

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

Ulaş ÜNLÜ\*

### ÖZET

Bankaların sermaye yapılarını sağlamlaştırmak amacıyla, hisse senetlerini halka arz ederek fon temin etme seçeneğini alternatif olarak kullanabilmeleri, daha önce halka arz edilmiş bankacılık sektörü hisse senetlerinin göstereceği performansla yakından ilgilidir. Bu amaçla, ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansları araştırılmıştır. Sonuç olarak, bu çalışmada Türkiye'de ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin, bir ve iki yıllık dönemlerde negatif bir getiri elde ettiği, üç yıllık dönemde ise piyasa performans düzeyinin üzerinde bir performans gösterdiği ortaya konulmuştur. Bankacılık sektörü hisse senetlerinin kısa dönemde negatif getiri elde etmesi, sektörün halka arza bakış açısını olumsuz etkilemektedir. Bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönemde (36 ay) olumlu bir performans göstermesi, yatırımcı davranışları üzerinde de olumlu bir etki yaratabileceğinden, sektörün daha sonra gerçekleştireceği halka arzların önünü açabilir. Bu da halka arz yoluyla fon temini seçeneğinin bankalar tarafından daha fazla kullanılmasını sağlayabilir.

**Anahtar Kavramlar:** Hisse senetleri-Türkiye, hisse senedi – fiyatlar, hisse senetleri – performans, düşük fiyatlama, bankacılık sektörü.

### GİRİŞ

İstikrarsız piyasalarda ve enflasyonist ortamda bankacılık kesiminin en önemli sorunlarından biri olan özkaynak erimesi ve yetersizliğinin istikrar döneminde azalacağı beklenmekteydi. Fakat bankaların aktif yapısındaki değişim, diğer bir deyişle, risksiz kabul edilen ve sermaye ayrılmasını gerektirmeyen devlet kağıtlarının azalması, bankaların sermaye gereksinimlerini arttıracaktır (Activeline, 2004:1).

Son günlerde gündemde olan Basel-II'nin yürürlüğe girmesiyle, sermaye yeterliliği düzenlemesinin Türk bankaları üzerinde önemli baskı yaratması ve sermaye yeterliliği oranını düşürmesi beklenmektedir. Bu nedenle, bankaların yakın gelecekte sermaye ihtiyacı doğacaktır; son zamanlarda yapılan çalışmalar da bunu desteklemektedir (Çelik, 2004: 146).

Temel felsefesi, bankacılık sisteminde yeniden sermayelendirmenin sağlanması ile kredi mekanizmasının yeniden çalıştırılması ve reel sektörün yeni finansman olanağına kavuşturulması olan “Banka Sermayelerinin Güçlendiril-

mesi” programı istenen sonuca ulaşmamış ve bankacılık sisteminin ihtiyaç duyduğu sermaye sınırlı düzeyde gerçekleşmiştir. Diğer taraftan yapılan denetimlerde tespit edilen sermaye açığının büyük ölçüde enflasyon düzeltilmesi ile hesaben giderilmiş olması da bu programın, bankaların sermayelerinin güçlendirilmesinde yeterli sonucu vermediğini ortaya koymaktadır (Küçükbüçakçı, 2004: 131).

Bankalar hisse senetlerini halka arz ederek de sermaye yapılarını güçlendirebilirler. Böyle bir durumda, bankaların sermaye yapılarını sağlamlaştırmak amacıyla hisse senetlerini halka arz ederek fon temin etme seçeneğini alternatif olarak kullanabilmeleri için, Türkiye’de ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansları araştırılmıştır. Elde edilen sonuçların, bankalar tarafından gerçekleştirilecek halka arzlarda ve bunları talep edecek yatırımcıların davranışları üzerinde etkili olabileceği düşünülmektedir. Hisse senetlerinin kısa, orta ve uzun dönem getirilerinin seyri literatürde “performans” olarak tanımlandığı için literatürle eş düzeylik sağlanması amacıyla çalışmada hisse senedi getirilerinin seyri, hisse senedi performansları olarak incelenmiştir.

### I. İLK HALKA ARZLARIN (IPO) TEORİK ALT YAPISI

İlk halka arz (Initial Public Offering, IPO), menkul kıymet piyasalarından sermaye bulmak isteyen işletmelerin ilk girişimlerini ifade eder (Baron, 1982:955). Halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin fiyat performansı pek çok piyasada inceleme konusu olmuştur. Araştırmalar IPO’ların kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını ve bu performansın belirleyicilerini saptamak üzerine yoğunlaşmıştır. Bunun için ilk defa halka arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönemde nasıl bir performans göstereceğini ve bu performansın belirleyicilerinin neler olduğu saptamaya geçmeden önce, ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem fiyat performanslarını araştıran çalışma sonuçlarını incelemekte yarar vardır.

### A. IPO’LARIN KISA DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI

İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin kısa dönem fiyat performanslarını belirlemek için yapılan çalışmalar, IPO’ların halka arz edildikleri ilk gün piyasa performansının üzerinde bir getiri elde ettiği sonucuna ulaşmıştır (Ritter, 1987:187). Finans literatüründe, hisse senetlerinin gerçek değerinin altında bir fiyatla satışa sunulması “düşük fiyatlama” olarak adlandırılır. Hisse senetlerinin gerçek değerinin üzerinde bir fiyatla satışa sunulması ise “yüksek fiyatlama” olarak adlandırılmaktadır. Özellikle düşük fiyatlama olgusu finans literatüründe oldukça üzerinde durulan bir konudur. IPO’ların fiyat performansları üzerine yapılan araştırmaların sonuçlarına göre, araştırma yapılan piyasaların büyük çoğunluğunda IPO’ların düşük fiyatlandırıldığı gözlenmektedir.

\* Öğr. Gör., Erciyes Üniversitesi, Nevşehir MYO  
Makalenin Geliş Tarihi: Temmuz 2005, Kabul Tarihi: Ekim 2006

İlk defa halka arzlarda, düşük fiyatlamaya üzerine yapılan çalışmalar, düşük fiyatlamasının çok hızlı şekilde meydana gelen fiyat düzeltmesi olduğunu gösterir. Varolan bu düzeltmenin çoğu halka açıldıktan sonraki ilk haftada oluşur. Bu olgu; (Logue 1973:91-103, Ibbotson 1975:232-272, Baron 1982:955-976, Tıncı 1988:789-822, Carter ve Manaster 1990:1045-1067, Aggarwal and Rivoli 1990:45-57, Ritter 1991:3-27, Levis 1993:28-41, Barry and Jennings 1989:1099-1103) birçok araştırmacı tarafından desteklenmektedir (Ritter, 1987:187).

## B. IPO’LARIN UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI

İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansları birçok piyasada araştırma konusu olarak incelenmiştir. Daha önce de belirtildiği gibi ilk halka arzların kısa dönem fiyat performanslarını belirlemek için yapılan çalışmalar da IPO’ların büyük çoğunluğunun düşük fiyatlandırılmış olduğu ortaya konulmuştur. IPO’larda görülen bu düşük fiyatlamasının uzun dönemde de devam ettiğine dair sonuçlara ulaşmakla birlikte uzun dönemde IPO’ların piyasa performans düzeyinin altında bir getiri elde ettiğine yönelik sonuçlar da bulunmuştur. Görüldüğü gibi ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performansını araştıran çalışmalar karma sonuçlar vermiştir. Bu çalışmalardan literatürde önemli görülenleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 1:** IPO’ların Uzun Dönem Fiyat Performanslarını Araştıran Çalışmalar

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

### 1. ABD’ de Yapılan Çalışmalar

Ritter (1991:3-27) 1975-1984 döneminde ABD’ de 1526 adet ilk defa halka arz edilen işletmenin hisse senetlerinin uzun dönemde nasıl bir performans göstereceğini araştırmıştır. Kısa dönemli bulgular literatürdeki düşük fiyatlamayı destekler niteliktedir. Nitekim 1526 halka arz işleminde ilk günlük getiriler % 16.4 olarak bulunmuştur.

Bu işletmelerin hisse senetlerinin piyasaya göre düzeltilmiş uzun dönem performansı % -29.1 olarak bulunmuştur. İlk günkü düşük fiyatlamaya olgusu uzun dönem için geçerli değildir. Ritter (1991:3-27) varolan bu düşük performansın nedenini; Risk ölçümü yapılmamış olmasına, şanssızlık ya da kötü şansa, yatırımcıların fazla iyimser yaklaşımlarına bağlamıştır (Ritter, 1991:4).

ABD piyasasında yapılan diğer bir çalışmada Aggarwal ve Rivoli(1990:45-57) tarafından yapılmış ve Ritter (1991:3-27) ile benzer bulgulara ulaşılmıştır. 1977-1987 döneminde gerçekleştirilen 1598 adet ilk halka arz işleminde, 250 işlem günlük piyasaya göre düzeltilmiş uzun dönem getiriler, % -13.7 olarak bulunmuştur (Levis, 1993:23).

### 2. Avrupa Piyasalarında Yapılan Çalışmalar

Levis’in (1993:28-41) çalışmasında, Londra Borsasına kote edilmiş, 1980-1988 döneminde halka arz edilen 712 IPO’ luk bir örneklem kullanılmış ve IPO’ların ilk gün getiri ortalaması % 14.3 olarak bulunmuştur. Oluşturulan benchmark portföydeki hisse senetleri, ilk işlem gününü takip eden 36 aylık sürede incelenmiş ve hisse senetlerinin uzun dönemde düşük performans gösterdikleri ortaya konulmuştur (Levis, 1993:40).

İngiltere’de yapılan bu çalışma, Ritter (1991:3-27), Aggarwal ve Rivoli (1990:45-57) tarafından yapılan çalışmalardaki çözüm önerilmemiş pek çok ihracın durumunun aydınlatılmasına yönelik kanıt sağlamaktadır. Bunlardan ilki, IPO’ların uzun dönemde düşük performans göstermesinin sadece Amerika’ da ki yeni ihraçlara özgü bir olgu olmadığını ortaya koymasındır. Ayrıca, piyasaya açıldıktan sonra uzun dönemde elde edilen düşük performansın, 1980’ de dünyanın en büyük üçüncü sermaye piyasası olan İngiltere’ de gerçekleştirilen ilk defa halka arzların genel bir özelliği olduğunu kanıtlamasındır. İkincisi, yüksek başlangıç getirisine sahip firmaların uzun dönemde düşük performansa sahip olmalarıdır ki, bunun nedeni de düşük fiyatlamaya gösterilebilir (Levis a.g.e.:29).

Benzer sonuçlara Uhlir’in (1989:2-16) Almanya piyasasında yapmış olduğu çalışmada da rastlanmıştır. Uhlir (1989:2-16) 1977-1987 döneminde ilk defa halka arz edilen 97 hisse senetlik bir örneklem kullanmış ve IPO’ların piyasaya göre düzeltilmiş uzun dönem getirilerini % -7.41 olarak bulmuştur. IPO’lar uzun dönemde düşük performans göstermişlerdir.

Kunz ve Aggarwal (1994:705-723) 1983-1989 döneminde, İsviçre’ de ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin 1, 2 ve 3 yıllık performanslarını araştırmıştır. IPO’ların 1,2 ve 3 yıllık performansları sırasıyla; %6.7, %1.8, % -6.1 olarak bulunmuştur. IPO’lar uzun dönemde düşük performans göstermişlerdir (Kunz and Aggarwal, 1994:718 ).

### 3. Latin Amerika Piyasalarında Yapılan Çalışmalar

**Tablo 2:** Latin Amerika Piyasalarında Yapılan Çalışmalar

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

Aggarwal ve Hernandez (1993:42-53) yapmış olduğu çalışmada, Brezilya’ da halka açılma sonrası üç yıllık dönemde, piyasaya göre düzeltilmiş ortalama uzun dönem getirileri % -47 olarak bulmuştur. Şili için üç yıllık ortalama anormal getiriler % -23,7 ve Meksika için bir yıllık ortalama anormal getiriler % -19,6’ dır. Bulgulara göre IPO’ lar uzun dönemde düşük performans göstermişlerdir. Brezilya için ilk işlem gününde yüksek fiyatlanmış IPO’ ların başlangıç ve uzun dönem getirileri arasında negatif bir ilişki vardır. Yapılan çalışmada Latin Amerika piyasaları için elde edilen bulgular, Amerika ve İngiltere’ de IPO’ ların uzun dönemde düşük performans gösterdikleri modellerle tutarlıdır (Aggarwal and Hernandez, 1993:52).

### 4. Uzak Doğu Piyasalarında Yapılan Çalışmalar

Dawson (1987:65-76) Hong Kong, Singapur ve Malezya borsalarında 1978-1983 yılları arasında ilk defa halka arz edilen hisse senetlerinin kısa ve uzun dönem performanslarını araştırmıştır. Sonuçlar Hong Kong ve Singapur borsalarındaki hisse senetlerinin ilk işlem gününde anormal getiri elde ettiğini ancak daha sonraki dönemlerde getirilerin negatife dönüştüğünü ortaya koymaktadır. Malezya borsasında ise istatistiksel olarak önemli anormal getirilerin ilk günden sonraki işlem günleri için de varlığını sürdürdüğü belirlenmiştir (Kıymaz, 1997:50). Anılan borsalardaki uzun dönem getiriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 3:** Uzak Doğu Piyasalarında Yapılan Çalışmalar

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

### 5. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar

Türkiye’de ilk halka arzlar ile ilgili az sayıda çalışma yapılmıştır. Çalışmalar genellikle kısa dönem performans üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu çalışmalar şu şekilde özetlenebilir; (Ünlü ve Ersoy, 2006: 20)

Aydoğan ve Yıldırım (1991), Aralık 1989 ile Nisan 1991 dönemindeki 33 ilk halka arzdan oluşan bir örneklem kullanmış ve ilk halka arzların %1,2 düşük

fiyatlandırıldığını bulmuştur. Ayrıca ilk halka arzlar 20. günün sonunda %0,81, 100. günün sonunda ise %18 oranında birikimli anormal getiri elde etmişlerdir.

Güzelhan ve Ağar (1991), 1989-1991 Mart döneminde 36 ilk halka arzın performansını incelenmiştir. Sonuçlar ilk günde %2,64’lük bir piyasaya göre düzeltilmiş getirinin varlığını ortaya koymaktadır.

Kıymaz (1996), 1990-1995 döneminde imalat sektöründe ilk defa halka arz edilen 88 hisse senedinin performansını incelemiştir. Bütün sınai kuruluşlar %12,3’lük bir ilk gün getirisi, 5. ayın sonunda ise % -2,5’lik piyasaya göre düzeltilmiş bir getiri elde etmişlerdir.

Kıymaz (1997), 1990-1995 döneminde ilk defa halka arz edilen 39 mali sektör hisse senedinin performansını incelemiştir. Mali sektör hisse senetlerinin ilk gün piyasa getirilerini bütün finansal kuruluşlar için %15,3 olarak bulmuştur. Alt grup getirileri ise, bankalar için %20,9, sigorta grubu için %10, leasing/factoring grubu için %5,5 ve yatırım/holding grubu için %18,5 olarak tespit etmiştir. Hisse senetlerinin ilk günden sonraki performansları incelendiğinde, ilk gündeki getirilerin yerini negatif getirilerin aldığı gözlemlenmiştir.

Özer (1999), Kasım 1989 ile Nisan 1994 döneminde ilk defa halka arz edilen 89 hisse senedinin performansını araştırmıştır. Sonuçlar halka arz sonrası ilk üç gün içinde hisse senetlerinin istatistiksel olarak piyasa getirisinin üzerinde getiri sağladığını, ilk üç günden sonraki getirilerin ise piyasa getirisinden farklı olmadığını göstermektedir.

Taş ve Menemencioglu (2004) yaptığı çalışmada, sanayi sektörüne ait halka arzların ikincil piyasada işlem gördüğü ilk günde, piyasa getirisinin üzerinde anormal getiriler elde ettiği sonucuna ulaşmıştır. Bu kapsamda; 1 Ocak 1990-31 Aralık 2002 tarihleri arasında İMKB’de ilk defa halka arz edilen sanayi sektörüne ait 136 hisse senedinin ele alındığı çalışmada, piyasaya göre ortalama %7,12’lik bir düşük fiyatlandırmanın mevcut olduğu bulunmuştur. İlk gün için elde edilen ortalama %7,12’lik anormal getiri, haftalar itibarıyla bu düzeyini koruyamamış, düzenli bir şekilde azalarak 6. haftanın sonunda %3,27 seviyesine gerilemiştir.

Ünlü ve Ersoy (2006) yaptığı çalışmada, 1995-2005 döneminde İMKB’de ilk defa halka arz edilen 141 hisse senedinin kısa dönem fiyat performansını araştırmıştır. Bu araştırmanın sonucuna göre, 91 hisse senedinde (%64,54) düşük fiyatlama, 39 hisse senedinde (%27,66) ise yüksek fiyatlama tespit edilmiştir. 11 hisse senedinin (%7,8)’de piyasa ile aynı düzeyde performans göstermiştir. İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinden oluşturulan portföyün ortalama ilk gün getirisi %5,7, 21 işlem günlük ortalama piyasa getirisine göre düzeltilmiş kümülatif getirisi ise %14,2 olarak tespit edilmiştir.

İlk defa halka arz edilen hisse senetlerinin uzun dönem performansları üzerine yapılan çalışmalar ise şu şekilde özetlenebilir;

Özer (1999), çalışmasında, Kasım 1989 ile Nisan 1994 döneminde ilk defa halka arz edilen 89 hisse senedinin performansını araştırmıştır. Bu çalışmanın uzun dönem sonuçlarına göre, ilk halka arz edilen hisse senedi getirileri, ilk halka arz sonrası 500 gün içinde önce azalan, daha sonra artan bir trend izlemektedir. Fakat 500 gün sonunda elde edilen getiri ikinci hafta sonunda elde edilen getirinin altında kaldığını tespit etmiştir. Bu performansı etkileyen değişkenler olarak da aracı kurum ile şirket arasındaki ilişki ile halka açılma anındaki piyasa trendinin olduğunu tespit etmiştir (Özer, 1999:97).

Kıymaz (1997), çalışmasında, 1 Ocak 1990 ile 31 Aralık 1995 tarihleri arasında ilk defa halka arz edilen 88 sınıai kuruluşun uzun dönem performansını incelemiştir. Bu araştırmanın sonucuna göre bütün sınıai kuruluşların piyasa getirisine göre düzeltilmiş 1, 2 ve 3 yıllık getirileri sırasıyla, %7.11, %37.99 ve %41.33 olarak tespit edilmiştir (Kıymaz a.g.e.55).

## II. VERİ YAPISI

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

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

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

Banka hisse senetlerinin 1990 yılında yüksek miktarda halka arzının nedenleri arasında, sermaye piyasasının hızlı gelişen cazip yapısıyla birlikte, bankaların sermaye yapılarını güçlendirmeleri gereği de etkili olmuştur (SPK, 1995: 133).

**Tablo 4:** Değişkenlerle İlgili Veriler

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

1991’de iki banka (T.Kalkınma Bankası, Esbank) hisse senetlerini halka arz ederek piyasadan 188 milyon dolar tutarında fon toplamıştır. 1992 ile 1995 arasında hisse senetlerini halka arz eden banka bulunmamaktadır. 1995’ de ise sadece bir banka (Alternatifbank) hisse senetlerini halka arz ederek 4 milyon dolar tutarında fon toplayabilmiştir. 1997’ de bir banka (Şekerbank) 7,7 milyon dolar, 1998’ de yine bir banka halka açılarak (Toprakbank) 11,9 milyon dolar fon toplayabilmiştir. 2000’de Sınai Yatırım Bankası 22,4 milyon dolar, 2004 ise Denizbank halka açılarak 139,5 milyon dolar fon toplamıştır. 2005 yılında ise Vakıfbank 1 milyar 274 milyon dolar fon sağlamıştır (İMKB, 2005).

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

### A. MODELDE KULLANILAN DEĞİŞKENLER

İlk defa halk arz edilen bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarını ve bu performansın belirleyicilerini tespit etmek için bazı değişkenler belirlenmiştir. Öncelikle bankacılık sektörü hisse senetlerinin bir ay, bir yıl, iki yıl ve üç yıllık getirileri hesaplanarak modelde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. İlk gün anormal getiriler, standart sapma, aracı kurum, halka arz yöntemi, halka açılma oranı, toplam aktifler ve bankanın yaşı ise bağımsız değişken olarak belirlenerek bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarını açıklama gücüne bakılmıştır. Değişkenler belirlenirken ulusal ve uluslararası çalışmalarda kullanılan değişkenlerin modelde kullanılmasına dikkat edilmiştir. Belirlenen bu bağımsız değişkenlerle ilgili bilgiler aşağıda verilmiştir.

#### 1. İlk Gün Anormal Getiriler (İlkgün)

Bu değişken hisse senedinin ilk gündeki performansı ile daha sonraki yıllar arasında ilişkiyi test etmeye yönelik olarak oluşturulmuştur. İlk gündeki getiriler düşük fiyatlandırma olgusunun varlığını göstermektedir. Hisse senetlerinin ilk günde göstereceği performans ile uzun dönem performansı arasındaki ilişki, ilk halka arzdaki performansının işletmenin potansiyel performansını yansıtır yansıtmadığı ortaya koyabilir.

#### 2. Standart Sapma (Std)

Hisse senedinden beklenen getiriler işletmenin gelecek performansının belirsizliği, yani risk seviyesi ile doğrudan ilişkilidir. Hisse senedinin performan-

sının değişken olması belirsizliğin fazla olacağını ve dolayısıyla beklenen getirilerin de fazla olacağını gösterir. Hisse senedinin ilk halka arz tarihinden itibaren 21 işlem günündeki kümülatif getirilerinin standart sapması hisse senedinin gelecek performansının belirsizliğini ölçmek için kullanılmıştır. Bu standart sapmanın fazla olması, değişkenliğin daha fazla olduğunu gösterir ve dolayısıyla bu değişken ile piyasa getirisine göre düzeltilmiş getiriler arasında aynı yönlü bir ilişki beklenmektedir.

#### 3. Aracı Kurum (Aracı)

Baron (1982) asimetrik bilgi kuramında, aracı kurumların hisse senedini halka arz ederken hisse senedinin performansı hakkında işletmelerden daha fazla bilgiye sahip olduğunu ileri sürerek, işletmelerin hisse senedinin gerçek değerinin ne olabileceğini bilmediklerinden fiyatlandırma kararının aracı kurumlara bırakılabileceğini belirtmiştir. Aracı kurum da bu hisseleri kendi daimi müşterileri için düşük fiyatlayabileceklerdir. Buna göre, bu değişken hisse senedinin arzına aracılık eden kurum bağlı bulunduğu şirketler grubundan bir firmanın hisse senetlerini arz ediyorsa “1” değeri, diğer durumlarda ise “0” değeri almaktadır.

#### 4. Halka Arz Yöntemi (Yöntem)

Hisse senetlerinin halka arzı ortak satışı veya sermaye artırımı yöntemleri kullanılarak yapılmaktadır. Halka arz işleminde seçilen yöntemin, hisse senedinin fiyatında belirsizliğe neden olabileceği düşünülmektedir. Ortak satışı yönteminde halka arz sonucu elde edilen fonlar firmaya değil, ortaklara aittir ve bu fonların firmaya dönmeme gibi bir riski vardır. Dolayısıyla bu durum hisse senedinin performansının belirsizliğini artırabilir. Sermaye artırımında ise elde edilen fonlar doğrudan firmaya ait olduğundan, bu fonlar firmanın yatırım gibi değişik stratejileri doğrultusunda kullanılabilir ve hisse senedinin gelecekteki performansı ile ilgili belirsizlik daha az olacaktır. Halka arz yöntemi, hisse senedinin piyasa getirisine göre düzeltilmiş kümülatif getirileri üzerindeki etkisini ortaya koymak için bir kukla değişken olarak kullanılmıştır. Eğer halka arz, sermaye arttırımı veya yeni pay ihracı yolu ile halka açılma ise “1” değeri, portföyden satış-mevcut payların halka arzı yolu ile halka açılma söz konusu ise “0” değeri almaktadır.

#### 5. Halka Açılma Oranı (Oran)

Leland ve Pyle (1977)’in geliştirdiği modele göre işletmenin halka açılma oranını düşük tutması, işletme sahiplerinin işletmeye olan güvenlerinin bir göstergesidir ve az oranda açılma piyasa tarafından olumlu algılanır. Bu da belirsizliğin düşük olmasını ve dolayısıyla daha az getiri beklentisini getirir.

İşletmenin halka arz ettiği hisseleri satamama korkusundan dolayı açılma oranını düşük tutmuş olabilir. Bu durumda piyasa halka açılma oranının az olmasını olumsuz yorumlayacaktır. Dolayısıyla bu değişken ile piyasa getirisine göre düzeltilmiş getiriler arasındaki ilişki pozitif ya da negatif olabilir.

## 6. Toplam Aktifler (Aktif)

İşletmenin büyüklüğü, işletmenin gelecekteki performansı hakkında belirsizliği azaltabileceğinden ötürü, bankaların büyüklük göstergesi olarak bankaların halka açılma yılından önceki yılsonu aktiflerinin toplam değerinin logaritması değişken olarak alınmıştır. Aktif büyüklüğü fazla olan bankaların uzun dönemde daha iyi performans göstermeleri beklenebilir.

## 7. Bankanın Yaşı (Yıl)

Daha uzun süre faaliyette bulunan bankalar yeni kurulan bankalara göre belirsizlik daha az olabilir. Bu yüzden beklenen getiriler de daha az olacaktır. Bu nedenle bankaların halka açılmadan önce faaliyette bulunduğu zamanın yıl olarak ifadesi değişken olarak kullanılmıştır.

## B. YÖNTEM

Hisse senetlerinin uzun dönem performansları, borsada işlem görmeye başladıkları günü takip eden 36 aylık dönemde incelenmiştir. Ritter(1991) yöntemi kullanılarak, borsada ilk işlem görülen gün, ay “0” olarak tanımlanmış ve piyasa sonrası uzun dönem bu başlangıç dönemini takip eden 36 aylık dönem olarak belirlenmiştir. Getiriler, ilk gün ham getiriler, ilk gün anormal getiriler ve piyasaya getirisine göre düzeltilmiş kümülatif getiriler olarak incelenmiştir (Ritter, 1991:8).

Buna göre hisselerin t dönemindeki ham getirisi;

$R_{i,t} = (P_{i,t} / P_{i,t-1}) - 1$  formülüyle hesaplanmıştır. Burada  $P_{i,t}$ ; i şirketinin t günündeki kapanış fiyatını ifade etmektedir. Aynı şekilde piyasanın t günündeki getirisi için İMKB bileşik endeksi kapanış değerleri ( $P_{m,t}$ ) için ise aşağıdaki denklem kullanılmıştır.

$$R_{m,t} = (P_{m,t} / P_{m,t-1}) - 1$$

Piyasa getirisine göre düzeltilmiş kümülatif getiriler ise aşağıdaki gibi tanımlanmıştır;

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

Burada  $R_{i,t}$ ; i şirketinin t günündeki getirisini,  $R_{m,t}$  ise endeksin aynı günündeki getirisini ifade etmektedir.

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

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

Ortalama piyasa getirisine göre düzeltilmiş getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığı, aşağıdaki t istatistiği yardımıyla hesaplanmıştır.

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

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

$\sigma (AR_t) = \sigma (AR_t) / (n)^{1/2}$  formülüyle hesaplanır. Burada  $\sigma (AR_t)$ , t ayındaki kesitsel standart sapmayı gösterir. Piyasa getirisine göre düzeltilmiş kümülatif getiriler ( CAR) aşağıdaki denklemle hesaplanmıştır.

$$CAR = \sum_{t=1}^n AR_t \quad (4)$$

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

Hisse senetlerinin performanslarını etkileyen faktörleri ortaya koymak için çoklu regresyon tekniği kullanılmış ve SPSS programında uygulanmıştır. Bu yöntem aşağıdaki eşitlik için tahmin edilmiştir (Kıymaz, 1997:53).

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

Burada;

UZUNPERF = Piyasa getirisine göre düzeltilmiş uzun dönem getiriler,

İLK GÜN = Hisse senedinin borsada ilk işlem gördüğü gündeki piyasa getirisine göre düzeltilmiş getiriler.

STD = Borsada hisselerin ilk işlem gününü takip eden 21 işlem günlük ham ve piyasaya göre düzeltilmiş kümülatif getirilerinin standart sapması,

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

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

ORAN = Halka açılma oranı (%) olarak,

AKTİF = Halka açılma yılından önceki yıl sonundaki aktiflerin logaritması,

YIL = Bankanın kuruluş yılı ile halka açılma yılı arasındaki zamanı ifade eder.

### III. UYGULAMA SONUÇLARI

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin,  $\{ R_{i,t} = (P_{i,t} / P_{i,t-1}) - 1 \}$  formülüyle hesaplanmış ham getirileri Tablo 5'de verilmiştir.

**Tablo 5:** Aylık Ham Getiriler (%)

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

**Tablo 5'in Devamı:** Aylık Ham Getiriler (%)

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

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

**Tablo 6:** Aylık Piyasaya Göre Düzeltilmiş Kümülatif Getiriler (%)

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

**Tablo 6’nın Devamı:** Aylık Piyasaya Göre Düzeltilmiş Kümülatif Getiriler (%)

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

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin Tablo 6’da görülen kümülatif getirilerinin 0’den farklı olup olmadığı (3) nolu eşitlikle sınanmıştır. T istatistiği verileri aşağıdaki tabloda verilmiştir.



**Tablo 7: T İstatistiği Verileri**

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

**Tablo 7'nin Devamı: T İstatistiği Verileri**

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

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

**Tablo 8:** Bankacılık Sektöründen Oluşturulan Portföyle ilgili Veriler  
Bankalar (N=10)

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

\* İstatistiki olarak % 5 seviyesinde anlamlıdır.

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

**Tablo 9:** Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinde Düşük Fiyatlama Olgusu

	İlk Gün	21 İşlem Günlük		
	Ham	Getirilerin		
BANKALAR	Getiriler	Standart		
(N= 10)	(%)	Sapması	Min.	Max.
FİNANS	233,33	23,03	175,88	245,85
DIŞBANK	3,08	3,47	-7,22	3,79
TEKSTİL	1,48	3,53	-0,87	13,45
GARANTİ	0	5,43	-3,03	12,04
DEMİR	0	5,82	-6,64	11,77
AKBANK	8,33	7,17	-12,59	11,33
YAŞARBANK	0	25,83	-59,71	6,27
T.KALKINMA	0	8,16	-18,42	7,11
ESBANK	0	2,47	-27,32	-19,01
ALTERNATİF	-14,28	9,58	-44,30	-14,73
Aritmetik Ort.	23,19			
Std. Sapma	74,04			
Min.	-14,25			
Max.	233,33			

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin; 1 ay, 1, 2 ve 3 yıllık, ham getirileri Tablo 10’da piyasaya göre düzeltilmiş kümülatif getirileri ise Tablo 11’de sunulmuştur.

**Tablo 10:** Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinin Ham Getirileri

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

**Tablo 11:** Bankacılık Sektörü Hisse Senetlerinin Piyasa Getirisine Göre Düzeltilmiş Kümülatif Getirileri

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

### A. BANKACILIK SEKTÖRÜ HİSSE SENETLERİNİN UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARI

Bu çalışmada öncelikle “düşük fiyatlama olgusu” test edilmiştir. Bankacılık sektörü hisse senetleri bir bütün olarak incelendiğinde literatürde düşük fiyatlama olarak tanımlanan olgu Finansbank (%233,33), Dışbank (%3,08), Tekstilbank (%1,48) ve Akbank (%8,33) hisse senetleri için geçerlidir. Adı geçen bankalar için düşük fiyatlama olgusu, literatürü doğrular niteliktedir. Alternatifbank (%-14,28) ise yüksek fiyatlandırılmıştır.

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladığı ilk günü takip eden 36 aylık ham getirisi Tablo 10’da raporlanmıştır. Buna göre bankacılık sektörü hisse senetlerinden oluşturulan portföyün ilk ay ham getirisi, piyasanın % 220,9 üzerinde gerçekleşmiştir. Bu sonuç; bankacılık sektörü hisse senetleri için düşük fiyatlama olgusunun bir sonucu gibi görünmesine rağmen, bu oranın ortaya çıkmasına “Finansbank” hisse senedinin oransal büyüklüğü neden olmuştur. İlk ay ham getirilerini takip eden bir ve iki yıllık getiriler karmaşık sonuçlar vermiştir. Yirmidördüncü aydan sonraki getiriler ise Finansbank (%-0.80) hariç, sürekli olarak piyasa performansının üzerinde gerçekleşmiştir. Elde edilen bu sonuçlar istatistiki olarak % 5 seviyesinde anlamlıdır.

Yatırımcıların, “satın al ve tut” stratejisini kullanarak aylar itibariyle nasıl getiri elde ettiğini ortaya koymak amacıyla, bankacılık sektörü hisse senetlerinin, ilk işlem gününü takip eden 36 aylık dönemde kümülatif getirileri hesaplanmıştır. Bu getirilerle ilgili veriler Tablo 6 ve Tablo 11’de raporlanmıştır. Buna göre; ilk ay sonunda, altı bankanın performansı piyasa performans düzeyinin altında, diğer dört bankanın ise piyasa performans düzeyi üzerinde performans gösterdiği tespit edilmiştir. En yüksek getiriyi %188,98 ile Finansbank elde etmiştir. En düşük getiri % -43,71 ile Alternatifbank’ın getirisidir. Bankacılık sektörü hisse senetlerinden oluşturulan portföyün, piyasaya göre düzeltilmiş ilk ay kümülatif getirisi % 97,14 düzeyinde gerçekleşmiştir.

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

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

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

## B. BANKACILIK SEKTÖRÜ HİSSE SENETLERİNİN UZUN DÖNEM FİYAT PERFORMANSLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİ İNCELEYEN REGRESYON ANALİZİ SONUÇLARI

Bankacılık sektörü hisse senetlerinin uzun dönem fiyat performanslarının belirleyicilerini ortaya koymak için hisse senetlerinin piyasa getirisine göre düzeltilmiş kümülatif getirileri, 1 ay, 1-12 ay, 1-24 ay, 1-36 ay, olmak üzere dört ayrı zaman periyoduna ayrılarak modelde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Çoklu regresyon tekniği uygulanarak, bu periyodlardaki getirileri etkileyen faktörler olarak belirlenen bağımsız değişkenlerin tek tek bu getirileri açıklama gücüne bakılmıştır. Buna göre, bağımlı değişkenleri etkileyen bağımsız değişkenlerin R kare değerleri Tablo 12’de, T testi verileri Tablo 13’te, değişkenler arasındaki ilişkiyi açıklamak için yapılan korelasyon analizi ise Tablo 14’de, raporlanmıştır.

**Tablo 12:** Serbest Değişkenlerin R kare Değerleri

Değişkenler	R Kare Değeri			
	İlk ay	1- 12 ay	1-24 ay	1-36 ay
Yöntem	0,02	0,07	4,1	21,5
Aracı	0	0	0	0
Yıl	20,4	15,2	5,7	6,9
Aktif	17,6	3,9	0,09	1,3
STD.CUM	17,8	57,9	59,1	1,9
STD	86,0	2,8	14,8	0,2
İlk Gün	93,4	0,05	10,1	0,3
Oran	0,06	0,06	8,8	29,9
Değişkenler (N =7)	99,9	99	89,5	84,2

**Tablo 13:** Değişkenlere Ait T testi Verileri

Değişkenler	T testi verileri			
	İlk ay	12 ay	24 ay	36 ay
Yöntem	-0,43	-0,024	0,587	1,481
Aracı	0	0	0	0
Yıl	-1,433	-1,433	-0,697	-0,769
Aktif	-1,309	-0,569	-0,027	0,319
STD.CUM	1,316	3,313*	3,40*	0,389
STD	7,009*	0,483	1,180	0,120
İlk Gün	10,616**	1,197	0,949	0,149
Oran	-0,068	0,070	0,877	1,848

\* %5 seviyesinde anlamlıdır.

\*\* %1 seviyesinde anlamlıdır.

**Tablo 14:** Değişkenler arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları

		Correlations											
		AKTIF	YIL	ORAN	YÖNTEM	ARACI	STD	STD.CUM	ILKGUN	ILKAY	BIRYIL	IKIYIL	UCYIL
AKTIF	Pearson Correlation	1											
	Sig. (2-tailed)												
	N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
YIL	Pearson Correlation		1										
	Sig. (2-tailed)												
	N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
ORAN	Pearson Correlation			1									
	Sig. (2-tailed)												
	N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
YÖNTEM	Pearson Correlation				1								
	Sig. (2-tailed)												
	N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
ARACI	Pearson Correlation					1							
	Sig. (2-tailed)												
	N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
STD	Pearson Correlation						1						
	Sig. (2-tailed)												
	N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
STD.CUM	Pearson Correlation							1					
	Sig. (2-tailed)												
	N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
ILKGUN	Pearson Correlation								1				
	Sig. (2-tailed)												
	N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
ILKAY	Pearson Correlation									1			
	Sig. (2-tailed)												
	N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
BIRYIL	Pearson Correlation										1		
	Sig. (2-tailed)												
	N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
IKIYIL	Pearson Correlation											1	
	Sig. (2-tailed)												
	N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
UCYIL	Pearson Correlation												1
	Sig. (2-tailed)												
	N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

a. Cannot be computed because at least one of the variables is constant.

Yapılan regresyon analizi sonucu elde edilen bulgulara göre, ilk ay bağımlı değişkenini etkileyen bağımsız değişkenlerin R kare değeri % 99.9 seviyesinde anlamlı olarak bulunmuştur. Sırasıyla 1-12 ay (bir yıl), 1-24 ay (iki yıl), 1-36 ay (üç yıl) için serbest değişkenlerin R kare değerleri sırasıyla; % 99.0, % 89.5, % 84.2 seviyesinde anlamlıdır. Bu da seçilen bağımsız değişkenlerin açıklama

gücünün oldukça yüksek olduğunu göstermekle birlikte Tablo 14’te raporlanan değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen korelasyon analizi verilerine bakarak yorum yapmak daha sağlıklı olacaktır.

İlk ay kümülatif getirilerin bağımlı değişken olarak alınıp, bağımsız değişkenlerin tek tek bu getiriye açıklama gücüne bakıldığında; İLKGÜN değişkeninin, ilk ay getirilerini açıklamada oldukça etkili olduğu gözlenmiştir. Tablo 12 incelendiğinde, bu değişkenin R kare değerinin, % 93.4 olduğu görülmektedir. Tablo 14’deki korelasyon analizi incelendiğinde; İLKGÜN değişkeninin İlkay getirilerini için % 1 seviyesinde anlamlı olduğu ilişkiyi açıklama gücünün ise %96,6 olduğu tespit edilmiştir. T istatistiği verileri de bu sonucu desteklemektedir. Bu sonuç; uzun dönem getirilerde de açıklandığı gibi Finansbank hisse senedinin ilk günde elde ettiği yüksek getiri nedeniyle oluşmuştur. STD değişkeninin de İlkay getirilerini açıklama da etkili olduğu görülmüştür. STD değişkeninin R kare değeri % 86,0 olarak tespit edilmiştir. Korelasyon analizi incelendiğinde ise bu değişkenin % 1 seviyesinde anlamlı olduğu, ilişkiyi açıklama gücünün ise % 92,7 olduğu tespit edilmiştir. T istatistiği verileri de bu kanıyı destekler niteliktedir. Bu sonuç belirsizliği fazla olan bankaların İlkay da diğerlerinden daha fazla getiri elde ettiklerini göstermektedir. İlk ay getirilerini açıklamada kullanılan diğer değişkenler istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. Bağımsız değişkenlerden ARACI değişkeninin ilk ay getirilerini açıklama gücü istatistiki olarak anlamsız bulunması aracı kurumların kendi portföylerindeki hisse senetlerini halka arz ederken hisseleri kasten düşük fiyatlamış olmaları teorisinin, bankacılık sektörü hisse senetleri için geçerli olmadığına kanıt sağlamaktadır.

İlk yıl kümülatif anormal getiriler için; STD.CUM değişkeninin açıklama gücü anlamlı olarak bulunmuştur. STD.CUM değişkeninin R kare değeri % 57.9 dur. Bu değişken için Korelasyon analizi incelendiğinde % 5 seviyesinde anlamlı olduğu, ilişkiyi açıklama gücünün ise % 76,1 olduğu tespit edilmiştir. Yapılan t istatistiği verileri de bu kanıyı doğrulamaktadır. STD.CUM değişkenin ilk yıl getirilerinde anlamlılık seviyesinin yüksek çıkması belirsizliği fazla olan bankaların hisse senetlerinin diğerlerine göre daha fazla getiri elde ettiğini gösterir. YIL değişkeninin ilk yıl getirilerini açıklama gücü, bazı günlerde etkili olduğu gözlenirken korelasyon analizi incelendiğinde bu değişkenin anlamlılık düzeyinin düşük olduğu gözlenmektedir. Diğer tüm bankaların ilk yıl getirilerinin piyasa performansının altında olmasına rağmen sadece kuruluş yılı en eski olan Yaşarbank’ ın piyasa performansının üzerinde gözükmesi güven unsurunu desteklerken diğer taraftan, kalan bankalar için tek tek koşulların incelenmesi durumunda daha sağlıklı yorum yapılabilir. İlk yıl getirilerini açıklamada kullanılan diğer değişkenler istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur.

İki yıllık kümülatif getiriler için; STD.CUM değişkeni oldukça anlamlı bulunmuştur. Bu değişkenin R kare değeri; % 59.1’ dir. Korelasyon analizi sonuçlarına göre de bu değişkenin iki yıllık getirileri açıklama gücünün %76,9, anlamlılık seviyesinin ise %1 olduğu tespit edilmiştir. T istatistiği verileri de bu sonucu desteklemektedir. Bu bulgu, belirsizliği fazla olan bankaların hisse senedi getirilerinin ikinci yılsonunda da diğer bankalara göre daha yüksek seviyede olduğunu gösterir.

Üç yıllık kümülatif getiriler için; ORAN değişkeni uzun dönem performansı belirlemede etkili değişken olarak gözükmektedir. Bu değişken için R kare değeri, % 29.9,dur. Ancak Korelasyon analizi incelendiğinde, uzun dönem performansları etkilemede açıklama gücünün %57,9, anlamlılık düzeyinin ise %10 gibi düşük bir seviyede olduğu gözlenmektedir. Bu nedenle değişken yorumlanırken dikkatli olunmalıdır. Diğer değişkenler istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. ORAN değişkeni, üç yıllık kümülatif getiriler için incelendiğinde şu sonuçlara ulaşılmıştır; Halka açıklık oranı en yüksek ( %68.84) banka olan T. Kalkınma Bankasının en yüksek getiriye (156.84) sahip olduğu ve de en düşük halka açıklık oranına ( % 9 ) sahip banka olan Esbank’ ın en düşük getiriye elde ettiği gözlenmiştir. Halka açıklık oranı % 20 olan Alternatifbank ise piyasa performansı üzerinde ( %94.07) bir getiri elde etmiştir. Bu sonuç regresyon analizi bulgularını desteklemektedir.

Uygulama sonuçları incelendiğinde; bankacılık sektörü hisse senetlerinin fiyat performanslarına etki eden faktörlerin ele alınan döneme göre değişik sonuçlar verdiği, genellikle bir iki değişkenin ilişkiyi açıklama gücünün yüksek olduğu, diğer değişkenlerin ise anlamlılık seviyesinin düşük olduğu gözlenmektedir. Bu nedenle regresyon analizi bulguları yorumlanırken temkinli yaklaşılmalıdır. Araştırma periyodunun değiştirilmesi, bankalarla ilgili spesifik değişkenlerin eklenmesi, Türk sermaye piyasalarının volatilitesi, sıklığı, işlem hacmi gibi etmenler göz önüne alındığında, yapılan çıkarımlarda ulaşılan sonuçların farklı çıkabileceğini söylemek yanlış olmaz.

## SONUÇ

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

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

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

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

## KAYNAKÇA

- ACTIVELINE (2004), “Bankacılık Aslına Dönmeye Başladı”, ss: 1-15
- AGGARWAL, R. and L. HERNANDEZ (1993), “The Aftermarket Performance of Public Offerings in Latin America”, **Financial Management**, 22, pp. 42-53.
- BARON, D.P. (1982), “A Model of The Demand for Investment Banking Advertising and Distribution of Services for New Issues”, **The Journal of Finance**, 37, pp. 955-976.
- BOWER, N. L. (1989), “Firm Value and the Choice of Offering Method in Initial Public Offerings”, **The Journal Of Finance**, 44(3), pp. 647-662.
- CARTER, R. and S. MANASTER (1990), “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation”, **The Journal Of Finance**, 45(4), pp. 1045-1067.
- ÇELİK, P. (2004), “Bankaların Risk Derecelendirmesi” **TCMB Uzmanlık Tezi**, internet adresi: <http://tcmb.gov.tr/yayinlar>, ss. 1-161, Erişim Tarihi: 01.04.2005.
- DAWSON, M.S. (1987), “Secondary Stocks Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia : 1978-1984”, **The Journal of Business Finance and Accounting**, 14, pp. 65-76.
- KIYMAZ, H. (1997), “İMKB’de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması”, **İMKB Dergisi**, 3, ss. 47-73.
- KOH, F. and T. WALTER (1989), “A Direct Test of Rock’s Model of Underpricing of Unseasoned Issues”, **The Journal of Financial Economics**, 23(2), pp. 251-272.
- KUNZ, R.M. and R. AGGARWAL (1994), “Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland ”, **The Journal of Banking and Finance**, 18, pp. 705-723.
- KÜÇÜKBİÇAKÇI, R. (2004), “Banka Yeniden Yapılandırma Programları ve Ekonomik Sonuçları” **TCMB Uzmanlık Tezi**, İnternet Adresi: <http://tcmb.gov.tr/yayinlar>, ss. 1-166, Erişim Tarihi: 01.04.2005.
- LELAND, H. and H. PYLE (1977), “Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation”, **The Journal of Finance**, 32(2), pp. 371-387.
- LEVIS, M. (1993), “The Long Run Performance Of Initial Public Offerings: The U.K. Experience 1980-1988” **Financial Management**, 22, pp. 28-41.

- LOGUE, D. (1973), “On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969”, **The Journal of Financial and Quantative Analysis**, 8(1), pp. 91-103.
- MUSCARELLA, C.J. and M.R. VETSUYPENS (1989), “A Simple Test of Baron’s Model of Underpricing”, **The Journal of Financial Economics**, 24, pp.125-135.
- ÖZER B. (1999), “Price Performance of Initial Public Offerings in Turkey”, **Sermaye Piyasası Kurumu Yayınları**, Yayın No: 128.
- RITTER, J. R. (1987), “The Cost of Going Public”, **The Journal of Financial Economics**, 19, pp,187-212.
- RITTER, J. R. (1991), “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings”, **The Journal Of Finance**, 46(1), pp. 3-27.
- ROCK, K. (1986), “Why New Issues Are Underpriced ”, **The Journal of Financial Economics**, 15, pp. 187-212.
- TINIÇ, S. (1988), “Anotomy of Initial Public Offerings of Common Stocks” **The Journal of Finance**, 43(4), pp.789-822.
- ÜNLÜ, U. ve E. ERSOY(2006), “ İMKB’de İlk Defa Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları ve Bu Performansın Belirleyicileri”, Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, **10. Ulusal Finans Sempozyumu**, Sürmeli Efes Otel, İZMİR.
- YILDIRIM, S. ve O. ALTUN (1995),“**Türkiye’de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye piyasasının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin bir Değerlendirilmesi**”, SPK Yayın No:17, ss. 133-135.
- İMKB, [www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr), Erişim Tarihi: 01.04.2005.
- TCMB, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), Erişim Tarihi:01.04.2005.
- TBB, [www.tbb.org.tr](http://www.tbb.org.tr), Erişim Tarihi: 01.04.2005.