

# Sendikasyon Kredisi Kullanımının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Olay Çalışması Yöntemiyle BİST’de Bir Uygulama

Prof. Dr. Şakir Sakarya\*  
Hasan Sezgin\*\*

Öz

Bu çalışma, hisse senetleri BİST’de işlem gören ve 01.01.2010 ve 31.12.2013 tarihleri arasında sendikasyon kredisi anlaşması imzalamış bankaların bu anlaşmalara dair yapmış oldukları özel durum açıklamalarının, hisse senedi getirilerini ne yönde etkilediğinin belirlenmesi amacıyla yapılmıştır. Olay Çalışması (Event Study) yönteminin kullanıldığı bu çalışmada, hisse senedi piyasasının etkinliği ve bu piyasadaki anormal getirilerin elde edilip edilemeyeceği de ölçülmüştür. Yapılan analiz sonucunda, (-5, +5) olay penceresinde bankaların sendikasyon kredisi anlaşmalarına dair açıklamalarının hisse senedi getirilerini pozitif yönde etkilediği -pozitif anormal getiriler- gözlemlenmiş ve piyasanın yarı güçlü formda dahi etkin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Sendikasyon Kredisi, Olay Çalışması, Anormal Getiri, BİST.

**JEL Sınıflaması:** G14, G21.

## The Effects of Using Syndicated Loan On Banks’ Stock Returns: An Application On BIST With Event Study Method

Abstract

This study was conducted to determine disclosure of the banks' which stocks traded in BIST and doing syndicated loan agreement between 01.01.2010-31.12.2013 what aspects affect the stock returns. In this study, which used event study as a method, the effectiveness of the stock market and was also measured out whether the abnormal returns from the market. As a result of analysis made, in (-5, +5) event window, syndicated loan agreement disclosure of the banks had been observed to have a positive impact - positive abnormal returns- on stock returns and has been concluded that the market is not semi-strong form active.

**Keywords:** Syndicated Loans, Event Study, Abnormal Return, BİST.

**JEL Classification:** G14, G21.

### 1. Giriş

Dünyada ticari faaliyetlerin kapsamı ve çeşitliliği arttıkça sermaye birikimine olan ihtiyaç da artmıştır. Artık kredi kullanımı bireylerin asgari düzeydeki ihtiyaçlarından, ülkelerin kalkınmasına imkân veren projelerin finansmanına kadar geniş bir alana yayılmıştır. Kamu ve özel kesimin büyük ölçekli yatırım ve kalkınma projelerinde kendi öz kaynaklarının yanında kredi kullanma fırsatlarından da yararlanması dünya kredi piyasasının hacmini her geçen yıl daha da arttırmıştır. Dünyada oldukça geniş kullanım alanına sahip kredi türlerinden birisi de sendikasyon kredileridir. Para ve sermaye piyasalarında kullanılan bir finansal araç olan sendikasyon kredileri kısaca birden fazla borç veren kuruluş tarafından borçluya tahsis edilen krediler olarak tanımlanabilir. İstikrarlı ekonomilere sahip ülkelere uzun vadeli düşük maliyetli kaynak anlamına gelen bu krediler bir yönden dış sermayeye benzetilmektedir.

\* Balıkesir Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi.

\*\* Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe ve Finansman Programı Öğrencisi.

Sendikasyonların ilk ortaya çıktığı tarihlerde işleme dair gizlilik temel anlayış iken daha sonraki dönemlerde sendikasyon kredileri, hem borçlu hem de borç veren açısından itibar sermayelerini arttıran bir pazarlama unsuruna dönüştürülmüş ve kamuoyuna duyurulmuştur. Borçlu ve borç veren bankalar, hem işlemlerin gidişatına dair hem de kredi anlaşması imzalandıktan sonra tarafların aksi yönde bir mutabakatı yoksa gerek günlük basında gerekse geniş kitlelere ulaşan yayınlarda sendikasyonların katılımcıları, katılım seviyeleri, tutarı ve kısmen fiyatlaması gibi detaylara yer vermektedirler (Çetintaş, 2008, s.1).

Ülkemizde 1980'li yıllarda kambiyo rejiminde meydana gelen liberalleşme sonucunda özel kuruluşlara da yurt dışından borçlanabilme olanağı sağlanmıştır. Bu çerçevede Türkiye özellikle 1990'lı yılların başlarında sendikasyon kredileri ile tanışmıştır. Türkiye'de yeterli sermaye birikiminin olmayışı ve iç tasarrufların yatırım ihtiyaçlarını karşılayamaması nedeniyle kamu ve özel sektör kuruluşları, özellikle bankalar, yurt dışından kaynak aramaktadırlar. Yurt içi tasarruf olanaklarının yetersiz olması ve yurt içi kaynaklardan yeteri kadar borçlanılamaması, söz konusu kuruluşların kredi için dış kaynaklara yönelmelerini zorunlu kılmıştır (Yılmaz, 2003, s.145). Bir tür dış borçlanma yöntemi olarak ele alınan sendikasyon kredileri Türk bankaları için mevduatlar dışındaki en önemli fon kaynağı olarak görülmektedir. Bu kredileri Türk bankaları için önemli kılan husus, kredilerin yaşanan krizlere rağmen gelmeye devam etmesidir (Bulut, 2010, s.1). Ayrıca istikrarlı bir ekonomik yapının varlığı durumunda, döviz olarak elde edilen kredilerin yüksek getirili kamu kâğıtlarına TL cinsinden yatırılmasıyla kar elde edilmesi de bu kredilere olan talebi artırmıştır. Yurt dışından sağlanan ve içerdiği faiz oranı ile her kredide olduğu gibi bir maliyet ve risk unsuru taşıyan bu dış borçlanma yönteminin yatırımcı tercihlerini ve bankaların hisse senedi getirilerini etkilemesi de kaçınılmazdır.

Finansal piyasalarda yatırımcılar bilgisel etkinlik üzerinde durmakta, risk olgusunun, bilginin; taraflar arasında farklı düzeyde yayılmasından doğduğuna inanmaktadırlar. Etkin bir piyasada hiçbir katılımcı geçmiş fiyat hareketlerini analiz ederek ortalama piyasa getirisi üzerinde bir getiri elde edememektedir. Bu görüşe karşın etkin piyasa hipotezine karşı çıkan çalışmalar ise, hiçbir piyasanın etkin olmadığını dolayısıyla hisse senedi fiyat trendlerinin çeşitli yöntemler yardımıyla analiz edilmesi sonucu tahmin edilebileceğini savunmaktadırlar (Demireli vd, 2010, s. 54).

Bu çalışmanın amacı, sendikasyon kredisi kullanımının hisse senetleri BIST'de işlem gören bankaların hisse senedi getirileri üzerinde herhangi bir etkiye sahip olup olmadığının, olay çalışması yöntemiyle ortaya konulması ve BIST' in piyasa etkinliğinin test edilmesidir. Bu yönüyle çalışmamız 2008 yılı küresel ekonomi krizinin ardından bankalarca yapılan özel durum açıklamaları vasıtasıyla piyasa etkinliğini ölçen öncü çalışmalardan olacaktır. Çalışma temel olarak beş bölümden oluşmaktadır. Sendikasyon kredileri ile ilgili genel bilgilere yer verilen ikinci bölümün ardından üçüncü bölümde literatür özetlenmiştir. Çalışmanın dördüncü bölümünde kullanılan veri ve yöntem ile elde edilen bulgular yer alırken son bölümde ise çalışmaya dair sonuç ve önerilere yer verilmiştir.

## **2. Kuramsal Çerçeve**

### **2.1. Sendikasyon Kredilerinin Tanımı**

Sendikasyon kredisi; iki ya da daha fazla kredi veren kuruluşun bir araya gelmesiyle benzer hüküm ve koşullarla, ortak dokümantasyon ve ortak bir ajan (lider banka) kullanılarak büyük miktarda fon ihtiyacında olan bir fon talep edene sağlanan kredidir. Bu genel tanımdan anlaşılacağı gibi bir sendikasyon kredisinde birden çok kredi veren vardır. Eğer kredinin yapısında çeşitlilik varsa, mesela kredi değişik kredi verenlerce fonlanan farklı vadelerdeki dilimlerden oluşuyorsa, kredinin hüküm ve koşulları her kredi veren için aynı olmayabilir. Burada önemli görülebilecek unsurlar; kredide konsorsiyumu birlikte tutan ortak dokümantasyon olması ve krediyi ortak bir ajanın (lider bankanın) yönetmesidir (Apak, 1995, 70).

Sendikasyon kredileri, ilişki bankacılığına dayalı finansal araçlar ile işlem bazlı finansal araçların özelliklerini bünyesinde birleştiren enstrümanlardır (Dennis, Mullineaux, 2000, s.405). Bu tür krediler farklı finansal kurumlara, bono ihraççılarına taşıdığı halka duyuru ve pazarlama yapmak gibi yükümlülüklerle girmeden kredi riskinin paylaşılması imkânını verir. Sendikasyon kredileri iki temel özelliği ile diğer kredi tiplerinden ayrılır. Bunlar; işlemin birden fazla kredi vereni barındırması ve her bir kredi verenin farklı ve ayrılabilir bir yükümlülükle toplam tutarın kendisine ait kısmını ödemeyi garanti etmesidir. Böylece sendikasyon; ne olursa olsun kredi verenlerin sadece belli bir tutarın belli bir yüzdesine kadar sorumlu oldukları kredi çeşididir ve sendikasyon katılımcıları diğerlerinin yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde hukuken sorumlu değildirler (Casolaro vd, 2004, s.6). Teorik olarak her türlü ticari ve kurumsal kredinin yanında inşaat ve ihracat gibi özel krediler de sendikasyon kredisine konu olabilir. Genellikle 1-5 yıllık orta vadeli olma eğilimindedirler ve vadeler 3 aydan başlayabilmekte ve 20 yıla kadar çıkabilmektedir. Borç piyasasında kullanılan sabit faizli finansal araçların aksine sendikasyon kredilerinde değişken faiz uygulanır ve bu değişken faiz belirli aralıklarla güncellenir (Armstrong, 2003, s.4).

## 2.2. Sendikasyon Kredilerinin Özellikleri

Sendikasyon kredileri, gerek krediyi sağlayan gerekse de krediyi alan açısından son derece avantajlı olmasının yanı sıra kredi sistemi açısından da çok farklı özellikleri bulunmaktadır. Sendikasyon kredisini etkileyen faktörleri ekonomik koşullar, borç yapılandırma ihtiyacı, para talebi, döviz kuru dalgalanmaları ve farklı bir finansman çeşidinin tercihi olarak sayabiliriz. Öte yandan, sendikasyon kredilerinin arzı da bankaların durumu ve bunun borçlanma üzerindeki etkileri, bankaların belli başlı alıcılarla olan ilişkileri, risk faktörleri ve bankalar arası rekabet koşullarına göre şekillenir. Bu faktörlerin birleşimi sonucunda sendikasyon anlaşmaları fiyatlandırılır, para kaynağı sağlanır ve borçlanma imkânları belirlenir (Duran, 2007, s. 28). Sendikasyon kredilerinin sahip oldukları özellikler kısaca aşağıdaki gibi açıklanabilir:

**I. Kredinin Büyüklüğü:** Sendikasyon, borç vermekten doğan riskin dağıtıldığı bir tekniktir. Bu nedenle tek bir bankanın kendi portföyüne rahatça alabileceği kadar küçük miktarda krediler için pek uygun değildir. Bazen borçlunun kredi ihtiyacı çeşitli nedenlerle bir bankanın tek başına sağlayabileceğinin çok üzerine çıkabilir. Az sayıda banka bu krediyi sağlayabiliyorsa, bu bir "Kulüp Kredisi" olur. Ancak bu kredinin sağlanması için az sayıda katılımcı yetmiyorsa, daha büyük bir grubun konsorsiyum oluşturarak tam bir sendikasyon kredisini sağlaması gerekebilir. Bir kulüp kredisinde kredi verenler genellikle benzer miktarlarla krediye katılırlar. Çok sayıda bankanın katıldığı bir sendikasyon kredisinde ise katılımcı bankaların birbirinden farklı miktarlarla krediye katılması daha olasıdır ve katılım miktarlarının farkı, bankaların sendikasyondaki statülerinden anlaşılabilir. Örneğin, "lider banka", "yönetici yardımcısı" ve "katılımcı" gibi isimler bu statüyü belirtir.

**II. Vade:** Sendikasyon kredileri genellikle orta ve uzun vadeli olurlar, ancak kısa vadeli olmamaları için de hiç bir neden yoktur. Sendikasyon tekniğinin kısa vadeli krediler için uygulanmasındaki sınırlama, sendikasyon kredisinin düzenlenmesinin zorluğu ve karmaşık bir süreç oluşudur. Kısa vadeli bir kredi için borçlu bu uğraşları karşılayacak maliyeti kabul etmeyebilir.

**III. Değişken Faiz:** Sendikasyon kredileri sabit faizden çok değişken faizle fiyatlandırılırlar. Bu fiyat, fonun kredi verenlere maliyeti ve bunun üzerine eklenen bir marjın toplamı olarak ifade edilir. En çok LIBOR faiz oranı kullanılır. Bu tür kredilere sabit faiz de uygulanabilir, ancak bankalar orta ve uzun vadede kullandıkları fonun kendilerine maliyetinin artabileceğini göz önünde bulundurarak, sabit faiz riskini üzerlerine almak istemezler.

**IV. Ortak Faiz Oranı:** Sendikasyon kredilerini birebir kredilerden ayıran özelliklerden biri borçlunun kredi verenlere aynı faiz oranı üzerinden faiz ödemesidir. Ancak kredi birden fazla dilimden oluşuyorsa, her dilimin diğerinden farklı bir faiz oranı olabilir ama yine de bir dilime katılmış bankalar aynı faiz oranına tabi olurlar. Oysa borçlu bu bankalarla ayrı ayrı anlaşmalar imzalamış olsaydı, büyük bir olasılıkla her birinden farklı faiz oranlarıyla borçlanacaktı.

**V. Sorumlulukların Ayrılığı:** Krediyeye katılan kredi verenlerin her birinin sorumlulukları diğerlerinden ayrıdır, yani her kredi veren kendi katılım payından sorumludur ve diğerinin taahhüdünü yerine getirmek zorunda değildir.

**VI. Dokümantasyon:** Ortak kredi dokümantasyonu, kredi verenlerin borçluya verdikleri kredinin bütün hüküm ve koşullarını içermesi nedeniyle sendikasyon kredilerinin esas özelliklerinden biridir. Eğer ortak bir dokümantasyon olmasaydı, kredi seri birebir kredi anlaşmalarından oluşurdu. Dokümantasyon, vadesi boyunca kredinin nasıl yönetileceğini, bir sorun çıktığı zaman nasıl bir işlem yapılması gerektiğini açıklaması bakımından önemlidir.

**VII. Açıklık:** Sendikasyon kredileri hacimlerinin büyüklüğü ve krediyeye katılan bankaların çokluğu ve dağılımı nedeniyle borçlunun faaliyetlerini yürütmesini sağlayan fonun önemli bir kısmını oluşturur. Bunun sonucu olarak çoğu borçlu kredinin piyasada bilinmesinden faydalanmak ister. Bir borçlu lehine özellikle iyi tanınan bankalardan oluşan bir konsorsiyum tarafından büyük miktarda bir sendikasyon kredisinin düzenlenmiş olması, o borçlunun itibarını artırır. Bir krediyeye en göze çarpan şekilde duyurmanın bir yolu "mezartaşı" (tombostone)" dır. Bu şekilde, kredi tamamlandıktan ve kredi anlaşması imzalandıktan sonra istenilen gazete ve dergide yayınlanır (Parasız, 2009, s.736-737).

### 2.3 Genel Olarak Sendikasyon Kredileri

Sendikasyon kredilerinin hem kredi veren bankalar hem de kredi kullanan bankalar açısından çeşitli avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Söz konusu bu avantaj ve dezavantajlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

Sendikasyon kredilerinin borç verenler açısından en önemli avantajı çeşitlendirilen kredi portföyü sayesinde riskin paylaşılmasıdır. Bunun yanında sağladığı krediyeye müşterisinin finansal olarak gelişmesine katkıda bulunan banka ile müşteri ilişkileri güçlenir. Ayrıca banka, müşterisi için sendikasyon kredisini düzenleyerek komisyon kazancı elde eder. Borçlu için en önemli avantaj ise kredinin miktarıdır. Borçlunun büyük miktardaki kredi gereksinimi sendikasyon sayesinde çok kısa sürede sağlanmaktadır. Ayrıca tek bir amaç için kullanılacak olan birden fazla kredi yerine tek ve büyük miktarda bir krediyeye yönetmek daha kolay olacaktır. Borçlu için bir diğer avantaj ise, fonun belirli bir süre boyunca sağlanacağından emin olmasıdır. Borçlu, krediyeye kullanarak gerçekleştirmeye başladığı faaliyetlerin yarım kalması tehlikesiyle karşı karşıya olmaz. Sendikasyon yoluyla borçlu, kendisini tanımayan ve bu nedenle sendikasyon kredisindeki kadar düşük maliyete kredi vermeyecek bankalardan oluşan geniş bir bankalar topluluğuna ulaşır (Parasız, 2009, s.737-738).

Sendikasyonların bankalar için dezavantajlı yanı ise uluslararası kredi portföyünün genişlemesi ve bu portföyün borç verilecek ülke veya kurumla ilgili olarak birçok değişikliğe bağlantılı olması sonucu kredi analizinin sağlıklı yapılamamasıdır. Bir diğer durum ise uluslararası piyasalarda ortaya çıkabilecek kriz tehlikesi ve bankaların açmış oldukları kredilerde geri ödenmemesi durumunun ortaya çıkmasıdır. Ek olarak kredinin onaylanması, ülke veya kurum limitlerinin belirlenmesi ve kredi değerliliğinin tespiti gibi işlemlerin zor ve karmaşık bir süreç içermesi diğer dezavantajlı durum olarak özetlenebilir. Diğer yandan borçlu için dezavantajlı durum olarak kredilere ilişkin yapılan vergi düzenlemelerinin ve fon

kesintilerinin maliyetleri yükseltmesi söylenebilir. Ayrıca kredi verenlerin faiz ve komisyonlara ek olarak diğer bankacılık faaliyetleri ile ilgili ek yükümlülükler getirmesi de bir diğer dezavantajdır (Akdağ, 2009, s.141).

## 2.4. Türkiye’de Sendikasyon Kredileri

Ülkemizde 1980’li yıllarda kambiyo rejiminde meydana gelen liberalleşme sonucunda özel kuruluşlara da yurt dışından borçlanabilme olanağı sağlanmıştır. 32 Sayılı Karar ile özel sektör kuruluşları da kendi nam ve hesaplarına uluslararası piyasalardan değişik isimler altında kredi almışlardır. Bu bağlamda dünyada yaygın olarak kullanılan sendikasyon kredileri, ülkemiz girişimcilerine cazip olanaklar sunmuştur (Yılmaz, 2003, s.145).

Tüm dünyada İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra kullanılmaya başlanılan sendikasyon kredisi yöntemiyle ülke ve bankalara kaynak sağlanması işlemine ülkemizde yoğun olarak 1989 yılında başlanmıştır. Özellikle bankalarımız 1990’lı yılların başında çok farklı ülke bankalarından sendikasyon kredileri temin etmişlerdir. Bu dönemde bankalarımızca yurtdışından sağlanan sendikasyon kredileri, genellikle ihracatın finansmanında kullanılmıştır (Yılmaz, 2003, s.150). Ticari bankaların sağlamış oldukları krediler dünya örnekleri ile karşılaştırıldığında, Türkiye’nin sendikasyon kredi piyasasından edindiği fonlar vade ve maliyetler açısından önemli farklılıklar göstermektedir. Türk bankalarınca genelde 1 yıllık vade ile kullanılan sendikasyon kredileri, bankaların uluslararası piyasalarda itibarının azalması ve ülke riskinin yükselmesi gibi faktörler söz konusu olması halinde yenilenememe sorunuyla karşı karşıya kalabilmektedir (Akdağ, 2009, s.148).

2000’li yılların başında yakalanan göreceli istikrarlı ekonomi ortamının da etkisiyle kullanım tutarı giderek artan sendikasyon kredileri, seküritizasyon kredileriyle birlikte günümüzde ticari bankaların önemli finansman kaynaklarından biri konumuna gelmiştir (Kutlu, Demirci, Güner, 2012, s.633). Genel olarak uluslararası piyasalardan temin edilen sendikasyon kredileri krizlerin etkin olduğu istisnai dönemler dışında bankacılık sektörüne olumlu etkiler bırakmıştır. Türkiye’de bankaların yurt dışı bankalardan sağlamış oldukları fonlardaki gelişim durumu 2013 ve 2014 yılı itibarıyla aşağıdaki Tablo 1’de sunulmuştur.

**Tablo 1: Yurt Dışı Bankalardan Sağlanan Fonlar**

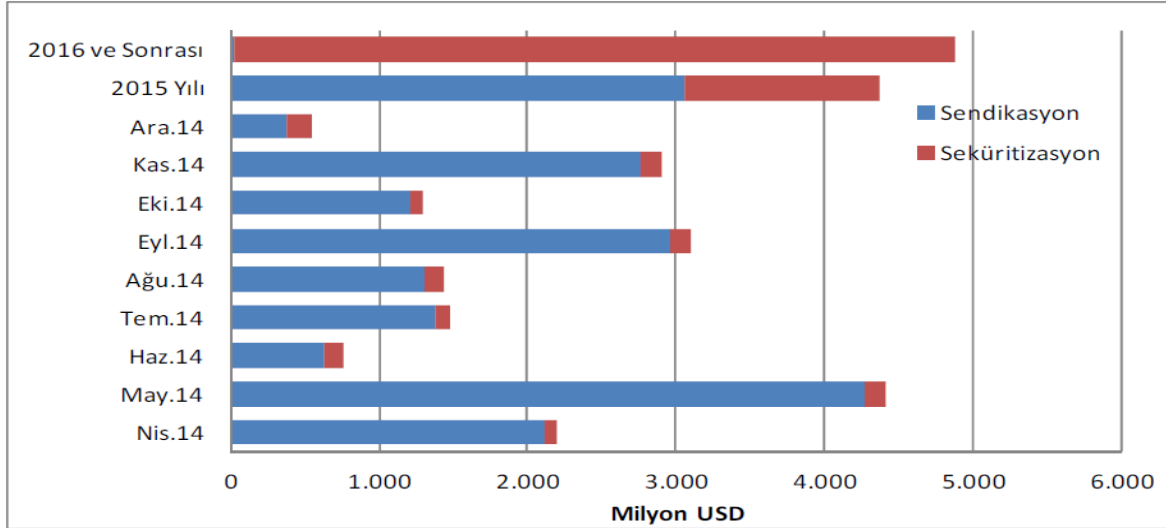
(milyon USD)	Değişim									
	Mart 2013		Aralık 2013		Mart 2014		Mart 2014		Mart 2014	
	Tutar	% Pay	Tutar	% Pay	Tutar	% Pay	Tutar	(%)	Tutar	(%)
Mevduat	17.777	14,7	17.555	12,7	17.407	12,7	-370	-2,1	-148	-0,8
Kredi	52.858	43,6	59.755	43,2	61.168	44,6	8.309	15,7	1.413	2,4
Sendikasyon	16.783	13,9	20.044	14,5	20.127	14,7	3.344	19,9	83	0,4
Seküritizasyon	6.433	5,3	7.732	5,6	7.254	5,3	822	12,8	-478	-6,2
Repo	19.884	16,4	23.444	17,0	20.982	15,3	1.098	5,5	-2.462	-10,5
Sermaye Benzeri Krediler	7.393	6,1	9.464	6,8	9.942	7,3	2.549	34,5	478	5,0
Diğer*	16	0,0	241	0,2	197	0,1	181	1107,5	-43	-17,9
<b>TOPLAM**</b>	<b>121.144</b>	<b>100,0</b>	<b>138.235</b>	<b>100,0</b>	<b>137.077</b>	<b>100,0</b>	<b>15.933</b>	<b>13,2</b>	<b>-1.158</b>	<b>-0,8</b>

yüzde

Olumsuz piyasa koşullarına rağmen bankacılık sektörü 2014 yılında; krediler, zorunlu karşılıklar ve menkul değerlerden kaynaklanan aktif büyümesini, büyük ölçüde mevduat ve repo ile fonlamıştır (BDDK, 2014, s.5). Bir yıllık dönemde sektörün yurtdışı bankalardan temin ettiği borçların toplamı yüzde 13,2 oranında (15,9 milyar ABD Doları) artış göstererek 137,1 milyar ABD Dolarına yükselmiştir. Yurtdışı bankalardan sağlanan fonların gelişimine bakıldığında; mevduat hariç tüm işlem türlerinde yükseliş gözlenirken, en yüksek tutarlı artış 8,3 milyar ABD Doları (yüzde 15,7) ile krediler kaleminde gerçekleşmiştir. Ayrıca

sendikasyon ve sekürütizasyon kredilerinde 4,2 milyar ABD Doları (yüzde 17,9), sermaye benzeri kredilerde 2,5 milyar ABD Doları (yüzde 34,5) ve repodan sağlanan fonlarda 1 milyar ABD Doları (yüzde 5,5) artış görülmüştür.

**Grafik 1: Sendikasyon ve Sekürütizasyon Geri Ödeme Planı**



Kaynak: BDDK, 2014.

2014 yılının ilk çeyreğinde vadesi dolan sendikasyon kredilerinin tamamının yenilendiği gözlenmiştir. Sektör genelinde bankaların, sendikasyon kredilerini yenilemekte problem yaşamadığı değerlendirilmektedir. Mart 2014 döneminde sendikasyon ve sekürütizasyon kredilerinin yurtdışı bankalardan sağlanan toplam yurtdışı fonlar içindeki payı yüzde 20, toplam yabancı kaynaklar içindeki payı ise yüzde 3,7 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2016 ve sonrası için sendikasyon kredisi kullanımına ilişkin veriler 2015 yılı itibarıyla vadesi dolan sendikasyon kredilerinin yenilenmesi ile izlenecektir.

### 3. Literatür İncelemesi

Olay çalışması yöntemi kullanılarak yapılan ilk çalışma 1933 yılında Dolley tarafından hisse senedi bölünmelerinin fiyata etkilerinin incelenmesi amacıyla yapılan çalışmadır. Bu tarihten 1960'lı yıllara kadar olay çalışması yöntemi geliştirilerek birçok çalışmada kullanılmıştır. Myers ve Bükey 1948 yılında; Barker 1956, 1957 ve 1958 yıllarında; Ashley 1962 yılında yaptıkları çalışmalarda olay çalışması yöntemini kullanmışlardır. Ancak, günümüzde kullanılan olay çalışması yöntemi; şirket kazançlarının duyurulmasının hisse senedi fiyatlarına etkisinin incelendiği çalışmayla Ball ve Brown tarafından 1968 yılında ortaya konmuştur. 1969 yılında Fama, Fisher, Jensen ve Roll tarafından yapılan başka bir çalışmada ise, eş zamanlı temettü artışlarının etkileri ortadan kaldırıldıktan sonra, hisse senedi bölünmelerinin fiyatlara etkisi olay çalışması yöntemiyle incelenmiştir. Bu öncü çalışmalardan sonra, temel yöntem ile ilgili bazı değişiklikler öne süren çalışmalar yapılmıştır. Brown ve Waner, 1980 ve 1985 yıllarında yapmış oldukları çalışmalarda bu değişikliklerin birçoğunun önemini tartışmışlardır (Campell vd, 1997, s.149-150; Çakır ve Gülcan, 2012, s.82). Oldukça farklı alanda ve konuda olay çalışması yöntemi ile ilgili araştırmalar yapılmış olsa da sendikasyon kredilerine ilişkin çalışmalara bu durumun aksine daha az rastlanmaktadır. Konuya ilişkin bazı çalışmaları özetle şunlardır;

Billett, Flannery ve Garfinkel (1995), Amerika'da 1980-1989 yılları arasında gerçekleşen 626 kredi anlaşmasının etkilerini olay çalışması yöntemi ile analiz etmişlerdir. Yapılan analizde kredi anlaşmalarının olay gününde pozitif ve anlamlı anormal getiriye sahip oldukları tespit edilmiştir. Bankalarca gerçekleştirilen krediler pozitif anormal getiriye

sahipken, banka dışı kurumlarca gerçekleştirilen kredilerde kredi ilanının anormal getiriye neden olmadığı belirtilmiştir.

Aynı şekilde Megginson, Poulsen ve Sinkey (1995) Amerika'da 1966-1989 yılları arasında gerçekleşen 774 sendikasyon kredisi anlaşmasının ilanının etkilerini olay çalışması yöntemi ile analiz etmişlerdir. Kredilerin verilmiş yerlerine göre Latin Amerika'daki gelişmekte olan ülkelere verilen sendikasyon kredilerinin negatif kümülatif anormal getiri ürettiği tespit edilirken, diğer gelişmekte olan ülkelere verilen sendikasyon kredilerinde ise anlamlı bir etki tespit edilememiştir. Çalışmada ayrıca devletlere ve şirketlere verilen kredilerin etkileri üzerine de değinilmiştir.

Aintablian ve Roberts (2000), Kanada'da 1988-1995 yılları arasındaki 137 kredi anlaşmasını olay çalışması yöntemi ile analiz etmişlerdir. Bankalarca gerçekleştirilen 122 kredinin pozitif anormal getiriye sahip olduğuna, banka dışı kurumlarca gerçekleştirilen 15 kredinin ise herhangi bir anormal getiriye neden olmadığına değinilmiştir. Aynı çalışmada kredilerin yenilenmesi veya uzatılması ile ilgili analizlere de yer verilmiştir.

Dennis ve Mullineaux (2000), 1987-1995 yılları arasında gerçekleşen 3410 kredi anlaşmasını analiz etmişlerdir. Bu kredi anlaşmalarından 1526'sı sendikasyon kredisidir. Çalışmada sendikasyon kredilerini belirleyen öncelikli faktörlerin borç talep edenin karakteristik yapısı ve lider bankanın bilanço özellikleri olduğu sonucuna varmışlardır.

Fery, Gasbarro, Woodliff ve Zumwalt (2003) ise, Avustralya'da 1983-1999 dönemlerinde gerçekleşen 196 kredi anlaşmasının etkilerini olay çalışması yöntemi ile analiz etmişlerdir. Olay penceresinin 3 gün alındığı çalışmada kredi anlaşmalarının pozitif ve anlamlı kümülatif anormal getiriye sahip olduklarını tespit etmişlerdir. Çalışmada ayrıca krediler: yerli ya da yabancı banka tarafından sağlanmasına, bir ya da birden çok banka tarafından sağlanmasına ve verilmiş amaçlarına göre de sınıflandırılarak anormal getiri testine tabi tutulmuştur.

Gasbarro, Le, Schwebach ve Zumwalt (2004) 1995-2000 yılları arasındaki 2061 sendikasyon kredisi anlaşmasının etkilerini olay çalışması metodu ile analiz etmişlerdir. Sonuçlar sendikasyon anlaşmasının pozitif ve anlamlı anormal getiriler ürettiği yönündedir. Çalışmada ayrıca sendikasyon kredilerinin ilanında bilgi sızması olabileceği iddia edilmiş ve bu durumun sonuçları etkileyebileceği de ifade edilmiştir.

Pyles ve Mullineax (2007) 1999-2003 yılları arasında 2503 kredi kullanımından yola çıkarak borçluların kredi derecelendirmelerini izlemişler ve kredi satışları üzerindeki kısıtlamaları iki türde incelemişlerdir. Çalışmada küçük ve nispeten daha zayıf kredi derecelendirmesi bulunan borçluların kredi satış kısıtlamaları ile karşılaştıkları sonucuna ulaşmışlardır.

Dolvin, Pyles ve Woodside (2007) 1472 adet sendikasyon kredisi kullanımını örnek olarak kullandıkları çalışmada bu krediler ile anormal getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Borçlu için koyulan kredi satış kısıtlamaları ile kredilerin kısa vadeli getirileri arasında negatif ilişki bulmuşlardır.

Türkiye'de ise benzer çalışma Çukur, Eryiğit ve Duran (2008) tarafından yapılmıştır. Çalışmada Türkiye'deki sendikasyon ve seküritizasyon kredilerinin borsadaki olası etkileri olay çalışması yöntemiyle test edilmiştir. Olay penceresinin (-10,+10) gün alındığı analizde önemli düzeyde pozitif veya negatif anormal getiri gözlemlenmiştir. Sendikasyon kredilerine nazaran seküritizasyon anlaşmalarının ilan edildiği günde daha yüksek oranda bir anormal getiri tespit edilmiştir

#### **4. Sendikasyon Kredisi Kullanımının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi**

##### **4.1. Çalışmanın Amacı, Kapsamı ve Sınırlılıkları**

Çalışmada temel olarak, hisse senetleri BIST’ de 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. Bir başka ifadeyle, sendikasyon kredilerine ilişkin bankalarca kamuya açıklanan bilgiler vasıtasıyla, bankaların hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilip edilmeyeceği araştırılmıştır. Bu yolla daha önceki yapılmış çalışmalara da farklı bir alanda ve konuda katkı sağlanmış olacaktır. Bu çalışmanın kapsamını, hisse senetleri BIST’ de işlem gören ve dört yıllık periyotta 01.01.2010 – 31.12.2013 tarihleri arasında Kamuyu Aydınlatma Platformuna (KAP) sendikasyon kredisi anlaşmalarına ilişkin açıklama yapmış bankalar oluşturmaktadır.

Şirketlerin geçmiş hisse fiyatlarının yanı sıra mali tabloları, yönetim kaliteleri, kazanç tahminleri, muhasebe uygulamaları gibi kamuya açıklanan bilgilerinin de mevcut hisse senedi fiyatlarına yansıdığı kabul edilmektedir. Fama (1970)’ya göre, piyasanın etkinlik ölçütü; menkul kıymet fiyatlarının, piyasaya ilişkin bilgiler yoluyla tahmin edilebilirlik derecesidir. Yani bir piyasa, mevcut bilgiler fiyatlara yansıdığı ölçüde etkin olmaktadır. Bu noktada, bilgi yönetiminin önemi ortaya çıkmaktadır. Daha tecrübeli, bilgili yatırımcılar ve bilgi teknolojilerindeki ilerlemeler borsayı daha etkin kılmaktadır (Demireli, vd, 2010; 54). Piyasa etkinliğine dair pek çok çalışma yapılmıştır. Literatürde yer alan bu çalışmalardan bazıları şunlardır; Worthington ve Higgs (2005) gelişmekte olan Asya ülkelerinin borsaları ile gelişmiş bazı ülkelerin borsalarını etkinlik testine tabi tutmuşlardır. Sadece Hong-Kong, Yeni Zelanda ve Japonya borsaları zayıf formda etkin bulunmuştur. Ma ve Barnes (2001) Çin borsalarını etkinlik testine tabi tutmuş ve hem Shanghai hem de Shenzhen borsalarının 1990-1998 tarihlerinde zayıf formda dahi etkin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Awad ve Draghma (2009) Filistin borsasının etkinliğini run testi yöntemiyle araştırmış ve ilgili piyasanın zayıf formda dahi etkin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Literatürde yarı güçlü formda etkin piyasa hipotezi olarak kamuya açıklanan bilgiler vasıtasıyla anormal getiriler elde edilebileceğini belirleyen uygulamalı çalışmalar da bulunmaktadır (Kandır ve Yakar, 2012, s. 173). Bilindiği üzere, Türkiye’de borsaya kayıtlı tüm şirketler, kendileri ile ilgili ve sonuçları kamuyu ilgilendiren olumlu ya da olumsuz her türlü bilgiyi BIST aracılığı ile herkese duyurmak zorundadır. Çünkü Etkin Piyasalar Hipotezi’ne göre bir piyasanın yarı-güçlü formda etkin olması halinde, o piyasada kamuya açıklanan şirketlere özel bilgiler yardımıyla anormal bir getiri elde edilemeyeceğini savunmaktadır. Ancak, piyasaların etkin olmaması durumunda ise kamuya açıklanacak bu tür bilgiler sayesinde yatırımcılar anormal getiriler elde edebileceklerdir (Sakarya, 2011,s.151). Buradan hareketle sendikasyon kredisine dair açıklamaların piyasanın etkinlik derecesi üzerindeki olumlu ya da olumsuz katkıları da söz konusu olabilecektir.

Çalışma kapsamında yer alan bankaların hisse senetlerine ait getiriler [www.paragaranti.com](http://www.paragaranti.com) adresinden alınmıştır. Sendikasyon kredisi kullanımına dair açıklamalar ise Kamuyu Aydınlatma Platformundan (KAP) temin edilmiştir. Çalışma kapsamında yer alan bankalara ait bilgiler aşağıdaki Tablo 2’de sunulmuştur. Diğer bir ifadeyle Tablo 2’de bankaların kullanmış oldukları sendikasyon kredilerinin tarihleri yer almaktadır. Bu çalışma bankaların toplamda 11 günlük getirilerini kapsayacak şekilde yapılmıştır. Çalışma kapsamında toplam 16 bankaya ait veriler incelenmiş ve 13 bankanın verisi değerlendirmeye alınmıştır. Kamu-özel kalkınma ve yatırım bankaları kapsam dışı bırakılmıştır.

Çalışmanın uygulamasında ilk olarak her bir banka için örnek olay olarak belirlenen imzalanan sendikasyon kredisi sözleşmelerinin açıklandığı günün 5 gün öncesi ve 5 gün



sonrasını kapsayan günlük getiri oranlarına ulaşılmıştır. Bu günlük getirilerden yararlanılarak da olay çalışması için gerekli hesaplamalar yapılarak bankaların imzaladıkları sendikasyon kredisi sözleşmelerine ait duyuruların ilgili bankaların hisse senetlerinde anormal bir getiri sağlayıp sağlamadığı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Literatürde kısa dönem performans üzerine yapılan çalışmalarda kullanılan zaman periyodu bir iki gün ile altı ay arasında değişmektedir (Ünlü ve Ersoy, 2008, s.248). Olay penceresinin uzun seçilmesi istatistiksel olarak çalışmanın gücünü azaltabilmekte ve olayın anlamlılığı hakkında yanlış değerlendirmelere neden olabilmektedir. Buna karşın olay penceresinin kısa olması, olayın önemli etkilerini net olarak yansıtabilir (Sakarya, 2011, s. 152).

Bankaların sendikasyon kredisi sözleşmesi imzaladıklarına ilişkin açıklamalarından önce kredi veren kuruluşlarla görüşmeleri yapmak, teklifleri değerlendirmek ve kredi anlaşmasını imzalamak üzere görevlendirilmiş kişi ya da konsorsiyuma yetki verildiğine dair Kap'ta yapılan özel durum açıklamaları çalışmanın kapsamına alınmamıştır. Veri toplama esnasında bazı bankaların yetkilendirmeye ait açıklamanın birkaç gün sonrasında kredi sözleşmesinin imzalandığını da kamuoyu ile paylaştığı görülürken bazılarının ise 90 günü bulan aralıklarla ilgili açıklamaları yaptığı tespit edilmiştir. Ayrıca yetkilendirme açıklaması dahi yapmadan kredi sözleşmesinin imzalandığını bildiren bankalar da söz konusudur. Bu gerekçelerle çalışmada sendikasyon kredisi temini için yetkilendirmeye dair açıklamalar kapsam dışında tutulmuştur. Bu durum çalışmamızın temel kısıtını oluşturmaktadır.

**Tablo 2: 01.01.2010-31.12.2013 Tarihleri Arasında KAP' da Sendikasyon Kredisi Kullanım Açıklaması Yapmış Bankalara İlişkin Bilgiler ve Olay Tarihleri**

Bankalar	Olay Tarihi			
	2010	2011	2012	2013
Banka 1	25.03.2010	23.03.2011	20.03.2012	21.03.2013
	18.08.2010	17.08.2011	17.08.2012	16.08.2013
Banka 2	15.09.2010	15.09.2011	13.09.2012	24.09.2013
Banka 3	04.05.2010	09.05.2011	29.05.2012	11.06.2013
Banka 4	09.04.2010	31.03.2011	19.04.2012	02.05.2013
Banka 5	01.10.2010	25.10.2011	14.11.2012	22.11.2013
Banka 6	29.11.2010	01.12.2011	29.11.2012	28.11.2013
Banka 7	05.05.2010	10.05.2011	03.05.2012	02.05.2013
	30.11.2010	29.11.2011	23.11.2012	29.11.2013
Banka 8	15.07.2010	29.06.2011	27.06.2012	26.06.2013
Banka 9	25.05.2010	16.05.2011	08.05.2012	09.05.2013
	20.09.2010	14.09.2011	12.09.2012	12.09.2013
Banka 10	24.12.2010	16.12.2011	20.12.2012	26.06.2013
Banka 11	03.09.2010	26.08.2011	24.08.2012	22.08.2013
Banka 12	24.03.2010	07.09.2011	11.04.2012	11.04.2013
	02.09.2010	-	18.09.2012	20.09.2013
Banka 13	22.04.2010	20.04.2011	27.04.2012	27.09.2013
	30.09.2010	30.09.2011	27.09.2012	02.05.2013

#### 4.2. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmamızda, olay çalışması (evet study) yönteminden faydalanılmıştır. Kamuya açıklanan bilgilerin hisse senedi fiyatlarına tam ve hızlı biçimde yansımaları yarı güçlü formda etkin piyasalar için gerekli bir koşuldur. Bu çerçevede, olay çalışması yöntemi, hisse senedi piyasalarının yarı güçlü formda etkinliğinin test edilmesi için yaygın olarak kullanılan bir araç haline gelmiştir (Fama, 1991; Kandır ve Yakar, 2012, s.174). Akademik muhasebe ve finans

alanında olay çalışması yöntemi, şirkete özgü ve genel ekonomik olaylarla çeşitlendirilerek uygulanmıştır (Campbell vd., 1997, s.149). Kısaca olay çalışması belirli bir periyot veya birkaç periyotta bir olayın etkisi hakkında sonuç çıkarma ve tahminde bulunmaya imkan tanıyan ekonometrik bir yaklaşımdır (Serra, 2002, s.5). Diğer bir ifadeyle olay çalışması, bir olay gerçekleştiğinde piyasanın buna verdiği olağandışı tepkiyi ölçmede kullanılan bir yaklaşımdır. Olağandışı getiriler (Abnormal Return-AR) olay çalışmalarının çıkış noktasını oluşturmaktadır. Olay çalışmaları belirli bir olayın bir şirketin değeri üzerindeki etkilerine odaklanmaktadır. Şirket değerinde yaşanan bu olay kaynaklı değişimlerin olağandışı getiriler olarak ortaya çıkması beklenmektedir (Mutan ve Topcu, 2009, s. 1).

Olay çalışmalarının amacı, bir olayın piyasaya ilk duyurulduğu tarih etrafında fazla bir getirinin sağlanıp sağlanmadığının tespit edilmesidir. Fazla getiriler, ilgili haberlerin piyasaya duyurulmaması halinde elde edilecek olan normal getirilerden yüksek veya düşük olan getirilerdir. Bu getiriler genellikle, olay tarihindeki toplam pazar endeksi getirisinin performansı ile ilişkilendirilir (Cowan, 1992; Kaderli, 2007, s.147). Bir piyasanın etkinliği konusundaki en açık deliller de yine, günlük getiriler kullanılarak yapılan olay çalışmalarından sağlanmaktadır. Olay çalışmalarının yararı, fiyatların bilgilere göre ayarlanma hızına bir çerçeve sunmasıdır. Çünkü, fiyatları önemli ölçüde etkileyecek olan bir olayın tarihi tam olarak biliniyorsa, beklenen getirilerden anormal günlük getirileri belirlemeye çalışmak anlamsız olacaktır (Başoğlu vd., 2001, s.186). Olay çalışması ile ilgili olarak tek bir model olmamakla birlikte çoğu finansal olay çalışmasında birbirini izleyen dört adım bulunmaktadır (Sakarya, 2011, s.153). Bunlar; (1) Olayın tanımlanması, (2) Olay penceresinin tanımlanması, (3) Olayın etkilerinin değerlendirilmesi ve (4) Modelin kurulup test edilerek sonuçların değerlendirilmesidir.

Çalışmamızda olay “bankaların sendikasyon kredisi kullanımı açıklamaları”, olayın gerçekleşme zamanı “sendikasyon kredisi sözleşmelerine ilişkin açıklama tarihleri”, olay penceresi ise açıklamanın yapıldığı olay gününün 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası olarak belirlenmiştir. Olayın etkilerinin değerlendirilmesi ve modelin kurularak test edilmesi aşamaları ise aşağıdaki gibi formüle edilebilir (Tuominen, 2005, s. 50; Sakarya, 2011, s. 153-156);

Anormal Getiri ( $AR_{it}$ ) = Fiili Getiri Oranı – Pazar Getiri Oranı

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

Eşitlikteki,  $AR_{it}$  i hisse senedi için t günündeki anormal getiriyi,  $R_{it}$  i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini,  $R_{mt}$  i hisse senedinin t günündeki pazar getirisini (Normal beklenen getiriyi) göstermektedir. Burada ifade edilen Fiili Getiri ( $R_{it}$  Hisse Senedi Getirisi) ise aşağıdaki eşitlik (2) yardımıyla hesaplanabilir;

$$R_{it} = (D + P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \quad (2)$$

Eşitlikteki,  $R_{it}$  i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini,  $P_{it}$  i hisse senedinin t günü kapanış fiyatını,  $P_{it-1}$  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;

$$R_{mt} = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1} \quad (3)$$

Eşitlikteki,  $R_{mt}$  pazara ilişkin günlük getiriyi,  $I_t$  BIST 100 Endeksinin t günündeki kapanış değerini,  $I_{t-1}$  BIST 100 Endeksinin t - 1 günündeki kapanış değerini göstermektedir. Anormal getiri tanımlanmadan önce, bir normal getiri modeli belirlenmelidir. Bu formülde yer alan normal getiri; piyasa modeli, sabit beklenen getiri modeli, sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, arbitraj fiyatlama modeli gibi modellerden biri kullanılarak hesaplanabilir (Kaderli ve

Demir, 2009, s.50). Bu çalışmada, daha önceki bazı çalışmalarda da yapıldığı gibi (Kaderli, 2007, s. 147-153; Sakarya, 2011, s. 154-156) pazar endeksi getiri oranı kullanılmıştır. Pazar Getiri Oranı'nın hesaplanmasında BIST 100 Endeksi günlük kapanış değerleri kullanılmış ve pazar getirileri yukarıdaki eşitlik (3) yardımı ile hesaplanmıştır.

Olay çalışmalarında amaç, olayın olduğu tarihten önceki ve sonraki günlerde, Ortalama Anormal Getiri (Average Abnormal Return - AAR) ve Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return - CAR) hesaplanmasıdır. Bu noktada AAR ve CAR üç aşamalı bir çalışma ile hesaplanabilmektedir (Tuominen, 2005, s. 50–55);

**Aşama 1:** Uygulamaya konu olan her bir  $i$  şirketinin her bir  $t$  günü için, fiili getiri oranları ( $R_{it}$ ) ile pazar getiri oranı ( $R_{mt}$ ) arasındaki fark alınarak suretiyle, anormal getiri hesaplanır ( $AR_{it}$ ). Bu durum yukarıdaki eşitlik (1) de gösterilmiştir.

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

$$AAR_{it} = \sum_{i=1}^N (1/N)AR_{it} \quad (4)$$

**Aşama 3:** Hesaplanan ortalama anormal getiriler ( $AAR_{it}$ ), sırasıyla birbirleriyle toplanarak, Kümülatif Anormal Getiriler (CAR) elde edilir.

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

Tüm bu aşamalar sonucunda elde edilen kümülatif anormal getiriler 0'dan farklılıklar gösteriyorsa, ilgili olayın duyurulması şirket hisse senetlerini etkileyerek, o hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilmesini mümkün kılıyor demektir. Dolayısıyla, böyle bir piyasa yarı güçlü formda etkin değildir. Ancak, elde edilen kümülatif anormal getirilerin 0'a eşit, ya da 0'a çok yakın olması, ilgili olayın duyurulmasının firmanın hisse senetlerini etkilemediği ve dolayısıyla da o piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu anlamına gelir (Kaderli, 2007, s.148). Eğer piyasa etkin ve yarı güçlü formdaysa, bankaların sendikasyon kredisi kullanımına ilişkin açıklamaları neticesinde banka hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilememesi gerekecektir.

Buradan hareketle hipotezler aşağıdaki gibi kurulabilir;

**$H_0$  Hipotezi:** Bankaların sendikasyon kredisi sözleşmesi imzaladıklarına ilişkin duyurularının, banka hisse senedi getirisine hiçbir etkisi yoktur.

**$H_0$  CAR = 0** şeklinde ifade edilir. Hipotezin kabulü halinde, piyasa yarı güçlü formda etkindir ve anormal getiri söz konusu değildir.

**$H_1$  Hipotezi:** Bankaların sendikasyon kredisi sözleşmesi imzaladıklarına ilişkin duyurularının, banka hisse senedi getirisine etkisi vardır.

$H_1$   $CAR > 0$  şeklinde ifade edilir. Alternatif hipotezdir. Hipotezin kabulü halinde, piyasa yarı güçlü formda etkin değildir ve anormal getiriler söz konusudur.

Bu çalışmada  $H_0$  hipotezi test edilerek BIST' in yarı güçlü formda etkin olup olmadığı sınanmıştır.

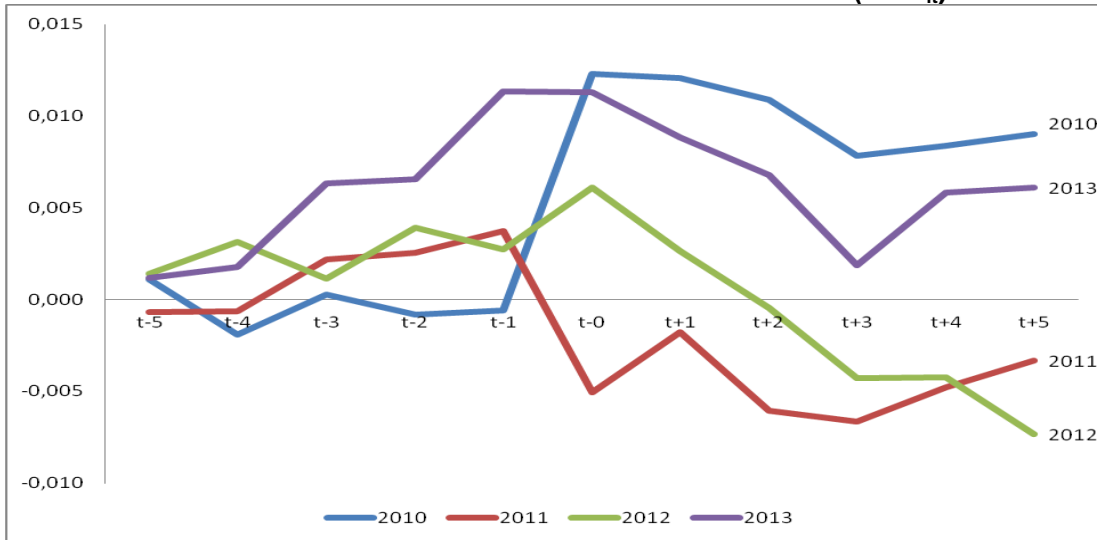
### 4.3. Bulgular ve Değerlendirme

Bankaların 01.01.2010 –31.12.2013 tarihleri arasında yapmış oldukları sendikasyon kredisi sözleşmelerinin kamuoyuna duyurulduğu tarihlerden itibaren 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası ele alınarak günlük fiili getiri oranları hesaplanmıştır. Bu oranlar vasıtasıyla bankalara ait ortalama anormal getiriler ( $AAR_{it}$ ) ve kümülatif anormal getiriler ( $CAR_{it}$ ) bulunmuştur. Elde edilen veriler aşağıdaki Tablo 3, Tablo 4, Tablo 5 ve Tablo 6'da sunulmuştur.

Grafik 2'den de görüleceği gibi 01.01.2010 – 31.12.2013 tarihleri arasında BIST'de işlem gören ve sendikasyon kredisi anlaşması imzalayarak kamuoyuna duyuran bankaların kümülatif anormal getirilerinin yıllara göre, olay tarihinden (t-0) 5 gün önce (t-5) ve 5 gün sonraki (t+5) zaman dilimi içinde sıfırdan farklılıklar gösterdiği tespit edilmiştir.

Sonuçlara göre 13 bankanın toplamda 71 sendikasyon kredisi sözleşmesi imzalandığına dair duyurusunun 2010, 2012 ve 2013 yıllarında kümülatif anormal getirilerin olay tarihinden 3 gün önce (t-3) pozitif yönlü olduğu ve olayın gerçekleştiği güne kadar (t-0) tırmanışa geçerek en yüksek seviyelere ulaştığı görülmektedir. Sendikasyon kredisi kullanımına ilişkin açıklamaların ardından (olay günü t-0) kümülatif getirilerin pozitif yönlü fakat olay tarihinden 3 gün sonrasına kadar (t+3) azalış eğiliminde olduğu görülmektedir.  $CAR > 0$  şeklinde ifade edilebilen bu durumda, sendikasyon kredisi kullanımına ait duyurular vasıtasıyla şirketlere ait hisse senetlerinden anormal getiriler elde etmek söz konusu olabilir. 2011 yılında ise diğer yıllarda yaşanan durumun aksine kümülatif getiriler olay gününden itibaren negatif yönlü seyretmiştir.

**Grafik 2: Yıllara Göre Kümülatif Anormal Getiriler ( $CAR_{it}$ )**



Bankaların sendikasyon kredisi sözleşmesi imzaladıklarına ilişkin duyurularının, banka hisse senedi getirisine etkisinin olup olmadığını kümülatif anormal getiriler yoluyla sektör ortalamaları üzerinden de test etmek mümkündür. Tablo 7'de yıllara göre elde edilmiş kümülatif anormal getiriler (CAR) ve bu getirilerden aritmetik olarak elde edilmiş sektör ortalamaları gösterilmektedir. Grafik 3'de ise bu ortalamalardan elde edilmiş çizelge paylaşılmıştır.

Tablo 3: 2010 Yılı Sendikasyon Kredisi Sözleşmesine Dair Duyuru Yapan Bankaların Ortalama Anormal ve Kümülatif Getirileri

2010	BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		Ort.Anr.Get.	Küm.Ort. Anr.Get.	
	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)			
Olay Zamani																			
t-5	0,000	0,017	0,000	0,005	0,000	0,026	-0,018	-0,003	0,000	0,005	0,003	0,000	0,000	0,000	-0,019	0,000	0,000	0,001	0,001
t-4	0,000	-0,004	0,000	0,007	0,000	0,022	0,000	-0,013	0,000	-0,002	0,003	-0,044	0,000	0,000	0,000	0,006	0,000	-0,003	-0,002
t-3	-0,003	-0,002	0,000	0,000	-0,006	0,029	0,000	0,000	-0,007	0,000	-0,002	0,014	-0,006	0,000	0,000	0,000	0,006	0,002	0,000
t-2	0,002	0,000	0,003	0,000	-0,019	0,000	-0,011	0,000	0,022	0,000	0,002	-0,015	0,002	0,011	-0,011	-0,003	0,006	-0,001	-0,001
t-1	0,018	0,008	0,004	0,015	-0,006	0,000	0,004	-0,007	-0,009	0,000	0,000	-0,006	-0,007	0,002	-0,012	0,003	0,001	0,000	-0,001
t-0	0,039	0,000	-0,007	0,018	0,007	0,004	0,016	0,017	0,019	-0,012	0,002	-0,001	0,011	0,018	0,042	0,036	0,025	0,013	0,012
t+1	-0,007	-0,008	0,017	-0,025	0,000	-0,006	-0,002	0,016	0,008	0,004	-0,006	0,000	0,000	0,002	-0,002	0,000	0,006	0,000	0,012
t+2	0,000	-0,005	-0,024	0,012	0,000	-0,005	-0,017	0,011	0,000	0,010	-0,006	0,000	0,000	0,003	0,000	0,000	0,000	-0,001	0,011
t+3	0,000	0,000	0,000	0,019	-0,004	-0,008	0,000	-0,026	0,000	-0,001	-0,013	0,010	-0,006	0,000	-0,009	0,000	0,000	-0,003	0,008
t+4	-0,001	0,000	0,000	0,000	0,008	-0,009	0,000	0,000	0,001	0,000	0,008	-0,012	-0,016	0,000	0,033	0,016	-0,012	0,001	0,008
t+5	-0,001	-0,002	0,001	0,000	-0,002	0,000	0,015	0,000	-0,010	0,000	0,000	-0,010	-0,004	-0,006	0,006	0,028	0,015	0,001	0,009

Tablo 4: 2011 Yılı Sendikasyon Kredisi Sözleşmesine Dair Duyuru Yapan Bankaların Ortalama Anormal ve Kümülatif Getiriler

2011	BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		Küm.Ort.	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	Anr.Get.
Olay Zamani	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	ARRit (%)	CARRit (%)
t-5	0,005	0,023	0,000	-0,042	0,000	-0,026	0,000	0,017	0,015	0,019	-0,006	-0,024	0,000	0,014	-0,003	0,000	-0,001	-0,001
t-4	0,000	0,000	0,013	0,000	0,027	0,000	-0,019	-0,005	0,000	0,018	-0,026	0,015	-0,016	0,000	0,000	-0,006	0,000	-0,001
t-3	0,000	0,005	0,004	0,024	0,000	-0,031	0,016	0,000	0,000	-0,001	0,014	-0,002	0,005	0,000	0,000	0,013	0,003	0,002
t-2	-0,003	-0,012	0,000	0,004	0,000	-0,016	0,000	0,000	0,015	0,000	-0,001	0,023	-0,006	0,015	-0,006	0,014	0,000	0,003
t-1	0,013	-0,002	0,009	0,000	-0,003	0,026	-0,016	0,000	-0,001	0,000	-0,008	-0,043	-0,010	0,016	-0,002	0,028	0,001	0,004
t-0	-0,018	-0,005	-0,007	0,002	-0,063	-0,028	0,003	-0,013	0,001	-0,001	0,003	0,004	-0,020	-0,004	0,000	0,023	-0,009	-0,005
t+1	0,017	0,004	0,008	0,010	0,017	0,046	-0,015	0,004	0,008	-0,003	-0,004	0,000	0,000	-0,005	-0,003	0,000	0,003	-0,002
t+2	-0,012	0,012	0,000	-0,001	0,000	-0,017	-0,005	-0,013	-0,020	0,002	-0,007	0,000	0,000	-0,010	-0,002	0,000	-0,004	-0,006
t+3	0,000	0,000	0,000	0,000	-0,017	0,000	-0,006	0,008	0,000	0,000	0,000	0,018	0,006	0,000	0,000	-0,006	-0,001	-0,007
t+4	0,000	0,010	0,017	-0,003	0,000	0,050	0,000	0,000	0,000	-0,013	0,000	-0,016	0,000	0,000	0,000	-0,013	0,002	-0,005
t+5	0,005	0,012	0,000	-0,020	0,010	-0,013	0,000	0,000	0,011	0,000	-0,005	0,007	0,000	0,014	0,002	0,006	0,001	-0,003

Tablo 5: 2012 Yılı Sendikasyon Kredisi Sözleşmesine Dair Duyuru Yapan Bankaların Ortalama Anormal ve Kümülatif Getiriler

2012	BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		BANKA		Ort.Anr.Get.	Küm.Ort. Anr.Get.
	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)		
Olay Zamani	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	AARİT (%)	CARİT (%)
t-5	0,016	0,000	0,015	0,000	0,010	0,000	0,000	0,000	-0,014	0,004	0,007	0,000	0,000	-0,014	-0,006	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001
t-4	0,025	0,003	0,002	0,000	-0,015	0,000	-0,002	0,000	0,000	0,007	0,000	0,000	0,000	0,000	0,011	0,000	0,000	0,000	0,002	0,003
t-3	0,000	0,003	-0,010	0,000	-0,009	0,011	-0,017	-0,005	0,000	0,000	0,000	0,000	0,015	0,000	0,000	0,000	-0,011	0,005	-0,002	0,001
t-2	0,000	0,008	0,007	0,000	-0,003	0,002	-0,008	-0,005	0,000	0,000	-0,003	0,020	0,000	0,011	0,000	0,008	0,017	0,003	0,003	0,004
t-1	0,002	0,013	0,006	0,006	-0,032	0,009	-0,009	-0,004	0,008	0,007	-0,012	0,012	0,000	-0,010	-0,001	0,003	0,001	-0,001	0,003	0,003
t-0	0,003	0,010	0,013	-0,011	0,005	0,006	0,000	0,007	0,009	0,000	0,006	0,000	0,012	0,022	-0,007	-0,013	0,001	0,003	0,003	0,006
t+1	0,002	0,000	0,001	-0,005	0,007	0,000	-0,005	-0,005	0,000	0,009	-0,001	-0,004	0,000	-0,012	-0,010	0,000	-0,013	-0,003	0,003	0,003
t+2	0,004	0,000	0,000	-0,043	0,000	0,003	0,000	0,000	-0,010	0,005	0,005	0,000	0,000	-0,013	-0,008	0,000	0,000	-0,003	0,000	0,000
t+3	-0,013	-0,011	0,000	-0,031	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,022	0,000	0,000	-0,011	0,000	0,002	-0,026	0,000	-0,004	-0,004	-0,004
t+4	0,000	0,000	0,008	0,000	0,000	0,000	-0,017	0,000	-0,011	0,000	0,000	-0,002	0,016	0,000	0,000	0,006	0,000	0,000	0,000	-0,004
t+5	0,000	0,015	-0,007	0,000	-0,015	-0,006	-0,010	-0,002	-0,007	0,000	0,001	-0,009	0,005	0,005	0,000	-0,019	-0,002	-0,003	-0,003	-0,007

Tablo 6: 2013 Yılı Sendikasyon Kredisi Sözleşmesine Dair Duyuru Yapan Bankaların Ortalama Anormal ve Kümülatif Getiriler

2013	BANKA	BANKA	BANKA	BANKA	BANKA	BANKA	BANKA	BANKA	BANKA	BANKA	BANKA	BANKA	BANKA	BANKA	BANKA	Ort.Anr.Get.	Küm.Ort. Anr.Get.	
	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	ARİT (%)	
Olay Zamani	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13					
t-5	0,013	0,000	-0,023	0,039	0,000	0,000	0,000	-0,013	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001
t-4	0,000	0,030	0,009	-0,024	0,000	-0,020	0,000	0,009	0,000	0,000	0,000	0,006	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001	0,002
t-3	-0,003	0,004	0,000	0,000	0,037	-0,005	0,008	-0,008	0,006	0,000	0,025	-0,005	0,014	0,007	0,006	0,005	0,006	0,006
t-2	0,017	0,002	0,000	0,008	-0,023	0,006	0,002	-0,002	0,001	0,050	-0,007	0,003	-0,007	0,000	-0,015	0,000	0,007	0,007
t-1	-0,020	0,000	0,025	0,000	-0,001	0,006	0,000	0,008	0,017	-0,008	0,039	0,015	0,029	0,000	0,004	0,005	0,011	0,011
t-0	-0,014	0,007	0,010	-0,012	-0,006	0,004	0,025	-0,005	-0,008	-0,016	0,011	0,004	-0,015	0,009	-0,010	0,000	0,011	0,011
t+1	0,008	0,000	-0,002	0,009	0,000	-0,016	0,000	0,008	0,001	-0,042	0,010	0,005	0,000	-0,005	0,000	-0,002	0,009	0,009
t+2	-0,007	0,000	0,008	0,000	0,000	0,000	-0,005	-0,022	0,000	-0,012	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-0,002	0,007	0,007
t+3	0,000	-0,020	0,005	-0,042	-0,005	0,011	0,000	-0,003	0,000	0,000	0,000	0,000	-0,020	0,000	-0,014	-0,005	0,002	0,002
t+4	-0,004	0,000	0,000	-0,003	0,004	0,018	0,016	-0,012	-0,002	0,000	-0,008	0,031	0,009	-0,001	0,011	0,004	0,006	0,006
t+5	-0,008	0,006	0,000	0,003	0,002	-0,013	-0,022	0,011	0,007	0,005	0,006	-0,008	-0,007	0,007	-0,002	0,000	0,006	0,006

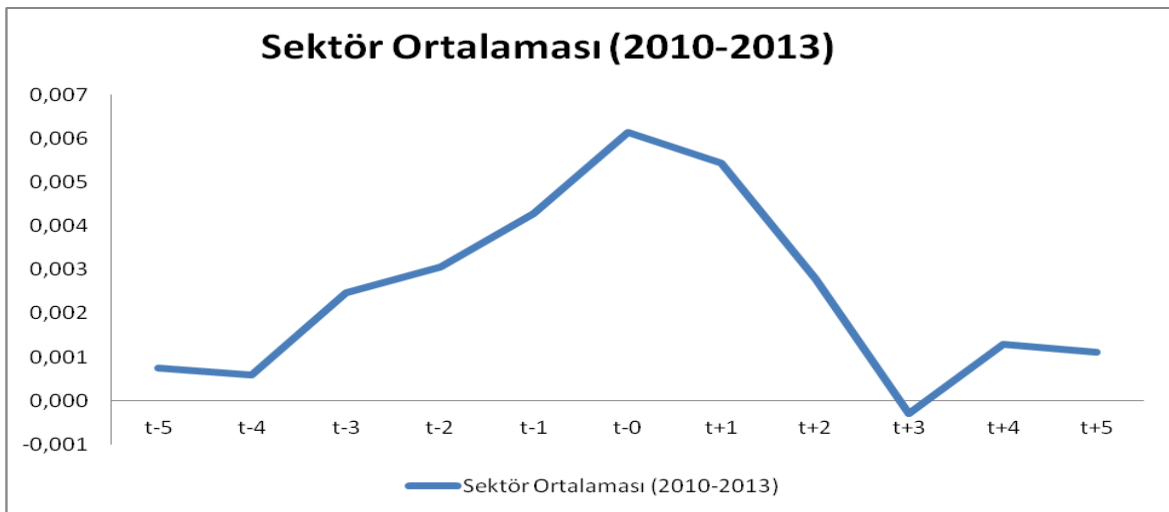


**Tablo 7: Sendikasyon Kredisi Sözleşmesine Dair Duyuru Yapan Bankaların Kümülatif Anormal Getirilerinin Sektör Ortalaması**

Olay Zamanı	2010	2011	2012	2013	Sektör Ort.
	CARit(%)	CARit(%)	CARit(%)	CARit(%)	CARit(%)
t-5	0,0011	-0,0007	0,0014	0,0012	0,00075
t-4	-0,0019	-0,0006	0,0031	0,0018	0,00059
t-3	0,0003	0,0022	0,0012	0,0063	0,00248
t-2	-0,0008	0,0025	0,0039	0,0066	0,00305
t-1	-0,0006	0,0037	0,0027	0,0113	0,00429
t-0	0,0123	-0,0050	0,0061	0,0113	0,00615
t+1	0,0121	-0,0018	0,0026	0,0088	0,00544
t+2	0,0109	-0,0061	-0,0005	0,0068	0,00279
t+3	0,0078	-0,0066	-0,0043	0,0019	-0,00030
t+4	0,0084	-0,0048	-0,0043	0,0058	0,00129
t+5	0,0090	-0,0033	-0,0073	0,0061	0,00111

Sektör ortalamalarını gösteren Grafik 3'den de anlaşılacağı üzere kümülatif anormal getiriler pozitif yönlü ve olayın gerçekleştiği (t-0) güne kadar artış eğilimindedir. Olay tarihinden sonra yine pozitif yönlü olmasına rağmen azalış eğilimi artarak devam etmiştir. Bu çıktılar bankaların sendikasyon kredisi sözleşmesi imzaladıklarına ilişkin duyurularının, banka hisse senedi getirisine etkisi vardır alternatif hipotezini (CAR > 0 şeklinde ifade edilen durum söz konusu olduğundan) doğrulamaktadır. Bu veriler piyasanın yarı güçlü formda bile etkin olmadığını önemli bir göstergesidir. Çünkü etkin piyasalar hipotezine göre, bir piyasanın etkin, ya da yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, şirketlerle ilgili kamuya açıklanan bilgilerin, o şirketlerin hisse senedi getirilerini etkilememesi, yani açıklanan bilgilerle, o şirketlerin hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilememesi 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 (Sakarya, 2011, s.158).

**Grafik 3: Sendikasyon Kredisi Sözleşmesine Dair Duyuru Yapan Bankaların Kümülatif Anormal Getirilerinin Sektör Ortalaması**



## 5. Sonuç ve Öneriler

Bankalarımız 1990'lı yılların başlarında sendikasyon kredileri ile tanışmış ve yeterli sermaye birikiminin olmayışı ve iç tasarrufların yatırım ihtiyaçlarını karşılayamaması gibi nedenlerle yurt dışından kaynak teminine yönelimler olmuştur. Genellikle ihracatın finansmanında kullanılan sendikasyon kredileri BDDK verilerine göre 2014 yılı ilk çeyreği itibarıyla 20,1 milyar ABD Doları'na yükselmiş ve 2013 yılı ilk çeyreğine göre yüzde 20'ye yakın artış göstermiştir.

İlk ortaya çıktığı tarihlerde gizlilik ilkesini temel alan ve kamuoyu ile anlaşma ve şartlara ilişkin herhangi bir açıklama yapmanın zorunlu tutulmadığı sendikasyonlar bugün hem borçlu hem de borç veren açısından itibar sermayelerini arttıran adeta bir pazarlama stratejisine dönüştürülmüştür. Artık günümüzde sendikasyonların katılımçıları, katılım seviyeleri, tutarı ve kısmen fiyatlaması gibi detaylara yer veren açıklamalar kamuoyu ile paylaşılmaktadır. Bilindiği üzere Türkiye'de de borsaya kayıtlı tüm şirketler, kendileri ile ilgili her türlü bilgiyi BIST aracılığı ile herkese duyurmak zorundadır. Buradan hareketle hisse senetleri BIST'de işlem gören ve sendikasyon kredisi anlaşması imzalamış bankaların yapmış oldukları sendikasyon kredisi duyurularının hisse senedi getirilerini ne yönde etkilediğinin “olay çalışması” yöntemiyle analiz edildiği çalışmamızda, bankaların hisse senedi kapanış fiyatları ile BIST 100 Endeksi kapanış fiyatları kullanılarak anormal getiri elde edilip edilemeyeceği ölçülmüştür.

Analiz sonucunda ele alınan yıllarda ve o yıllara ait sektör ortalamasında olay öncesinde başlayan ve olay gününde en yüksek düzeylere ulaşan pozitif yönlü kümülatif anormal getirilerin elde edilebileceği görülmüştür. Diğer bir ifadeyle bankaların sendikasyon kredisi sözleşmesi imzaladıklarına ilişkin açıklamaları ile birlikte bu bankaların hisse senetlerinden normalin üstünde bir getirin elde edilebileceği görülmüştür. Yapılan analizde olayın 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası içerisinde elde edilen kümülatif anormal getirilerin 0'dan farklı olarak değiştiği gözlenmiştir. Bu durum, piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığını önemli bir göstergesidir. Çünkü etkin piyasalar hipotezine göre, bir piyasanın etkin, ya da yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, kamuya açıklanan şirketlerle ilgili bilgilerin, o şirketlerin hisse senedi getirilerini etkilememesi, yani açıklanan bilgilerle, o şirketlerin hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilememesi gerekir. Çalışmada elde edilen kümülatif anormal getiriler ( $CAR_{it}$ ) olay öncesi sıfırdan pozitif ve negatif yönde farklılıklar gösterdiği için, piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğunu ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilmiş, onun yerine alternatif hipotez olan ve piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığını ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmiştir.

Bankalar tarafından sendikasyon kredisi anlaşmalarının duyurulmasının hisse senedi getirilerine etkisinin araştırıldığı bu çalışma, dünyada her geçen gün daha da büyüyen sendikasyon kredisi piyasasının önemini ülkemizde kavranmasına ve yatırımcıların hisse senedi tercihlerinde şirket ve hisse senedi performanslarının yanında piyasa etkinliğini göz önünde bulundurmasına katkı sağlayacaktır. Gelecekte, sendikasyon kredisi sözleşmesinin yapıldığına dair açıklamaların yanında kredi temini için banka yöneticisi ya da bir konsorsiyumun yetkilendirildiği açıklamaların da uygun modeller ile test edildiği çalışmalar yapılabilir. Temin edilen sendikasyon kredilerinin kullanım alanları ve amaçları üzerine çalışmalar da yapılabileceği gibi bahsi geçen kredi anlaşmalarının diğer sektörler üzerindeki etkilerinin tartışılması da literatüre olumlu katkılar sağlayacaktır.

**Kaynakça**

- Akdağ, B. (2009). *İşletmelerin Uluslararası Piyasalardan Borçlanma Olanakları ve Bunun Finansal Yapılar Üzerine Etkisi*. İstanbul: Erdoğan Akdağ Eğitim ve Kültür Vakfı Yayını.
- Aintablian, S. & Roberts, G.S., (2000). A Note on Market Response To Corporate Loan Announcements in Canada. *Journal of Banking & Finance*, 24, 381-393.
- Apak, S. (1995). *Uluslararası Bankacılık-Finansal Sistemler*. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Armstrong, J. (2003). The Syndicated Loan Market: Development in the North American Context. *Ottawa: Bank of Canada Working Paper*.
- Awad, I. & Daraghma, Z., (2009). Testing the Weak-Form Efficiency of the Palestinian Securities *International Research Journal of Finance and Economics*, 32, 7-17.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, (2014). "Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü 2014/2" 10 Haziran 2014 tarihinde <https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar2014.pdf> adresinden erişildi.
- Başoğlu, U., Ceylan, A. ve Parasız, İlker (2001). *Finans-Teori Kurum ve Uygulama*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Billett, T.M., Flannery, M.J. & Garfinkel, Jon A. (1995). The Effect of Lender Identity on A Borrowing Firm's Equity Return. *The Journal of Finance*, 50 (2), 699-718.
- Bulut, S. (2010). *Sendikasyon Kredilerinin Türk Bankacılığında Yeri ve Önemi*. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Campbell, J., Andrew Y., W. Lo & Mackinlay A. Craig. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Casolaro L., Dario F. & Alberto F. Pozzolo. (2004). "The Pricing Effect of Certification on Bank Loans: Evidence from the Syndicated Credit Market". Economics and Statistics Discussion Paper No: 10/03. 21 Mayıs 2014 tarihinde <http://web.unimol.it/progetti/repec/mol/ecsdps/ESDP03010.pdf> adresinden erişildi.
- Cowan, A.R. (1992). Nonparametric Event Study Tests. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2, 343-358.
- Çakır, M.H. ve Gülcan, Z. (2012). Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi. *Mali Çözüm Dergisi*, Eylül – Ekim 2012.
- Çetintaş, U. (2008). *Alternatif Fonlama Kaynağı Olarak Sendikasyon Kredileri ve Türk Bankacılık Sistemine Yönelik Bir Uygulama*. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.
- Çukur, S., Eryiğit, M. ve Duran, Seda (2008). Sendikasyon ve Seküritizasyon Kredileri Anlaşmalarının Borçlanan Bankaların Hisse Senetlerine Etkisi. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 264, 58-78.
- Demireli, E., Akkaya, G.C. ve İbaş, Elif (2010). Finansal Piyasa Etkinliği; S&P 500 Üzerine Bir Uygulama. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11, 2.
- Dennis, S.A. & Mullineaux, Donald, J. (2000). Syndicated Loans. *Journal of Financial Intermediation*, 404-426.
- Dolvin, D.S., Pyles, M. & Woodside, Perry (2007). The Effect of Resale Constraints on Abnormal Returns of Borrowers in Syndicated Loans. *Academy of Banking Studies Journal*, 6, 2.
- Duran, S. (2007). *Sendikasyon ve Seküritizasyon Kredilerinin Borçlananların Hisse Fiyatlarına Etkisi*. Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Bolu.
- Fama, E.F. (1991). Efficient capital markets: II, *Journal of Finance*, 46, 1575-1617.
- Fery, J., Gasbarro, D., Woodliff, D.R. & Zumwalt, J. Kenton (2003). Market Reaction To Published and Non-Published Corporate Loan Announcements. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 43, 1–10.

- Gasbarro, D., Song Le, K., Schwebach, R.G. & Zumwalt, J. Kenton (2004). Syndicated Loan Announcements and Borrower Value. *The Journal of Financial Research*, 27 (1),133–141.
- Kaderli, Y. (2007). Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 36, 144-154.
- Kaderli, Y. ve Demir, S. (2009) Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi. *ISMMMO Mali Çözüm Dergisi*, 91,45-66.
- Kandır, S.Y. ve Yakar, S. (2012). Kurumlar Vergisi Oranındaki Değişikliğin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi. *Maliye Dergisi*,163,170-186.
- Kutlu, H.A., Demirci, N.S. ve Güner, Mehmet (2012). Risk Yönetim Aracı ve Finansman Alternatifi Olarak Sendikasyon Kredileri. *International İstanbul Finance Congress*, Okan Üniversitesi, 628-635.
- Ma, S. & Barnes, M.L. (2004). Are China's Stock Markets Really Weakform Efficient? *CIES Discussion Paper*. 119,1-40.
- Megginson, W.L., Poulsen, A.B. & Sinkey, Joseph F. (1995). Syndicated Loan Announcements and the Market Value of the Banking Firm. *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (2), 457-475.
- Mutan, O.C. ve Topcu, A. (2009). Türkiye Hisse Senedi Piyasasının 1990–2009 Tarihleri Arasında Yaşanan Beklenmedik Olaylara Tepkisi. *SPK Araştırma Raporu*, Ankara.
- Parasız, İ. (2009). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. Bursa: Ezgi Yayınevi.
- Pyles, M.K. & Mullineaux, Donald, J. (2008). Constraints on Loan Sales and the Price of Liquidity. *Journal of Financial Services Research*, 33 (1), 21-36.
- Sakarya, Ş. (2011). IMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7, 13.
- Serra, A.P. (2002). Event Study Tests – A Brief Survey. *Porto University Economy Faculty Working Papers Da FEP*,117,1-14.
- Tuominen, T. (2005). *Corporate Layoff Announcements and Shareholder Value: Empirical Evidence from Finland*. Master's Thesis, Department of Business Administration, Lappeenranta University of Technology, Kuala Lumpur.
- Ünlü, U. ve Ersoy, E. (2008). İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995–2008 IMKB Örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23, 2.
- Yılmaz, E. (2003). Sendikasyon Kredileri. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5,19.
- Worthington, A. & Higgs, H. (2006). Weak-Form Market Efficiency in Asian Emerging and Developed Equity Markets: Comparative Tests of Random Walk Behaviour. *Accounting Research Journal*, 19 (1), 54-63.

## İnternet Siteleri

www.kap.gov.tr, 21 Mayıs 2014 tarihinde erişildi.

www.paragaranti.com, 21 Mayıs 2014 tarihinde erişildi.