

Sendikasyon Kredisi Kullanımının BİST'te İşlem Gören Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisinin Olay Yöntemi (Event Study) İle Analizi*

Abdülkadir Sağlam^a & Asuman Erben Yavuz^b

Özet

Bu çalışma, hisse senetleri Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören ve 01.01.2009-31.12.2018 tarihleri arasında sendikasyon kredisi sözleşmesi imzalamış bankaların, bu sözleşmelere dair yapmış oldukları özel durum açıklamalarının hisse senedi getirilerini etkileyip etkilemediğinin belirlenmesi amacıyla yapılmıştır. Çalışmada 13 bankaya ait toplam 160 sendikasyon kredisi bildirimlerinin hisse senedi fiyatları üzerine etkisi olay çalışması yöntemiyle analiz edilmiştir. Sendikasyon kredilerine ait sözleşme duyurusundan önceki ve sonraki 10 günlük dönem, olay penceresi ve olay penceresinden önceki 90 işlem gününü kapsayan dönem tahmin penceresi olarak dikkate alınmıştır. Sendikasyon kredilerine ait sözleşme bildirimlerinin analizi sonucunda, olay öncesi ve sonrasında BİST kapsamındaki banka hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilmesinin mümkün olmadığı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler:
Olay Yöntemi,
Sendikasyon Kredisi, Banka
JEL Sınıflandırması:
C 51; G11; G17; G21

The Effect of Syndicated Loan Announcements on Borrowing Banks Stock Return Method By Event Study

Abstract

This study was carried out in order to determine how the material event disclosures made by banks whose stocks are traded on BIST and signed syndicated loan agreements between 01.01.2009-31.12.2018, affect the stock returns. In the study, the effect of 160 syndicated loan notifications belonging to 13 banks on stock prices was analyzed by case study method. The 10-day period before and after the contract announcement for syndicated loans, the event window and the period covering the 90 trading days before the event window are considered as the forecast window. As a result of the analysis of the contract notifications of syndicated loans, it was concluded that it was not possible to obtain an abnormal return from the bank stocks within the scope of BIST before and after the event.

Keywords:
Event Study,
Syndication Loan, Bank
JEL Classification:
C 51; G11; G17; G21

* Bu çalışma, 2. Uluslararası Bankacılık Kongresinde sunulan bildirinin gözden geçirilmiş halidir.

^a Doktora Öğrencisi, Başkent Üniversitesi Bankacılık ve Finans ABD, kadirsaglam1982@gmail.com, ORCID: 0000-0002-3484-9358

^b Doktora Öğrencisi, Başkent Üniversitesi Bankacılık ve Finans ABD, sumanerbenyavuz@gmail.com, ORCID: 0000-0002-1934-5055

1.Giriş

Bankalar ekonomik yapı içinde önemli bir yere sahiptir. Bankaların fon ihtiyaçlarının karşılanabilmesi için çeşitli araçlar mevcuttur. Bu araçlardan biri de sendikasyon kredileridir. Bu tür krediler değişik devletlerden çok sayıda bankanın başvuruda bulunduğu özel bir kredi anlaşmasıdır. Sendikasyon kredileri vade, faiz oranı ve sendikasyon kredi piyasası hacmi dikkate alındığında bu kredilerin makroekonomik koşullara duyarlılığı gözden kaçmamaktadır.

Gelişmiş ülkelerde daha çok reel ekonomi aktörlerinin borçlanıcı olduğu sendikasyon kredilerine, Türkiye özelinde daha çok bankalar ilgi göstermektedir. Kaynakların çeşitlendirilmesi, kur riskinin yönetilmesi, vade uyumsuzluğunun giderilmesi gibi yararları olan sendikasyon kredileri, Türk Bankacılığının pasif yapısında mevduattan sonra genellikle ikinci konumdadır. Küresel ölçekte vade yapısı orta ve uzun vadeli olmasına karşılık Türkiye’de bankaların kullandığı sendikasyon kredilerinin vadeleri genellikle 1 yıldır. Kamuya bildiri yapılan bu tür kredi sözleşmelerinin, piyasanın ne derecede etkin olduğuna da bağlı olarak, ilgili bankanın hisse senedi getirilerinde etkilere neden olabilmektedir.

Sendikasyon kredilerinin ilanını, sonraki işlemler için bir pazarlama ve prestij vesilesi olarak gören bankalar, piyasadaki tanınırlıklarını arttırmak amacıyla sendikasyon kredilerini bir takım bilgiler ile birlikte ilan etmektedir.

Etkin Piyasa Hipotezi’ne göre piyasada elde edilen bilgiyi kullanarak olağandışı bir getiri elde etmek imkânsız ise, piyasanın etkin olduğu dile getirilmektedir. Piyasaların etkin olmaması durumunda ise işletmelerin kamuya bildirdiği bilgiler anormal kazançın oluşmasını sağlayabilecektir. Bankalar, ekonomideki konumları itibarıyla asimetrik bilgi problemini en aza indirebilen kurumlardır (Sarıgül, 2015: 115).

Bu çalışmanın amacı; Borsa İstanbul’da (BİST) işlem gören bankaların yurtdışından temin ettikleri sendikasyon kredilerinin bu kurumların hisse senedi fiyatları üzerine etkisinin incelenmesidir. 2009-2018 yıllarını kapsayan araştırmada olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Söz konusu dönem aralığında hem 2008 Küresel Krizin etkileri hem de Türkiye’de meydana gelen siyasi ve ekonomik sorunların bankacılık sektörünün sendikasyon kredisi edinme sürecine etkisi değerlendirilmiştir.

1.1.Sendikasyon Kredileri

Etimolojik olarak 1620’lerde “temsilciler meclisi” anlamında kullanılan sendikasyon kelimesi, syndic kökeninde Fransızca Syndicat kelimesinden türetilmiştir. 1865 yılından itibaren de “bir ticari sorumluluğu yüklenen ve yürüten kişiler ve şirketler grubu” anlamında kullanılmaktadır.

Sendikasyon kredileri, iki veya daha fazla kredi veren kuruluşun bir araya gelmesiyle oluşan, ortak dokümantasyon ve ortak bir ajan kullanılarak büyük tutarda fon

ihtiyacında olan bir borçlanıcıya sağlanan kredilerdir. Tanımdan da anlaşılacağı gibi sendikasyon kredisinde birden çok kredi kuruluşu bulunmaktadır. Şayet kredinin yapısında çeşitlilik varsa, örneğin kredi farklı kredi verenlerce fonlanan farklı vadelerden oluşuyorsa, kredinin hüküm ve koşulları her kredi veren için aynı olmayabilir. Yukarıdaki tanımda görülebilecek başka önemli konular ise, kredide konsorsiyumu bir arada tutan ortak dokümantasyon olması ve krediyi yöneten ortak bir ajanın varlığıdır (Sakarya ve Sezgin, 2015: 6-7).

Sendikasyon kredilerinin temel özelliklerini aşağıdaki başlıklar altında toplamak mümkündür:

Tutar: Sendikasyon Kredilerini alternatif uluslararası borçlanma araçlarından ayıran önemli özelliklerden biri sağlanan kredinin büyüklüğüdür. Kredilerde kabul edilen alt tutar 10 milyon Amerikan Dolarıdır. Üst limit ise borç veren kuruluşların kurumsal ilkeleri, taraflar arasındaki ilişki ve borçlanıcının kredibilitesi ile ilişkili olup, işlemden işleme farklılık gösterebilmektedir (Yılmaz, 2003: 146-147).

2004 yılı öncesine ait anlaşma ve yetkilendirme ilanlarında kur olarak Amerikan Doları kullanılmasına karşın, Euro'nun tedavüle girip konvertibilitesinin artmasına paralel olarak 2004 yılından itibaren Euro bazlı kredi ilanlarında artışlar görülmektedir.

Değişken Faiz Oranı: Sendikasyon kredileri uluslararası piyasalardan değişken faiz oranları ile elde edilen kredilerdir. Krediyi kullanan tarafın ödediği faiz iki bileşenden oluşmaktadır: Baz faiz oranı ve ek faiz (spread) oranı (Başar, 1996: 76-80). Baz faiz oranında anlaşmanın içerdiği para birimi belirleyici olmaktadır. Döviz cinsi ABD Doları ise Libor faiz oranı, Euro ise Euribor faiz oranı, Japon Yeni olması durumunda ise Tibor faiz oranı kullanılır (Çalışkan, 2010: 111-112). Değişken faiz oranları kreditorlerin değişen piyasa koşulları içinde oluşabilecek risklere karşı kendilerini teminata alma ihtiyacı ve finansal olarak borçlanıcıya bunu kabul ettirme isteğinden doğmaktadır.

Risk primi baz faiz oranı üzerine ilave edilen tutardır. Borçlanıcının finansal durumu, borçlanıcının ülkesindeki siyasi ve ekonomik durum ile küresel makroekonomik şartlara duyarlı olarak belirlenen faiz oranıdır.

Ortak Faiz Oranı: Sendikasyon kredilerini ikili kredi anlaşmalarından (Bilateral Loans) ayıran husus ortak bir faizin varlığıdır. Borçlanıcı aynı kredi dilimine katkıda bulunan kreditorlere aynı miktar sınıfında sendikasyona katılmaları durumunda ortak bir faiz oranı ile ödeme yapar. Halbuki ikili kredi anlaşmalarında bu durum ikili müzakerelerin sonucunda ortaya çıktığından farklılıklar içermektedir.

Vade: Sendikasyon kredileri vade olarak kısa, orta ve uzun vadeli olarak kullanılabilir. 6 aydan başlayıp 30 yıla kadar vade çeşitlendirmelerini görmek mümkündür. Türkiye'de bankalar genellikle 1 yıl vadeli sendikasyon kredileri imzalamaktadır. Bunun nedenleri Türkiye'nin kredi notunun gelişmiş ülkelere göre düşük olmasından, uluslararası finans piyasaları tarafından ekonomik ve siyasal açıdan riskli olarak görülmesinden kaynaklanmaktadır.

Sorumluluk Ayrılığı: Sendikasyon kredilerinde her bir yüklenici kendi kullandığı kredi tutarından sorumludur. Yani bir katılımcının taahhüdünü yerine getirmemesi diğer katılımcıları bir yükümlülük altına sokmaz. Katılımcı banka ve fon kuruluşları borçlanıcıya karşı müteselsilen değil münferiden sorumluluk içindedirler.

Dökümantasyon: İkili kredilerde borçlanan ve fon sağlayan arasında yükümlülüklerin ve olası ihlallerde uygulamaya konacak cezai yaptırımların bulunduğu hukuki metinler düzenlenir. Sendikasyon kredisinde ise tüm katılımcılarla ayrıca anlaşma yapmak yerine tek bir ortak metin düzenlenir. Ortak metnin düzenlenmesi istenen fon miktarına ulaşılmasını diğer kredi türlerine kıyasla hem daha hızlı hem de daha az masraflı kılmaktadır. Sendikasyona katılan tüm tarafların ortak bir metin etrafında bir araya gelmesi sendikasyon kredilerinin önemli özellikleri arasındadır. Tüm taraflarca ortak olarak hazırlanan dokümantasyonda detaylı olarak kredi ile ilgili tüm hükümler belirlenir.

Açıklık/Şeffaflık: Sendikasyon kredileri, miktarın büyüklüğü, çok sayıda ve farklı yerlerden kreditorleri dahil etmesi ile borçlanıcı açısından faaliyetlerini yürütmeye önemli bir kaynaktır. Sendikasyon kredileri ilişki bankacılığı açısından önemi nedeniyle hem borçlanıcı hem de fon sağlayıcılar tarafından yatırımcılara bildirimini yapılması istenir. Borçlanıcı lehine saygın bankalardan kurulu bir konsorsiyumca sağlanan uygun vade ve faiz oranına sahip sendikasyon kredisinin düzenlenmiş olması tarafların itibarını artırır. Bu nedenle anlaşmaya ait kredi tutarı, vade, faiz oranı, katılımcı banka sayısı ve lider banka gibi bilgiler yazılı ve görsel iletişim kanalları aracılığıyla kamuoyuna ulaştırılır.

1.2.Türkiye’de ve Dünyada Sendikasyon Kredileri

Türkiye’de 1990’lardan itibaren hızla büyüyen küresel sendikasyon kredi piyasası 2018’de 10.069 işlemde toplam 5 trilyon USD’a ulaşmıştır. Bu tutar bir önceki yıla göre % 8 oranında bir büyümeye işaret etmektedir. Sendikasyon kredileri Kuzey Amerika, Avrupa ve Uzak Doğu’nun gelişmiş ülkelerindeki şirketler tarafından yoğun biçimde kullanılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde de bono ve tahvillerin göreceli olarak yüksek hacimlerine rağmen, sendikasyon kredisinin kullanımı sürekli artmaktadır (Reuters, 2018:2, Schmukler, 2004: 2-3, 5).

Walt Disney (ABD) 35 Milyar USD, Comcast Corp.(ABD) 32 Milyar USD, Takeda Pharmaceutical Co Ltd. (Japonya) 31 Milyar USD, Cigna Corp. (ABD) 24 Milyar USD, Fujian Jinhua Integrated (Çin) 30 Milyar USD, Hochtief AG (Almanya) 22 Milyar USD, IBM Corp. (ABD) 20 Milyar USD tutar ile 2018 yılında en yüksek tutarda sendikasyon kredisini kullanan firmalar olarak dikkat çekmektedir (Reuters, 2018:2).

Küresel ölçekte liderlik ettiği kredi sendikasyon işlem hacmine göre JP Morgan 425 Milyar USD civarında, Bank of America Merrill Lynch 407 Milyar USD, Citi 271 Milyar USD civarında, Wells Fargo and Co 262 Milyar USD civarında ve Mitsubishi UFJ Financial Group 197 Milyar USD ile sıralanmıştır (Reuters, 2018:2).

2018’de ülkeler bazında kullanılan başlıca sendikasyonlar ise, ABD 2,9 Trilyon USD, Kanada 267,3 Milyar USD, İngiltere 178,6 Milyar USD, Fransa 163,2 Milyar USD, Almanya 128,3 Milyar USD, Çin 111,2 Milyar USD, Hong Kong 110,6 Milyar USD, Avustralya 95,5 Milyar USD olmuştur (Reuters, 2018:2).

Türkiye’de bankalar 1990’lı yıllarda sendikasyon kredisi kullanmaya başlamıştır. Yurt içinde yeterli tasarrufun olmayışı ve mevcut tasarrufların yatırım ihtiyaçlarını karşılamakta yetersiz kalması gibi nedenlerin yanı sıra 2000 yılı sonrasındaki göreceli istikrarlı ekonomi programının da etkisiyle bankalarımız yurt dışından kaynak teminine yönelmiştir. Bu dönemde bankacılık sisteminin mevduat dışında başlıca fon kaynağı sendikasyon ve sekuritizasyon kredileri olmuştur. Ancak, banka pasiflerinin çoğunluğunu mevduatlar oluşturmaktadır (Demiralp, 2008:5).

Ticari bankaların zkaynaklar dışında başlıca kaynakları mevduat, alınan banka kredileri, repo yoluyla sağlanan kaynaklar, ihraç edilen menkul kıymetler ve diğer fonlar olarak sıralanabilir (Parasız, 2009: 212-226, Parasız, 2014:319-337, al, 2006: 277-284).

Reel sektörde faaliyet gösteren şirketlerin başlıca dış borçlanma yöntemleri ise aşağıdadır (Eğilmez, 2013).

- Satıcı ya da satıcının ülkesindeki bankalarca, özellikle makine, tesis, teçhizat alımlarında kredibilitesi yüksek büyük şirketlere kredi açılması,
- Özellikle yurt içi veya yurt dışı projeler için yabancı ülke bankalarından kredi/sendikasyon kredisi sağlanması,
- Bankalarımızın sendikasyon kredisi yoluyla sağladığı fonların dış ticaretin finansmanı amacıyla şirketlere kullanırılması,
- Yurt dışı piyasalarda tahvil ihraç edilmesi,
- Yurt dışı projelerde projenin gerçekleştirildiği ülkenin kredi aması,
- IFC ya da ülkelerin kalkınma ve yatırım bankaları gibi yabancı banka ve kuruluşlardan kredi kullanma.

Türkiye’de sendikasyon kredilerinin yabancı para cinsinden borçlanmanın esnekleştirilmesi, ekonomik serbestleşmenin yoğun olarak grldği 1980 sonrası dönemden itibaren kullanıldığı görülmektedir. Bu süreçte sendikasyon kredilerine talep daha çok Hazine, TC Merkez Bankası ve kamu iktisadi teşekküllerinden, sonraki yıllarda ise bu kurumlar daha fazla tutarda çoğunlukla bankalardan gelmiştir (Pişkin, 2016:116).

Bankalar aldıkları sendikasyon kredilerini genellikle dış ticaretin finansmanında kullanılmaktadır. Kredilerin vadesi, gelişmiş ülkelerden farklı olarak çoğunlukla 1 yıl civarındadır. Bankaların kullandığı sendikasyon kredileri 2018 yılsonu itibariyle 19,062 Milyar USD tutarla toplam kaynakların yaklaşık %2,59’unu oluşturmaktadır (BDDK, 2018).

Bankaların uluslararası piyasalardan temin ettiği sendikasyon kredilerinin USD tutarı ve toplam kaynaklara oranı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 1. 2002-2017 Dönemi Bankaların Kullandıkları Sendikasyon Kredileri ve Kaynaklara Oranı (Milyon USD)

Yıllar	Sendikasyon Kredileri (\$)	Toplam Kaynaklar(\$)	Sendikasyon Kredileri/ Kaynaklar (%)
31.12.2002	2.163	130.954	1,65
31.12.2005	8.176	302.045	2,70
31.12.2010	14.291	656.531	2,17
31.12.2015	19.670	813.412	2,42
31.12.2017	21.094	862.752	2,44
31.12.2018	19.062	734.784	2,59

Kaynak: BDDK, Aylık Bülten, 2018.

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) verileri baz alındığında bankalar ve halka açık şirketler tarafından son 3 yılda (2016-2018) kullanılan sendikasyon kredileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 2. 2016-2018 Dönemi Türk Bankaları ve Şirketlerin Kullandıkları Sendikasyon Kredileri

Tarih	Kredi Kullanan	Kredi Tutarı	Kredi	Faiz Oranı	Sendikasyon
18.03.2016	Akbank	370.400.000 USD 783.500.000 EUR	367 gün	Libor+85 Euribor+75	Uluslararası bankalar
05.04.2016	Ziraat Bankası	240.500.000 USD 762.000.000 EUR	367 gün	Libor+85 Euribor+75	Uluslararası bankalar
20.04.2016	Vakıfbank	207.000.000 USD 631.500.000 EUR	367 gün	Libor+85 Euribor+75	30 uluslararası banka
29.04.2016	Garanti Bankası	479.325.000 USD 814.625.000 EUR	367 gün	Libor+85 Euribor+75	42 uluslararası banka
05.05.2016	Yapı Kredi	381.000.000 USD 959.100.000 EUR	367 gün	Libor+85 Euribor+75	48 uluslararası banka
10.05.2016	İş Bankası	462.000.000 USD 836.000.000 EUR	367 gün	Libor+85 Euribor+75	47 uluslararası banka
09.06.2016	Boyer	90.000.000 USD	5 yıl		Türk ve Katar bankaları
22.06.2016	ING Bank	101.100.000 USD 358.100.000 EUR	367 gün	Libor+85 Euribor+75	26 uluslararası banka
28.06.2016	TSKB	12.500.000 USD 237.500.000 EUR	367 gün		16 uluslararası banka
04.07.2016	Halkbank	175.000.000 USD 476.500.000 EUR	367 gün	Libor+85 Euribor+75	Uluslararası bankalar
15.07.2016	Şekerbank	18.000.000 USD 99.500.000 EUR	364 gün 367 gün		Uluslararası bankalar
03.08.2016	Aksa Enerji	800.000.000 USD			7 yerli banka
19.08.2016	Akbank	327.000.000 USD 787.800.000 EUR	1 yıl - 3 yıl	Libor+85 Euribor+75 Libor/Euribor+175	Uluslararası bankalar
31.08.2016	TEB	205.000.000 USD 352.000.000 EUR	367 gün	Libor+85 Euribor+75	Uluslararası bankalar

Tablo 2. Devamı

19.09.2016	İş Bankası	302.000.000 USD 661.000.000 EUR	367 gün	Libor+85 Euribor+75	Uluslararası bankalar
26.09.2016	Vakıfbank	224.500.000 USD 544.000.000 EUR	367 gün		Uluslararası bankalar
05.10.2016	Yapı Kredi	233.500.000 USD 817.250.000 EUR	367 gün	Libor+110 Euribor+100	33 uluslararası banka
24.10.2016	Boyner	170.000.000 USD	5 yıl		Yerli ve uluslararası bankalar
21.11.2016	Fibabanka	5.000.000 USD 99.500.000 EUR	367 gün		Uluslararası bankalar
28.11.2016	Garanti Bankası	626.000.000 USD 615.500.000 EUR	367 gün	Libor+110 Euribor+100	34 uluslararası banka
28.11.2016	QNB Finansbank	103.500.000 USD 397.600.000 EUR	367 gün	Libor+110 Euribor+100	30 Uluslararası Banka
22.03.2017	Akbank	219.500.000 USD 738.300.000 EUR 185.000.000 USD	1 yıl- 2 yıl	Libor+145 Euribor+135 Libor+220	Uluslararası bankalar
13.04.2017	Ziraat Bankası	278.000.000 USD 706.500.000 EUR	367 gün	Libor+145 Euribor+135	Uluslararası bankalar
13.04.2017	Ülker Bisküvi	166.000.000 USD 196.884.053 EUR	3 yıl		14 uluslararası banka
13.04.2017	Ülker Bisküvi	136.000.000 USD 225.144.921,73 EUR	3 Yıl		14 uluslararası banka
19.04.2017	Albaraka Türk	213.000.000 USD	370 gün	Libor+125	12 uluslararası banka
24.04.2017	Vakıfbank	188.500.000 USD 716.500.000 EUR	367 gün	Libor+145 Euribor+135	38 uluslararası banka
04.05.2017	Yapı Kredi	306.000.000 USD 956.500.000 EUR	367 gün 2 yıl+1 gün	Libor+145 Euribor+135 Libor+220 Euribor+210	Uluslararası bankalar
05.05.2017	Garanti Bankası	468.000.000 USD 805.500.000 EUR	367 gün	Libor+145 Euribor+135	38 uluslararası banka
15.05.2017	İş Bankası	296.000.000 USD 989.500.000 EUR	367 gün	Libor+145 Euribor+135	Uluslararası bankalar
05.07.2017	TSKB	56.500.000 USD 212.000.000 EUR	367 gün		18 uluslararası banka
05.07.2017	ING Bank	12.000.000 USD 462.500.000 EUR	367 gün	Libor+145 Euribor+135	22 uluslararası banka
27.07.2017	Şekerbank	77.500.000 EUR	367 gün	Euribor+75	Uluslararası bankalar
15.08.2017	Akbank	543.000.000 USD 515.000.000 EUR	1 yıl 2 Yıl	Libor+135 Euribor+125 Libor+220	Uluslararası bankalar
08.09.2017	TEB	85.000.000 USD 385.000.000 EUR 75.000.000 USD	367 gün 2 yıl 30 gün	Libor+95 Euribor+85 Libor+190	Uluslararası bankalar
19.09.2017	İş Bankası	352.000.000 USD 656.000.000 EUR	367 gün	Libor+135 Euribor+125	Uluslararası bankalar
25.09.2017	Vakıfbank	131.000.000 USD 634.000.000 EUR	367 gün	Libor+135 Euribor+125	22 uluslararası banka
27.09.2017	Vestel	120.000.000 USD	5 yıl		6 uluslararası banka
10.10.2017	Yapı Kredi	411.300.000 USD 799.700.000 EUR	367 gün 2 yıl+1 gün	Libor+135 Euribor+125 Libor+220 Euribor+210	37 uluslararası banka

Tablo 2. Devamı

21.11.2017	Ülker Bisküvi	111.498.684,20 USD 290.559.069,36 EUR	3 yıl		15 uluslararası banka
22.11.2017	Albaraka Türk	101.000.000 USD	367 gün	Libor+130	
24.11.2017	Garanti Bankası	405.000.000 USD 648.500.000 EUR 180.000.000 USD	2 yıl 1 gün	Libor+135 Euribor+125 Libor+220	38 uluslararası banka
27.11.2017	Fibabanka	30.000.000 USD 94.600.000 EUR 25.000.000 USD	367 gün 2 yıl 1 hafta	Libor+175 Euribor+165 Libor+240	Uluslararası bankalar
30.11.2017	QNB Finansbank	182.000.000 USD 503.200.000 EUR	367 gün	Libor+135 Euribor+125	33 uluslararası banka
27.03.2018	Akbank	604.500.000 USD 483.000.000 EUR	1 Yıl 2 yıl	Libor+130 Euribor+120 Libor+210	Uluslararası bankalar
09.04.2018	Ziraat Bankası	452.000.000 USD 797.500.000 EUR	367 gün	Libor+130 Euribor+120	Uluslararası Bankalar
24.04.2018	Vakıfbank	329.000.000 USD 778.800.000 EUR	1 yıl 2 yıl+1 gün	Libor+130 Euribor+120 Libor+210	Uluslararası Bankalar
25.04.2018	Albaraka Türk	245.000.000 USD 60.000.000 EUR	370 gün	Libor+125 Euribor+115	17 uluslararası banka
03.05.2018	Garanti Bankası	457.000.000 USD 670.500.000 EUR 145.000.000 USD	367 gün 2 yıl 1 gün	Libor+130 Euribor+120 Libor+210	38 uluslararası banka
08.05.2018	Vakıf Katılım	145.000.000 USD 82.000.000 EUR	370 gün		13 uluslararası banka
09.05.2018	Yapı Kredi	332.000.000 USD 898.128.278 EUR 50.000.000 USD 25.000.000 EUR	367 gün 2 yıl 1 gün	Libor+130 Euribor+120 Libor+210 Euribor+150	48 uluslararası banka
17.05.2018	İş Bankası	447.000.000 USD 867.600.000 EUR	367 gün	Libor+130 Euribor+120	Uluslararası Bankalar
24.06.2018	Aksa Akrilik	52.500.000 USD 36.000.000 EUR	2+5 Yıl		EBDR liderliğinde uluslararası bankalar
03.07.2018	TSKB	25.000.000 USD 168.500.000 EUR	367 gün		Uluslararası Bankalar
04.07.2018	ING Bank	42.000.000 USD 498.500.000 EUR	367 gün		28 uluslararası banka
27.09.2018	Akbank	285.000.000 USD 591.000.000 EUR	367 gün		Uluslararası Bankalar
11.10.2018	TEB	33.500.000 USD 433.500.000 EUR	367 gün		Uluslararası Bankalar
19.10.2018	İş Bankası	276.000.000 USD 605.000.000 EUR	367 gün		Uluslararası Bankalar
30.10.2018	Yapı Kredi	275.000.000 USD 690.700.000 EUR	368 gün		27 uluslararası banka
21.11.2018	Vakıfbank	122.000.000 USD 528.500.000 EUR 130.000.000 USD	367 gün 2 yıl		20 uluslararası banka
14.12.2018	QNB Finansbank	239.000.000 USD 450.500.000 EURO	367 gün	Libor+275 Euribor+265	27 Uluslararası banka

Kaynak: KAP, 2009a.

Tablonun incelenmesiyle, sendikasyon kredilerinin büyük bölümünün gelişmiş ülkelerdeki kullanımlardan farklı olarak reel sektör firmaları yerine bankalarca kullanıldığı, 3 yıllık dönemde Aksa Enerji Üretim A.Ş., Aksa Akrilik Kimya San. A.Ş., Vestel Elektronik San. Tic. A.Ş., Boyner Perakende ve Tekstil Yatırımları A.Ş., Ülker Bisküvi San. A.Ş., firmalarının ulusal ve uluslararası bankalardan sendikasyon kredisi kullandığı, reel

sektör firmalarının kredi vadelerinin 3 ya da 5 yıl olduğu, buna mukabil bankaların yurtdışından kullandıkları kredilerin çoğunun 1 yıl vadeli olup (KAP açıklamaları da dikkate alındığında) dış ticaretin finansmanında kullanılmak üzere alındığı anlaşılmaktadır (KAP, 2019a).

Faiz oranlarının dönemsel olarak 1 yıl veya 367 gün vadede Libor/Euribor+85/75 bps Libor/Euribor+135/130 bps arasında seyrettiği, ancak döviz kurunun aşırı oynak olduğu dönemlerde (örneğin 2018 yılının ikinci 6 ayı) Libor/Euribor+275/265 oranına kadar yükseldiği görülmektedir (KAP, 2019a). 2016 yılında 21 sendikasyon kredisinin, 2017 yılında 23 ve 2018 yılında 17 sendikasyon kredisinin imzalandığı, 2018 yılındaki azalışta yılın ikinci yarısında döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmanın etken olduğu, özellikle yılın ikinci yarısında sadece 8 sendikasyon kredisi anlaşması imzalandığı anlaşılmaktadır (KAP, 2019a). Yurtdışından sendikasyon kredisi kullanan reel sektör firmalarının tamamı BİST Pay Piyasasında işlem gören şirketler olduğu görülmektedir. Firmalarının yurtdışı yatırım ve/veya ortaklıkları da olan mali verileri güçlü firmalar olması dikkat çekmektedir (KAP, 2019b).

2. Literatür

Hisse senetleri fiyatlarındaki değişim birçok ülkede yakından takip edilmekte ve kamuoyunun dikkatini çekmektedir. Bu durumun nedeni hisse senedi fiyatlarındaki olumlu ya da olumsuz yöndeki gelişmelerin birçok ekonomik değişken üzerinde etkiye sahip olmasıdır. Hisse senetlerinin fiyat oluşumunda yaşanan en önemli sorun, çok az sayıda işletmen hisse senedinin performanslarına göre belirlenen değerinde olmasıdır. Sendikasyon kredilerinin ilan edilmesinin, hisse senedi fiyatları üzerinde etkileri olabileceğini literatürde çok sayıda çalışma ortaya koymaktadır. Literatür araştırması sonucu elde edilen bulgular ve çalışmalar aşağıda sıralanmıştır.

Meggison, Poulsen ve Sinkey'in (1995), elde edilecek fonun kullanım amaçlarına göre gruplandırarak sendikasyon kredileri ilanlarının hisse senedi değerine etkilerine dair yapmış oldukları çalışmada; sendikasyon kredilerinin yenilenmesinde, işletmelerde yönetimi devralma hisse satın alımı ve işletmeyi satın alma amaçlı alınan sendikasyon kredilerinde anlamlı pozitif CAR (Kümülatif Anormal Getiri) hesaplamışlardır.

Billett, Flannery ve Garfinkel'in (1995), borçlanan firmanın sendikasyon kredisinin kamuya ilanından sonraki süreçte piyasa tepkisi üzerinde etkili olup olmadığını araştırmışlardır. Bankaların ve banka dışı kuruluşların sendikasyon kredisi kullanımlarına piyasanın verdiği tepki açısından anlamlı bir fark olmadığını ancak yüksek kredi değerliliğine sahip kurumlardan sendikasyon kredisi alanlar açısından olağandışı hisse senedi getirileri gözlemlenmiştir.

Preece ve Mullineaux'un (1996) çalışmasında, sendikasyon kredilerinin hacimsel büyüklüğü ile hisse senetlerinin anormal getirileri arasında negatif yönlü ilişki bulunmuştur.

Mosebachi (1999), 1993-1996 yılları arasında yaptığı çalışmada, 1 milyar ABD Doları üzerindeki kredi sözleşmelerinin, piyasada söz konusu haberin yayılması yoluyla, kredi kullanan kurumların hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu ve anlamlı etkisinin olduğunu belirtmiştir.

Byers, Fraser ve Shockley (1998), yurtdışından borçlanan ABD firmalarının hisse senedi değerlerinin anlamlı olarak yükseldiğini ancak yurtiçinden yapılan borçlanmalarda ise hisse senedi fiyatlarında anlamlı bir artış yakalanamadığını ortaya koymuştur.

Aintablian ve Roberts'in (2000) 122 banka sendikasyon kredisini inceledikleri çalışmasında, bildirimler için % 1 anlamlılık düzeyinde %1.22 oranında anlamlı birikimli ortalama anormal getiri (CAAR-Cumulative Average Abnormal Return) saptanmıştır. Sendikasyon kredisinin yenilenmesinin ilanında %10 anlamlılık düzeyinde % 1,78 oranında CAAR elde edilmiştir. Kredisinin yeniden yapılandırılması durumunda yapılandırma öncesi negatif haberlerin çıkmaması halinde % 5 anlamlılık düzeyinde % 2,90 oranında CAAR elde edilmiştir.

Gasbarro vd. (2004) çalışmalarında sendikasyon kredilerinin rotatif kredi olması durumunda yapılan anlaşmanın ilan edilmesinin ortakların hisse değerleri üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu ancak vadeli kredilerde bu durumun söz konusu olmadığını ortaya çıkarmıştır.

Zhang vd. (2012) çalışmalarında, küçük ölçekli işletmelerin elde ettikleri banka kredilerinin ilan edilmesinde, hisse senedi değerleri üzerine anlamlı boyutta negatif bir etki vardır sonucunu ortaya koymuştur.

Godlewski'nin (2014) çalışmasında; 253 kredi ilanını incelemiş, ekonomik gelişmeler çerçevesinde yatırımcıların kriz öncesi ve sonrası periyotlarda benzer olaylara farklı tepkiler verdiği, kriz süresince kredi anlaşmalarının yatırımcılar tarafından negatif olarak yorumlandığı ortaya konulmuştur.

Türkiye'de yapılan araştırmalar ise daha çok yakın dönemlidir. Çukur, Eryiğit ve Duran (2008), 2000-2006 dönemini kapsayan 54 sendikasyon ve 19 seküritizasyon kredisinin borsadaki etkisini olay çalışmasıyla analiz etmiş ve (-10,+10) penceresinde sendikasyon ve seküritizasyon kredilerinde anlamlı anormal getiriler belirlemiştir. Banka bazında yapılan analizlerde ise sendikasyon kredilerinde yüksek oranda anormal kazanç veya kümülatif anormal kazanç gözlemlenmiştir (Çukur, Duran ve Eryiğit, 2008: 58).

Sakarya ve Sezgin'in 2010-2013 yılları arasında bankaların gerçekleştirdiği sendikasyon kredilerinin hisse senedi getirilerine etkisini "Etkin Piyasa Teorisi" kapsamında yaptıkları çalışmada piyasanın etkin ya da yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, şirketlerle ilgili kamuya açıklanan bilgilerin, o şirketlerin hisse senedi getirilerini anormal derecede etkilememesi gerekir. Dolayısıyla bir şirket ile ilgili özel bir bilginin kamuya açıklanması ile birlikte, o şirketin hisse senetlerinin getirilerinde, bilginin niteliğine bağlı olarak anormal bir yükseliş veya düşüş gerçekleşiyorsa o piyasa yarı güçlü formda etkin değildir," hususlarını ifade ederek verilerin piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığını ortaya koymuştur.

Sarıgöl'ün (2015) 2006-2013 dönemini kapsayan bankaların sendikasyon kredisi kullanım duyurularının bankaların hisse senedi getirilerine etkisi konulu çalışmada; bankaların sendikasyon kredisi alım duyurularının incelenen dönemde Borsa İstanbul'da anormal derecede bir kazanca neden olmadığını göstermiştir.

Bürcü'nün (2015) çalışmasında sendikasyon kredisi açıklamalarının kredileri kullanan bankaların hisse senedi getirilerine bir etkisi bulunamamıştır.

3. Veri ve Yöntem

3.1. Veri Seti

Çalışmada temel olarak, hisse senetleri BİST'te işlem gören ve sendikasyon kredisi anlaşması imzalamış bankaların yapmış oldukları sendikasyon kredisi duyurularının hisse senedi getirilerini ne yönde etkilediğinin "olay çalışması" yöntemiyle analiz edilmesi amaçlanmıştır. Bu çalışmanın kapsamını, hisse senetleri BİST'te işlem gören ve on yıllık periyotta 01.01.2009- 31.12.2018 tarihleri arasında KAP'da sendikasyon kredisi anlaşmalarına ilişkin açıklama yapmış olan bankalar oluşturmaktadır. Veriler KAP web sayfası, BİST resmi internet sitesinin "Şirket Haberleri" sayfasından ve Reuters Data Stream'dan alınmıştır.

Bankaların sendikasyon kredisi sözleşmesi imzaladıklarına ilişkin bildirimleri yapmadan önce kredi veren kuruluşlarla yapılan görüşmeler, sunulan teklifler ve sendikasyon kredisi anlaşmasını imzalamak amacıyla görevlendirilmiş kişi ya da gruba yetki verildiğine dair KAP'ta yapılan açıklamalar çalışmanın kapsamına alınmamıştır.

Tablo 3. 01.01.2009- 31.12.2018 Tarihleri Arasında Ele Alınan Bankalar ve Sendikasyon Kredileri Dökümü

Bankalar	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Akbank	1	2	2	2	2	2	3	2	2	2
Garanti Bankası	1	2	2	2	2	2	3	2	2	1
QNB Finans B.	-	1	1	1	1	1	1	1	1	-
Halkbank	-	1	1	1	1	1	1	1	-	-
Vakıfbank	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2
İş Bankası	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2
TSKB	-	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Yapı Kredi	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2
TEB	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Albaraka Türk	-	1	1	1	1	1	2	-	2	2
Alternatif Bank	-	1	1	1	1	1	1	-	-	-
Deniz Bank	-	1	1	1	1	-	-	-	-	-
Şeker Bank	-	1	1	1	1	1	2	1	1	-
Toplam	6	18	18	18	18	17	21	15	16	13

Kaynak: KAP

Tablo 3'ten de görüleceği üzere sendikasyon kredisi kullanımı konusunda en aktif bankalar Akbank, Garanti Bankası, İş Bankası, Vakıfbank ve Yapı Kredi Bankası'dır.

3.2. Metodoloji

Çalışmada, Olay Analizi (Event Study) yönteminden yararlanılmıştır. Olay Analizi yöntemi belirli bir dönem veya birkaç dönemde bir olayın etkisi hakkında sonuç çıkarma ve tahminde bulunmaya imkan tanıyan istatistiksel bir modeldir. Olay analizi, bir olay meydana geldiğinde piyasanın buna verdiği olağandışı tepkiyi ölçmede kullanılan bir metottür.

Olağandışı kazançlar (Abnormal Return-AR) olay çalışmalarının çıkış noktasını oluşturmaktadır. Olay analizi belirli bir olayın bir bankanın değeri üzerindeki etkilerine odaklanmaktadır. Banka değerinde yaşanan bu olay kaynaklı değişimlerin olağandışı kazançlar olarak ortaya çıkması beklenmektedir.

Olay analizi, herhangi bir olayın hissedarların kazancını arttırdığı ve artırmadığı konusunda sonuçlar çıkarılmasını sağlayan bir yöntem olarak da ifade edilmektedir. Bu doğrultuda olay analizi, yayınlanan haberlere hisse senedi fiyatlarının hangi hızda fiilen tepki verdiğini ölçmek için kullanılabilir. Fiyatlar haberlere hızlı mı, yoksa yavaş mı tepki vermektedirler? Haberlerin duyurulmasından sonraki hisse senedi fiyatları anormal olarak yüksek mi, yoksa düşük müdür? Bu tür soruların cevapları olay yöntemi analizi ile verilebilmektedir.

Olay analizi, meydana gelen herhangi bir olayın hisse senedinin piyasa fiyatını yükseltip yükseltmediği konusunda sonuçlar çıkarılmasını sağlayan bir analiz yöntemidir. Olay analizi, kamuoyuna açıklanan haberlere hisse senedi fiyatlarının hangi hızda fiilen tepki verdiğini ölçmek için kullanılır. Olay analizinde dört farklı süreç bulunmaktadır. Bunlar;

1. Olayın tanımlanması,
2. Olay penceresinin tanımlanması,
3. Olayın değerlendirilmesi,
4. Modelin test edilerek değerlendirilmesi,

Yukarıda görüldüğü üzere olay analizi modelinin kullanılabilmesi için olayın, olay zamanının ve olay penceresinin tanımlanması gerekmektedir.

Çalışmada Türk Bankacılık Sektörü'nde 2009-2018 yılları arasını kapsayan dönemde 13 ticari bankanın kullandığı sendikasyon kredilerinin hisse senetlerine etkisi, olayın gerçekleşme zamanı ise sendikasyon kredisinin KAP'ta ilan edildiği tarih olarak belirlenmiştir. Olay penceresi olarak da, sendikasyon kredisinin duyurulduğu tarihin 10 gün öncesi ile 10 gün sonrası olarak belirlenmiştir. Bu çerçevede olay analizini amacı, bir olayın piyasaya ilk duyurulduğu tarih etrafında fazla bir getirinin sağlanıp

sağlanmadığının analiz edilmesidir. Yüksek kazançlar, ilgili haberlerin piyasaya bildirilmesi halinde elde edilecek olan normal kazançlardan yüksek veya düşük olan kazançlardır. Bu kazançlar genellikle, olay tarihindeki toplam pazar endeksi getirisinin performansı ile ilişkilendirilir ve Anormal Getirileri (Abnormal Return - AR) olarak adlandırılır. Anormal getiriler matematiksel olarak aşağıdaki gibi formüle edilebilir.

Anormal Getiri (ARit) = Fiili Getiri Oranı - Pazar Getiri Oranı

$$ARit = Rit - Rmt \quad (1)$$

Eşitlikteki, ARit i hisse senedi için t günündeki anormal getiriyi, Rit i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini, Rmt i hisse senedinin t günündeki pazar getirisini (Normal beklenen getiriyi) göstermektedir. Yukarıda ifade edilen Fiili Getiri (Rit Hisse Senedi Getirisi) ise aşağıdaki eşitlik (2) yardımıyla hesaplanabilir;

$$Rit = D + Pit - Pit-1 / Pit-1 \quad (2)$$

Eşitlikteki, Rit i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini, Pit i hisse senedinin t günü kapanış fiyatını, Pit-1 i hisse senedinin t - 1 günü kapanış fiyatını ve D ise i hisse senedinin t gününde ödenen kar payını göstermektedir. Pazar getiri oranı ise aşağıdaki gibi hesaplanabilir;

$$Rmt = (It - It-1) / It-1 \quad (3)$$

Eşitlikteki, Rmt pazara ilişkin günlük getiriyi, BIST 100 Endeksinin t günündeki kapanış değerini, It-1 BIST 100 Endeksinin t - 1 günündeki kapanış değerini göstermektedir.

Eşitlik 1'deki pazar getiri oranının hesaplanmasında Borsa İstanbul 100 Endeksi günlük kapanış değerleri kullanılmış ve pazar getirileri yukarıdaki eşitlik 3 yardımı ile hesaplanmıştır.

Olay analizinde amaç, olayın meydana geldiği tarihten önceki ve sonraki günlerde, Ortalama Anormal Getiri (Average Abnormal Return - AAR) ve Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return - CAR) hesaplanmasdır. Bu kapsamda AAR ve CAR üç aşamalı bir çalışma ile hesaplanabilmektedir (Sakarya, 2011: 154-155). Bunlar:

1. Aşama: Uygulamaya konu olan her bir i bankasının her bir t günü için, fiili kazanç oranları ile pazar kazanç oranı arasındaki farkı almak suretiyle, ekstra kazanç hesaplanır. Bu durum yukarıdaki eşitlik (1) de gösterilmiştir.

2. Aşama: Elde edilen her bir anormal kazanç, uygulamaya konu olan banka sayısına bölünerek, Ortalama Anormal Getiri (AAR) hesaplanır.

$$AARit = \sum_{i=1}^N (1/N) ARit \quad (4)$$

3. Aşama: Hesaplanan ortalama anormal getiriler, birbirleriyle toplanarak, Kümülatif Anormal Getiri (CAR)ler elde edilir (Sakarya, 2011: 155).

$$CAR_{it} = \sum_{i=1}^N (1/N) AAR_{it} \quad (5)$$

İstatistiki olarak gerçek ve tahmin edilen sonuçlar sıfırdan farklılık gösteriyorsa, olayın hisse senedi getirilerini etkilediği ve olayın yatırımcıların tepkisini yansıttığı sonucuna ulaşılabilir. Yukarıda belirtilen aşamalar sonucunda elde edilen kümülatif anormal kazançlar 0'dan farklılıklar gösteriyorsa, olayın duyurulması banka hisse senetlerini etkileyerek, banka hisse senetlerinden normalin üzerinde bir kazanç elde edilmesini mümkün kılıyor demektir. Ancak, elde edilen kümülatif anormal kazançların 0'a eşit, ya da 0'a çok yakın olması, ilgili olayın duyurulmasının bankanın hisse senetlerini etkilemediği sonucunu ortaya çıkaracaktır.

Buna göre çalışmadaki hipotezler aşağıdaki gibi belirlenebilir:

H₀ Hipotezi: KAP'a yapılan sendikasyon kredisi bildirimini ilgili bankaların hisse senedi getirisine hiçbir etkisi yoktur. Yani, H₀= CAR= 0 şeklinde ifade edilebilir. Böyle bir olayın meydana gelmesi ile bankaların hisse senetlerinden anormal bir kazanç sağlanamaz.

H₁ Hipotezi: Kamuyu aydınlatma platformuna yapılan sendikasyon kredisi bildirimini ilgili bankaların hisse senedi getirisine etkisi vardır şeklinde belirlenmektedir ve H₁= CAR>0 şeklinde ifade edilebilir. Yani, böyle bir olayın gerçekleşmesi durumunda sendikasyon kredisinin alınması ile bankaların hisse senetlerinden anormal bir getiri sağlanabilir.

4. Bulgular

Bankalarca alınmış olan sendikasyon kredilerinin kamuoyuna duyurulduğu tarihten (olay tarihi) itibaren 10 gün önce ve 10 gün sonraki zaman dilimi için günlük fiili getiri oranları hesaplanmış ve bu getiri oranları kullanılarak bankalara ilişkin ortalama anormal getiriler (ARit) ve kümülatif anormal getiriler (CARit) bulunmuştur. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular aşağıda özetlenmiştir.

Araştırma 2009-2018 döneminde sendikasyon kredisi almış ve aynı zamanda BİST'de işlem gören bankaları kapsamaktadır. Her bankanın sendikasyon duyurusundan önceki 90 günlük dönemde filtreleme işlemi sonucunda 13 bankaya ait toplam 160 sendikasyon kredisi bildirimini hisse senedi fiyatları üzerine etkisi analiz edilmiştir. Bu çerçevede ilk olarak sendikasyon kredisi alınmasının duyurulduğu tarih olan olay günü esas alınmak suretiyle (t ± 10) olay penceresinde her bir gün için olay bazında anormal getiriler hesaplanmış ve ortalamaları alınmak suretiyle Tablo 2'de sunulmuştur.

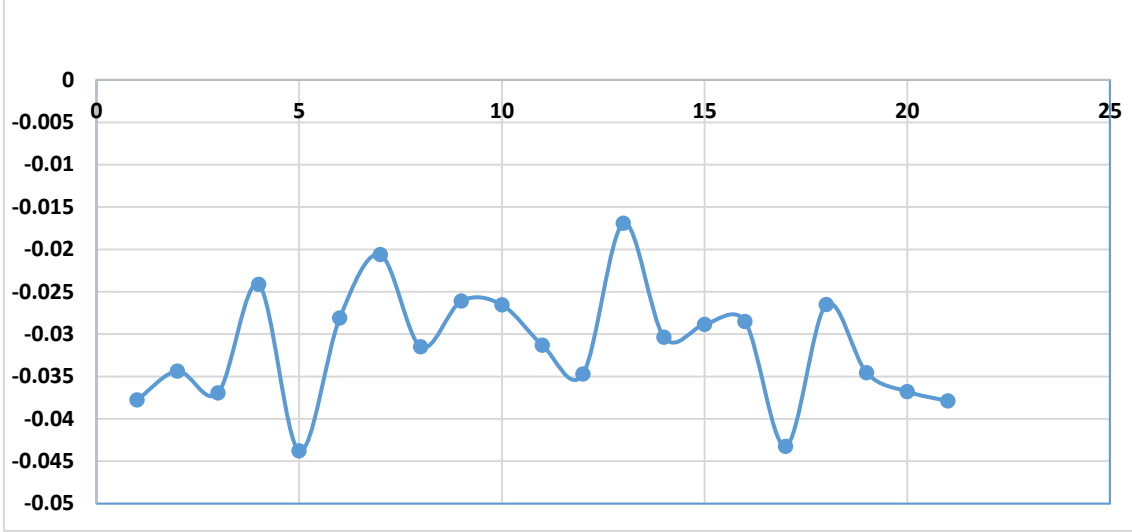
Tablo 4. BİST'te İşlem Gören Bankaların AR, AAR ve CAR Verileri - 1

DATE	CAR	AAR	AKBANK AR	GARAN AR	İŞBANK AR	YPKRD AR	VAKFB AR	HALKB AR
-10	-0,65955	-0,03776	-0,00356	0,006125	-0,00024	-0,0135	0,018021	0,008707
-9	-0,62178	-0,03437	0,013069	-0,01716	0,003339	-0,00223	-0,03909	-0,02552
-8	-0,58742	-0,03694	-0,00539	-0,01098	-0,00061	-0,00095	-0,00384	0,018471
-7	-0,55048	-0,02414	-0,00243	-0,00333	0,015789	-0,00645	-0,05648	-0,00521
-6	-0,52634	-0,04377	0,005501	0,011089	0,003654	0,019565	-0,15025	-0,01685
-5	-0,48256	-0,02811	0,005933	0,013191	0,00689	0,005728	-0,04151	-0,01423
-4	-0,45446	-0,02063	0,006516	-0,00814	0,01045	0,014894	0,020714	0,010617
-3	-0,43383	-0,0315	0,014897	0,011553	0,002015	0,00883	0,008401	0,009346
-2	-0,40233	-0,0261	-0,00565	-0,00651	0,003882	0,008124	0,075337	0,020261
-1	-0,37622	-0,02654	-0,00632	-0,00477	-0,00421	-0,00238	0,040928	-0,01222
0	-0,34969	-0,03131	0,021905	-0,00799	0,00372	-0,01187	-0,02188	0,008723
1	-0,31838	-0,03472	-0,01312	0,011084	0,003577	0,004907	-0,02277	-0,00115
2	-0,28366	-0,01692	0,013144	-3,8E-05	0,002295	0,013093	0,120939	0,011779
3	-0,26674	-0,03036	-0,0041	0,011057	0,012628	-0,00674	-0,01508	-0,00446
4	-0,23638	-0,02886	-0,00325	0,002321	0,009382	-0,01023	0,043966	0,003203
5	-0,20751	-0,02851	0,016326	0,002209	0,001154	-0,02068	0,034911	0,019378
6	-0,179	-0,04324	-0,00465	-0,00368	-0,00571	-0,01082	-0,12731	0,007159
7	-0,13576	-0,02653	-0,00501	-0,00371	-0,01702	0,003386	0,089849	0,004312
8	-0,10923	-0,03456	0,023511	0,002465	-0,00445	-0,00507	0,010191	0,03198
9	-0,07467	-0,03678	-0,00869	0,005396	-0,012	-0,00087	-0,02403	0,008998
10	-0,0379	-0,0379	0,003286	-0,01898	0,014056	-0,01022	-0,0029	0,003775

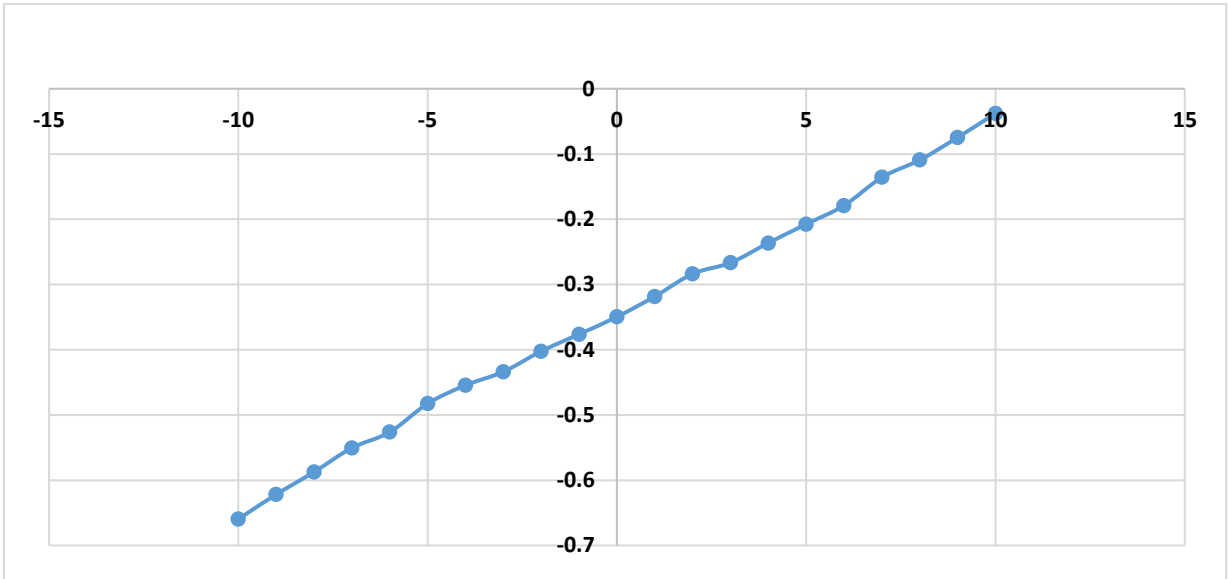
Tablo 5. BİST'te İşlem Gören Bankaların AR, AAR ve CAR Verileri - 2

DATE	CAR	AAR	TEB AR	QNB AR	TSKB AR	ALBRK AR	DENİZ AR	ŞEKERB AR	ALTRB AR
-10	-0,65955	-0,03776	-0,01938	0,005526	-0,00026	-0,14126	-0,26883	0,003335	-0,08557
-9	-0,62178	-0,03437	-0,01443	-0,03337	-0,00941	-0,13256	-0,21695	0,013069	0,014459
-8	-0,58742	-0,03694	-0,02312	0,0636	-0,01476	-0,1599	-0,27938	0,009529	-0,07283
-7	-0,55048	-0,02414	0,017304	0,069341	0,004464	-0,15027	-0,28294	0,007821	0,078516
-6	-0,52634	-0,04377	-0,01403	0,013483	0,016178	-0,15422	-0,28254	-0,01531	-0,00532
-5	-0,48256	-0,02811	0,01325	-0,00494	-0,00176	-0,16979	-0,24835	-0,00435	0,074557
-4	-0,45446	-0,02063	0,037142	-0,01261	-0,01064	-0,15764	-0,2459	-0,00184	0,068296
-3	-0,43383	-0,0315	-0,02152	-0,01982	0,00633	-0,14019	-0,28201	0,022278	-0,02962
-2	-0,40233	-0,0261	-0,01833	-0,01051	-0,00686	-0,14321	-0,23785	0,003083	-0,0211
-1	-0,37622	-0,02654	0,013788	0,007873	0,00089	-0,12754	-0,25133	-0,00158	0,001908
0	-0,34969	-0,03131	0,012553	-0,01789	0,008781	-0,14406	-0,2669	0,007207	0,000713
1	-0,31838	-0,03472	0,011599	0,01964	-0,00472	-0,15057	-0,26111	-0,01417	-0,03457
2	-0,28366	-0,01692	-2,4E-05	0,006841	0,025497	-0,14124	-0,26551	0,008134	-0,0149
3	-0,26674	-0,03036	-0,00457	-0,00609	-0,00528	-0,12627	-0,23232	-0,01204	-0,00145
4	-0,23638	-0,02886	-0,02625	-0,01563	0,006	-0,12445	-0,2666	0,011651	-0,00535
5	-0,20751	-0,02851	-0,00863	-0,0206	0,000248	-0,12951	-0,28352	-0,00763	0,025699
6	-0,179	-0,04324	-0,01049	-0,02194	-0,01483	-0,15726	-0,26294	-0,00877	0,059168
7	-0,13576	-0,02653	-0,01879	0,025958	-0,02212	-0,14485	-0,26193	0,003133	0,001894
8	-0,10923	-0,03456	-0,02314	-0,00604	0,007356	-0,12505	-0,28842	0,001921	-0,07454
9	-0,07467	-0,03678	-0,02752	-0,02905	-0,017	-0,1358	-0,24511	0,004905	0,002664
10	-0,0379	-0,0379	0,007167	-0,02882	-0,0044	-0,16996	-0,25491	0,02427	-0,05504

Hem tablolardan hem de grafiklerden de görüldüğü üzere sonuçlara sendikasyon kredisi kullanımına ilişkin açıklamaların ardından (olay günü t-0) kümülatif getirilerin negatif yönlü olduğu görülmektedir.

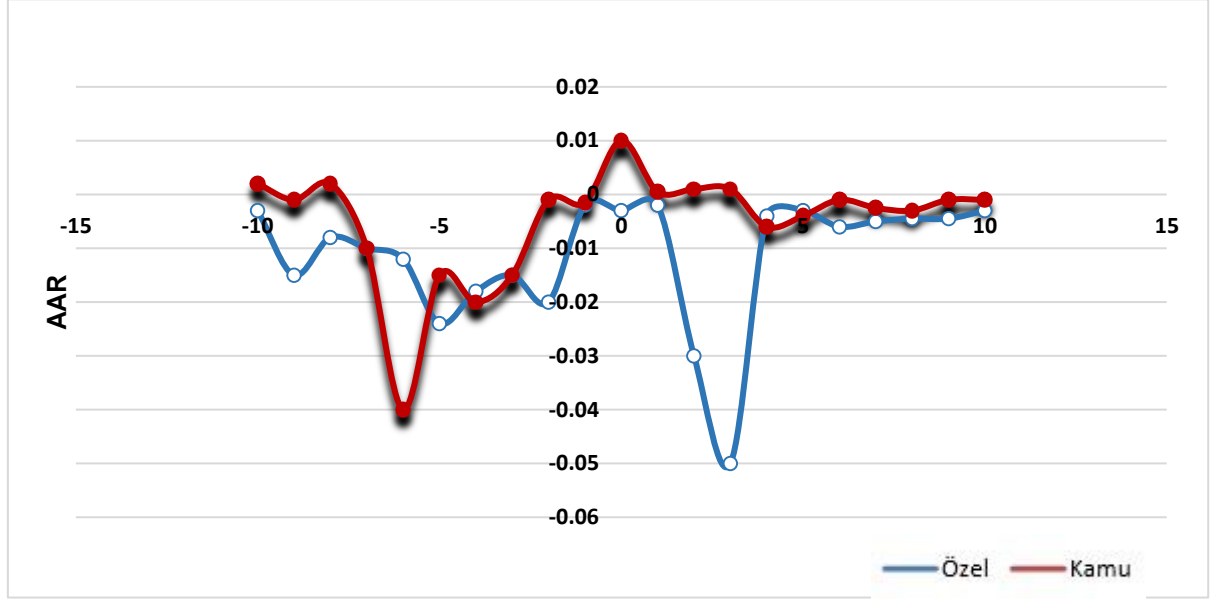


Grafik 1. AAR (2009-2018 Bankacılık Sektör Ortalaması)



Grafik 2. CAR (2009-2018) Bankacılık Sektör Ortalaması

Kümülatif anormal getiriye bakıldığında 2009'dan 2018'e kadarki ortalama değerlerde olay günü ve sonrasında 0'a sürekli yaklaşan negatif bir getiri bulgulanmıştır.



Grafik 3. CAR (2009-2018) Bankacılık Sektör Ortalaması

Kamu ve özel sermayeli bankaların ele alınan olay penceresi olan (-10,+10) günlük süreçlerde farklı seyrettiği görülmektedir. Elde edilen veriler piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğunu göstermektedir. Etkin piyasalar hipotezine göre, bir piyasanın etkin, ya da yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, bankalarla ilgili kamuya açıklanan bilgilerin, o bankaların hisse senedi getirilerini etkilememesi gerekir (Sakarya, 2011: 158). Sonuç olarak; sendikasyon kredisi kullanımına ait duyurular vasıtasıyla bankalara ait hisse senetlerinden anormal getiriler elde edilemeyeceği görülmektedir.

5. Sonuç

Türk Bankacılık Sektörü'nde faaliyette bulunan bankalar özellikle 2003 yılından sonra sendikasyon kredilerine ağırlık veren bir yapı ile tanışmış ve yeteri kadar tasarrufun olmayışı, mevcut tasarrufların da yatırım ihtiyaçlarını karşılayamaması nedenleriyle sendikasyon kredisine yönelmeler olmuştur.

Bu çalışmada, 01.01.2009-31.12.2018 tarihleri arasında sendikasyon kredisi imzalamış olan bankaların söz konusu durumu kamuoyu aydınlatma platformuna yapmış oldukları bildirimlerin hisse senetleri getirilerine olan etkileri analiz edilmiştir. Çalışmada 13 bankaya ait toplam 160 sendikasyon kredisi sözleşmesi olay çalışması yöntemi metoduyla incelenmiştir. Sendikasyon kredilerine ait sözleşme açıklamalarının 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasının analizi sonucunda kredi kullanan bankaların hisse senedi getirilerinde anormal getiriler tespit edilmemiştir. Bu sebeple kamuoyu aydınlatma

platformunda duyurulan sendikasyon kredisi sözleşmelerinin ilgili banka hisse senedi getirilerine normalin üstünde etkisi vardır şeklinde oluşturulan H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Analiz sonucunda ele alınan yıllarda ve o yıllara ait sektör getiri ortalamasından olay öncesinde, olay gününde ve olay gününden sonra anormal bir getiri tespit edilememesi yurt içinde yapılan çalışmalarla paralellik gösterirken yurt dışında yapılan ve anormal getiriler tespit edilen çalışmalardan bu yönü ile ayrılmaktadır.

Sadece getiri açısından inceleme yapılan bu çalışmaya, getiri dışında hacim ve hisse senetlerindeki yabancı paylarındaki değişim oranlarının da dahil edilmesi ile yapılacak yeni çalışmalarda daha etkin sonuçların elde edilebileceği düşünülmektedir.

Kaynakça

- Aintablian, S. and Roberts, G.S. (2000). A Note on Market Response to Corporate Loan Announcements in Canada. *Journal of Banking & Finance*, 24: 381-393.
- Başar, M. (1996). *Uluslararası Piyasalardan Fon Sağlamada Sendikasyon Kredilerinin Önemi ve Türkiye’de Faaliyet Gösteren Bankalara İlişkin Bir Araştırma* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Eskişehir.
- BDDK. (2018). *Aylık Bankacılık Sektörü Verileri* [Veri Seti]. Erişim adresi: <https://www.bddk.org.tr/BultenAylık>
- Billett, T.M., Flannery, M.J. and Garfinkel, J.A. (1995). The Effect of Lender Identity on a Borrowing Firm’s Equity Return. *The Journal of Finance*, 50(2): 699-718.
- Bürcü, R. (2015). *Sendikasyon Kredisi İlanlarının Borçlanıcı Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Analiz* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Bursa Orhangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa.
- Byers, S.S., Fraser, D.R. ve Shockley, R.L. (1998). Lender Identity and Borrower Returns: The Evidence from Foreign Bank Loans to U.S. Corporations. *Global Finance Journal*, 9(1): 81-94.
- Çalışkan, P. (2010). *Sendikasyon Kredileri: Türkiye Örneği 2000-2006*. (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Çukur, S., Eryiğit, M. ve Duran, S. (2008). Sendikasyon ve Seküritizasyon Kredileri Anlaşmalarının Borçlanan Bankaların Hisse Fiyatlarına Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*, 23(264): 58-78.
- Demiralp, S. (2008). *Parasal Aktarım Mekanizmasında Para’nın Yeri: Türkiye İçin Bir Analiz* (Koç University-TUSIAD Economic Research Forum Working Papers 0712). Erişim adresi: https://www.researchgate.net/profile/Selva_Demiralp/publication/23533359_Parasal_aktarim_mekanizmasinda_para'nin_yeri_Turkiye_icin_bir_analiz/links/0f31752de26fadbc73000000.pdf
- Eğilmez, M. (2013). Kendime Yazılar, Dış Borçlarımız ve Yorum Farkları. Erişim adresi: <http://www.mahfiegilmez.com/2013/05/ds-borclarmz-ve-yorum-farklar.html>
- Gasbarro, D., Le, K.S., Schwebach, R. G. and Zumwalt, J.K. (2004). Syndicated Loan Announcements and Borrower Value. *The Journal of Financial Research*, 27(1): 133-141.
- Godlewski, C.J. (2014). Bank Loans and Borrower Value During the Global Financial Crisis: Empirical Evidence from France. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 28: 100-130.
- KAP, (2019a). Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. Kamuyu Aydınlatma Platformu. Erişim adresi: <https://www.kap.org.tr/tr/ara/sendikasyon/1>
- KAP, (2019b). Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. Kamuyu Aydınlatma Platformu. Erişim adresi: <https://www.kap.org.tr/tr/bist-sirketler>
- Megginson, W.L., Poulsen, A.B., and Sinkey, J.F. (1995). Syndicated Loan Announcement and the Market Value of the Banking Firm. *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(2): 457-475.
- Mosebach, M. (1999). Market Response to Banks Granting Lines of Credit. *Journal of Banking & Finance*, 23:1707-1723.
- Öçal, T. (2006). *Para-Banka Uluslararası İktisat*. Ankara: Savaş Yayınevi.
- Parasız, İ. (2009). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. Ankara: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Parasız, İ. (2014). *Modern Bankacılık, Teori ve Uygulama*. Ankara: Ezgi Kitapevi.
- Pişkin, F. (2016). Türk Bankacılık Sektörü Tarafından Alınan Sendikasyon Kredilerinde Spreadi Belirleyen Faktörler. *İktisat Fakültesi Mecmuası*, (66) 2016/2:113-158.

- Preece, D. and Mullineaux, D.J. (1996). Monitoring, Loan Renegotiability and Firm Value: The Role of Lending Syndicates. *Journal of Banking & Finance*, 20: 577-593.
- Sakarya, A. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13): 147-162.
- Sakarya, Ş. ve Sezgin, H. (2015). Sendikasyon Kredisi Kullanımının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Olay Çalışması Yöntemiyle BİST'de Bir Uygulama. *Bankacılar Dergisi*, 92: 5-24.
- Sarıgül, H. (2015). Sendikasyon Kredisi Kullanım Duyurularının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(12): 113-129.
- Schmukler, S.L. (2004). Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 89(2): 39-66.
- Thomson Reuters, (2018). *Global Syndicated Loans Review*. Retrieved from http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/Global_Syndicated_Loans_Review_4Q2018.pdf
- Yılmaz, E. (2003). Sendikasyon Kredileri. *Öneri Dergisi*, 5(19): 145-154.
- Zhang, Y., Gan, C. and Li, Z. (2012). Effects of Borrowers' Quality on the Size of Market Response to Bank Loan Announcements in China. *Management Research Review*, 35(5): 379-404.