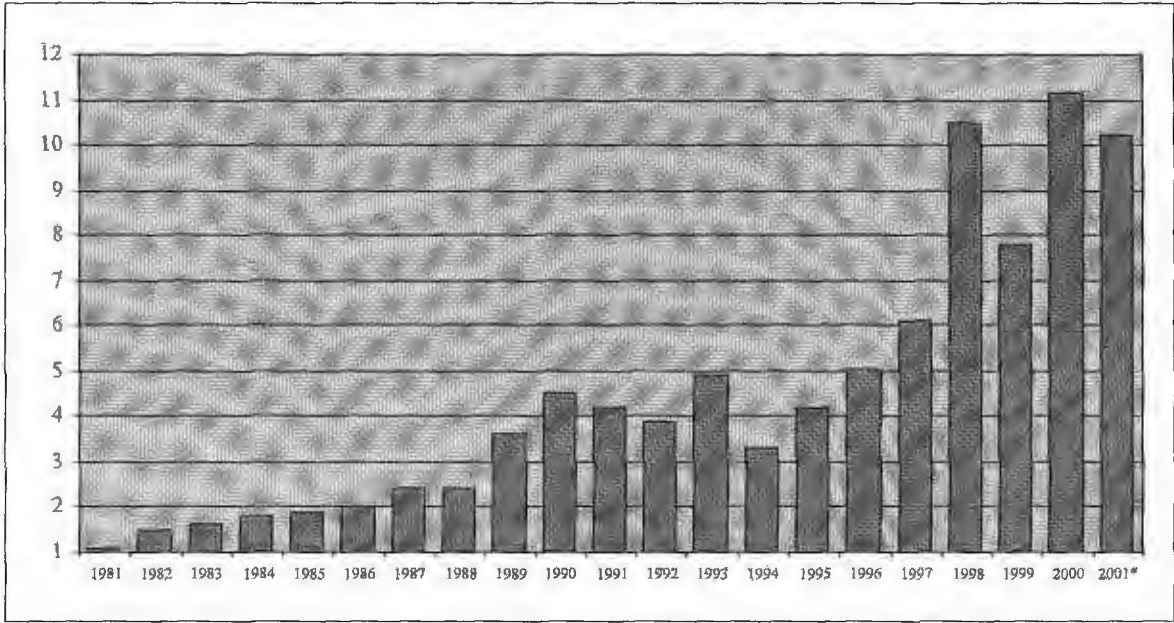
* Fondaki bankalar dahildir.

** 2001 yılı Eylül ayı itibariyle değerlendirilmiştir.

Kaynak: TBB ve BDDK verilerinden türetilmiştir.

Planlı dönemde mevduat toplama ve kredi vermeye dayanan klasik bankacılığın 1980 sonrasında değişime uğraması ile birlikte ticari bankaların mevduat dışı kaynaklarının bankaların toplam kaynakları içerisindeki payı artmaya başlamıştır. Mevduat dışı kaynakların 1959-1964 döneminde bankacılık sektörünün pasifleri içerisindeki payı %3,9'dan 1998-2001 döneminde %17,7'ye yükselmiştir.

⁴⁸ Türkiye Bankalar Birliği, a.g.e., s. 35.

Grafik 4: Bankacılık Sektörü Özkaynaklarının Reel Gelişimi (Milyar Dolar)**

* 2001 yılı Eylül ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

** Fondaki bankalar dahildir

Not: Net kar ve zarar özkaynaklara dahildir.

Kaynak: TBB ve BDDK verilerinden türetilmiştir.

1981 yılında 1.1 milyar dolar olan bankacılık sektörü özkaynakları 1993' e kadar reel olarak % 345 oranında artarak 4.9 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. 1994 yılında ise %33'lük bir reel azalma göstererek 3.3 milyar dolara gerilemiştir. Bankacılık sektörü özkaynakları 1994 yılından 1998 yılına kadar tekrar yükseliş trendine girerek reel olarak % 218'lik bir artış göstermiş ve de 10.489 milyar dolarlık bir seviyeye yükselmiştir. 1999 yılında % 26 oranında reel olarak bir düşüş gerçekleşmiş, 2000 yılında ise bir önceki yıla göre reel olarak % 30'luk bir artış gösteren bankacılık sektörü özkaynak büyüklüğü inceleme döneminin en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Bunun nedeni olarak TMSF idaresindeki bankalara zararlarının karşılanması amacıyla verilen devlet iç borçlanma senetlerinin karşılığının yedek akçeler hesabında izlenmesi ve de ödenmiş sermaye kaleminde son yıllarda gözlenen artış eğilimi gösterilebilir. 2001 yılı Eylül ayı itibariyle özkaynak büyüklüğünde reel olarak % 9'luk bir azalma meydana gelerek 10.206 milyara gerilemiştir. Özkaynakların dağılımı ise aşağıdaki tabloda görüldüğü gibidir.

Tablo 7: Bankacılık Sektörü Özkaynak Yapısı**

(milyon dolar)						
Yıl	Özkaynaklar	Ödenmiş Sermaye	Yedek Akçeler	Değerleme Fonları	Zarar	Kar
1959-1964	483	401	87	0	6	45
1965-1970	644	544	120	0	21	66
1971-1975	923	783	219	0	79	99
1976-1980	1017	960	331	0	274	232
1981-1985	1595	1163	527	0	95	418
1986-1990	3000	1775	587	725	87	958
1991-1997	4516	2817	722	1394	418	1907
1998-2001*	7952	6572	4255	2744	5618	1975

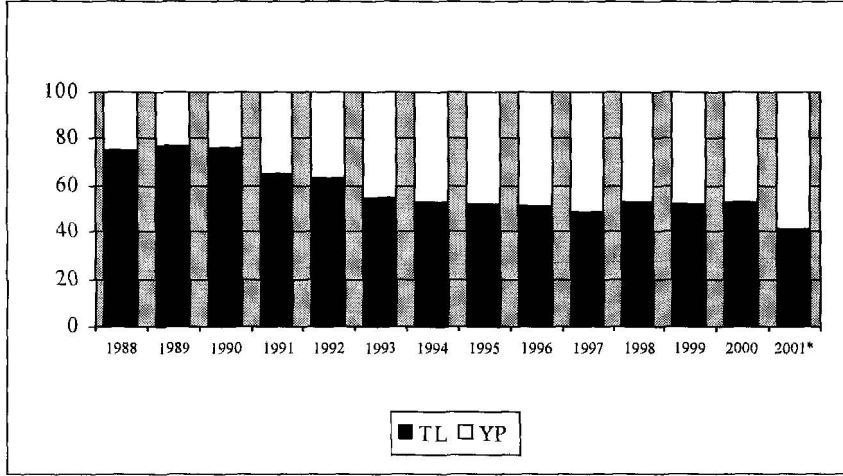
* 2001 yılı Eylül ayı itibarıyla değerlemeye alınmıştır.

** Fondaki bankalar dahildir.

Kaynak: TBB ve BDDK verilerinden türetilmiştir.

Özkaynaklar/Toplam Kaynaklar incelendiğinde bu oranın 1998-2001 dönemine kadar sürekli bir artış eğilimi gösterdiği görülmektedir. Bu yükselişe büyük ölçüde, yeniden değerlendirme ve tahsili gecikmiş alacaklarla ilgili olarak yapılan düzenlemeler ve bankaların bu konuya giderek artan ölçüde önem vermeleri nedeniyle hızlı artış gösteren yedek akçe ve karşılıklar kalemlerindeki artışlar etkili olmuştur. Bu gelişmede, sözkonusu artışlara zemin hazırlayan, özellikle özkaynakların güçlendirilmesine yönelik yasal düzenlemelerin ve sermaye piyasasının gelişmesi çerçevesinde bankaların dışa açılma çabalarının payı büyüktür.⁴⁹ Tablo 7 incelendiğinde özellikle 1998-2001 döneminde özkaynak yapısında çarpıcı gelişmeler olduğu göze çarpmaktadır. Banka zararları bir önceki döneme göre yaklaşık olarak onüç kat artmıştır. Yedek akçeler kaleminde de bir artış görülmesine rağmen banka zararları yedek akçeler tutarını aştığından bu kalemin özkaynaklara belirgin bir etkisi olmamıştır. Ödenmiş sermaye ise özkaynaklar içerisinde en yüksek paya sahiptir.

⁴⁹ Pekkaya, a.g.e. s. 43.

Grafik 5: Bankacılık Sektörü Pasiflerinin TL, YP Yapısı**

TL: Türk Lirası

YP: Yabancı Para

* 2001 yılı Eylül ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

** Fondaki bankalar dahildir.

Kaynak: TBB ve BDDK verilerinden türetilmiştir.

1990'lı yıllarda, yüksek enflasyon ve artan ekonomik belirsizlikler nedeniyle ekonomik birimlerin yabancı para finansal aktif tercihlerini artırması, mevduatın pahalı bir kaynak haline gelmesinin ardından mevduat dışı kaynakların önem kazanması ve tasarruf sahiplerinin repo tercihlerinin artması bankaların pasif yapısını etkilemiş, yabancı para kaynakların pasifler içindeki payı 1988 yılında % 25 iken bu oran sürekli artış göstererek 1997 yılında % 51 seviyesine ulaşmıştır.⁵⁰ 1998-2000 yılları arasında TL kaynaklar artış eğilimine girmiştir. 2001 yılı Kasım ayı itibariyle yabancı para kaynakların payı tekrar artış eğilimine girerek % 60'a kadar yükselerek inceleme dönemindeki en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Yabancı paralı pasifler içindeki ağırlığı, mevduat ve yurtdışından temin edilen krediler oluşturmaktadır.

⁵⁰ Türkiye Bankalar Birliği, a.g.e., s. 39.

3.1.4. Bankaların Kar ve Zarar Performansı

Tablo 8: Bankacılık Sektörü Karlılık Rasyoları**

Dönem	Net Dönem Karı / Ortalama Ödenmiş Sermaye	Net Dönem Karı / Ortalama Özkaynaklar	Net Dönem Karı / Ortalama T. Aktifler	Enflasyon (Ortalama)
1960-1964	8,9	7,4	1,1	2,7
1965-1970	10,9	9,3	1,0	6,4
1971-1975	10,4	8,8	0,7	18,6
1976-1980	12,5	11,8	0,5	52,8
1981-1985	40,6	31,7	2,0	36,6
1986-1990	65,0	39,0	2,6	49,8
1991-1997	79,9	48,2	3,1	79,1
1998-2001*	48,7	37,6	2,47	55,9

* 2001 yılı Eylül ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

** Fondaki bankalar dahildir.

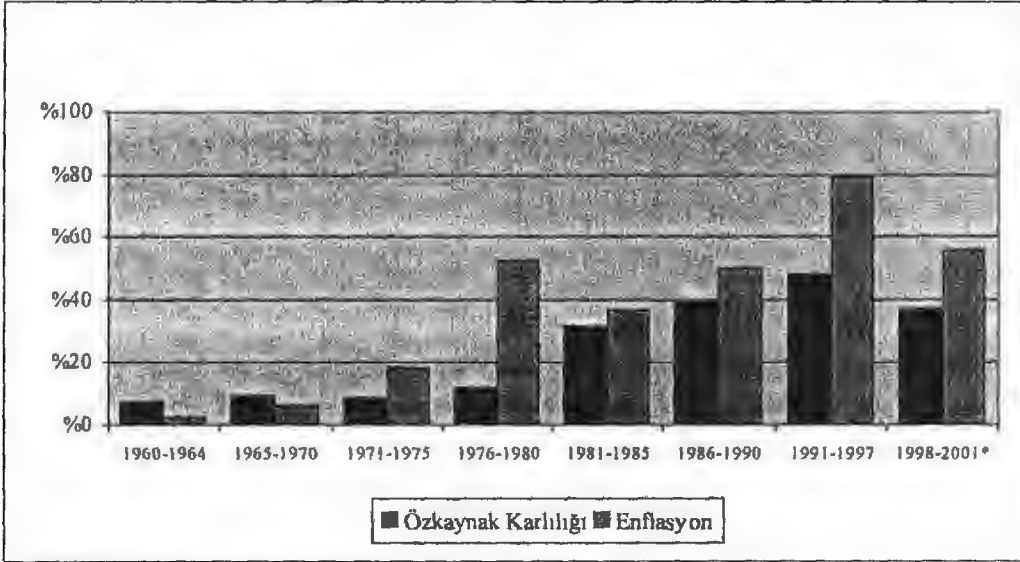
Kaynak: TBB, BDDK ve DİE verilerinden türetilmiştir.

Kar elde eden bankaların toplam karlarından, zarar elde eden bankaların zararları toplamının çıkarılması sonucu bulunan kar, reel bazda 1980 yılından sonra önemli bir artış göstermiştir.⁵¹

Net dönem karının ortalama özkaynaklara oranı 1960-1980 döneminde yaklaşık % 9 iken bu oran 1981-1997 döneminde artış göstererek yaklaşık % 40 seviyesine yükselmiştir. Benzer şekilde net dönem karının ortalama toplam aktiflere oranı ve net dönem karının ortalama ödenmiş sermayeye oranı da 1981-1997 döneminde 1960-1980 dönemine göre artmıştır.⁵² 1998-2001 dönemi incelendiğinde; net karın ortalama ödenmiş sermayeye oranı, önceki döneme göre %31,2'lik bir azalışla %48,7'ye gerilemiş, aynı şekilde ortalama özkaynaklara oranı da %10,6'lık bir azalışla %37,6 seviyesine düşmüştür. Aynı dönemde enflasyonda da %23,2'lik bir azalış olmasına rağmen banka karları enflasyonun gerisinde kalmıştır. Aşağıdaki grafikte de görüldüğü gibi banka karları 1960-1970 dönemi hariç enflasyonun gerisinde kalmıştır. Grafik 6' da bankacılık sektörünün özkaynak karlılığı enflasyonla karşılaştırmalı olarak sunulmuştur, buna göre, enflasyon muhasebesine göre birçok bankanın zarar ettiği söylenebilir.

⁵¹ Kar vergi sonrası dönem karı ile önceki yıl dönem karı toplanarak, net dönem karı ise dönem zararlarının ve vergi karşılığının dönem karından çıkarılmasıyla elde edilmektedir.

⁵² Aynı., s. 49.

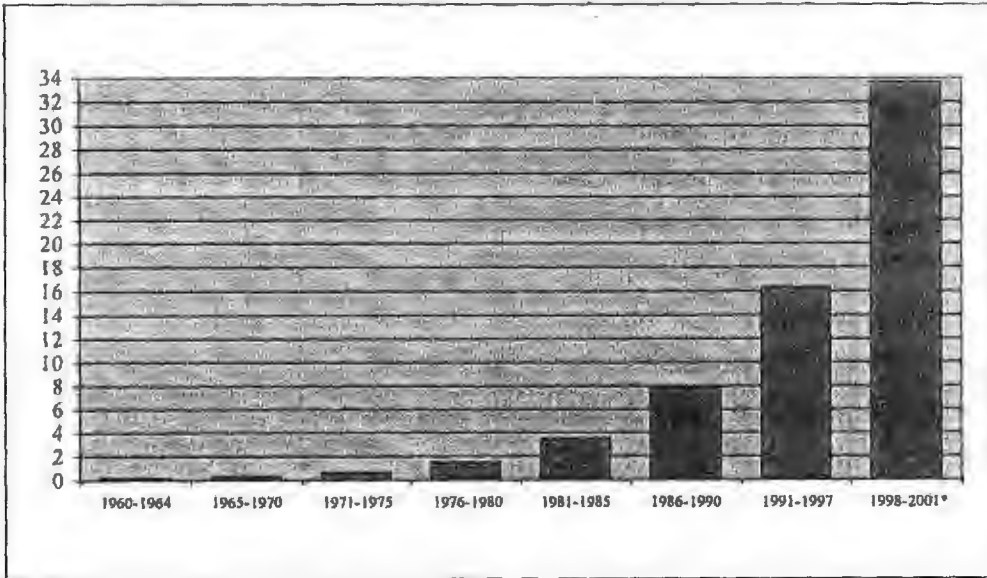
Grafik 6 : Bankacılık Sektörü Özkaynak Karlılığı**

* 2001 yılı Eylül ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

** Fondaki bankalar dahildir.

Kaynak: TBB, BDDK ve DİE verilerinden türetilmiştir.

3.1.5. Bankacılık Sektörünün Gelir-Gider Yapısı

Grafik 7: Bankacılık Sektörü Faiz Gelirlerindeki Reel Büyüme (Milyar Dolar)**

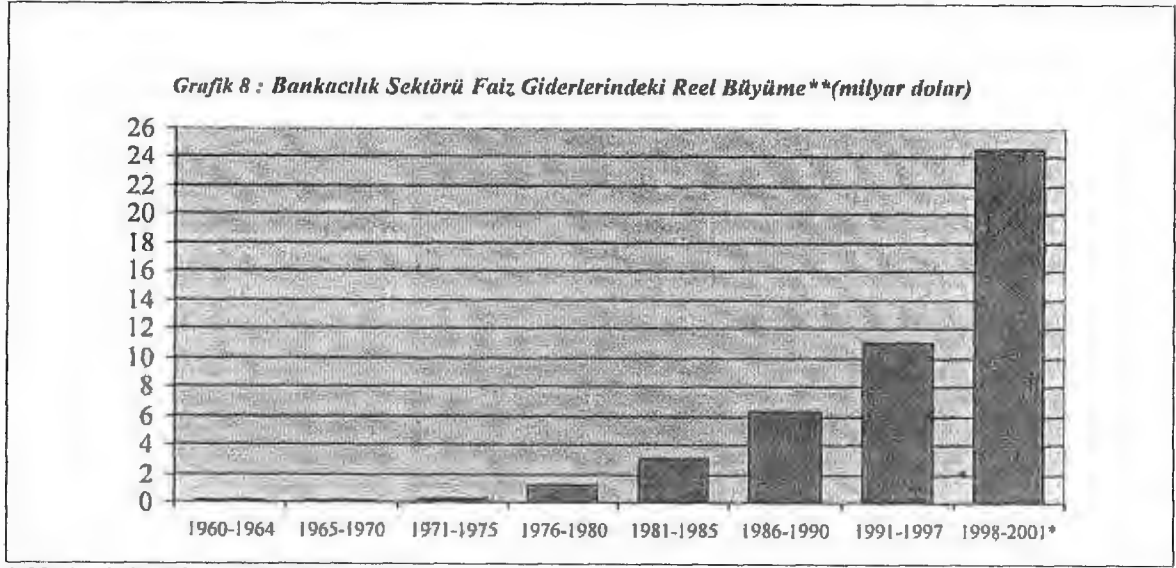
* 2001 yılı Eylül ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

** Fondaki bankalar dahildir.

Kaynak: TBB ve BDDK verilerinden türetilmiştir.

1980 sonrasında bankaların aktif ve pasif yapılarında meydana gelen değişiklikler gelir-gider yapısına da yansımıştır. Faiz gelirlerinin önemli bir kısmını kredilerden alınan faiz oluşturmakla birlikte menkul kıymetlerden elde edilen gelirler hızlı bir artış göstermiştir. Bankacılık sektörü faiz gelirleri inceleme döneminde sürekli bir artış eğilimi göstererek 1960-1964 döneminde 13 milyon dolardan 1998-2001 döneminde 33,7 milyar dolara yükselmiştir.

Grafik 8: Bankacılık Sektörü Faiz Giderlerindeki Reel Büyüme (Milyar Dolar)**



* 2001 yılı Eylül ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır

** Fondaki bankalar dahildir.

Kaynak: TBB ve BDDK verilerinden türetilmiştir.

Bankacılık sektörü faiz giderleri de incelenen dönemde bir artış trendi içerisinde olup 1960-1964 döneminde 6 milyar dolardan, 1998-2001 döneminde 24,6 milyar dolara yükselmiştir. Aşağıdaki tabloda ise bankacılık sektörünün faiz gelir ve giderleri toplu halde gösterilmiştir.

Tablo 9: Bankacılık Sektörü Faiz Gelir ve Giderleri
(milyar dolar)

Yıllar	Faiz Gelirleri	Faiz Giderleri
1960- 1964	0,013	0,06
1965-1970	0,38	0,17
1971-1975	0,73	0,26
1976-1980	1,53	1,03
1981-1985	3,51	3,02
1986-1990	7,82	6,35
1991-1997	16,4	11,11
1998-2001*	33,7	24,6

* 2001 yılı Eylül ayı itibariyle değerlemeye alınmıştır.

Kaynak: TBB ve BDDK verilerinden türetilmiştir.

4. 1980 SONRASI DÖNEMDE BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN SORUNLARI

Bankacılık sektörünün sorunları pek çok bilimsel yayında sıklıkla dile getirilmiştir. Varolan sorunlara farklı açılardan çeşitli çözüm önerileri sunulmuştur. Fakat günümüzde bankacılık sektörünün sorunları katlanarak artmaktadır. Burada daha öncede dile getirilen sorunların önemli görülenleri özet halinde verilmiştir. Sektörün sorunlarının öznel olmaktan çok sistemik özellik taşıdığını vurgulamakta yarar vardır.

Türk ekonomisi, 1980' li yıllarda yeniden yapılanma çalışmalarıyla birlikte finansal sistemde köklü değişiklere tanık olmuştur. Ekonominin liberalleşmesi girişimlerinin yürürlüğe konulan çeşitli yasal düzenlemelerle çerçevesi belirlenmiş, ardından da izlenen ekonomik politikalar ve yapılanma hareketleriyle bu girişim desteklenmiştir. Faiz oranlarına getirilen serbesti, Bankalar Kanunu'nda yapılan ilgili değişiklikler, yeni yürürlüğe konulan Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar gibi yasal düzenlemeler ile İnterbank piyasasının kurulması, devlet tahvilleri ihracına başlanması, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın oluşturulması, Merkez Bankasının para politikası programları üretmesi ve bu bağlamda açık piyasa işlemlerine başlaması, EFT sisteminin tesis edilmesi gibi yeni yapılanma hareketleri ile uygulanan ekonomik politikalar birlikte

ilerlemiştir. Hiç kuşkusuz, finansal sektör içinde önemli bir ağırlığı bulunan bankacılık sisteminin bütün bu gelişmelerden büyük boyutlarda etkilenmesi kaçınılmazdır.⁵³

Bankacılık sektörü, liberalleşme sürecindeki düzenlemelerden faiz oranlarının serbest bırakılmasına hızla uyum göstermesine karşın 1980-1990 döneminde yaşanan krizleri aşmada yeterli esnekliği ve davranış biçimini gösterememiştir. Çünkü sektör, pozitif faiz ile yüksek faiz kavramlarını karıştırmış, serbest faiz uygulaması, bankaları 1980 öncesi güdümlü faiz politikaları nedeniyle ulaşamadıkları yastık altındaki tasarrufları yüksek faiz oranı ile kendilerine çekme politikası şekline bürünmüştür. Bu dönemde yasal düzenlemelerde yeri olmayan “Banker” lerin de türemiş olması ve sektörün fon kaynaklarına göz dikmeleri, faiz yarışının daha da körüklenmesine kaynaklık etmiştir. Hamiline yazılı mevduat sertifikaları kullanılarak bazı bankaların açığa satış yapmaları, sektörün yaptığı önemli hatalardan birisi olmuştur. Özellikle küçük ölçekli bankaların sistemden pay edinmek için başlattıkları faiz yarışı bir süre sonra bankaların fon kaynak temin ve kullanım maliyetlerini artırmış ve sistemde sorunlu kredilerin büyümesine neden olmuştur.⁵⁴

Pozitif reel faiz uygulamasına geçilmesiyle birlikte tahsili gecikmiş alacaklar konusu Türk bankacılık sektörünün en önemli sorunlarından birisi olmuştur. Bankaların en yüksek artış gösteren harcama kalemi karşılıklar olurken, ödeme güçlüğü içerisindeki işletmelerin sermayesine iştirak edilmesi bankacılık sisteminin serbest sermayesinin negatife dönüşmesine yol açmıştır.⁵⁵

1980-1995 arası Türk ekonomisi serbest piyasa ekonomisine geçiş ve dışa açılma yönünde belirli bir aşama kaydetmesine rağmen genişleyen kamu finansman açıklarıyla beraber kronikleşen yüksek enflasyonun etkisiyle istikrarlı bir gelişme sürecine girememiştir. Yüksek enflasyon ve ekonomik konjonktürdeki dalgalanmalar kur ve faiz riskini artırırken sektör büyük ölçüde nakite dayanan özkaynaklarını enflasyona karşı korumada zorlanmıştır. Enflasyon dönemlerinde bankaların nominal olarak artmış görünen karları, reel olarak azalmakta ve özkaynaklarının reel büyüklüğü düşmektedir. Enflasyonist koşullar, bankaların kaynak maliyetlerini ve

⁵³ İbrahim Aydın, **Türk Bankacılık Sistemi Piyasa Yapısı**, (Ankara: 1996, Sermaye Piyasası Kurumu Yayını, Yayın No: 40), s. 53.

⁵⁴ Faruk Çolak, Aslan Yiğidim, **Türk Bankacılık Sektöründe Kriz**, (Ankara: Nobel Yayınları, 2001), s.15.

⁵⁵ DPT, a.g.e., s. 29.

işletme giderlerini artırmakta, yükselen kaynak maliyetlerinin etkisiyle artan kredi faizleri, özellikle düşük riskli plasman olanaklarını daraltmaktadır.⁵⁶

Bilindiği gibi ticaret bankalarının fon kaynaklarının en önemlisi mevduatlardır. Mevduat dışı fon temininde kaydedilen gelişmelere rağmen incelenen dönemde mevduat yine de sektörün kaynakları arasında önemli bir yer tutmaktadır. Bankaların yüksek maliyetlerle topladıkları mevduat kaynağının sadece % 50 civarındaki bir bölümünün kendi insayitifleri doğrultusunda değerlendirebilmeleri nedeniyle, mevduat faizi ile bankaların plase edilebilir kaynak maliyeti arasında önemli bir marj oluşmuş, bu da bankalar hakkında yüksek maliyetle fon aktaran verimsiz kuruluşlar imajı yaratarak, bankacılık sektörünün rekabet gücünü olumsuz etkilemiştir.⁵⁷

Sektörün sorunlarından bir diğeri de gerek aktif gerekse sermaye büyüklükleri açısından küçük bankaların çoğunlukta oluşudur. Sektördeki bazı bankaların hem toplam aktifler hem de özsermaye büyüklükleri açısından son derece yetersiz oldukları ve bu bankaların fon kaynağının sadece interbank veya uluslararası piyasalar olduğu gözlenmiştir. İştiraklere ve sabit kıymetlere yatırılan fonların büyüklüğü de önemli bir sorun yaratmıştır. İştiraklere yatırılan kaynağın birçoğu yeterli getiriyi sağlayamamıştır.⁵⁸

Türkiye’de 1930’lu yıllardan beri bankaların bilançoları ve kar-zarar cetvelleri yayınlanmaktadır. Yayınlanan bu mali tabloları 1987 yılından itibaren de denetleme zorunluluğu getirilmiştir. Ancak, dış denetim şirketlerince onaylanan mali tabloların güvenilir olmadıkları 1994 krizinde ortaya çıkmıştır.⁵⁹ Ayrıca, dış denetim sonucu elde edilen mali tablolar arasında büyük farklılıklar bulunmaktadır. Bunun nedenleri arasında bankaların bazılarının genel kabul görmüş muhasebe ilkelerini uygulamamış olmaları gösterilebilir.⁶⁰

Özel Finans Kurumlarına tanınan ayrıcalıklar da, temelde bu kurumların büyük ölçüde bankacılık faaliyetlerinde bulunması nedeniyle haksız rekabete yol açmakta, özellikle sektöre mevduat gelişini olumsuz yönde etkilemektedir. Türk finansal sistemi içinde yer almakla birlikte Türk bankacılık sistemi dışında bulunan Özel Finans

⁵⁶ Aynı., s. 31.

⁵⁷ Pekkaya, a.g.e., s.97.

⁵⁸ DPT, a.g.e., s. 36.

⁵⁹ Aydın, a.g.e., s. 62.

⁶⁰ DPT, a.g.e., s.33.

Kurumları, bankacılığa çok benzeyen işlemler yapmakta, fakat bankalara uygulanan pek çok kısıtlamaya tabi bulunmamaktadırlar. Dolayısıyla da Özel Finans Kurumları ile bankalar arasında olması gereken rekabet çeşitliği bu kurumlar yararına bozulmuş durumdadır.⁶¹ Fakat son zamanlarda özel finans kurumlarının bu avantajlarını kısıtlamaya yönelik çalışmalar yapılmaktadır.

Son yıllarda yaşanan gelişmelerin bankacılık sektörüne yansımaları dolayısıyla bankacılık sektörünün sorunları da bu gelişmelere bağlı olarak şekillenmiştir. Bu sorunlar aşağıdaki gibi özetlenebilir;

Kamu bankalarına devlet tarafından verilen tarım kesimi ile küçük ve orta boy işletmeleri destekleme görevi sonucunda oluşan zararların zamanında ödenmemesinin yanı sıra uzun yıllardır devam eden ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler, kamu bankalarının iyi yönetilememesi ve asli fonksiyonlarının dışında görev verilmesi bu bankaların finansal yapılarını önemli ölçüde bozmuştur. Kamu bankalarının finansman ihtiyaçlarını kısa vade ve yüksek maliyetle piyasadan karşılamaları bir yandan zararların gittikçe artmasına, diğer yandan da finansal sistemde istikrarsızlık unsuru olmalarına yol açmıştır. Sonuç olarak kamu bankaları bankacılık işlevini yerine getiremez hale gelmişlerdir. Bankacılık sektörü içinde önemli bir ağırlığa sahip olan kamu bankalarının bu durumu sektör açısından oldukça düşündürücüdür.

Kamu kesiminin, finans sektörünün oluşturabildiği fonların neredeyse tamamını çok yüksek faizle talep etmesi karşısında, özel sektör, finansman sorununu çözenin bir yolu olarak banka sahibi olma yolunu yaygın olarak kullanmıştır. Böyle bir ortamda bankacılık sektörünü finansal risklere açık bir hale getirmiştir.⁶²

Bankacılık Sektörünün yüksek enflasyon ve belirsizlik ortamında çalışması tasarruf sahiplerinin kısa vadeye yönelmesine yol açmış, bankaların varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğu artmıştır.

Son yıllarda yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri bankacılık sektörünün içinde bulunduğu sorunları daha da ağırlaştırmış ve yeni sorunlar ortaya çıkarmıştır. Bankacılık sektörü kasım krizi sonrasında faiz riski, Şubat 2001 krizi sonrasında ise

⁶¹ Aynı., s. 36.

⁶² Finans Sektörü, Aktive Bankacılık ve Finans Dergisi, , (Yıl: 1, Sayı: 8, Kasım 2000), s. 10.

hem faiz hem de kur riski sonucu önemli kayıplara uğramıştır.⁶³ Yaşanan bu krizlerin reel sektör üzerindeki daraltıcı etkisi ise bankacılık kesiminin aktif kalitesinin zayıflamasına yol açmıştır.⁶⁴

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunda Bulunan bankaların finansal yapısındaki varolan bozukluk bankacılık sektörünün önemli sorunlarından bir diğeridir.

Bankacılık sektörünün en önemli sorunlarından birisi de özkaynak yetersizliğidir. Bu durum bankacılık sektörünün ulusal ve uluslararası alanda rekabet gücünü azaltmaktadır. İştiraklere yatırılan kaynakların büyüklüğü ve bu yatırılan kaynakların yeterli getirisinin olmaması sermaye yapısına ilişkin dönem dönem rastlanan bir diğer sorundur. Sektörün özkaynak karlılığı düzensiz olduğu gibi ortalama olarak genelde düşüktür. Bankaların yeni hizmet ve kredi türleri geliştirmede yeterince başarılı olamamaları, kaynak maliyetinin artması, mevduat ve diğer kaynaklar üzerindeki yükler, yeniden değerlendirme sonucu banka özkaynaklarının fiktif olarak artması, donuk krediler sorunu ve yönetim hataları, plasmanlarda bankacılık ilke ve kurallarına uyulmaması, özsermaye karlılığını olumsuz bir şekilde etkilemiştir.⁶⁵

Türk bankacılık sektöründe bankaların sermaye yeterliliği düşüktür ve likidite yetersizliği içerisindedir. Bunun nedeni, banka sayısının fazla olmasından kaynaklanmamaktadır. Sektörün böyle bir yapılanmaya ulaşmasında tasarruf mevduatının tamamının sigorta kapsamında olması, piyasaya giriş-çıkış kurallarının ihlal edilmesi ayrıca sektöre hazine ve şimdi de BDDK aracılığıyla yapılan siyasal müdahalelerdir.⁶⁶ Finansal sistem içerisinde özellikle bankalara yönelik düzenlemeler zamanında yapılmamış, bazen de varolan yasal düzenlemeler etkin bir şekilde uygulanmamış, bu da sektörün gelişimini engellemiştir. Finansal sektörün derinliğinin sığ olması doğal olarak bankacılık sektörünü de olumsuz etkilemiştir. Bunun sonucunda da sektör finansal krizlere karşı duyarlılığı yüksek olan yani kırılgan bir

⁶³ Hazine Müsteşarlığı, *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*, (2001).

⁶⁴ BDDK, *Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu*, (2001).

⁶⁵ Öztin Akgüç, "Bankalar, Mevduat ve Krediler", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Eylül 2001, s.79.

⁶⁶ Çolak, a.g.e. s.58.

piyasa yapısı özelliği göstermiştir.⁶⁷ Bankacılık sektörünün içinde bulunduğu bu durum aşağıdaki tablo incelendiğinde somut olarak görülmektedir.

Tablo 10: 1980 sonrası dönemde Türkiye’de Bankacılık Sektörü

Bankanın Adı	Devletleştirme	Birleştirme	İflas	TMSF
Anadolu Bankası	-	X	-	-
Bagbank	-	-	X	-
Bankekspres	-	X	-	-
Denizcilik Bankası	-	X	-	-
Egebank	-	X	-	-
Emniyet Sandığı	-	X	-	-
Esbank	-	X	-	-
Hisarbank	-	X	-	-
İmpeksbank	-	-	X	-
İnterbank	-	X	-	-
İstanbul Bankası	-	X	-	-
İşçi Kredi Bankası	-	-	X	-
Marmarabank	-	-	X	-
Odibank	-	X	-	-
Sümerbank	-	-	-	X
Töbank	X	-	-	-
Türkbank	-	-	-	X
TYT Bank	-	-	X	-
Yaşarbank	-	X	-	-
Yurtbank	-	X	-	-
Etibank	-	X	-	-
Bank Kapital	-	X	-	-
Demirbank	-	X	-	-
Ulusal Bank	-	X	-	-
İktisat Bankası	-	-	-	X
Sitebank	-	X	-	-
Tarişbank	-	-	-	X
Bayındırbank	-	-	-	X
Kentbank	-	-	-	X
EGS Bank	-	-	-	X
Pamukbank	-	-	-	X

Kaynak: Ali İhsan Karacan, Bankacılık ve Kriz,
(Tütünbank Yayını, 1996) s. 260’daki tablonun güncelleştirilmiş hali.
Güncelleştirme Tarihi: Temmuz 2002

5. BANKALARIN SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ

Bankalar TTK’ya, bankalar kanununa ve de SPKn’ya tabidirler. SPKn’ya göre, sermaye piyasası araçlarını ihraç veya halka arz edenler SPKn’ya tabidirler. Menkul kıymetlerini arz etmemiş olsalar bile sermaye piyasası faaliyetleri ile uğraşan bankalar

⁶⁷ Aynı., s. 65.7

da bunlarla sınırlı olmak koşuluyla yine SPKn'ya tabidirler. Sermaye piyasası faaliyetleri ise 30. maddede şu şekilde tanımlanmıştır.

- Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık,
- Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı,
- Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık,
- Sermaye piyasası araçlarının geri alım veya satın taahhüdü ile alım-satımı,
- Yatırım danışmanlığı,
- Portföy yöneticiliği.

Bununla birlikte SPK aldığı idari bir kararla, sermaye piyasasında güven ve istikrarın temini ile daha etkin ve rekabetçi bir piyasa ortamının tesisi, piyasada faaliyet gösteren bankalar ile aracı kurumlar arasındaki rekabet eşitliğinin sağlanması amacıyla, bankaların sermaye piyasası faaliyetlerini, 2.1.1997 tarihinden itibaren mevcut aracı kurumlardan mevzuat çerçevesinde birini satın almak veya mevcut yetki belgelerini bir aracı kurum kurarak bu aracı kuruma devretmek suretiyle yürütmelerine karar vererek bankaları, bu faaliyet alanının dışında bırakmıştır. SPK'nın bu kararı Danıştay tarafından iptal edilmiş olmasına karşın uygulamada bankalar, SPK'nın isteği doğrultusunda davranmışlar ve kendilerine bağlı bir aracı kurum kurmuşlardır.⁶⁸

5.1. Aracı Kurum ve Kurumsal Yatırımcı Olarak Faaliyetleri

Bankaların aracı kurum ve kurumsal yatırımcı olarak faaliyetleri, ikinci el piyasa faaliyetleri ve yatırım fonları başlığı altında incelenecektir.

⁶⁸ Tanör, a.g.e., s. 229.

5.1.1. Aracı Kuruluş Olarak Bankaların İkinci El Piyasa Faaliyetleri

Sermaye piyasalarında ikinci el piyasa faaliyetleri bankalar ve aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilmektedir. Yıllar itibariyle ikinci el piyasa işlem hacimlerinin aracı kuruluşlar arasındaki dağılımı incelendiğinde, bankaların önemli bir ağırlığa sahip olduğu Tablo 11’de görülmektedir.

İkinci el piyasa faaliyetleri, menkul kıymet bazında, özel sektör menkul kıymetleri ve kamu sektörü menkul kıymetleri olarak bir ayırıma tabi tutulduğunda ise kamu sektörünün önemli bir hacminin olduğu ve bu menkul kıymet işlemlerinin büyük ölçüde bankalar tarafından gerçekleştirildiği gözlemlenmektedir. Özel sektör menkul kıymetleri üzerine gerçekleştirilen işlemlerde ise, yıllar içerisinde aracı kuruluşların ağırlıklarını artırdıkları görülmektedir. Özellikle hisse senedi ikinci el piyasasında, 1986’ dan 1990 yılına kadar olan dönemde üstünlük bankalarda iken, bu yıldan itibaren aracı kuruluşlar üstünlüğü ele geçirmiştir.

Tablo 11: İkinci El Piyasa İşlemlerinin Aracı Kuruluşlar Arasında Dağılımı

(Trilyon TL)

		1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1- ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIYMETLERİ								
A- HİSSE SENEDİ								
	I	0,5	5,6	26,1	46,9	199,2	493,4	1.809,7
	II	0,6	7,1	9,1	9,4	56,3	158,3	565,1
	III	0,5	3,4	0,5	-	-	-	-
	IV	1,6	16,1	35,7	56,3	255,5	651,7	2.374,8
B- ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ								
	I	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,2	-
	II	1,3	2,9	12,2	11,0	7,4	8,8	42,6
	IV	1,4	3,0	12,3	11,2	7,8	9,0	42,6
C- FİNANSMAN BONOSU								
	I	0,1	0,04	0,1	0,08	0,04	0,02	-
	II	0,7	0,6	0,3	1,0	0,7	0,6	0,01
	IV	0,8	0,6	0,4	1,0	0,7	0,6	0,01
D- BANKA BONOSU								
	I	0,05	0,1	0,09	0,07	0,1	5,5	6,8
	II	0,1	0,09	0,05	0,3	0,2	27,6	84,4
	IV	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	33,1	91,2
E- VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMET								
	I	-	-	-	-	-	0,1	0,3
	II	-	-	-	2,9	31,8	103,6	164,7
	IV	-	-	-	2,9	31,8	103,7	165,0
2- KAMU KESİMİ MENKUL KIYMETLERİ								
A- DEVLET TAHVİLİ								
	I	0,02	0,3	2,2	9,4	31,7	215,1	203,7
	II	10,8	61,4	139,9	199,2	625,8	1.463,6	4.376,3
	IV	10,8	61,7	142,1	208,6	656,5	1.678,7	4.580,0
B- HAZİNE BONOSU								
	I	1,3	0,7	7,9	30,9	60,0	290,4	939,2
	II	17,4	31,3	123,8	345,0	967,4	3.188,0	13.891,8
	IV	18,7	32,0	131,7	375,9	1.027,4	3.478,4	14.831,0
C- GELİR ORT. SENEDİ								
	I	0,01	0,07	0,04	0,01	-	-	-
	II	1,0	0,9	1,8	0,2	-	-	-
	IV	1,01	0,97	1,84	0,21	-	-	-
D- DÖVİZE ENDEKSLİ SENET								
	I	0,03	-	0,09	0,2	0,1	75,1	18,0
	II	1,5	1,6	2,8	24,4	48,7	131,2	144,4
	IV	1,53	1,6	2,89	24,6	48,8	206,3	162,4
E- KONUT SERTİFİKASI								
	I	-	-	-	-	-	-	-
	II	0,1	0,1	0,4	0,02	0,03	0,5	0,1
	IV	0,1	0,1	0,4	0,02	0,03	0,5	0,1
3- GENEL TOPLAM								
	I	2,01	6,91	36,62	87,56	291,44	1.079,82	2.977,70
	II	33,5	98,89	290,25	593,42	1.738,33	5.082,20	19.269,41
	III	0,5	3,4	0,5	-	-	-	-
	IV	36,1	109,2	327,47	680,98	2.029,77	6.162,02	22.247,11

I Aracı Kurumlar

II Bankalar

III Borsa Komisyoncuları

IV Toplam

(Trilyon TL)

		1996	1997	1998	1999	2000	2001
1- ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIYMETLERİ							
A- HİSSE SENEDİ							
	I	2.037,2	8.972,1	18.036,1	36.876,5	111.165,0	93.116,2
	II	1.002,3	113,3	60,7	37,5	175,7	-
	III	-	-	-	-	-	-
	IV	3.039,5	9.085,4	18.096,8	36.914,0	111.340,8	93.116,2
B- ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ							
	I	-	0,9	-	-	-	0,1
	II	152,8	198,2	25.843,2	-	-	-
	IV	152,8	199,1	25.843,2	-	-	0,1
C- FİNANSMAN BONOSU							
	I	-	-	-	0,2	0,5	0,5
	II	-	-	-	-	-	-
	IV	-	-	-	0,2	0,5	0,5
D- BANKA BONOSU							
	I	-	-	51,0	155,8	599,7	549,7
	II	25,1	-	-	-	-	-
	IV	25,1	-	51,0	155,8	599,7	549,7
E- VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMET							
	I	0,01	-	-	-	-	-
	II	238,8	0,003	-	-	-	-
	IV	238,8	0,003	-	-	-	-
2- KAMU KESİMİ MENKUL KIYMETLERİ							
A- DEVLET TAHVİLİ							
	I	249,2	4.960,3	8.660,1	30.752,3	95.767,9	98.640,6
	II	12.640,5	80.586,2	101.281,3	664.113,8	684.684,3	586.483,1
	IV	12.889,7	85.546,5	109.941,4	694.866,1	780.452,2	685.123,7
B- HAZİNE BONOSU							
	I	2.441,2	6.797,1	15.621,3	9.457,2	4.430,6	20.883,2
	II	54.751,6	84.052,1	154.787,5	344.028,6	108.845,7	190.642,8
	IV	57.192,8	90.849,2	170.408,8	353.485,8	113.276,3	211.526,1
C- GELİR ORT. SENEDİ							
	I	-	-	-	-	0,1	-
	II	-	-	-	-	-	-
	IV	-	-	-	-	0,1	-
D- DÖVİZE ENDEKSLİ SENET							
	I	19,8	1,3	0,4	-	-	0,2
	II	420,9	111,3	60,2	-	-	-
	IV	440,7	112,6	60,6	-	-	0,2
E- KONUT SERTİFİKASI							
	I	-	-	0,5	-	-	-
	II	132,9	-	-	-	-	-
	IV	132,9	-	0,5	-	-	-
3- GENEL TOPLAM							
	I	4.747,41	20.731,7	42.369,4	77.242	211.963,8	213.190,5
	II	72.251,6	165.061,1	282.032,9	1.008.179,9	793.705,7	777.085,9
	III	-	-	-	-	-	-
	IV	76999,01	185.792,8	324.402,3	1.085.421,9	1.005.669,5	990.276,4

I Aracı Kurumlar

II Bankalar

III Borsa Komisyoncuları

IV Toplam

Kaynak: SPK Aylık Bülten'lerden Türetilmiştir.

5.1.2. Yatırım Fonları

Tablo 12: Bankalar Tarafından Kurulan A ve B Tipi MKYF' lerin Portföylerinin Gelişimi (%)

YILLAR	DEVLET TAHVİLİ	HAZINE BONOSU	TERS REPO	REPO	HİSSE SENEDİ	DİĞER*	PORTFÖY DEĞERİ (MİLYAR TL)
1987	12,67	11,9	-	-	0,46	74,97	53,1
1988	3,7	4,98	-	-	0,17	91,34	136,1
1989	9,22	19,84	-	-	1,98	69,1	441,2
1990	58,64	15,11	-	-	2,14	24,1	1.515,10
1991	43,11	27,01	-	-	2,51	27,37	1628
1992	16,06	69,11	-	-	1,34	10,94	2.982,40
1993	10,54	65,84	-	-	16,3	7,32	14.262,30
1994	11,01	58,98	-	-	24,4	4,72	10.125,60
1995	4,56	73,12	-	-	18,9	1,13	21.595,90
1996	1,27	78,27	-	-	19,31	1,04	34.825,80
1997	4,86	18,98	52,93	3,46	15,12	4,65	190.126,10
1998	5,61	29,46	56,08	-	8,45	0,4	347.063,70
1999	16,48	9,52	60,02	0,05	13,55	0,39	1.219.443,50
2000	12,66	0,06	74,56	0,08	12,4	0,25	1.937.600,20
2001	8,24	24,7	59,47	-	7,43	0,17	4.755.781,80

* Yabancı Devlet Tahvili, Yabancı Özel Sektör Tahvili, Yabancı Hisse Senedi, Finansman Bonosu, Özel Sektör Tahvili, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ve Altın' dan oluşmaktadır.
Kaynak: SPK aylık bülten ve TCMB yıllık raporlardan türetilmiştir.

1982 yılında yürürlüğe giren “Sermaye Piyasası Kanunu”nda Menkul Kıymet Yatırım Fonları (MKYF) düzenlenmiş olmasına rağmen, bankalar ilk kez 1987 yılından itibaren menkul kıymet yatırım fonlarını kurmaya başlamışlardır. 1993 yılında MKYF iki gruba ayrılarak, A tipi MKYF' lere vergi kanunlarında değişiklikler yapılarak portföy işletmeciliğinden doğan gelirleri için % 0 vergi tevkifatı ve Kurumlar Vergisi muafiyeti getirilmiştir. A tipi MKYF' lerin bu vergi avantajlarından yararlanabilmeleri için, portföylerinde en az % 25 hisse senedi bulundurma zorunluluğu getirilmiştir.

MKYF' lerin portföy dağılımı incelendiğinde ilk üç yılda diğer kalemi adı altında bulunan özel sektör menkul kıymetleri ağırlıktayken, 1990 yılından itibaren kamu sektörü menkul kıymetleri yoğunluk kazanmış ve yıllar itibariyle ağırlığını artırmıştır. 1997 yılından itibaren de özellikle ters repo' nun belirgin bir artış gösterdiği görülmektedir.

Yatırım fon portföylerinin kamu sektörü menkul kıymetleri ağırlıklı olmasının nedenleri arasında; kamunun menkul kıymet ihracı ile topladığı fonların tutarının

giderek artması ve bu durumun özel kesime yeterince fon imkanı bırakmaması; özel sektör işletmelerinin, tahvil ihraç etmeyi maliyetli veya riskli bulmaları gösterilebilir.

Yatırım fonlarının eleştirilen bazı yönleri bulunmaktadır. Bu eleştirilerden birincisi MKYF'lerin rekabetsiz bir ortamda profesyonel portföy işletmeciliği anlayışından uzaklaşmalarıdır. Örneğin, sabit getirili kıymetlerin değerlendirilmesinin iç getiri oranına göre belirlenmesi, rekabetin varolmadığı bir ortamda fonların tahvillerini portföyden çıkarıp, farklı fiyatla tekrar portföye dahil ederek getiriye istedikleri gibi belirleyebilmelerine fırsat yaratmaktadır.

5.2. Fon Talep Eden Kesim Olarak Faaliyetleri

Bankalar, daha önce de söz edildiği gibi aracı kuruluş faaliyetlerinin dışında diğer işletmelerle benzer şekilde hisse senetlerini halka arz ederek fon temin edebilmektedir. Bankaların fon talep eden kesim olarak faaliyetleri, menkul kıymet ihraçlarıyla ve hisse senetlerini halka arz ederek sermaye piyasasından topladıkları fonlar başlığı altında incelenecektir.

5.2.1. Menkul Kıymet İhraçlarıyla Bankaların Sermaye Piyasasından Topladıkları Fonlar

Finansal piyasalarda kurumlararası rekabeti teşvik etmek, sermaye piyasalarında ihtisas kurumlarını yaygınlaştırmak amacıyla Sermaye Piyasası Kanunu'nda bankalara ilişkin yeni düzenleme ve hükümler getirilmiştir. Varolan 2499 sayılı yasada bankalar aracılık faaliyetleri ile sınırlı olarak SPK'ya ve Kurul denetimine tabi kılınmıştı. Hisse senedi ihraçları ve sermaye artırım prosedürü bakımından TTK'ya tabi olup, SPK'nın denetimi söz konusu değildi.⁶⁹

⁶⁹ Ancak kurul tarafından 1990'da çıkartılan seri: 1, No: 8 Tebliği bankaların hisse senetlerini hissedarları tarafından halka arz etmeleri halinde, bankalar kurul kaydına tabi kılınmışlardı.

3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile getirilen en önemli yenilik; bankaların kendi menkul kıymetlerini halka arz etmeleri halinde kanun kapsamına alınmalarıdır. Böylece bankalar, ortak sayısı nedeniyle kanuna tabiyeti öngörülmemekle birlikte, hisse senetlerinin borsada veya teşkilatlanmış piyasalarda devamlı işlem görmesi veya kendi sermaye piyasası araçlarını halka arz etmeleri halinde diğer bütün ortaklık ve kuruluşlar gibi aynı kamuyu aydınlatma standartlarına tabi olmaktadır.

Bankalar fon talep eden kesim olarak, menkul kıymet ihracı yoluyla sermaye piyasasından fon toplamada diğer işletmelere göre önemli bir üstünlüğe sahiptirler. Aşağıdaki tabloda 1986-2001 yılları arasında bankaların kurul kaydına alınan toplam menkul kıymet ihraçları görülmektedir.

Tablo 13: Bankaların Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları

(Milyon TL)							
YILLAR	HİSSE SENEDİ	TAHVİL	F.BONOSU	VDMK	KZOB	BB/BGB	TOPLAM
1986	101.978,60	110.982	-	-	850	60.250	274.060
1987	187.202,20	317.531	55.800	-	750	76.244	637.527
1988	364.478,00	210.860	271.000	-	200	238.000	1.084.538
1989	966.758,40	604.514	465.350	-	2.000	98.000	2.136.622
1990	1.807.027,00	762.344	215.100	-	4.000	330.000	3.118.471
1991	3.606.901,30	813.335	667.369	-	15.000	726.000	5.828.605
1992	4.812.753,20	796.900	1.006.630	14.480.585	60.000	770.000	21.926.869
1993	8.275.759,70	715.234	1.205.450	52.756.390	-	2.387.508	65.340.342
1994	32.256.681,50	491.090	156.500	42.299.369	-	2.024.600	77.228.240
1995	42.770.649,10	1.883.100	1.533.000	113.928.450	300.000	1.300.000	161.715.199
1996	89.246.889,30	1.228.964	2.880.000	41.628.500	-	2.362.457	137.346.810
1997	215.470.400,70	1.495.460	2.200.000	23.000.000	-	9.934.500	252.100.360
1998	440.099.948,70	2.532.760	-	11.000.000	-	-	453.632.708
1999	665.309.404,00	-	-	-	-	-	665.309.404
2000	1.302.366.873,70	(*)	-	-	-	12.471.060	1.314.837.933
2001	1.679.896.615,60	-	-	-	-	147.696.726	1.827.593.342

* 2.000.000 USD tutarında tahvil ihracına izin verilmiştir.

VDMK: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

KZOB: Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi

BB : Banka Bonosu

BGB : Banka Garantili Bono

Kaynak: SPK 2001 Aralık Ayı Bülteni.

5.2.1.1. Banka Hisse Senetlerinin Halka Arzı Yoluyla Sermaye Piyasasından Toplanan Fonlar

Bilindiği gibi 1990 yılında halka açılma süreci hızlanmıştır. Bankacılık sektörü de bu sürece önemli derecede etkide bulunmuştur. 1990 yılında yedi banka (Garanti bankası, Finansbank, Dışbank, Tekstilbank, Demirbank, Akbank, Yaşarbank) halka açılmış ve piyasadan 62 milyon dolar tutarında fon elde etmiştir. Bu dönemde halka açılan tüm işletmeler piyasadan 242 milyon dolar tutarında fon toplamışlardır. Bankaların, halka arz edilen toplam hisse senedi tutarı içindeki payı ise % 25.3 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Banka hisse senetlerinin 1990 yılında yüksek miktarda halka arzının nedenleri arasında, sermaye piyasasının hızlı gelişen cazip yapısıyla birlikte; bankaların sermaye yapılarını güçlendirmeleri gereği de etkili olmuştur.⁷⁰

1991’ de iki banka (T.Kalkınma Bankası, Esbank) hisse senetlerini halka arz ederek piyasadan 188 milyon dolar tutarında fon toplamıştır. 1992 ile 1995 arasında hisse senetlerini halka arz eden banka bulunmamaktadır. 1995’ de ise sadece bir banka (Alternatifbank) hisse senetlerini halka arz ederek 4 milyon dolar tutarında fon toplayabilmiştir. 1997’ de bir banka (Şekerbank) 7,7 milyon dolar , 1998’ de yine bir banka halka açılarak (Toprakbank) 4,1 milyon dolar fon toplayabilmiştir. 1998’den sonra hisse senetleri halka arz edilen banka bulunmamaktadır.

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin halka açıldıktan sonra uzun dönemde nasıl bir performans sergileyeceği ve bu performansın hangi faktörlerin etkisi altında şekilleneceği ise üçüncü bölümde sınanacaktır. Sektörün halka açılma ile fon seçeneğini kullanmasının daha da artması, geçmişte ihraç edilmiş bankacılık sektörü hisse senetlerinin performansı ile yakından ilgilidir. Performans yüksekliği yatırımcı davranışları üzerinde olumlu etki gösterirken, performans düşüklüğü olumsuz bir etki yaratabilecektir.

⁷⁰ Sermaye Piyasası Kurumu, a.g.e. s.133.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE İLK DEFA HALKA ARZ EDİLEN BANKACILIK SEKTÖRÜ HİSSE SENETLERİNİN UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI

1. İLK HALKA ARZLARIN (IPO) TEORİK ALT YAPISI

İlk halka arz (IPO), menkul kıymet piyasalarından sermaye bulmak isteyen işletmelerin ilk girişimlerini ifade eder. Halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansı pek çok piyasada inceleme konusu olmuştur. Araştırmalar IPO'ların kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını ve bu performansın belirleyicilerini saptamak üzerine yoğunlaşmıştır. Bunun için ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönemde nasıl bir performans göstereceğini ve bu performansın belirleyicilerinin neler olduğu saptamaya geçmeden önce, ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını araştıran çalışma sonuçlarını incelemekte yarar vardır.

1.1. IPO' ların Kısa Dönem Fiyat Performansları

İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performanslarını belirlemek için yapılan çalışmalar, IPO'ların halka arz edildikleri ilk gün piyasa performansının üzerinde bir getiri elde ettiği sonucuna ulaşmıştır. Finans literatüründe, hisse senetlerinin gerçek değerinin altında bir fiyatla satışa sunulması “düşük fiyatlama” olarak adlandırılır. Hisse senetlerinin gerçek değerinin üzerinde bir fiyatla satışa sunulması ise “yüksek fiyatlama” olarak adlandırılmaktadır. Özellikle düşük fiyatlama olgusu finans literatüründe oldukça üzerinde durulan bir konudur. IPO'ların fiyat performansları üzerine yapılan araştırmaların sonuçlarına göre, araştırma yapılan piyasaların büyük çoğunluğunda IPO'ların düşük fiyatlandırıldığı

gözlennmektedir. Bu çalışmaların uzun dönem(üç yıla kadar) sonuçları ise farklılık göstermektedir.

IPO'ların kısa dönem fiyat performansları, literatüre bağlı kalınarak düşük fiyatlama olgusu, seçilen halka arz yöntemiyle ilgili hipotezler ve aracı kurumların prestijiyle ilgili hipotezler başlığı altında kısaca açıklanmaya çalışılmıştır.

1.1.1. Düşük Fiyatlama Olgusu

İlk defa halka arzlarda, düşük fiyatlama üzerine yapılan çalışmalar, düşük fiyatlamamanın çok hızlı şekilde meydana gelen fiyat düzeltmesi olduğunu gösterir. Varolan bu düzeltmenin çoğu halka açıldıktan sonraki ilk haftada oluşur.⁷¹ Bu olgu; (Logue 1973, Ibbotson 1975, Baron 1982, Tınıç 1988, Chalk ve Peavy 1987, Miller ve Realy 1987, Carter ve Manaster 1990, Aggarwal ve Rivoli 1990, Ritter 1991, Mavr ve Senbet 1992, Levis 1993, Barry ve Jennings 1993) gibi birçok araştırmacı tarafından desteklenmektedir.⁷²

Literatürde düşük fiyatlamayı açıklamaya yönelik bazı teoriler bulunmaktadır. Bunlar beş başlık halinde aşağıda sunulmuştur.

1.1.1.1. Asimetrik bilgi hipotezi

Baron (1982)⁷³; aracı kurumların, ilgili hisse senedi talebi hakkında, hisseyi çıkaran firmalardan daha fazla bilgiye sahip olduklarını ileri sürmüştür.⁷⁴ Bilginin bu tür dağılımı literatürde asimetrik bilgi hipotezi olarak adlandırılmaktadır. Baron (1982) İlk günkü yüksek getirilerin nedenini “aracı kurumlar” ile “ihraççı

⁷¹ Bower, a.g.e., s. 656

⁷² Bengi Özer, *Price Performance Of Initial Public Offerings In Turkey*, (Yayınlanmış Doktora Tezi, 1. Baskı Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Yayınları, Yayın No: 128, Nisan 1999) s. 5.

⁷³ D.P. Baron, “A Model of The Demand for Investment Banking Advertising and Distribution of Services for New Issues”, *The Journal of Finance*, (September 1982), s.955-976.

⁷⁴ Halil Kıymaz, *Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar*, “Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları: İMKB İmalat Sektörü Uygulaması”, (1. Baskı İstanbul: İşletme ve Finans Yayınları, 1996) s.122.

işletmeler” arasındaki “asimetrik bilgi” akışına dayandırmıştır.⁷⁵ Bununla birlikte “Muscarella ve Vetsuypens”(1989)⁷⁶; aracı kurumların kendi portföyündeki işletmeler halka açıldığı zaman hisse senetlerinin fiyatını düşük olarak belirlediklerine yönelik kanıtlar bulmuştur. Rock’ da (1986)⁷⁷ düşük fiyatlamayı bilginin asimetrik bir şekilde dağılmış olmasına bağlar, fakat Rock(1986) konuyu bilgiden haberdar olan yatırımcının, haberdar olmayan yatırımcıya nazaran daha avantajlı olduğuna odaklanmıştır. Rock’ ın modeli; Koh ve Walter’ in (1989)⁷⁸ yaptıkları araştırmanın sonuçlarıyla tutarlıdır.⁷⁹

1.1.1.2. Riskten sakınan aracı kurum hipotezi

Bu hipotez, aracı kurumların, ihraç maliyetlerini ve risklerini azaltmak amacıyla kasıtlı olarak yeni hisselerin fiyatlarını düşük belirlediklerini ileri sürmektedir. Ritter (1984), Chalk ve Peavy (1987) tarafından denenen bu hipotez uygulamalı olarak desteklenmiştir.⁸⁰ Chalk ve Peavy (1987) 1975-1982 döneminde 649 IPO’ nun günlük getirilerini analiz etmiş ve IPO’ ların ilk işlem gününde elde ettikleri getiri ortalamasını % 21.65 olarak bulmuşlardır.⁸¹

1.1.1.3. Spekülatif balon hipotezi

Spekülatif balon hipotezi, hisse senedinin arz fiyatının gerçek ekonomik değeriyle uygun olduğunu, fakat piyasadaki spekülasyonun fiyatları gerçek

⁷⁵ Christopher B. Barry and Robert H. Jennings, **Financial Management**, “The Opening Price Performance of IPOs of Common Stocks”, (1993) s. 54.

⁷⁶ C.J. Muscarella and M.R. Vetsuypens, “ A Simple Test of Baron’s Model of Underpricing”, **The Journal of Financial Economics**, (Volume 24, 1989), s. 125-135.

⁷⁷ K. Rock, “Why New Issues Are Underpriced”, **The Journal of Financial Economics**, (Volume 15, 1986), s.187-212.

⁷⁸ F. Koh and T.Walter, “A Direct Test of Rock’s Model of Underpricing of Unseasoned Issues”, **The Journal of Financial Economics**, (August 1989), s. 251-272.

⁷⁹ Barry and Jennings, **a.g.e.**, s.54.

⁸⁰ Kıymaz, **a.g.e.**, s.122.

⁸¹ Özer, **a.g.e.**, s.6.

değerinin üzerine çıkarttığını ileri sürmektedir. Ritter(1987) bu hipotezi uygulamalı olarak sınamış fakat sonuçlar hipotezi doğrulamamıştır.⁸²

1.1.1.4. Monopsuncu güç hipotezi

Bu hipotez, düşük fiyatlamamanın hisse senedi arzına aracılık eden kurumun monopson gücünden kaynaklandığı savına dayanmaktadır. Aracı kurumlar kasıtlı olarak bu hisseleri düşük fiyatlamakta ve bunları kendi düzenli müşterilerine satmaktadırlar. Logue (1973) bu hipotezi sınamış fakat sonuçlar hipotezi doğrulamamıştır.⁸³

1.1.1.5. Sigorta hipotezi

Tınıç (1988)⁸⁴; düşük fiyatlamamanın, aracı kurumun itibarına ve yasal sorumluluklarına karşı bir tür sigorta görevi yaptığını savunduğu modeli geliştirip, Amerikan piyasası için test etmiştir. ABD’ de 1933’ ten beri geçerli olan bir yasaya göre, aracı kurumlar ve hisse senetlerini arz eden işletmeler kamuoyuna her türlü bilgiyi yansıtmakla yükümlüdürler. Ayrıca aracı kurumlar hisse senedi arz eden işletmeler hakkında her türlü incelemeyi yapmak zorundadırlar. Yine aynı yasa, yatırımcının eksik bilgilendirme nedeniyle uğrayacağı zarardan aracı kurumu sorumlu tutarak, banka aleyhine tazminat davası açabileceğini hükme bağlamıştır. Tınıç ’ ın (1988) çalışması, ABD’ deki ilk halka arzları 1933’ten önce ve sonra karşılaştırarak, 1933 sonrasında düşük fiyatlamamanın daha fazla olduğunu ortaya koymuştur. Bu da aracı kurumların sorumlulukları arttıkça düşük fiyatlamamanın daha belirgin hale geldiğini göstermektedir.⁸⁵

⁸² Jay R. Ritter, “The Cost of Going Public”, *The Journal of Financial Economics*, (Volume: 19, 1987), s. 187-212.

⁸³ D. Logue, “On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (January 1973), s.91-103.

⁸⁴ S. Tınıç, “Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stocks” *The Journal of Finance*, (Volume: 43, 1988), s. 789-822.

⁸⁵ Kıymaz, a.g.e., s.123.

1.1.2. Seçilen Halka Arz Yöntemiyle İlgili Hipotezler

İşletmelerin, hisse senetlerini ilk defa halka arz ederken, hisse senetlerini nasıl ihraç edecekleriyle ilgili iki alternatifi vardır. Bir işletme aracı kurumla iletişim kurarak, ya aracılık yüklenimi ya da en iyi gayret aracılığı sözleşmesiyle halka açılabilir. Her iki yöntemde de aracı kurumlar yeni payları dağıtır, fakat aracılık sözleşmesinde ek olarak ihraççı işletmelere bir teminat fonksiyonu da sunulmaktadır. Belirlenen halka arz yöntemi hem yatırımcıların halka arz değeriyle ilgili fikirlerini hem de ihraççı işletmenin sermaye elde etme maliyetini etkiler.⁸⁶

Bower (1989) çalışmasında; bir işletmenin hisse senetlerini halka arz ederken kullandığı arz yöntemlerini test etmiştir. Çalışmada, aracılık yüklenimine nazaran en iyi gayret aracılığında firma değeri daha doğru değerlendirildiği için bu yöntemin işletmeler açısından daha fazla rağbet gördüğü tespit edilmiştir. Bower 'ın (1989) modeli, ilk halka arzlardaki varolan düşük fiyatlamayla bağlantılı olmamakla birlikte halka açıldıktan sonraki uzun dönemde piyasa fiyatında meydana gelen değişim ile ilgili modellerle tutarlıdır. Bu değişim, halka arz fiyatı belirlendiği zaman işletmenin değeriyle ilgili bilgi sahibi olan yatırımcıların fiyatta neden oldukları etkiyi gösterir.

Halka arz yöntemi olarak bir işletme, aracı kurumla aracılık yüklenimi sözleşmesi imzaladığı zaman, yatırımcılar açısından en iyi gayret aracılığı yöntemine göre, işletmenin değeri daha cazip ve de güvenli olarak belirlenir. Aracılık yüklenimi, yatırımcılar açısından genellikle daha doğru bir değerlendirme biçimidir. İşletme açısından bakıldığında ise bu yöntemin işletmenin getirilerinde önemli ölçüde bir düşüklüğe neden olacağı söylenebilir.⁸⁷

1.1.3. Aracı Kurumların Prestijiyle İlgili Hipotezler

Carter ve Manaster (1990) yaptıkları araştırmada ilk defa halka arz edilen hisse senetleri için test edilebilir ampirik bir model kullanmışlardır. Model, Rock' ın

⁸⁶ Bower, a.g.e., s. 647.

⁸⁷ Aynı., s.656.

(1986) modeliyle tutarlıdır.⁸⁸ Rock (1986) IPO' ların tespit edilen halka arz fiyatı için, işlemin riskini bilgi sahibi olan yatırımcıların değil, bilgi sahibi olmayan yatırımcıların karşıladığını savunur.⁸⁹ Carter ve Manaster (1990); bu teoriyi biraz daha genişleterek, ilk halka arz işleminde, belirlenen fiyatın daha yüksek bir denge fiyatında oluşmasında, bilgi sahibi olan yatırımcıların önemli bir role sahip olduğunu savunur. Çünkü yatırımcılar özel bir kaynaktan elde edilmiş bilgiyle yatırım yapmaktadırlar. Bu, onlar için riskli yatırımların gerektirdiği çok özel bir bilgidir. IPO' ların değerinin ikincil piyasalarda gerçek değerine yakın bir seviyeye ulaşmasıyla bilgi sahibi olan yatırımcılar hisse senetlerini satarlar.

Hisse senetleri düşük fiyatlanmış ihraççı işletmeler açısından belirlenen fiyatlar zararlı olduğundan bu işletmeler piyasada az riskli özellikleriyle gelir elde etmeyi deneyeceklerdir. Bu, seçilen prestijli aracı kurumlar tarafından sağlanır. Prestijli aracı kurumlara, bu varolan prestiji sadece düşük fiyatlanmış IPO' lar sağlar. Sonuç olarak aracı kurumlara ününü piyasa verir. Genelde ampirik testler bu sonucu desteklemektedir. Carter ve Manaster'ın(1990) modelinde, IPO' ların belirlenen ilk halka arz fiyatı ile prestij sahibi aracı kurumlar arasındaki ilişki negatif olarak bulunmuştur. Önemli bir negatif ilişki de IPO' ların fiyatının büyüklüğü ve aracı kurumların prestiji arasındaki ilişkidir.⁹⁰

1.2. IPO' ların Uzun Dönem Fiyat Performansları

İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansları birçok piyasada araştırma konusu olarak incelenmiştir. Daha önce de belirtildiği gibi ilk halka arzların kısa dönem fiyat performanslarını belirlemek için yapılan çalışmalar da IPO' ların büyük çoğunluğunun düşük fiyatlandırılmış olduğu ortaya konulmuştur. IPO' larda görülen bu düşük fiyatlamanın uzun dönemde de devam ettiğine dair sonuçlara ulaşmakla birlikte uzun dönemde IPO' ların piyasa performans düzeyinin altında bir getiri elde ettiğine yönelik sonuçlar da bulunmuştur. Görüldüğü gibi ilk

⁸⁸ Richard Carter and Steven Manaster, "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *The Journal Of Finance*, (volume 45, 1990), s. 1046.

⁸⁹ Rock, a.g.e., s. 187.

⁹⁰ Carter and Manaster, a.g.e., s.1062.

defa halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansını araştıran çalışmalar karma sonuçlar vermiştir. Bu çalışmalardan literatürde önemli görülenleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 14: IPO' ların Uzun Dönem Fiyat Performanslarını Araştıran Çalışmalar

ÜLKE	ARAŞTIRMAYI YAPAN	ZAMAN PERİYODU	IPO SAYISI	UZUN DÖNEM PERFORMANS(%)
ABD	Ritter	1975-1984	1526	-29,1
ABD	Aggarwal&Rivoli	1977-1987	1598	-13,7
İNGİLTERE	Lewis	1980-1988	712	-30,6
ALMANYA	Uhlir	1977-1987	97	-7,4
İŞVİÇRE	Kunz&Aggarwal	1983-1989	42	-6,1
AVUSTRALYA	Finn&Higham	1966-1978	93	-6,5
HONG KONG	Dawson	1978-1983	21	-9,3
MALEZYA	Dawson	1978-1983	21	18,2
SİNGAPUR	Dawson	1978-1983	39	-2,7
BREZİLYA	Aggarwal&Hernandez	1980-1990	62	-47,0
MEKSİKA	Aggarwal&Hernandez	1987-1990	44	-19,6
ŞİLİ	Aggarwal&Hernandez	1982-1990	36	-23,7

1.2.1. ABD' de Yapılan Çalışmalar

Ritter (1991) 1975-1984 döneminde ABD' de 1526 adet ilk defa halka arz edilen işletmenin hisse senetlerinin uzun dönemde nasıl bir performans göstereceğini araştırmıştır. Kısa dönemli bulgular literatürdeki düşük fiyatlamayı destekler niteliktedir. Nitekim 1526 halka arz işleminde ilk günkü getiriler % 16.4 olarak bulunmuştur.

Bu işletmelerin hisse senetlerinin piyasaya göre düzeltilmiş uzun dönem performansı %-29.1 olarak bulunmuştur. İlk günkü düşük fiyatlama olgusu uzun dönem için geçerli değildir. Ritter(1991) varolan bu düşük performansın nedenini; Risk ölçümü yapılmamış olmasına, şanssızlık ya da kötü şansa, IPO' ların değer kayıpları ve yatırımcıların fazla iyimser yaklaşımlarına bağlamıştır.⁹¹

ABD piyasasında yapılan diğer bir çalışmada Aggarwal ve Rivoli(1990)⁹² tarafından yapılmış ve Ritter(1991) ile benzer bulgulara ulaşılmıştır. 1977-1987

⁹¹ Jay R. Ritter, "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *The Journal Of Finance*, (March 1991), s.4.

⁹² R. Aggarwal and P. Rivoli, *Financial Management*, "Fads in Initial Public Offerings Market", (1990), s.45-67.

döneminde gerçekleştirilen 1598 adet ilk halka arz işleminde, 250 işlem günlük piyasaya göre düzeltilmiş uzun dönem getiriler, %-13.7 olarak bulunmuştur.⁹³

1.2.2. Avrupa Piyasalarında Yapılan Çalışmalar

Lewis'in(1993) çalışmasında, Londra Borsasına kote edilmiş, 1980-1988 döneminde halka arz edilen 712 IPO' luk bir örneklem kullanılmış ve IPO' ların ilk gün getiri ortalaması % 14.3 olarak bulunmuştur. Oluşturulan benchmark portföydeki hisse senetleri, ilk işlem gününü takip eden 36 aylık sürede incelenmiş ve hisse senetlerinin uzun dönemde düşük performans gösterdikleri ortaya konulmuştur.⁹⁴

İngiltere' de yapılan bu çalışma, Ritter, Aggarwal ve Rivoli tarafından yapılan çalışmalardaki çözüm önerilmemiş pek çok ihracın durumunun aydınlatılmasına yönelik kanıt sağlamaktadır. Bunlardan ilki, IPO' ların uzun dönemde düşük performans göstermesinin sadece Amerika' da ki yeni ihraçlara özgü bir olgu olmadığını ortaya koymasıdır. Ayrıca, piyasaya açıldıktan sonra uzun dönemde elde edilen düşük performansın, 1980' de dünyanın en büyük üçüncü sermaye piyasası olan İngiltere' de gerçekleştirilen ilk defa halka arzların genel bir özelliği olduğunu kanıtlamasıdır. İkincisi, yüksek başlangıç getirisine sahip firmaların uzun dönemde düşük performansa sahip olmalarıdır ki, bunun nedeni de düşük fiyatlama olarak gösterilebilir.

Benzer sonuçlara Uhlir'in(1989) Almanya piyasasında yapmış olduğu çalışmada da rastlanmıştır. Uhlir(1989) 1977-1987 döneminde ilk defa halka arz edilen 97 hisse senetlik bir örneklem kullanmış ve IPO' ların piyasaya göre düzeltilmiş uzun dönem getirilerini % -7.41 olarak bulmuştur. IPO' lar uzun dönemde düşük performans göstermişlerdir.⁹⁵

Kunz ve Aggarwal (1994) 1983-1989 döneminde, İsviçre' de ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin 1, 2 ve 3 yıllık performanslarını araştırmıştır. IPO' ların

⁹³ Mario Levis, **Financial Management**, "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988", (1993), s. 28.

⁹⁴ Levis, a.g.e., s.40.

⁹⁵ Aynı, s.29.

1,2 ve 3 yıllık performansları sırasıyla; %6.7, %1.8, %-6.1 olarak bulunmuştur. IPO'lar uzun dönemde düşük performans göstermişlerdir.⁹⁶

1.2.3. Latin Amerika Piyasalarında Yapılan Çalışmalar

Tablo 15: Latin Amerika Piyasalarında Yapılan Çalışmalar

Ülke	Dönem	IPO Sayısı	Uzun Dönem Getiriler (%)
Brezilya	1980-1990	62	-47,0
Şili	1982-1990	36	-23,7
Meksika	1987-1990	44	-19,6

Aggarwal ve Hernandez (1993) yapmış olduğu çalışmada, Brezilya' da halka açılma sonrası üç yıllık dönemde, piyasaya göre düzeltilmiş ortalama uzun dönem getirileri %-47 olarak bulmuştur. Şili için üç yıllık ortalama anormal getiriler % -23.7 ve Meksika için bir yıllık ortalama anormal getiriler % -19.6' dır. Bulgulara göre IPO' lar uzun dönemde düşük performans göstermişlerdir. Brezilya için ilk işlem gününde yüksek fiyatlanmış IPO' ların başlangıç ve uzun dönem getirileri arasında negatif bir ilişki vardır. Yapılan çalışmada Latin Amerika piyasaları için elde edilen bulgular, Amerika ve İngiltere' de IPO' ların uzun dönemde düşük performans gösterdikleri modellerle tutarlıdır.⁹⁷

1.2.4. Uzak Doğu Piyasalarında Yapılan Çalışmalar

Dawson (1987)⁹⁸ Hong Kong, Singapur ve Malezya borsalarında 1978-1983 yılları arasında ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performanslarını araştırmıştır. Sonuçlar Hong Kong ve Singapur borsalarındaki hisse

⁹⁶ R.M. Kunz and R. Aggarwal, "Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland", *The Journal of Banking and Finance*, (volume: 18, 1994), s.718

⁹⁷ Reena Aggarwal and Leanordo Hernandez, *Financial Management*, "The Aftermarket Performance of IPOs in Latin America", (Volume: 22, 1993), s. 52.

⁹⁸ M.S. Dawson, "Secondary Stocks Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia : 1978-1984", *The Journal of Business Finance and Accounting*, (1987), s.65-76.

senetlerinin ilk işlem gününde anormal getiri elde ettiğini ancak daha sonraki dönemlerde getirilerin negatife dönüştüğünü ortaya koymaktadır. Malezya borsasında ise istatistiksel olarak önemli anormal getirilerin ilk günden sonraki işlem günleri için de varlığını sürdürdüğü belirlenmiştir.⁹⁹ Anılan borsalardaki uzun dönem getiriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 16: Uzak Doğu Piyasalarında Yapılan Çalışmalar

Ülke	Dönem	IPO Sayısı	Uzun Dönem Getiriler (%)
HONG KONG	1978-1983	21	-9,3
MALEZYA	1978-1983	21	18,2
SİNGAPUR	1978-1983	39	-2,7

2. TÜRKİYE'DE İLK DEFA HALKA ARZ EDİLEN BANKACILIK SEKTÖRÜ HİSSE SENETLERİNİN UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARINI VE BU PERFORMANSIN BELİRLEYİCİLERİNİ ÖLÇMEYE YÖNELİK BİR UYGULAMA

Bankalar, sermaye piyasasında aracı kuruluş olarak faaliyet gösterebilecekleri gibi, aynı zamanda herhangi bir işletme gibi kendi bünyesine fon sağlamak amacıyla da varlık gösterebilirler. Bu noktadan hareketle bankaların Türk finansal sisteminin diğer bir kesiti olan sermaye piyasalarından fon sağlayan kesim içinde değerlendirilmesinin, ortaya çıkacak tablonun bütünlüğü açısından faydalı olacağı düşünülmektedir.

Bankacılık sektörünün sorunları arasında da vurgulandığı gibi bankaların sermaye yapılarındaki bozukluk ve yetersizlik halen güncelliğini korumaktadır. Böylesi bir durumda, bankaların sermaye yapılarını sağlamlaştırmak için, hisse senetlerini halka arz ederek fon temin etme seçeneğini kullanmaları, daha önce halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin göstereceği performansla da yakından ilgilidir. Bu amaçla, Türkiye'de ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse

⁹⁹ Halil Kıymaz, "İMKB'de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması", **İMKB Dergisi**, (Cilt: 1, No: 3, Temmuz-Eylül 1997), s. 50.

senetlerinin uzun dönem fiyat performansları araştırılmıştır. Elde edilen sonuçların, bankaların daha sonra gerçekleştireceği halka arzlar ve bunları talep eden yatırımcıların davranışları üzerinde etkide bulunabileceği düşünülmektedir.

2.1. Veri Yapısı ve Yöntem

Bu çalışma, 1 Ocak 1990 ile 31 Aralık 1995 tarihleri arasında halka açılan ve İMKB’ de işlem görmeye başlayan, Finansbank, Tekstilbank, Garanti Bankası, Dışbank, T. Kalkınma Bankası, Esbank, Alternatifbank, Akbank, Demirbank, Yaşarbank olmak üzere 10 bankaya ait hisse senetlerini kapsamaktadır.

Hisse senetlerinin halka arz ediliş tarihleri, arz fiyatı, arz edilen miktar ve bankalar ile İMKB Bileşik endeksine ait fiyat verileri ve halka açılma oranları İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve yayınlarından, bilanço ve gelir tablosu kalemleri ise Bankalar Birliği yayınlarından sağlanmıştır.

İncelenen bankalardan Garanti bankası 2001’de Osmanlı bankasıyla birleşmiş fakat ismini korumuştur. Demirbank 2000’ de TMSF’ye alınmış, 2001’de HSBC’ye devredilmiştir. Yaşarbank 1999’da TMSF’ye alınmış, 2001’de Sümerbank’la birleştirilmiş ve 2002’de Sümerbank’ın hisseleri de OYAK’a devredilmiştir. Esbank’ın ise 1999’da TMSF’ye alınıp 2001’de Etibank ile birleştirilmiş olduğunu belirtmekte yarar vardır.

Tablo 17: Değişkenlerle İlgili Veriler

BANKALAR	Top. Aktifler (Milyon TL)	Aktif Log.	Banka Yaşı	Hasılat (USD)	Halka Açılma Oranı (%)
İNANSBANK	411,639	11,614	3	1,273,731	15,00
İŞBANK	922,183	11,964	26	5,517,647	15,00
EKSTİLBANK	256,040	11,408	4	2,446,235	15,68
ARANTİ BANKASI	4,201,161	12,623	44	20,132,144	15,00
EMİRBANK	517,407	11,713	37	1,632,517	15,00
KBANK	6,956,201	12,842	42	28,083,051	15,00
AŞARBANK	528,823	11,723	66	2,965,681	15,00
KALKINMA BANKASI	4,195,062	12,622	26	175,835,200	68,84
SBANK	36,640,657	13,563	64	12,927,938	9,00
TERNATİFBANK	2,981,413,000	15,474	3	4,077,010	20,00
aritmetik Ort.	303,604,217	12,555	31,5	25,489,115	20,35
standart Sapma		1,2284	23,533		17,24
Min.		11,41	3,00		9,00
Max.		15,47	66,00		68,84
BANKALAR	Halka Arz Yöntemi	Aracı Kurum	Halka Arz Tarihi	Halka Arz Fiyatı	İlk Gün Kapanış
İNANSBANK	Portföyden Satış	Kendi Portföyü	02.02.1990	6000	20000
İŞBANK	Portföyden Satış	Kendi Portföyü	13.09.1990	6500	6700
EKSTİLBANK	Portföyden Satış	Kendi Portföyü	23.05.1990	6750	6850
ARANTİ BANKASI	Portföyden Satış	Kendi Portföyü	06.06.1990	4500	4500
EMİRBANK	Portföyden Satış	Kendi Portföyü	11.07.1990	7500	7500
KBANK	Portföyden Satış	Kendi Portföyü	26.07.1990	12000	13000
AŞARBANK	Portföyden Satış	Kendi Portföyü	05.09.1990	6000	6000
KALKINMA BANKASI	Sermaye Artırımı	Kendi Portföyü	06.03.1991	3000	3000
SBANK	Portföyden Satış	Kendi Portföyü	10.06.1991	4000	4000
TERNATİFBANK	Portföyden Satış	Kendi Portföyü	03.07.1995	3500	3000
aritmetik Ort.	0,1	1			
standart Sapma	0,3162	0,00			
Min.	0,00	1,00			
Max.	1,00	1,00			

2.1.1. Modelde Kullanılan Değişkenler

İlk defa halk arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarını ve bu performansın belirleyicilerini tespit etmek için bazı değişkenler belirlenmiştir. Öncelikle bankacılık sektörü hisse senetlerinin bir ay, bir yıl, iki yıl ve üç yıllık getirileri hesaplanarak modelde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. İlk gün anormal getiriler, standart sapma, aracı kurum, halka arz yöntemi, halka açılma oranı, toplam aktifler ve bankanın yaşı ise bağımsız değişken

olarak belirlenerek bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarını açıklama gücüne bakılmıştır. Belirlenen bu bağımsız değişkenlerle ilgili bilgiler aşağıda verilmiştir.

2.1.1.1. İlk Gün Anormal Getiriler (İlkgün)

Bu değişken hisse senedinin ilk gündeki performansı ile daha sonraki yıllar arasında ilişkiyi test etmeye yönelik olarak oluşturulmuştur. İlk gündeki getiriler esas olarak düşük fiyatlama olgusunun olup olmadığını göstermektedir. İşletmelerin halka arz fiyatları işletmenin gerçek potansiyeli yansıtmayabilir. Başlangıçta yatırımcı üzerinde iyi bir izlenim bırakmak için işletmeler halka arz fiyatını kasıtlı olarak düşük tutmuş olabilirler. İlk gün performansı ile uzun dönem performansı arasındaki ilişki, başlangıç performansının gerçekten işletmenin potansiyel performansını yansıtip yansıtmadığı ortaya koyabilir. Bu değişken için herhangi bir ön beklenti bulunmamaktadır.

2.1.1.2. Standart Sapma(Std)

Hisse senedinden beklenen getiriler işletmenin gelecek performansının belirsizliği, yani risk seviyesi ile doğrudan ilişkilidir. Hisse senedinin performansının değişken olması belirsizliğin fazla olacağını ve dolayısıyla beklenen getirilerin de fazla olacağını gösterir. Hisse senedinin ilk halka arz tarihinden itibaren 21 işlem günündeki kümülatif getirilerinin standart sapması hisse senedinin gelecek performansının belirsizliğini ölçmek için kullanılmıştır. Bu standart sapmanın fazla olması, değişkenliğin daha fazla olduğunu gösterir ve dolayısıyla bu değişken ile anormal getiriler arasında aynı yönlü bir ilişki beklenmektedir.

2.1.1.3. Aracı Kurum (Aracı)

Baron (1982) asimetrik bilgi kuramında, aracı kurumların hisse senedini halka arz ederken hisse senedinin performansı hakkında işletmelerden daha fazla bilgiye sahip olduğunu ileri sürerek, işletmelerin hisse senedinin gerçek değerinin ne olabileceğini bilmediklerinden fiyatlama kararının aracı kurumlara bırakılabileceğini belirtmiştir. Aracı kurum da bu hisseleri kendi daimi müşterileri için düşük fiyatlayabileceklerdir. Buna göre bankacılık sektörü hisse senetleri, aracılık eden kurumun portföyünde yer alıyorsa bu değişken 1 değeri, diğer durumlarda ise 0 değeri almaktadır.

2.1.1.4. Halka Arz Yöntemi (Yöntem)

Hisse senetlerinin halka arzı iki ayrı yöntemle yapılabilir. Bunlardan birincisi mevcut payların halka satışı (Portföyden Satış) yolu ile halka açılmadır. Burada, işletmelerin gerçek ve tüzel kişi ortaklarının portföylerinde bulunan ve işletme tarafından önceden ihraç edilen hisse senetlerinin halka satışı söz konusudur. Bu yöntemde halka açılma ile elde edilen hasılatlar, halka arzı gerçekleştiren işletmeye değil de hisse senetlerini satan işletmeye ait olacaktır. Dolayısıyla, bu ortaklar elde ettikleri fonları istedikleri yerlerde kullanabilirler. Böylece halka arz edilen hisse senetlerini alan yatırımcıların sağladıkları fonların hisse senedini aldıkları işletme tarafından kullanılmama tehlikesi vardır. Bu durumda ortak olunan işletme, sağlanan fonları kullanamadığından, yatırımcılar yatırım amacından uzaklaşmış olabilirler. Bu durum işletmenin hisse senedi performansının belirsizliğini arttırmış olacaktır. İkinci yöntemde ise halka açılma, sermaye arttırımı veya yeni pay ihracı yoluyla gerçekleşmektedir. Bu yöntemde işletme, mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle işletmeye yeni ortakların girmesini sağlamaktadır. Birinci yöntemin aksine, bu yöntemde elde edilen hasılatlar işletmenin kasasına girer ve işletmenin belirlediği büyüme stratejileri doğrultusunda kullanılmaktadır. Bu durum yatırımcı için iyi bir seçenek olmaktadır, çünkü yatırımcının sağladığı fonlar işletmenin finansal durumunu güçlendirmek için kullanılacaktır. Dolayısıyla halka arz

edilen hissenin performansına ilişkin belirsizlik daha az olacaktır. Halka arz yönteminin hisse senedinin sağladığı anormal getiriler üzerindeki etkisini ortaya koymak için bir kukla değişken kullanılmıştır. Eğer halka arz, sermaye arttırımı veya yeni pay ihracı yolu ile halka açılma ise 1 değeri, portföyden satış-mevcut payların halka arzı yolu ile halka açılma söz konusu ise 0 değeri almaktadır.

2.1.1.5. Halka Açılma Oranı (Oran)

Halka açılma oranı yatırımcıya birtakım sinyaller verebilir. Leland ve Pyle (1977)'in geliştirdiği modele göre işletmenin halka açılma oranını düşük tutması, işletme sahiplerinin işletmeye olan güven ve bağlılığının bir göstergesidir.¹⁰⁰ İşletmenin halka açılma oranı, halka açılan hisse senedi performansının belirsizliği hakkında iki türlü bilgi vermektedir. Bunlardan birincisi, işletme sahiplerinin işletmeye olan güvenlerini ifade eder ve az oranda açılma piyasa tarafından olumlu algılanır. Bu da belirsizliğin düşük olmasını ve dolayısıyla daha az getiri beklentisini getirir.

İkinci olarak, işletmenin halka arz ettiği hisseleri satamama korkusundan dolayı açılma oranını düşük tuttuğudur. Bu durumda piyasa halka açılma oranının az olmasını olumsuz yorumlayacaktır. Bu iki etken zıt yönde çalıştığından, bu değişken ile anormal getiriler arasındaki ilişki için ön beklenti pozitif/negatif olabileceği şeklindedir.

2.1.1.6. Toplam Aktifler (Aktif)

İşletmenin büyüklüğü, işletmenin gelecekteki performansı hakkında belirsizliği azaltabilir. Bu yüzden işletmenin büyüklük göstergesi olarak aktiflerinin toplam değeri kullanılabilir. Bankanın halka açılma yılından önceki yıl sonu aktiflerinin toplam değerinin logaritması değişken olarak alınmıştır. Büyük bankaların uzun dönemde daha iyi performans göstermeleri beklenebilir. Banka

¹⁰⁰ H. Leland and D.Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, (Volume: 32, 1977), s. 371-387.

büyüklüğü ile uzun dönem hisse senedi performansı arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla bu değişken kullanılmıştır.

2.1.1.7. Bankanın Yaşı (Yıl)

İşletmenin halka açılmadan önce faaliyette bulunduğu süre hisse senedi performansının belirsizliği hakkında bilgi verebilir. Buna göre; daha uzun süre faaliyette bulunan işletmelerde yeni kurulan işletmelere göre belirsizlik daha azdır. Bu yüzden beklenen getiriler de daha az olacaktır. Bankaların halka açılmadan önce faaliyette bulunduğu zamanın yıl olarak ifadesi değişken olarak kullanılmıştır.

2.1.2. Yöntem

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem performansları, borsada işlem görmeye başladıkları günü takip eden 36 aylık dönemde incelenmiştir. Ritter(1991) ¹⁰¹ yöntemi kullanılarak, borsada ilk işlem görülen gün, ay “0” olarak tanımlanmış ve piyasa sonrası uzun dönem bu başlangıç dönemini takip eden 36 aylık dönem olarak belirlenmiştir. Getiriler, anormal ve piyasa getirisine göre düzeltilmiş kümülatif getiriler olarak incelenmiştir.

Buna göre hisselerin t dönemindeki anormal getirisi;

$R_{i,t} = (P_{i,t} / P_{i,t-1}) - 1$ formülüyle hesaplanmıştır. İMKB bileşik endeksi için de aynı yol izlenmiştir. Piyasa getirisine göre düzeltilmiş kümülatif getiriler ise aşağıdaki gibi tanımlanmıştır;¹⁰²

$$\Delta R_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (1)$$

¹⁰¹ Jay R. Ritter, “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings”, *The Journal Of Finance*, (March 1991), s.8.

¹⁰² Kıymaz, a.g.e., s. 53.

Benzer şekilde; n sayıda hisse senedinden oluşturulan bankacılık sektörü hisse senetleri portföyünün, piyasa getirisine göre düzeltilmiş ortalama anormal getirileri ise şu şekilde bulunmuştur;¹⁰³

$$AR_t = (1/n) \sum AR_{i,t} \quad (2)$$

Burada, ortalama anormal getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığı, aşağıdaki t istatistiği yardımıyla hesaplanmıştır.¹⁰⁴

$$t = \overline{AR_t} / \sigma (AR_t) \quad (3)$$

burada $\sigma (AR_t)$, t ayındaki anormal getirilerin standart sapması olup;

$\sigma (AR_t) = \sigma (AR_t) / (n)^{1/2}$ formülüyle hesaplanır. Burada $\sigma (AR_t)$, t ayındaki kesitsel standart sapmayı gösterir. Gruptaki t1 ve t2 dönemi arasında gerçekleşen birikimli anormal getiriler (CAR) aşağıdaki denklemle hesaplanmıştır.¹⁰⁵

$$CAR_{t1}^{t2} = \sum_{t1}^{t2} AR_t \quad (4)$$

Bu birikimli getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığını ortaya koymak için (3) nolu eşitlik (CAR) için hesaplanmıştır.¹⁰⁶

Bu çalışmada; Kıymaz'ın(1995) İMKB' de işlem gören imalat sektörü hisse senetlerinin uzun dönem performanslarını ve bu performansın belirleyicilerini sınamak için yaptığı çalışmada kullandığı model esas alınmış ve İMKB'de ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetleri için uygulanmıştır.

Hisse senetlerinin performanslarını etkileyen faktörleri ortaya koymak için çoklu regresyon tekniği kullanılmış ve SPSS 10.0 programında uygulanmıştır. Bu yöntem aşağıdaki eşitlik için tahmin edilmiştir.¹⁰⁷

¹⁰³ Aynı., s. 53.

¹⁰⁴ Aynı., s. 53.

¹⁰⁵ Aynı., s. 53.

¹⁰⁶ Aynı., s. 53.

¹⁰⁷ Aynı., s.60.

$$\text{UZUNPERF} = \beta_0 + \beta_1 \text{İLKĞÜN} + \beta_2 \text{STD} + \beta_3 \text{ARACI} + \beta_4 \text{YÖNTEM} + \beta_5 \text{ORAN} + \beta_6 \text{AKTİF} + \beta_7 \text{YIL}$$

Burada;

UZUNPERF = Piyasa getirisine göre düzeltilmiş uzun dönem getiriler,

İLKĞÜN = Hisse senedinin borsada ilk işlem gördüğü günde piyasa getirisine göre düzeltilmiş anormal getiriler (başlangıç düşük fiyatlama)

STD = Borsada hissenin ilk işlem gününü takip eden 30 günlük (21 işlem günü) anormal ve de piyasaya göre düzeltilmiş kümülatif getirilerinin standart sapması,

ARACI = Kukla değişken. Eğer bankanın hisseleri bağlı bulunduğu şirketler grubuna dahil bir aracı kurum tarafından yapılıyorsa 1 değeri, diğer hallerde 0 değeri almaktadır,

YÖNTEM = Kukla değişken. Eğer halka açılma portföyden satış yoluyla yapılıyorsa 1 değeri, hisse senedi ihracı veya sermaye arttırımı ise 0 değeri almaktadır,

ORAN = Halka açılma oranı (%) olarak,

AKTİF = Halka açılma yılından önceki yıl sonundaki aktiflerin logaritması,

YIL = Bankanın kuruluş yılı ile halka açılma yılı arasındaki zamanı (veya faaliyet süresini) ifade eder.

2.1.3. Uygulama Sonuçları

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin, $\{ R_{i,t} = (P_{i,t} / P_{i,t-1}) - 1 \}$ formülüyle hesaplanmış anormal getirileri Tablo 18'de verilmiştir.

Tablo 18 : Aylık Ortalama Anormal Getiriler (%)

AYLAR	FİNANSBANK	DIŞBANK	TEKSTİLBANK	GARANTİB	DEMİRBANK
1	238,33	4,48	2,22	2,22	21,33
2	-9,09	-7,14	-2,90	10,87	3,30
3	7,14	-23,08	-1,49	7,84	-2,13
4	-5,33	-1,00	3,03	-5,45	-21,74
5	-7,04	3,03	0,00	-17,31	2,78
6	13,64	17,65	-16,18	-17,44	-5,41
7	-6,67	-5,83	-22,81	-1,41	12,86
8	1,43	-16,67	-18,18	17,14	1,27
9	-7,04	-6,00	-16,67	17,07	-6,25
10	-21,21	-8,51	5,00	2,28	-13,33
11	3,85	-27,91	30,13	-28,57	7,14
12	9,26	0,00	-5,56	-7,50	4,44
13	76,27	-12,90	-4,41	5,41	-4,26
14	-25,00	-3,70	0,00	-17,95	-3,33
15	-16,67	23,08	0,00	-12,50	0,00
16	-9,23	15,63	0,00	-10,71	-1,72
17	5,08	21,62	0,00	16,00	0,58
18	-3,23	-17,78	0,00	51,72	0,00
19	5,00	-2,16	-16,92	25,00	8,33
20	0,00	-10,71	11,11	-12,73	-38,46
21	5,26	-16,00	16,67	-10,42	-12,50
22	35,00	-2,38	-8,57	3,85	10,71
23	17,28	-4,88	0,00	-17,39	10,00
24	13,68	-2,56	0,00	-5,26	18,18
25	-14,07	15,00	-1,44	8,33	0,00
26	8,33	30,43	-7,14	17,95	0,00
27	-11,54	-3,33	-7,69	4,35	0,00
28	-10,87	3,45	11,11	29,17	3,85
29	-2,44	15,00	23,53	12,90	1,85
30	-25,00	56,52	-45,24	14,29	-8,00
31	30,00	-3,70	-23,91	-5,00	13,04
32	25,64	76,92	14,29	42,11	20,52
33	-10,20	36,96	10,00	55,56	5,38
34	-6,82	-7,94	11,36	20,35	190,00
35	12,20	12,07	18,37	66,97	-1,72
36	-3,26	21,54	71,76	0,00	12,28

Aylık Ortalama Anormal Getiriler (%)

AYLAR	AKBANK	YAŞARBANK	T.KALKINMA B.	ESBANK	ALTERNATİFB.
1	0,00	8,33	-13,33	-21,25	-21,43
2	-1,92	-1,33	3,85	-4,76	-20,00
3	-3,92	2,70	-3,70	1,67	-10,23
4	6,12	5,26	-3,85	-1,64	6,33
5	-3,85	3,75	-28,00	-8,33	-19,05
6	8,00	12,05	-26,47	9,09	-10,29
7	-12,96	-2,27	-8,00	0,00	19,67
8	-6,17	-6,98	4,35	13,04	56,16
9	-10,13	6,25	37,50	-8,62	14,04
10	20,97	3,53	-18,18	-2,27	-12,31
11	-13,33	-3,41	11,11	2,33	5,26
12	-10,77	5,88	3,33	0,00	11,00
13	-13,79	3,33	32,85	-9,09	-17,57
14	-20,00	-4,30	3,45	0,00	3,28
15	-3,75	30,34	0,00	0,00	20,63
16	1,30	-3,45	8,33	-5,00	-6,58
17	6,41	1,79	-5,56	-39,47	-15,49
18	-6,02	13,36	2,94	0,00	15,00
19	-2,56	-7,14	8,57	0,00	53,62
20	-11,84	-25,64	2,63	15,42	50,94
21	4,78	41,38	12,82	5,00	3,75
22	-1,54	-4,88	13,64	-2,38	-10,84
23	-21,88	40,00	12,00	21,95	-28,38
24	10,00	-4,76	7,14	-20,00	122,64
25	-18,18	0,00	1,67	55,00	161,02
26	-4,44	8,75	14,75	20,97	-6,49
27	30,23	17,24	-1,43	20,82	-34,72
28	-5,36	-45,10	51,07	80,82	11,70
29	16,98	-17,86	-29,73	-23,48	-6,67
30	12,90	58,70	34,62	76,89	53,06
31	38,10	-15,07	42,86	-2,94	-12,00
32	20,69	-20,00	-14,00	-18,92	-29,51
33	-4,29	2,27	32,56	-39,39	-12,68
34	77,05	60,00	170,18	-28,33	8,06
35	-14,81	-12,50	19,48	-17,21	10,45
36	47,83	-12,70	-61,41	-17,98	-2,70

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin, (1) numaralı eşitlik için hesaplanmış aylık piyasaya göre düzeltilmiş kümülatif getirileri ise aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 19 : Aylık Piyasaya Göre Düzeltilmiş Kümülatif Getiriler (%)

AYLAR	FİNANSBANK	DIŞBANK	TEKSTİLBANK	GARANTİ B.	DEMİRBANK
1	31,73	1,48	-14,18	-5,08	-8,97
2	28,94	4,44	-24,38	-24,51	2,63
3	35,68	10,06	-56,17	-8,37	-2,50
4	13,95	9,06	-44,84	-16,82	-14,14
5	-0,39	-17,31	-47,84	-24,03	17,34
6	-17,05	-20,76	-53,92	-12,77	11,93
7	-15,42	-15,19	-48,03	-14,18	-4,61
8	-16,99	-10,46	-66,21	-26,44	-24,44
9	-13,93	-18,46	-112,28	-30,47	-19,29
10	-6,44	-25,87	-128,38	-16,79	-11,22
11	-2,59	-38,58	-86,85	-23,96	-6,08
12	-22,73	-47,08	-71,01	-33,46	-0,54
13	32,44	-48,98	-77,42	-26,95	10,40
14	18,84	-46,18	-76,32	-29,70	-1,43
15	23,57	-70,90	-61,12	-50,70	9,57
16	12,34	-62,97	-69,62	-50,41	14,35
17	18,52	-54,05	-58,62	-27,91	-32,87
18	30,49	-46,23	-52,12	-23,99	-40,57
19	16,99	-59,69	-116,84	-6,69	-44,94
20	27,99	-60,80	-113,43	-32,12	-57,80
21	39,75	-66,20	-109,46	-16,94	-81,60
22	26,95	-102,28	-92,43	-24,39	-61,29
23	36,53	-103,96	-103,73	-32,18	-40,69
24	37,51	-98,90	-94,13	-26,84	-56,21
25	49,04	-79,50	-84,97	-52,21	-53,01
26	46,07	-40,67	-125,81	-31,06	-50,51
27	44,13	-47,90	-130,30	-24,21	-46,11
28	43,86	-50,25	-116,69	9,36	-33,86
29	7,72	-44,75	-88,76	30,66	-35,91
30	-14,08	-23,33	-125,60	41,05	-49,71
31	18,42	-26,03	-153,41	30,25	-46,17
32	48,46	17,79	-144,92	62,86	-60,75
33	46,66	47,45	-144,42	83,32	-54,37
34	35,94	10,81	-168,16	104,67	102,53
35	42,34	29,38	-148,79	138,54	93,51
36	29,58	28,32	-110,13	131,24	77,09

Aylık Piyasaya Göre Düzeltilmiş Kümülatif Getiriler (%)

AYLAR	AKBANK	YAŞARBANK	T.KALKINMA B.	ESBANK	ALTERNATİFB.
1	-30,30	5,33	-1,93	-6,05	-29,13
2	-23,92	14,10	23,32	-19,31	-36,03
3	-30,84	45,50	17,62	-6,64	-38,66
4	-14,62	50,76	14,87	-1,78	-43,43
5	10,23	25,11	2,07	-57,91	-46,88
6	18,23	16,06	-32,90	-56,52	-59,47
7	-24,13	25,19	-29,90	-69,22	-63,40
8	-51,40	39,61	-19,05	-30,58	-29,54
9	-50,13	43,86	-29,35	-50,50	-26,20
10	-7,76	48,49	-55,23	-43,17	-35,01
11	-23,09	60,28	-56,82	-30,24	-24,25
12	-32,76	57,66	-27,89	-63,94	-28,55
13	-31,35	71,99	-6,34	-69,83	-36,02
14	-59,85	74,19	6,71	-67,33	-34,54
15	-52,60	56,73	17,31	-62,93	-26,21
16	-44,80	45,58	-8,06	-59,53	-45,99
17	-86,19	34,67	-10,42	-102,90	-73,38
18	-99,91	73,63	-4,98	-108,70	-64,78
19	-115,17	55,19	7,99	-118,20	-75,66
20	-101,41	39,15	19,02	-137,88	-25,12
21	-107,93	91,13	27,94	-131,88	-21,47
22	-99,87	52,55	35,78	-167,36	-20,81
23	-111,15	95,75	38,28	-152,71	-60,99
24	-134,85	93,49	10,32	-201,41	45,25
25	-149,83	97,89	12,99	-139,91	201,07
26	-151,77	115,04	-5,36	-141,54	193,18
27	-117,14	128,38	-14,09	-142,72	127,46
28	-114,10	77,48	8,28	-58,10	129,36
29	-101,02	50,12	-14,95	-112,48	121,49
30	-93,92	73,72	-2,93	-44,59	154,65
31	-65,32	59,65	17,93	-44,73	139,85
32	-79,73	6,55	7,73	-38,25	118,14
33	-83,02	1,52	9,39	-71,54	105,86
34	-39,07	32,82	170,57	-107,07	85,22
35	-61,18	26,82	192,85	-121,98	106,77
36	-42,05	-8,48	156,84	-173,96	94,07

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin Tablo 19’da görülen kümülatif getirilerinin 0’dan farklı olup olmadığı (3) nolu eşitlikle sınanmıştır. T istatistiğine ulaşmak için kullanılan veriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 20: T İstatistiği Verileri

BANKALAR	1. Ay	2. Ay	3. Ay	4. Ay	5. Ay	6. Ay
FİNANSBANK	31,73	28,94	35,68	13,95	-0,39	-17,05
DIŞBANK	1,48	4,44	10,06	9,06	-17,31	-20,76
TEKSTİLBANK	-14,18	-24,38	-56,17	-44,84	-47,84	-53,92
GARANTİ B.	-5,08	-24,51	-8,37	-16,82	-24,03	-12,77
DEMİRBANK	-8,97	2,63	-2,50	-14,14	17,34	11,93
AKBANK	-30,3	-23,92	-30,84	-14,62	10,23	18,23
YAŞARBANK	5,33	14,10	45,50	50,76	25,11	16,06
T.KALKINMA B.	-1,93	23,32	17,62	14,87	2,07	-32,90
ESBANK	-6,05	-19,31	-6,64	-1,78	-57,91	-56,52
ALTERNATİF B.	-29,13	-36,03	-38,66	-43,43	-46,88	-59,47
<i>Toplam</i>	-57,1	-54,72	-34,32	-46,99	-139,61	-207,17
BANKALAR	7. Ay	8. Ay	9. Ay	10. Ay	11. Ay	12. Ay
FİNANSBANK	-15,42	-16,99	-13,93	-6,44	-2,59	-22,73
DIŞBANK	-15,19	-10,46	-18,46	-25,87	-38,58	-47,08
TEKSTİLBANK	-48,03	-66,21	-112,28	-128,38	-86,85	-71,01
GARANTİ B.	-14,18	-26,44	-30,47	-16,79	-23,96	-33,46
DEMİRBANK	-4,61	-24,44	-19,29	-11,22	-6,08	-0,54
AKBANK	-24,13	-51,40	-50,13	-7,76	-23,09	-32,76
YAŞARBANK	25,19	39,61	43,86	48,49	60,28	57,66
T.KALKINMA B.	-29,90	-19,05	-29,35	-55,23	-56,82	-27,89
ESBANK	-69,22	-30,58	-50,50	-43,17	-30,24	-63,94
ALTERNATİF B.	-63,40	-29,54	-26,20	-35,01	-24,25	-28,55
<i>Toplam</i>	-258,89	-235,50	-306,75	-281,38	-232,18	-270,3
BANKALAR	13. Ay	14. Ay	15. Ay	16. Ay	17. Ay	18. Ay
FİNANSBANK	32,44	18,84	23,57	12,34	18,52	30,49
DIŞBANK	-48,98	-46,18	-70,9	-62,97	-54,05	-46,23
TEKSTİLBANK	-77,42	-76,32	-61,12	-69,62	-58,62	-52,12
GARANTİ B.	-26,95	-29,7	-50,7	-50,41	-27,91	-23,99
DEMİRBANK	10,4	-1,43	9,57	14,35	-32,87	-40,57
AKBANK	-31,35	-59,85	-52,6	-44,8	-86,19	-99,91
YAŞARBANK	71,99	74,19	56,73	45,58	34,67	73,63
T.KALKINMA B.	-6,34	6,71	17,31	-8,06	-10,42	-4,98
ESBANK	-69,83	-67,33	-62,93	-59,53	-102,9	-108,7
ALTERNATİF B.	-36,02	-34,54	-26,21	-45,99	-73,38	-64,78
<i>Toplam</i>	-182,06	-215,61	-217,28	-269,11	-393,15	-337,16

BANKALAR	19. Ay	20. Ay	21. Ay	22. Ay	23. Ay	24. Ay
FİNANSBANK	16,99	27,99	39,75	26,95	36,53	37,51
DIŞBANK	-59,69	-60,8	-66,2	-102,28	-103,96	-98,9
TEKSTİLBANK	-116,84	-113,43	-109,46	-92,43	-103,73	-94,13
GARANTİ B.	-6,69	-32,12	-16,94	-24,39	-32,18	-26,84
DEMİRBANK	-44,94	-57,8	-81,6	-61,29	-40,69	-56,21
AKBANK	-115,17	-101,41	-107,93	-99,87	-111,15	-134,85
YAŞARBANK	55,19	39,15	91,13	52,55	95,75	93,49
T.KALKINMA B.	7,99	19,02	27,94	35,78	38,28	10,32
ESBANK	-118,2	-137,88	-131,88	-167,36	-152,71	-201,41
ALTERNATİF B.	-75,66	-25,12	-21,47	-20,81	-60,99	45,25
<i>Toplam</i>	-457,02	-442,4	-376,66	-453,15	-434,85	-425,77
BANKALAR	25. Ay	26. Ay	27. Ay	28. Ay	29. Ay	30. Ay
FİNANSBANK	49,04	46,07	44,13	43,86	7,72	-14,08
DIŞBANK	-79,5	-40,67	-47,9	-50,25	-44,75	-23,33
TEKSTİLBANK	-84,97	-125,81	-130,3	-116,69	-88,76	-125,6
GARANTİ B.	-52,21	-31,06	-24,21	9,36	30,66	41,05
DEMİRBANK	-53,01	-50,51	-46,11	-33,86	-35,91	-49,71
AKBANK	-149,83	-151,77	-117,14	-114,1	-101,02	-93,92
YAŞARBANK	97,89	115,04	128,38	77,48	50,12	73,72
T.KALKINMA B.	12,99	-5,36	-14,09	8,28	-14,95	-2,93
ESBANK	-139,91	-141,54	-142,72	-58,1	-112,48	-44,59
ALTERNATİF B.	201,07	193,18	127,46	129,36	121,49	154,65
<i>Toplam</i>	-198,44	-192,43	-222,5	-104,66	-187,88	-84,74
BANKALAR	31. Ay	32. Ay	33. Ay	34. Ay	35. Ay	36. Ay
FİNANSBANK	18,42	48,46	46,66	35,94	42,34	29,58
DIŞBANK	-26,03	17,79	47,45	10,81	29,38	28,32
TEKSTİLBANK	-153,41	-144,92	-144,42	-168,16	-148,79	-110,13
GARANTİ B.	30,25	62,86	83,32	104,67	138,54	131,24
DEMİRBANK	-46,17	-60,75	-54,37	102,53	93,51	77,09
AKBANK	-65,32	-79,73	-83,02	-39,07	-61,18	-42,05
YAŞARBANK	59,65	6,55	1,52	32,82	26,82	-8,48
T.KALKINMA B.	17,93	7,73	9,39	170,57	192,85	156,84
ESBANK	-44,73	-38,25	-71,54	-107,07	-121,98	-173,96
ALTERNATİF B.	139,85	118,14	105,86	85,22	106,77	94,07
<i>Toplam</i>	-69,56	-62,12	-59,15	228,26	298,26	182,52

Bankacılık sektörü hisse senetlerinden oluşturulan portföyle ilgili veriler aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 21 : Bankacılık Sektöründen Oluşturulan Portföyle ilgili Veriler

Bankalar (N=10)

AYLAR	T Değeri *	Aritmetik Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata	Kareli Ortalama
1	-1,019	-5,710	17,719	5,603	18,056
2	-0,754	-5,472	22,963	7,261	17,303
3	-0,337	-3,432	32,2462	10,197	10,852
4	-0,516	-4,699	28,7714	9,098	14,859
5	-1,499	-13,961	29,4547	9,314	44,148
6	-2,191	-20,717	29,9005	9,455	65,512
7	-2,891	-25,889	28,3138	8,954	81,868
8	-2,687	-23,550	27,7163	8,764	74,471
9	-2,498	-30,675	38,8264	12,278	97,002
10	-1,977	-28,238	45,0107	14,233	88,980
11	-1,920	-23,218	38,2335	12,090	73,421
12	-2,374	-27,030	36,0068	11,386	85,476
13	-1,242	-18,206	46,3614	14,660	57,572
14	-1,468	-21,561	46,4342	14,683	68,181
15	-1,528	-21,728	44,9578	14,216	68,709
16	-2,137	-26,911	39,8301	12,595	85,100
17	-2,794	-39,315	44,4919	14,069	124,324
18	-1,909	-33,716	55,8544	17,662	106,619
19	-2,326	-45,702	62,1382	19,649	144,522
20	-2,277	-44,240	61,4343	19,427	139,899
21	-1,610	-37,666	74,0043	23,402	119,110
22	-2,004	-45,315	71,4965	22,609	143,298
23	-1,732	-43,485	79,3847	25,102	137,511
24	-1,471	-42,577	91,5579	28,953	134,640
25	-0,568	-19,844	110,4271	34,920	62,752
26	-0,543	-19,243	112,0847	35,444	60,851
27	-0,720	-22,250	97,7516	30,911	70,360
28	-0,414	-10,466	79,8639	25,255	33,096
29	-0,805	-18,788	73,7807	23,331	59,412
30	-0,328	-8,474	81,7347	25,846	26,797
31	-0,277	-6,956	79,4561	25,126	21,996
32	-0,256	-6,212	76,5959	24,221	19,644
33	-0,233	-5,915	80,3751	25,416	18,704
34	0,698	22,826	103,4776	32,722	72,182
35	0,846	29,826	111,4392	35,240	94,318
36	0,550	18,252	104,9821	33,198	57,717

* İstatistiki olarak % 5 seviyesinde anlamlıdır.

İlk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinde düşük fiyatlama olgusunun varlığını sınamak için aşağıdaki tablo düzenlenmiştir.

Tablo 22: Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinde Düşük Fiyatlama Olgusu

BANKALAR (N= 10)	İlk Gün Anormal Getiriler (%)	30 Günlük Getirilerin Standart Sapması	Min.	Max.
FİNANS	233,33	23,03	175,88	245,85
DIŞBANK	3,08	3,47	-7,22	3,79
TEKSTİL	1,48	3,53	-0,87	13,45
GARANTİ	0	5,43	-3,03	12,04
DEMİR	0	5,82	-6,64	11,77
AKBANK	8,33	7,17	-12,59	11,33
YAŞARBANK	0	25,83	-59,71	6,27
T.KALKINMA	0	8,16	-18,42	7,11
ESBANK	0	2,47	-27,32	-19,01
ALTERNATİF	-14,28	9,58	-44,3	-14,73
Aritmetik Ort.	23,19			
Std. Sapma	74,04			
Min.	-14,25			
Max.	233,33			

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin; 1 ay, 1,2 ve 3 yıllık, anormal ve piyasaya göre düzeltilmiş kümülatif getirileri şu şekilde bulunmuştur;

Tablo 23: Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Anormal Getirileri

BANKALAR (N= 10)	İlk Ay Anormal Getiriler (%)	1-12 Aylık Anormal Getiriler (%)	1-24 Aylık Anormal Getiriler (%)	1-36 Aylık Anormal Getiriler (%)
FİNANS	238,33	18,10	8,60	-0,80
DIŞBANK	4,48	-5,90	-1,05	25,29
TEKSTİL	2,22	-3,61	-0,17	7,50
GARANTİ	2,22	-1,68	1,25	26,69
DEMİR	21,33	0,35	-1,03	23,72
AKBANK	0,00	-2,32	-4,90	4,21
YAŞARBANK	8,33	2,80	6,66	2,37
T.KALKINMA	-13,33	-3,44	8,24	26,06
ESBANK	-21,25	-1,72	-2,79	10,62
ALTERNATİF	-21,43	0,67	1,59	19,10
BANKALAR(N=10)	220,90	3,25	16,4	144,76
Aritmetik Ort.	22,09	0,32	1,6	14,48
Std. Sapma	77,14	6,71	4,68	10,83
Min.	-21,43	-5,90	-4,90	-0,80
Max.	238,33	18,10	8,60	26,69

Tablo 24: Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Kümülatif Getirileri

BANKALAR (N= 10)	İlk Ay Kümülatif Getiriler (%)	1-12 Aylık Kümülatif Getiriler (%)	1-24 Aylık Kümülatif Getiriler (%)	1-36 Aylık Kümülatif Getiriler (%)
FINANS	188,98	-22,73	37,51	29,58
DIŞBANK	-5,05	-47,08	-98,9	28,32
TEKSTİL	4,83	-71,01	-94,93	-110,13
GARANTİ	-2,63	-33,46	-26,84	131,24
DEMİR	9,08	-0,54	-56,21	77,09
AKBANK	-2,35	-32,76	-134,85	-42,05
YAŞARBANK	-38,51	57,66	93,49	-8,48
T.KALKINMA	6,87	-27,89	10,32	156,84
ESBANK	-20,37	-63,94	-201,41	-173,96
ALTERNATİF	-43,71	-28,55	45,25	94,07
BANKALAR(N=10)	97,14	-270,3	-426,57	182,52
Aritmetik Ort.	9,71	-27,03	-42,65	18,25
Std. Sapma	65,63	36,01	91,61	104,98
Min.	-43,71	-71,01	-201,41	-173,96
Max.	188,98	57,66	93,49	156,84

2.1.3.1. Bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansları

Bu çalışmada öncelikle “düşük fiyatlama olgusu” test edilmiştir. Bankacılık sektörü hisse senetleri bir bütün olarak incelendiğinde literatürde düşük fiyatlama olarak tanımlanan olguya rastlanmamıştır. Tablo 22 incelendiğinde; dört bankanın ilk gün getirilerinin sıfırın üzerinde olduğu görülmektedir. Akbank (%8,33) ve özellikle de Finansbank (%233,33) için düşük fiyatlama olgusu, literatürü doğrular niteliktedir. Alternatifbank (%-14,28) ise yüksek fiyatlandırılmıştır.

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladığı ilk günü takip eden 36 aylık anormal getirisi Tablo 18’de raporlanmıştır. Buna göre bankacılık sektörü hisse senetlerinden oluşturulan portföyün ilk ay anormal getirisi, piyasanın % 220,9 üzerinde gerçekleşmiştir. Bu sonuç; bankacılık sektörü hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunu belirtir gibi görünmesine rağmen, bu oranın ortaya çıkmasına özetle “Finansbank” hisse senedinin oransal büyüklüğü neden olmuştur. İlk ay anormal getirilerini takip eden bir ve iki yıllık getiriler karmaşık sonuçlar

vermiştir. Yirmidördüncü aydan sonraki getiriler ise Finansbank (%-0.80) hariç, sürekli olarak piyasa performansının üzerinde gerçekleşmiştir. Elde edilen bu sonuçlar istatistiki olarak % 5 seviyesinde anlamlıdır.

Yatırımcıların, “satın al ve tut” stratejisini kullanarak aylar itibariyle nasıl getiri elde ettiğini ortaya koymak amacıyla, bankacılık sektörü hisse senetlerinin, ilk işlem gününü takip eden 36 aylık dönemde kümülatif getirileri hesaplanmıştır. Bu getirilerle ilgili veriler Tablo 19 ve Tablo 24’te raporlanmıştır. Buna göre; ilk ay sonunda, altı bankanın performansı piyasa performans düzeyinin altında, diğer dört bankanın ise piyasa performans düzeyi üzerinde performans gösterdiği tespit edilmiştir. En yüksek getiriyi %188,98 ile Finansbank elde etmiştir. En düşük getiri % -43,71 ile Alternatifbank’ın getirisidir. Bankacılık sektörü hisse senetlerinden oluşturulan portföyün, piyasaya göre düzeltilmiş ilk ay kümülatif getirisi % 97,14 düzeyinde gerçekleşmiştir.

İlk işlem gününü takip eden ilk yılın sonunda (12 ay); Yaşarbank (% 57,66) dışındaki tüm bankacılık sektörü hisse senetlerinin getirisinin negatif olduğu gözlenmiştir. Bankacılık sektörü hisse senetlerinden oluşturulan portföyün getirisi %-270,3’tür. İlk yılın sonunda bankacılık sektörü hisse senetleri düşük performans göstermişlerdir.

Aynı şekilde; bankacılık sektörü hisse senetlerinin performansı, iki yıl (24 ay) için incelenmiştir. Buna göre; altı bankanın performansının piyasa performans düzeyinin altında olduğu, kalan diğer dört bankanın ise piyasa performans düzeyi üzerinde performans gösterdiği tespit edilmiştir. En yüksek getiriyi Yaşarbank’ın (%93,49) sağladığı ortaya konulmuştur. En düşük getiri oranına ise Esbank (%-201,41) sahiptir. Bankacılık sektörü hisse senetlerinden oluşturulan portföyün ikinci yıl sonundaki (24 ay) getirisi, %-426,57 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bankacılık sektörü hisse senetleri iki yıllık (24 ay) elde tutma dönemi sonunda, ilk yıl (12 ay) sonunda olduğu gibi düşük performans göstermiştir.

İlk işlem gününü takip eden üç yıllık (36 ay) dönem sona erdiğinde, dört banka dışında, bankacılık sektörü hisse senetlerinin yüksek performans gösterdiği ortaya konulmuştur. En yüksek getiriyi T. Kalkınma Bankası (%156,84) elde etmiştir. En düşük getiri ise %-173,96 seviyesinde olan Esbank'ın getirisidir. Yatırımcıların, bankacılık sektörü hisse senetlerinden oluşturulan portföydeki hisse senetlerini, ilk işlem gününde satın alıp, üç yıllık elde tutma periyodu sona erene kadar ellerinde bulundurmaları durumunda, elde edecekleri getiri %182,52 olarak tespit edilmiştir. Bankacılık sektörü hisse senetlerinin üç yıllık (36 ay) inceleme dönemi sonunda, piyasa performans düzeyinin üzerinde getiri elde ettikleri ortaya konulmuştur. Elde edilen bulgular istatistiki olarak %5 seviyesinde anlamlıdır.

2.1.3.2. Bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarını etkileyen faktörleri inceleyen regresyon analizi sonuçları

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarının belirleyicilerini ortaya koymak için hisse senetlerinin uzun dönem getirileri, 1 ay, 1-12 ay, 1-24 ay, 1-36 ay, olmak üzere dört ayrı zaman periyoduna ayrılarak modelde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Çoklu regresyon tekniği uygulanarak, bu periyodlardaki getirileri etkileyen faktörler olarak belirlenen bağımsız değişkenlerin tek tek bu getirileri açıklama gücüne bakılmıştır. Buna göre, bağımlı değişkenleri etkileyen bağımsız değişkenlerin R kare değerleri Tablo 25'te raporlanmıştır.

Tablo 25: Serbest Değişkenlerin R kare Değerleri

Değişkenler	R Kare Değeri			
	İlk ay	1- 12 ay	1-24 ay	1-36 ay
Yöntem	0,02	0,07	4,1	21,5
Aracı	0	0	0	0
Yıl	20,4	15,2	5,7	6,9
Aktif	17,6	3,9	0,09	1,3
STD	17,8	57,9	59,1	1,9
İlk Gün	93,4	0,05	10,1	0,3
Oran	0,06	0,06	8,8	29,9
Değişkenler (N =7)	99,9	99	89,5	84,2

Yapılan regresyon analizi sonucu elde edilen bulgulara göre, ilk ay bağımlı değişkenini etkileyen bağımsız değişkenlerin R kare değeri % 99.9 seviyesinde anlamlı olarak bulunmuştur. Sırasıyla 1-12 ay (biryıl), 1-24 ay (ikiyıl), 1-36 ay (üçyıl) için serbest değişkenlerin R kare değerleri sırasıyla; % 99.0, % 89.5, % 84.2 seviyesinde anlamlıdır. Bu da seçilen bağımsız değişkenlerin açıklama gücünün oldukça yüksek olduğunu göstermektedir.

İlk ay kümülatif getirilerin bağımlı değişken olarak alınıp, bağımsız değişkenlerin tek tek bu getiriye açıklama gücüne bakıldığında; İLKGÜN değişkeninin, ilk ay getirilerini açıklamada oldukça etkili olduğu gözlenmiştir. Bu değişkenin R kare değeri; % 93.4, dır. Bu sonuç; uzun dönem getirilerde de açıklandığı gibi Finansbank hisse senedinin ilk günde elde ettiği yüksek getiri nedeniyle oluşmuştur. Uygulanan regresyon analizi de bu kanıyı destekler niteliktedir. YIL, AKTİF ve STD değişkenlerinin de bazı günlerde ilk ay getirilerini açıklamada anlamlı olduğu tespit edilmiştir. STD değişkenin % 17,8 düzeyindeki anlamlılığı, belirsizliği fazla olan bankaların ilk ayda diğerlerine göre daha fazla performans sergiledikleri izlenimi vermektedir. YIL değişkeninin % 20,4 seviyesinde anlamlılığı, yatırımcıların ilk ayda güven unsurunu dikkate almalarının bir sonucudur. İlk ay getirilerini açıklamada kullanılan bağımsız değişkenlerden ARACI değişkeninin ilk ay getirilerini açıklama gücü istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. Bu da aracı kurumların kendi portföylerindeki hisse senetlerini halka arz ederken hisseleri kasten düşük fiyatlamış olmaları teorisinin, bankacılık sektörü hisse senetleri için geçerli olmadığına kanıt sağlamaktadır. İlk ay getirileri istatistiki olarak % 5 seviyesinde anlamlıdır.

İlk yıl kümülatif anormal getiriler için; STD ve YIL değişkenlerinin açıklama gücü anlamlı bulunmuştur. R kare değerleri STD % 57.9 ve YIL % 15.2' dir. İki değişkenin ilk yıl getirileri birlikte açıklama gücüne bakıldığında; R kare değerinin %71.2 seviyesinde anlamlı olduğu görülür. STD değişkenin ilk yıl getirilerinde anlamlılık seviyesinin yüksek çıkması belirsizliği fazla olan bankaların hisse senetlerinin diğerlerine göre daha fazla getiri elde ettiğini gösterir. YIL değişkeninin ilk yıl getirilerini açıklama gücü, STD hariç diğer değişkenlere nazaran oldukça

anlamalı olmasına rağmen faaliyet süresi fazla olan bankaların ilk yıl getirileri incelendiğinde; faaliyet süresi en fazla banka olan Yaşarbank' ın (66), ilk yıl getirisi piyasa performansının üzerinde iken (%57.66), Esbank' ın(64) ve de Garanti Bankasının (44), ilk yıl getirisi (%-63.94 ve % -33.46) piyasa performansının altında olduğu görülür. Fakat diğer tüm bankaların ilk yıl getirilerinin piyasa performansının altında olmasına rağmen sadece Yaşarbank' ın piyasa performansının üzerinde gözükmesi güven unsurunu desteklerken diğer taraftan, kalan bankalar için tek tek koşulların incelenmesi durumunda daha sağlıklı yorum yapılabilir. ARACI değişkeni bir yıllık kümülatif getirileri açıklamada istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. AKTİF değişkeni ise bazı aylarda etkili bir faktör olarak göze çarpmaktadır. İlk yıl getirileri istatistiki olarak % 5 seviyesinde anlamlıdır.

İki yıllık kümülatif getiriler için; STD değişkeni oldukça anlamlı bulunmuştur. Bu değişkenin R kare değeri; % 59.1' dir. Bu bulgu, belirsizliği fazla olan bankaların hisse senedi getirilerinin ikinci yıl sonunda da diğer bankalara göre daha yüksek seviyede olduğunu gösterir. Bir ve iki yıllık getiriler incelendiğinde de, sadece Yaşarbank hisse senedi bu argümanı doğrulamaktadır. Kalan bankalar hakkında sağlıklı yorum yapabilmek için çeşitli koşulların incelenmesi gerekir. ARACI değişkeninin ikinci yıl sonunda da, iki yıllık kümülatif getirileri açıklama gücü, istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. İLKĞÜN, ORAN ve YIL değişkenlerinin de bazı aylarda, iki yıllık kümülatif getirileri açıklamada anlamlı olduğu tespit edilmiştir. İki yıllık kümülatif getiriler istatistiki olarak % 5 seviyesinde anlamlıdır.

Üç yıllık kümülatif getiriler için ; ORAN ve YÖNTEM değişkenleri, uzun dönem performansı belirlemede etkili değişkenler olarak gözükmektedir. Bu değişkenler için R kare değerleri sırasıyla; % 29.9, % 21.5' dir. İki değişken için R kare değeri % 55.5' dir. YIL değişkeni bazı dönemlerde etkili olarak bulunurken, ARACI değişkeni istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. ORAN değişkeni üç yıllık birikimli getiriler için incelendiğinde şu sonuçlara ulaşılmıştır: Halka açıklık oranı en yüksek (%68.84) banka olan T. Kalkınma Bankasının en yüksek getiriye (156.84) sahip olduğu ve de en düşük halka açıklık oranına (% 9) sahip banka olan Esbank' ın en düşük getiriye elde ettiği gözlenmiştir. Halka açıklık oranı % 20 olan Alternatifbank

ise piyasa performansı üzerinde (%94.07) bir getiri elde etmiştir. YÖNTEM değişkeni incelendiğinde, diğer bankalardan farklı olarak sermaye arttırımı yoluyla halka arz edilen T. Kalkınma bankasının en yüksek getiriye elde ettiği göze çarpmaktadır. Bu sonuçlar regresyon analizi bulgularını desteklemektedir. Üç yıllık kümülatif getiriler istatistiki olarak %5 seviyesinde anlamlıdır.

Uygulama sonuçları incelendiğinde; bankacılık sektörü hisse senetlerinin fiyat performansları ve bu performansa etki eden faktörlerin ele alınan döneme göre değişik sonuçlar verdiği görülmektedir. Araştırmanın amacı açısından, belirlenen dönem itibarıyla ortaya çıkan sonuç incelendiğinde, bankacılık sektörü hisse senetlerinin kısa dönemde spekülâtif hareketlere açık bir yapı sergilediği, bir ve iki yıllık dönemlerde negatif bir getiri elde ettiği, üç yıllık dönemde ise piyasa performans düzeyinin üzerinde bir performans gösterdiği ortaya konulmuştur.

Araştırma periyodunun değiştirilmesi, farklı değişkenlerin belirlenmesi, Türk sermaye piyasalarının volatilitesi, sığılığı, işlem hacmi gibi etmenler göz önüne alındığında, yapılan çıkarımlarda ulaşılan sonuçların farklı çıkabileceğini söylemek yanlış olmaz.

SONUÇ

Son zamanlarda yaşanan ekonomik krizlerin en çok tahrip ettiği sektör bankacılık sektörü olmuştur. Birçok bankanın özkaynakları erimiş ve finansal yapıları zayıflamış, varlıkları yükümlölüklerini karşılayamayacak duruma gelmiştir. Bazı bankalar tüm bankacılık sistemi için tehlike yarattığından Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmişlerdir. Sistemde kalmalarına izin verilen bankaların en önemli sorunu, zayıf finansal bünyelerinin güçlendirilmesi, dolayısıyla özkaynaklarının artırılması olarak hala güncelliğini korumaktadır.

Özkaynak yetersizliğine çözüm olarak önerilen klasikleşmiş tedbirlerin yeterli çözümü sağlamadığı, gerek mikro gerekse makro boyutta mevcut durumu değıştirmedeği açıktır.

Özkaynak yetersizliğine çözüm olarak sunulan önerilerden birisi de bankaların hisse senetlerini halka arz etmeleridir. Bankalar hisse senetlerini halka arz ederek hem alternatif finansman kaynaklarına göre daha ucuz fon temini, hem de sermaye yapılarını güçlendirme imkanı sağlamış olurlar. Bu açıdan halka arz bankalar için hayati öneme sahiptir. Bankaların fon talep eden kesim olarak menkul kıymet ihracı yoluyla sermaye piyasasından fon toplamada diğeri işletmelere göre önemli bir üstünlüğe sahip oldukları bilinmektedir.

Bankacılık sektörünün halka açılma ile fon temini seçeneğini kullanmasının yaygınlaşması, geçmişte ihraç edilmiş bankacılık sektörü hisse senetlerinin performansı ile yakından ilgilidir. Bu amaçla, Türkiye'de ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin fiyat performansları araştırılmıştır. Araştırmanın sonucuna göre, sektöre ait hisse senetlerinin kısa dönemde spekülâtif hareketlere açık bir yapı sergilediğı, bir ve iki yıllık dönemlerde negatif bir getiri elde ettiğı, üç yıllık dönemde ise piyasa performans düzeyinin üzerinde bir performans gösterdiği ortaya konulmuştur.

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin kısa dönemde spekülatif hareketlere açık bir yapı sergilemesi, sektörün halka arza bakış açısını olumsuz etkilemektedir. Ülkemiz sermaye piyasaları da bu yapının oluşumuna dayanak sağlamaktadır. Böyle bir durumda bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönemde göstereceği performans hem bankacılık sektörü hem de yatırımcılar açısından belirleyici bir kıstas olarak alınabilir. Türk bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönemde (36 ay) olumlu bir performans göstermesi, yatırımcı davranışları üzerinde de olumlu bir etki yaratabileceğinden, sektörün daha sonra gerçekleştireceği halka arzların önünü açabilir. Bu da halka arz yoluyla fon temini seçeneğinin bankalar tarafından daha fazla kullanılmasını sağlayabilir.

Günümüz gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerinde finansal piyasaların ekonomiye birinci dereceden yön verme özelliği ortadadır. Finansal piyasalarda fon arz ve talep yapısının biçimlenişinde bankacılık sektörünün yeri oldukça önemlidir. Bu yapı içerisinde, bankaların aracı kuruluş ve kurumsal yatırımcı olarak faaliyet göstermelerinin yanında, fon talep eden kesim olarak hisse senetlerini halka arz etmelerinin sermaye piyasalarının gelişimine sağlayacağı katkı tartışılmazdır.

EK 1. REGRESYON SONUÇLARI

İLK AY

Variables Entered/Removed (b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	YIL, AKTIF, STD, ORAN, YÖNTEM ILKGÜN, (a)		Enter

- A All requested variables entered.
B Dependent Variable: ILKAY

Model Summary (b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the
				Estimate
1	0,999 (a)	0,999	0,994	4,9436
Model Summary				
R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,999	226,337	7	2	0,004

- A Predictors: (Constant), YIL, AKTIF, ORAN, ILKGÜN, STD, YÖNTEM
B Dependent Variable: ILKAY

ANOVA (b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig. (a)
1	Regression	38720,379	7	5531,483	226,337	0,004
	Residual	48,878	2	24,439		
	Total	38769,258	9			

- A Predictors:(Constant), YIL, AKTIF, ORAN, ILKGÜN, STD, YÖNTEM
b Dependent Variable: ILKAY

Coefficients (a)

Model	Unstandardized		Standardized		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t	
1 (Constant)	41,839	29,991		1,395	0,298
ILKGÜN	0,157	0,346	0,180	0,455	0,694
STD	-4,727	1,121	-0,592	-4,215	0,052
YÖNTEM	-336,664	157,148	-1,622	-2,142	0,165
ORAN	6,415	2,816	1,685	2,278	0,150
AKTIF	-12,087	3,209	-0,226	-3,767	0,064
YIL	0,529	0,241	0,190	2,190	0,160

a Dependent Variable: ILKAY

Residuals Statistics (a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-43,5151	188,9842	9,7140	65,5916	10
Residual	-5,6150	3,1857	-1,69E-14	2,3304	10
Std. Predicted Value	-0,812	2,733	0,000	1,000	10
Std. Residual	-1,136	0,644	0,000	0,471	10

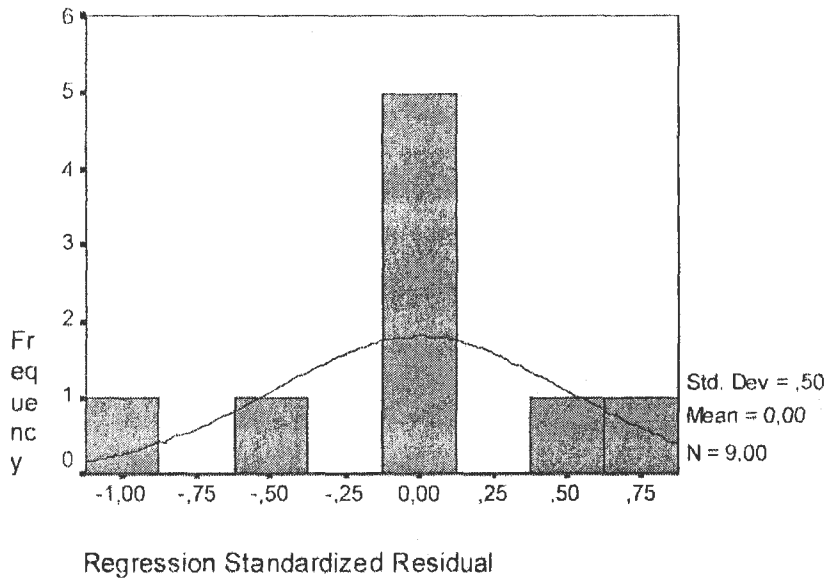
a Dependent Variable: ILKAY

Warnings:

For models with dependent variable ILKAY, the following variables are constants or have missing correlations: ARACI. They will be deleted from the analysis...

Histogram

Dependent Variable: ILKAY



BİR YIL

Variables Entered/Removed (b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	YIL, AKTIF, ORAN, YÖNTEM ILKGÜN, STD (a)		Enter

a All requested variables entered.
b Dependent Variable: BIRYIL

Model Summary (b)

	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
Model 1	0,995 (a)	0,990	0,955	7,6215

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,990	28,411	7	2	0,034

a Predictors: (Constant), YIL, AKTIF, YÖNTEM
ORAN, ILKGÜN, STD
b Dependent Variable: BIRYIL

ANOVA (b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11552,251	7	1650,322	28,411	0,034 (a)
	Residual	116,174	2	58,087		
	Total	11668,425	9			

a Predictors: (Constant), YIL, AKTIF, YÖNTEM
ORAN, ILKGÜN, STD
B Dependent Variable: BIRYIL

Coefficients (a)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-198,854	46,237		-4,301	0,050
ILKGÜN	-1,969	0,533	-4,099	-3,694	0,066
STD.CUM	-3,444	1,729	-0,786	-1,992	0,185
YÖNTEM	-1274,396	242,274	-11,192	-5,260	0,034
ORAN	23,078	4,341	11,047	5,316	0,034
AKTIF	-21,967	4,947	-0,749	-4,441	0,047
YIL	2,096	0,372	1,370	5,629	0,030

a Dependent Variable: BIRYIL

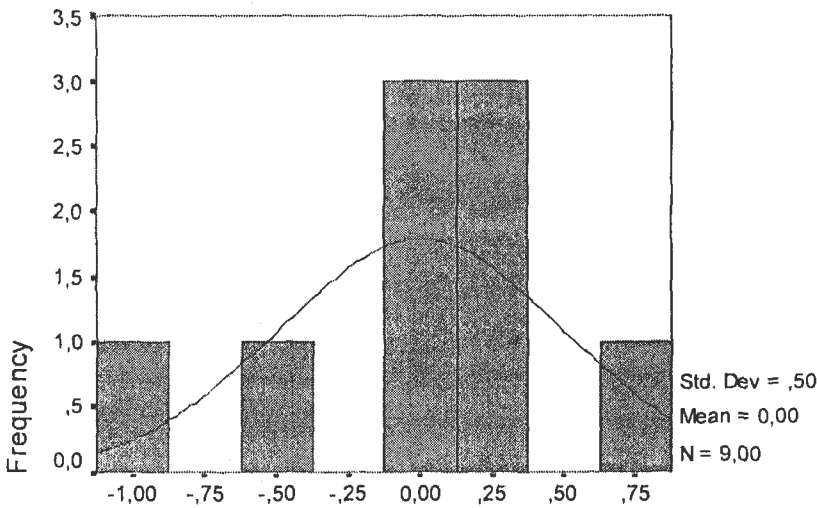
Residuals Statistics (a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-67,4514	57,1616	-27,0300	35,8271	10
Residual	-7,5995	6,4074	-5,20E-14	3,5928	10
Std. Predicted Value	-1,128	2,350	0,000	1,000	10
Std. Residual	-0,997	0,841	0,000	0,471	10

a Dependent Variable: BIRYIL

Histogram

Dependent Variable: BIRYIL



Regression Standardized Residual

İKİ YIL

Variables Entered/Removed (b)		
Model	Variables Entered	Variables Removed
1	YIL, AKTIF, ORAN, YÖNTEM ILKGÜN, STD (a)	
		Method Enter

a All requested variables entered.
b Dependent Variable: İKIYIL

Model Summary (b)				
	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
Model 1	0,946 (a)	0,895	0,528	62,9629
Change Statistics				
R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,895	2,436	7	2	0,322

a Predictors: (Constant), YIL, STD.CUM, YÖNTEM, AKTIF, STD, ILKGÜN, ORAN
b Dependent Variable: İKIYIL

ANOVA (b)						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	67599,974	7	9657,139	2,436	0,322 (a)
	Residual	7928,649	2	3964,325		
	Total	75528,624	9			

a Predictors: (Constant), YIL, STD.CUM, YÖNTEM, AKTIF, STD, ILKGÜN, ORAN
b Dependent Variable: İKIYIL

Coefficients (a)

Model		Unstandardized		Standardized	t	Sig.
		Coefficients		Coefficients		
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-426,297	381,973		-1,116	0,381
	ILKGÜN	-0,322	4,403	-0,263	-0,073	0,948
	STD	6,707	14,282	0,602	0,470	0,685
	YÖNTEM	-1121,915	2001,482	-3,873	-0,561	0,632
	ORAN	22,036	35,861	4,146	0,614	0,601
	AKTIF	-3,474	40,867	-0,047	-0,085	0,940
	YIL	0,568	3,076	0,146	0,185	0,871

a Dependent Variable: İKIYIL

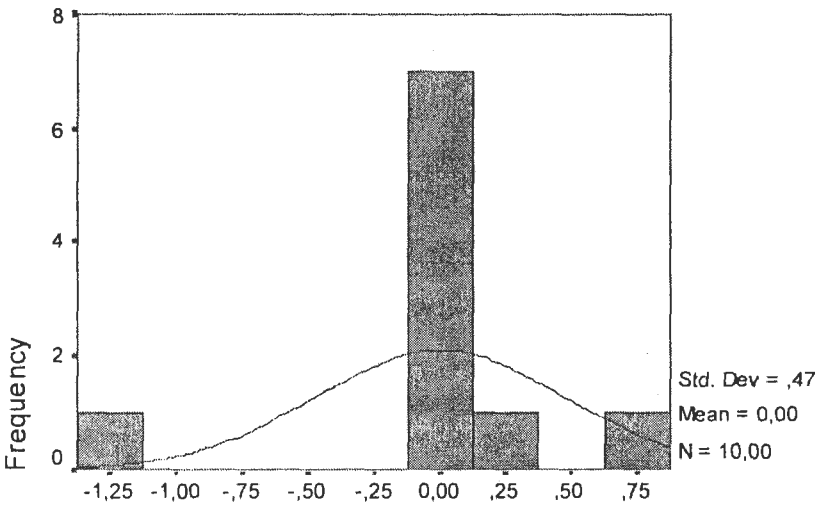
Residuals Statistics (a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-207,0821	91,2551	-42,6570	86,6667	10
Residual	-72,8758	48,3188	-3,96E-14	29,6810	10
Std. Predicted Value	-1,897	1,545	0,000	1,000	10
Std. Residual	-1,157	0,767	0,000	0,471	10

a Dependent Variable: IKIYIL

Histogram

Dependent Variable: IKIYIL



Warnings:

For models with dependent variable ILKYIL, the following variables are constants or have missing correlations: ARACI. They will be deleted from the analysis...

ÜÇ YIL

Variables Entered/Removed (b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	YIL, AKTIF, STD, ORAN, YÖNTEM ILKGÜN(a)		Enter

A All requested variables entered.
B Dependent Variable: ÜÇYIL

Model Summary (b)

	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
Model 1	0,918 (a)	0,842	0,291	88,4059

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,842	1,527	7	2	0,451

a Predictors: (Constant), YIL, YÖNTEM, AKTIF, STD, ILKGÜN, ORAN
b Dependent Variable: ÜÇYIL

ANOVA (b)

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	83559,994	7	11937,142	1,527	0,451 (a)
Residual	15631,217	2	7815,609		
Total	99191,211	9			

a Predictors: (Constant), YIL, YÖNTEM, AKTIF, STD, ILKGÜN, ORAN
b Dependent Variable: ÜÇYIL

Coefficients (a)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-1094,914	536,327		-2,042	0,178
ILKGÜN	8,614 E-03	6,183	0,006	0,001	0,999
STD	-16,793	20,053	-1,315	-0,837	0,490
YÖNTEM	-3948,367	2810,273	-11,893	-1,405	0,295
ORAN	76,870	50,352	12,621	1,527	0,266
AKTIF	-16,728	57,381	-0,196	-0,292	0,798
YIL	6,878	4,319	1,542	1,593	0,252

a Dependent Variable: ÜÇYIL

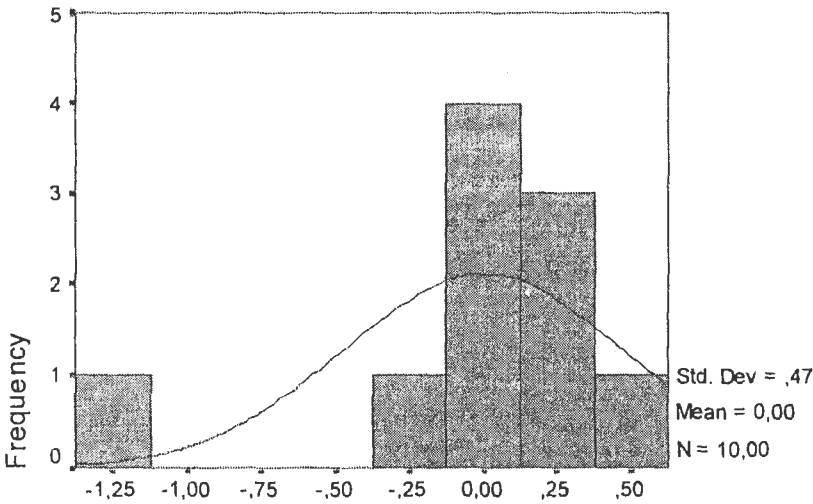
Residuals Statistics (a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-181,4064	156,8400	18,2520	96,3558	10
Residual	-105,2234	51,1432	3,162E-14	41,6750	10
Std. Predicted Value	-2,072	1,438	0,000	1,000	10
Std. Residual	-1,190	0,579	0,000	0,471	10

a Dependent Variable: ÜÇYIL

Histogram

Dependent Variable: ÜÇYIL



Warnings:

For models with dependent variable ILKYIL, the following variables are constants or have missing correlations: ARACI. They will be deleted from the analysis...

İLK AY

İLK GÜN

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ILKGÜN ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: İLKAY

Model
Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,966 a	0,934	0,925	17,9230

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,934	112,689	1	8	5,425E-06

A Predictors: (Constant), ILKGÜN

Coefficients (a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-7,332	5,891		-1,245	0,248
	ILKGÜN	0,846	0,080	0,966	10,616	0,000

A Dependent Variable: İLKAY

STD

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	STD.CUM ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: İLKAY

Model Summary(a)

	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
Model				
1	0,422(a)	0,178	0,075267127	63,1147
Change Statistics				
R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,178	1,733	1	8	0,225

A Predictors: (Constant), STD

Coefficients (a)

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
Model		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-22,112	31,352		-0,705	0,501
	STD	3,368	2,559	0,422	1,316	0,225

a Dependent Variable:ILKAY

YÖNTEM

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	YÖNTEM ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: ILKAY

Model Summary(a)

	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
Model				
1	0,015(a)	0,0002	-0,125	69,6063
Change Statistics				
R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,0002	0,002	1	8	0,967

a Predictors: (Constant), YÖNTEM

Coefficients (a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
1	(Constant)	10,03	23,202		0,432	0,677
	YONTEM	-3,16	73,371	-0,015	-0,043	0,967

a Dependent Variable:ILKAY

ORAN

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ORAN ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: ILKAY

Model Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,024(a)	0,0006	-0,124	69,5945

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,0006	0,0046	1	8	0,948

a Predictors: (Constant), ORAN

Coefficients (a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
1	(Constant)	11,564	35,138		0,329	0,751
	ORAN	-0,091	1,346	-0,0239	-0,068	0,948

a Dependent Variable:
ILKAY

AKTİF

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	AKTİF ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: ILKAY

Model Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,420(a)	0,176	0,073	63,1757
Change Statistics				
R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,176	1,714	1	8	0,227

a Predictors: (Constant), AKTIF

Coefficients (a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
1	(Constant)	291,559	216,220		1,348	0,214
	AKTIF	-22,454	17,152	-0,420	-1,309	0,227

a Dependent Variable:
ILKAY

YIL**Variables Entered/Removed^b**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	YIL ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: ILKAY

Model Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,452(a)	0,204	0,105	62,1026
Change Statistics				
R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,204	2,052	1	8	0,190

Coefficients (a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
1	(Constant)	49,409	33,962		1,455	0,184
	YIL	-1,260	0,880	-0,452	-1,433	0,190

a Dependent Variable:
ILKAY

BİR YIL

İLKĞÜN

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	İLKĞÜN ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: BİR YIL

Model
Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,0727(a)	0,005	-0,119	38,0898

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,005	0,043	1	8	0,842

A Predictors: (Constant), İLKĞÜN

STD

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	STD.CUM ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: BİR YIL

Model Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,760(a)	0,579	0,526	24,7915

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,579	10,985	1	8	0,0106

a Predictors: (Constant), STD

YÖNTEM

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	YÖNTEM ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
- b. Dependent Variable: BIRYIL

Model Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,008(a)	7,04E-05	-0,125	38,1897

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
7,04E-05	0,0006	1	8	0,982

- a Predictors: (Constant), YÖNTEM

ORAN

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ORAN ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
- b. Dependent Variable: BIRYIL

Model Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,0246(a)	0,0006	-0,124	38,1794

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,0006	0,005	1	8	0,946

- a Predictors: (Constant), ORAN

AKTIF

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	AKTIF ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
- b. Dependent Variable: BIRYIL

Model Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,197(a)	0,039	-0,081	37,440

Change Statistics				
R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,039	0,324	1	8	0,585

a Predictors: (Constant), AKTIF

YIL

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	YIL ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
- b. Dependent Variable: BIRYIL

Model Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,390(a)	0,152	0,046	35,1704

Change Statistics				
R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,152	1,433	1	8	0,266

a Predictors: (Constant), YIL

İKİ YIL

İLKĞÜN

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	İLKĞÜN ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: İKİYİL

Model
Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,318(a)	0,101	-0,011	92,1162

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,101	0,901	1	8	0,370

a Predictors: (Constant), İLKĞÜN

STD

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	STD.CUM ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: İKİYİL

Model Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,769(a)	0,591	0,540	62,141

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,591	11,560	1	8	0,009

A Predictors: (Constant), STD.

YÖNTEM

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	YÖNTEM ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: İKİYİL

Model Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,203(a)	0,041	-0,079	95,1382

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,041	0,345	1	8	0,573

a Predictors: (Constant), YÖNTEM

ORAN

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ORAN ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: İKİYİL

Model Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,296(a)	0,088	-0,026	92,8059

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,088	0,769	1	8	0,406

a Predictors: (Constant), ORAN

AKTIF

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	AKTIF ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: IKIYIL

Model Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,009(a)	9,32E-05	-0,1249	97,1607

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
9,32E-05	0,0007	1	8	0,979

a Predictors: (Constant), AKTIF

YIL

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	YIL ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: IKIYIL

Model Summary(a)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,239(a)	0,057	-0,061	94,3436

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
0,057	0,486	1	8	0,506

a Predictors: (Constant), YIL

ÜÇ YIL

İLK GÜN

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	İLK GÜN ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: ÜÇ YIL

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,136 ^a	,019	-,104	110,3118	,019	,151	1	8	,707

a. Predictors: (Constant), STD.CUM

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	16,770	36,547		,459	,659
	İLK GÜN	7,359E-02	,495	,053	,149	,885

a. Dependent Variable: ÜÇ YIL

STD

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	STD.CUM ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: ÜÇYIL

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,812	54,797		,033	,974
	STD.CUM	1,740	4,472	,136	,389	,707

- a. Dependent Variable: ÜÇYIL

YÖNTEM

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	YÖNTEM ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: ÜÇYIL

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,464 ^a	,215	,117	98,6474	,215	2,193	1	8	,177

- a. Predictors: (Constant), YÖNTEM

ORAN

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ORAN ^a		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: ÜÇYIL

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,547 ^a	,299	,211	93,2216	,299	3,414	1	8	,102

- a. Predictors: (Constant), ORAN

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-49,543	47,067		-1,053	,323
	ORAN	3,331	1,803	,547	1,848	,102

- a. Dependent Variable: ÜÇYIL

AKTİF

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	AKTİF ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: ÜÇ YIL

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
	,112 ^a	,013	-,111	110,6499	,013	,102	1	8	,758

- a. Predictors: (Constant), AKTİF

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-101,944	378,702		-,269	,795
	AKTİF	9,576	30,042	,112	,319	,758

- a. Dependent Variable: ÜÇ YIL

YIL

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	YIL ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: ÜÇ YIL

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,263 ^a	,069	-,047	107,4451	,069	,592	1	8	,464

a. Predictors: (Constant), YIL

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	55,140	58,759		,938	,375
	YIL	-1,171	1,522	-,263	-,769	,464

a. Dependent Variable: ÜÇYIL

KAYNAKÇA

Kitaplar

Aggarwal, Reena and Rivoli, Pietra. **Financial Management**. 1990.

Aggarwal, Reena and Hernandez, Leonardo. **Financial Management**. 1993.

Akgüç, Öztin. **Finansal Yönetim**. Yedinci basım. İstanbul: Muhasebe Estitüsü Yayınları, Yayın No: 65, 1998.

Aydınlı, İbrahim. **Türk Bankacılık Sistemi Piyasa Yapısı**. Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Yayını, Yayın No: 40, 1996.

Barry, Christopher and Jennings, Robert. **Financial Management**. 1993.

Çankaya, Fikret. **Kamu Bankalarının Özelleştirilmesi**. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 2001.

Çolak, Faruk ve Yiğidim, Aslan. **Türk Bankacılık Sektöründe Kriz**. Ankara: Nobel Yayını, 2001.

Devlet Planlama Teşkilatı. **3. İzmir İktisat Kongresi Raporlar**. Ankara, 1992.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. **Borsa ve Temel Bilgiler Klavuzu**. Onikinci Basım. İstanbul: 1997.

İşletme ve Finans Yayınları. **Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar**. İstanbul: 1996.

Lewis, Mario. **Financial Management**. 1993.

Özer, Bengi. **Price Performance Of Initial Public Offerings In Turkey**. Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Yayını, Yayın No: 128, 1999.

Pekkaya, Semra. **Türk Mali Sistemi İçerisinde Bankacılık Sektörünün Gelişimi ve Finansal Yapısının Analizi**. Ankara: T.C Kalkınma Bankası Araştırma ve Planlama Müdürlüğü Yayını, 1994.

Sermaye Piyasası Kurumu. **Türkiye’de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasasının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi**. Ankara: 1995.

Sevil, Güven. **Borsada Satış Yoluyla Özelleştirme**. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1996.

Tanör, Reha. **Türk Sermaye Piyasası 2. Cilt Halka Arz**. İstanbul: Beta Yayınları, 2000.

Türkiye Bankalar Birliği. **40. Yılında TBB ve Türk Bankacılık Sistemi 1958-1997**. İstanbul : 1998.

Uludağ, Dilek Türker. **Aracı Aracı Kurumların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem: Sermaye Yeterliliği**. Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Yayını, Yayın No: 134, 2001.

Dergiler

Akgüç, Öztin. “Bankalar, Mevduat ve Krediler”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 37-85, Eylül 2001.

Baron, D.P. “A Model of The Demand for Investment Banking Advertising and Distribution of Services for New Issues”, **The Journal of Finance**, 955-976, September 1982.

Bilgili, Erhan. “Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk: Halka Açılma ve 1986-2000 Eğilimleri”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, 61-83, Ağustos 2001.

Bower, Nancy L. “Firm Value and the Choice of Offering Method in Initial Public Offerings”, **The Journal Of Finance**, 647-662, July 1989.

Carter, Richard and Manaster, Steven. “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation”, **The Journal Of Finance**, 1045-1067, July 1990.

Dawson, M.S. “Secondary Stocks Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia : 1978-1984”, **The Journal of Business Finance and Accounting**, 65-76, June 1987.

Kartal, Zihni. “Halka Açılmanın Dayanılmaz çekiciliği: Vergi Dışı Avantajlar”, **Vergi Dünyası**, 85-89, Eylül 2000.

Kartal, Zihni. “Halka Açılmanın Dayanılmaz Çekiciliği: Vergisel Avantajlar”, **Vergi Dünyası**, 75-79, Kasım 2000.

Kıymaz, Halil. “İMKB’de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması”, **İMKB Dergisi**, 47-73, Temmuz-Eylül 1997.

Koç, İdil Özlem. “Şirketlerin Halka Açılması”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, 29-45, Ekim 1997.

F. Koh and T. Walter. “A Direct Test of Rock’s Model of Underpricing of Unseasoned Issues”, **The Journal of Financial Economics**, 251-272, August 1989.

Kunz, R.M. and Aggarwal, Reena. "Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland ", **The Journal of Banking and Finance**, 705-723,7 1994.

Leland, H and Pyle, H. "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, **The Journal of Finance**, 371-387, 1977.

Logue, D. "On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969", **The Journal of Financial and Quantative Analysis**, 91-103, January 1973.

Muscarella, C.J. and Vetsuypens, M.R. "A Simple Test of Baron's Model of Underpricing", **The Journal of Financial Ekonomics**, 125-135, 1989.

Ritter, Jay R. "The Cost of Going Public", **The Journal of Financial Ekonomics**, 187-212, 1987.

Ritter, Jay R. "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", **The Journal Of Finance**, 3-27, March 1991.

Rock, K. "Why New Issues Are Underpriced ", **The Journal of Financial Ekonomics**, 187-212, 1986.

Tınıç, S. "Anotomy of Initial Public Offerings of Common Stocks" **The Journal of Finance**, 789-822, 1988.

_____ "Türk Finans Sektörünün Dışa Açılması, Uyumla İlgili Sorunlar ve Öneriler", **TÜSİAD**, Haziran 1989.

_____ Finans Sektörü, **Aktive Bankacılık ve Finans Dergisi**, Kasım 2000.

Raporlar

BDDK, **Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu**, Mayıs 2001.

BDDK, **Pamukbank TSMF'ye Devir Nedenleri Bilgilendirme Raporu**, Haziran 2002.

T.C. Merkez Bankası, **Yıllık Raporu**, 2001.

Diğer

Hazine Müsteşarlığı, **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı**, 2001.

[Http://:www.bddk.org.tr](http://www.bddk.org.tr)

[Http://: www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)

[Http://:www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr).