

Finansal Tüketicilerden Faiz Dışında Alınacak Ücret, Komisyon ve Masraflara İlişkin Yönetmelik Taslağının Borsa İstanbul'da İşlem Gören Banka Hisse Senedi Getirilerine Etkisi

Mustafa Mesut KAYALI¹
Ramazan BAŞ²

Öz

Bu çalışma, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından 21 Ağustos 2014 tarihinde detayları kamuoyu ile paylaşılan bankacılık ürün ve hizmet ücretleri konulu yönetmelik taslağı duyurusunun, Borsa İstanbul'a kote olmuş bankaların hisse senedi getirileri üzerindeki kısa vadeli etkilerinin incelenmesi ve Borsa İstanbul (BIST) Pay Piyasası için yarı-güçlü formda piyasa etkinliği hipotezinin geçerli olup olmadığının, belirlenmesi amaçlarıyla yapılmıştır. Olay çalışması (event study) metodolojisinin kullanıldığı bu çalışmada elde edilen bulgular; yönetmelik taslağı duyurusunun hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı anormal bir tepkiye neden olmadığını ve BIST Pay Piyasası'nın yarı-güçlü formda etkin olduğunu, göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Etkin Piyasalar Hipotezi, Olay Çalışması.

Impact of Draft Regulation Related to Fees, Commissions and Expenses Other Than Interest Charged from Financial Consumers on Stock Returns of Banks Traded on Borsa Istanbul

Abstract

This paper investigates whether market efficiency in semi-strong form exists in Turkish stock market. We examine short-term effects of draft regulation, announced by Banking Regulation and Supervision Agency (BRSA) on the 21st of August in 2014, on stock returns of banks traded on Borsa Istanbul. We use event study methodology and show that the announcement of draft regulation does not produce statistically significant abnormal returns. This finding implies semi-strong form efficiency.

Keywords: Banking Regulation and Supervision Agency, Efficient Markets Hypothesis, Event Study.

¹ Prof. Dr., Dumlupınar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Öğretim Üyesi, mesutkayali@yahoo.com
ORCID ID: 0000-0001-9508-6270

² Öğr. Gör., Dumlupınar Üniversitesi, Domaniç Hayme Ana Meslek Yüksekokulu, Finans Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, Bankacılık ve Sigortacılık Programı
ramazanbas1990@gmail.com
ORCID ID: 0000-0003-1007-8568

* Bu çalışma Prof. Dr. Mustafa Mesut Kayalı danışmanlığında yazılan ve 9 Mayıs 2016 tarihinde Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalında kabul edilen "Finansal Tüketicilerden Faiz Dışında Alınacak Ücret, Komisyon ve Masraflara İlişkin Yönetmelik Taslağının Borsa İstanbul'da İşlem Gören Banka Hisse Senedi Getirilerine Etkisi" başlıklı Yüksek Lisans tezinden türetilmiştir.

1. Giriş

Türkiye’de son dönemlerde yaşanan yapısal değişimler finansal tüketicilerin etkin korunması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Son yıllarda kamu kesiminin borçlanma gereksiniminin azalması ve düşen enflasyon oranları sebebiyle, bankaların faiz gelirlerine temel teşkil eden faiz marjlarının daraldığı ve önceden yurtdışı ülkelerde fiyatlandırılıp ülkemizde fiyatlandırılmayan pek çok bankacılık hizmetinin ücretlendirilmeye başlandığı gözlenmiştir (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu [BDDK], 2014a, s.15-16).

Bu değişim Türk bankacılık sektörünün gelir tablosu kalemlerine yansıyan boyutuyla, 2003 yılında sektörün toplam gelirleri içerisinde sadece %7,47 oranında pay alan ücret, komisyon ve bankacılık hizmetleri gelirlerinin, 2015 yılına gelindiğinde %13,02’lik bir ağırlığa ulaşması sonucunu beraberinde getirmiştir (BDDK, 2016, İnteraktif Aylık Bülten). Yine, yıllık bazlı BDDK verileri baz alınarak sektörün bankacılık hizmetleri gelirlerinin 2002-2015 dönemindeki eğilim (trend) yüzdeleri analizi yapıldığında, anılan dönemde 8,75 katlık bir artışın olduğu ve sözü edilen dönemde yalnızca 3 kat artan TÜFE’nin oldukça üzerinde reel bir büyüme ivmesi yakalandığı dikkat çekmektedir.

Sözünü ettiğimiz değişim finansal tüketicilere yansıyan boyutuyla, finansal tüketicilerin bankalar tarafından sunulan hizmetin niteliği ile orantısız veya haksız ücret, komisyon ve masraf talepleri karşısında korunması ihtiyacının belirmesi şeklinde tezahür etmiştir (BDDK, 2014a, ss.15-16).

Uygulamada bankalar tarafından finansal tüketicilerden miktarları azımsanmayacak kadar, farklı isimler altında ücret, komisyon ve masraf alınmasının, finansal tüketicilerin her geçen yıl artan bir hızla, BDDK, hakem heyetleri ve tüketici mahkemeleri nezdinde bankalar aleyhine çok sayıda şikâyet başvuruları yapmalarına ve dava açmalarına yol açtığı gözlenmiştir (Kara, 2014, s.88).

BDDK’ya intikal eden şikâyetler ve bankalarda yapılan yerinde denetimler neticesinde, finansal tüketicilere yönelik bazı ücret ve komisyonların, bankaların hâkim durumlarını kötüye kullanarak, finansal tüketiciler aleyhine dengesiz olarak belirledikleri tespit edilmiştir (BDDK, 2014a, s.32).

Türk Ticaret Kanunu’nun 20. maddesi, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun 144. maddesi, Bakanlar Kurulu’nun 16/10/2006 tarih ve 2006/11188 sayılı Kararı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)’nin 09/12/2006 tarih ve 2006/1 sayılı Tebliğ’in 4. maddesi çerçevesinde bankalara, sundukları ürün ve hizmetler karşılığında faiz dışında talep edebilecekleri ücret, komisyon ve masrafları, piyasa koşullarında serbestçe belirleyebilme yetkisinin verildiği görülmektedir. Bankalara tanınan söz konusu serbestinin, uygulamada çok farklı şekilde kullanıldığı ve çoğu aynı amaca hizmet eden, isimleri farklı olsa da birbirine benzeyen çok sayıda ücret, komisyon ve masraf kaleminin finansal tüketicilerden alındığı görülmüştür (Kara, 2014, s.83-86).

Tüketici hakem heyetleri ve yargı organları tarafından finansal tüketiciler lehine verilen çeşitli kararlar neticesinde, kamuoyunda bankacılık ürün ve hizmetlerinden alınan ücret, komisyon ve masrafların yüksek, haksız ve/veya sunulan hizmetin/ürünün niteliği ile orantısız olduğu yönünde oluşan algıya kayıtsız kalamayan kanun koyucu, 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun’un 4. maddesinin üçüncü fıkrası ile konuya çözüm üretmeye ve yeni bir hukuki çerçeve kazandırmaya çalışmıştır.

Söz konusu Kanunun “Temel İlkeler” başlıklı 4. maddesinin 3. fıkrasında; “*Tüketiciden; kendisine sunulan mal veya hizmet kapsamında haklı olarak yapılmasını beklediği ve sözleşmeyi düzenleyen yasal yükümlülükleri arasında yer alan edimler ile sözleşmeyi düzenleyen kendi menfaati doğrultusunda yapmış olduğu masraflar için ek bir bedel talep edilemez. Bankalar; tüketici kredisi veren finansal kuruluşlar ve kart çıkaran kuruluşlar tarafından tüketiciye sunulan ürün veya hizmetlerde ise tüketiciden faiz dışında alınacak her türlü ücret, komisyon ve masraf türleri ile bunlara ilişkin usul ve esaslar Gümrük ve Ticaret Bakanlığı’nun görüşü alınarak bu Kanunun ruhuna uygun olarak ve tüketiciyi koruyacak şekilde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu tarafından belirlenir*”, hükmü yer almıştır (6502 Sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun, 2013).

BDDK söz konusu hükme dayanarak, kendisine verilen düzenleme yetkisini kullanmış ve 3 Ekim 2014 tarihli ve 29138 sayılı Resmi Gazete’de, “Finansal Tüketicilerden Alınacak Ücretlere İlişkin

Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik” yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bununla birlikte, anılan yönetmelik Resmi Gazete’de yayımlanmadan önce, bir tanesi 8 Nisan 2014 tarihinde, diğeri ise 21 Ağustos 2014 tarihinde olmak üzere, aynı konuya ilişkin iki farklı yönetmelik taslağı BDDK tarafından kamuoyu ile paylaşılmıştır.

8 Nisan 2014 tarihli yönetmelik taslağı her ne kadar BDDK tarafından resmi internet sitesi kanalıyla kamuoyuyla paylaşıldığı gün (Hürriyet, 2014a; The Wall Street Journal Türkiye, 2014) “kurum içi görüşe açılan bir taslak olduğu”, “konuyla ilgili somutlaşmış bir kararın bulunmadığı” ve “kurum içi görüşler alındıktan sonra kurum dışı tarafların görüşüne sunulacağı” gerekçe gösterilerek aynı gün içerisinde internet sitesinden kaldırılrsa da (Anadolu Ajansı, 2014), aynı konuya ilişkin olarak 21 Ağustos 2014 tarihinde yayımlanan yönetmelik taslağı ve 3 Ekim 2014 tarihli yönetmelik ile karşılaştırıldığında, 2 temel düzenleme alanı (kredi kartı yıllık üyelik ücreti ve kredi kartı nakit avans çekim ücreti) hariç, öngörülen düzenlemelerin ana hatlarıyla ve büyük ölçüde benzeştiği görülmektedir.

Araştırmamıza konu olan ve anlaşılır ve karşılaştırılabilir bir finansal hizmet piyasası oluşturarak, finansal kuruluşların müşteriler karşısındaki görece güçlü konumunun finansal hizmetlerden yararlanan tüketicilerin aleyhine kullanılmasının önüne geçilmesini hedefleyen ve 21 Ağustos 2014 tarihli

BDDK basın duyurusu ile kamuoyuyla paylaşılan yönetmelik taslağının ana çerçevesi ve getirilen temel yenilikler özetle aşağıdaki gibi sıralanabilir (BDDK, 2014b);

- Söz konusu düzenleme ile bankalar, tüketici kredisi veren finansal kuruluşlar ve kart çıkaran kuruluşlar tarafından finansal tüketicilere sunulan ürün veya hizmetlere ilişkin olarak faiz ya da kar payı haricinde alınacak her türlü ücret, komisyon ve masraf türleri ile bunlara ilişkin usul ve esaslar belirlenmiştir.
- İlgili mevzuat çerçevesinde finansal tüketicilerin menkul kıymet ve sigortacılık işlemleri ile çek, senet ve teminat mektubu işlemleri karşılığında finansal kuruluşların talep edebilecekleri ücretlere herhangi bir düzenleme getirilmemiştir.
- Aralarında ipotek fek ücreti, hesap bakım ücreti, hesap işlemsizlik ücreti, dosya masrafı, dekont yazdırma ücreti, kredi istihbarat ücreti, banka kartı ücreti, kredili mevduat hesabı kullanım ve tahsis ücreti gibi bazı ücret kalemlerinin yer aldığı 26 farklı ücret, komisyon ve masraf kalemi kaldırılarak, düzenleme ekinde 5 farklı grupta sınıflandırılan toplam 20 ücret kalemi dışında hiçbir ücretin alınamayacağı bir model öngörülmüştür.
- Aşağıda yer alan tabloda, bankalar tarafından ücretlendirilebilecek ürün veya hizmetler gösterilmektedir.

Tablo 1. Düzenlemeye Göre Bankaların Ücretlendirebileceği Ürün veya Hizmetler

Ürün veya Hizmet Grubu	Ücretlendirilebilecek Ürün veya Hizmet Kalemi
1-)Bireysel Krediler	1.1.Tahsis Ücreti
	1.2.Ekspertiz Ücreti
	1.3.Taşınır ve Taşınmaz Rehin Tesis Ücreti
2-)Mevduat/Katılım Fonu	2.1.Hesap İşletim Ücreti
	2.2.Para Çekme Ücreti
3-)Para Transferleri	3.1.Elektronik Fon Transferi Ücreti
	3.2.Havale Ücreti
	3.3.Swift Ücreti
4-)Kredi Kartları	4.1.Yıllık Üyelik Ücreti
	4.2.Ek Kart Yıllık Üyelik Ücreti
	4.3.Kart Yenileme Ücreti
	4.4.Nakit Avans Çekim Ücreti
5-)Diğer	5.1.Kiralık Kasa Ücreti
	5.2.Kampanyalı Ürün veya Hizmet Ücreti
	5.3.Fatura Ödeme Ücreti
	5.4.Arşiv-Araştırma Ücreti
	5.5.Onaya Bağlı Bildirim Ücreti
	5.6.Başka Kuruluş ATM'sinden Yapılan İşlem Ücreti
	5.7.Kamu Kurum ve Kuruluşlarına Yapılan Ödemeler
	5.8.Üçüncü Kişilere Yapılan Ödemeler

Kaynak: BDDK, 2014b.

- Ücretlerde kavram birliği sağlanarak, finansal kuruluşların aynı işlemi farklı isimler altında ücretlendirmelerinin önüne geçilmesi amaçlanmıştır.
- Yeni bir ücret, komisyon ya da masraf kaleminin tesis edilebilmesi BDDK'dan onay alınması şartına bağlanmıştır.
- Sözleşmeler kapsamında ücret talep edilebilecek her bir ürün veya hizmet için finansal tüketicinin ayrı ayrı onayının alınması zorunlu kılınarak, müşterilerden habersiz herhangi bir işlem tesis edilmesinin önüne geçilmesi amaçlanmıştır.
- Ücret artışlarındaki keyfiliği önlemek amacıyla, bir takvim yılı içerisinde ücretlerde yıllık TÜFE artış oranının 1,2 katı ve üzerinde artış yapılabilmesi için finansal tüketiciden onay alınması, bahsedilen değer altında artış öngören değişikliklerin ise en az 30 gün öncesinden finansal tü-

keticiye bildirilmesi zorunluluğu getirilmiş ve bu çerçevede finansal tüketicieye, hiçbir ek maliyete katlanmaksızın ürün ya da hizmetin kullanımından vazgeçme hakkı tanınmıştır.

- Düzenleme öncesinde finansal tüketicilerden talep ve tahsil edilen dosya masrafı, istihbarat ücreti, kredi işlem fişi ücreti, kredi dekont ücreti, ödeme planı değiştirme ücreti, değişken taksitli ödeme planı ücreti gibi ücret kalemleri kaldırılarak, kredi ihtiyacının karşılanmasına olanak sağlayan sistemin işletilmesi ve operasyonel süreçlerin yönetilmesi amacıyla, kullanılan kredi anaparasının binde beşini geçmeyecek şekilde tahsis ücreti alınacağı, hükme bağlanmıştır.
- Kredili mevduat hesaplarından kullanılan krediler ile kredi kartlarından yapılan taksitli nakit avans işlemlerinden ücret alınamayacağı yönünde bir düzenleme yapılmıştır.

- 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanunda belirtildiği üzere, yıllık üyelik ücreti/aidatı olmayan bir kredi kartı türünün finansal tüketicilere sunulması zorunlu hale getirilmiş, bunun yanı sıra, kredi kartı kullanılmaya başlanmadan yıllık üyelik ücreti alınmayacağı kuralının benimsenmesi öngörülmüştür.
- Mevduat ve katılım fonu hesaplarında hesap bazlı ücret sisteminden müşteri bazlı ücret sistemine geçilerek, bir bankada birden fazla mevduat/katılım fonu hesabı olan finansal tüketiciden yalnızca bir hesap işletim ücreti alınabileceği belirtilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, BDDK tarafından 21 Ağustos 2014 tarihinde resmi internet sitesi kanalıyla yapılan bir basın duyurusu ile kamuoyuna açıklanan “Finansal Tüketicilerden Faiz Dışında Alınacak Ücret, Komisyon ve Masraflara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik Taslağı” duyurusunun Borsa İstanbul’da işlem gören bankaların hisse senedi getirileri üzerindeki kısa vadeli etkilerini incelemek ve bu olay üzerinden Borsa İstanbul Pay Piyasası’nın yarı-güçlü formda etkin olup olmadığını tespit etmektir. Belirtilen amaç doğrultusunda, metodolojik açıdan olay çalışması yönteminin kullanıldığı çalışmamızın, BDDK tarafından gerçekleştirilen düzenleme duyurularının Borsa İstanbul’da işlem gören hisse senetlerinin getirilerine etkilerini olay çalışması yöntemiyle inceleyen ilk çalışma niteliğinde olması dolayısıyla, öncü ve özgün bir niteliğe sahip olduğu düşünülmektedir.

Çalışma toplam 5 bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünü takiben, ilgili literatürün özetlendiği bölüm yer almaktadır. Üçüncü bölümde araştırmanın verileri ve metodolojisi açıklandıktan sonra, izleyen bölümde araştırma bulguları ve değerlendirmeler paylaşılmaktadır. Çalışmanın beşinci ve son bölümünde ise sonuç ve önerilere yer verilmiştir.

2. Literatür Özeti

Bu bölümde bankacılık sektörü odaklı çeşitli regülasyon değişikliklerinin hisse senedi fiyatları ve/veya getirileri üzerindeki etkilerini olay çalışması yöntemiyle inceleyen uluslararası çalışmalara yer verilmiştir. Türkiye özelinde benzer bir çalışma olmadığı için vergi mevzuatındaki regülasyonları konu alan olay çalışması metodolojili 4 adet çalışmaya daha yer verilmiştir.

Aharony ve Swary (1981) ABD’de 1970 yılında Banka Holding Şirketleri Yasası’nda gerçekleştirilen değişikliklerin, banka holding şirketlerinin hisse senedi getirileri ile risklilikleri üzerindeki etkilerini analiz ettikleri çalışmalarında, düzenleme statülerine göre 73 banka 3 farklı grupta toplanmıştır. Analizlerin haftalık getiri verileri kullanılarak olay çalışması yöntemi ve piyasa modeli ile gerçekleştirildiği çalışma sonucunda, her 3 grup için getiriler ve risklilik açısından önemli bir fark olmadığı tespit edilmiştir.

ABD’de 1973-1978 dönemi boyunca mevduat faiz oranları tavan değerleri üzerine yapılan 3 farklı düzenlemenin 34 tasarruf bankasının hisse senedi değerlerine etkilerini günlük bazdaki hisse senedi getiri verilerini kullanarak olay çalışması yöntemi ve piyasa modeli ile inceleyen Dann ve James (1982), bazı mevduat hesaplarında tavan faiz oranı uygulamasının kaldırılmasını öngören düzenleme duyurusu ile para piyasası mevduat sertifikalarında yapılan düzenleme duyurusunun, örneklemedeki bankaların hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif etkilere sebep olduğunu raporlamışlardır.

Madeo ve Pincus (1985) 1980 yılında ABD’de bankacılık sektörünü ilgilendiren bir vergi mevzuatı düzenlemesinin banka hissedarlarının servetleri üzerinde yarattığı etkiyi inceledikleri çalışmalarında, 52 ticari bankadan oluşan bir örneklem ile çalışmışlar ve günlük hisse senedi getiri verilerini kullanmışlardır. Olay çalışması yöntemi ve görünüşte ilişkisiz regresyon modelinin kullanıldığı çalışmada, elde edilen bulgular, piyasanın düzenlemeye negatif ve anlamlı tepkiler verdiğini ortaya koymuştur.

1980 yılında ABD’de kabul edilen ve bankacılık sektörüyle ilgili önemli değişiklikler içeren DIDMCA (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act) yasasının 38, 19 ve 16 bankadan oluşan üç farklı tipteki mevduat kuruluşları üzerindeki etkilerini değerlendirdikleri çalışmalarında Allen ve Wilhelm (1988), olay çalışması yöntemi ile görünüşte ilişkisiz regresyon modelini ve haftalık bazdaki hisse senedi getiri verilerini kullanmışlar ve her 3 portföy için istatistiksel olarak anlamlı pozitif anormal kazançların oluştuğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Cornett ve Tehranian (1989)'da DIDMCA yasasının ticari bankalar ile tasarruf ve yatırım kuruluşlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini inceledikleri çalışmalarında, 9 farklı olay ve buna bağlı olarak da 9 farklı olay tarihi belirlemiştir. Olay çalışması yönteminin ve çok değişkenli regresyon modelinin kullanıldığı çalışmada, günlük frekanslı hisse senedi getiri verilerinden yararlanılmıştır. 272 adet bankadan oluşan örneklem seti 4 ayrı alt gruba ayrıştırılarak analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular, yasanın Amerikan Başkanı Carter tarafından ilk defa önerildiği tarihte ve yasanın ABD Temsilciler Meclisi tarafından nihai olarak kabul edildiği tarihte, büyük ölçekli ticari bankaların hisselerinde pozitif anormal getirilerin oluştuğunu, buna karşın küçük ölçekli ticari bankalar ile tasarruf ve kredi kurumlarının hisselerinde ise negatif anormal getirilerin oluştuğunu göstermiştir.

Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA) olarak da bilinen 1999 tarihli Finansal Hizmetler Modernizasyon Yasası'nın, aralarında bankalarında bulunduğu finansal hizmetler sektöründe faaliyet gösteren kuruluşların hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini araştıran Carow ve Heron (2002), söz konusu yasanın kabulü sürecine giden yoldaki 6 önemli olayı incelemiştir. Olay çalışması yönteminin ve görünüşte ilişkisiz regresyon modelinin kullanıldığı çalışmada, analiz sonuçları özellikle yabancı bankalar ile tasarruf ve finansman şirketleri için getirilerin negatif olduğunu, yatırım bankaları için de pozitif anormal getirilerin oluştuğunu göstermiştir.

Kwan (2003) Hong Kong'da mevduat faiz oranlarının serbestleştirilmesine giden süreçteki bir dizi olayın, bankaların piyasa değerleri üzerindeki etkilerini olay çalışması yöntemi ve görünüşte ilişkisiz regresyon modeli ile analiz etmiştir. Günlük bazdaki hisse senedi getiri verilerinin kullanıldığı çalışmada, 13 bankadan oluşan bir örneklem seti kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar, mevduat faiz oranlarının serbestleştirilmesinin bankaların piyasa değerleri üzerinde negatif yönde yaklaşık %4 civarında bir anormal getiri tepkisi yarattığını ortaya koymuştur. Yine, banka hisselerinde ortaya çıkan negatif anormal getirilerin, banka büyüklüğü ve mevduatların toplam varlıklara oranı değişkenleri ile orantılı olarak değiştiği bulgusuna ulaşılmıştır.

Yıldırım, Kwag ve Collins (2006) Carow ve Heron (2002)'un çalışmasında konu edilen GLBA yasası-

nın ticari bankalar, yatırım bankaları ve sigorta şirketlerinin hisse senedi getirileri ve sistematik riskleri üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Yasayla ilişkili 6 önemli olayın incelendiği çalışmada, halka açık 194 ticari ve 70 yatırım bankasının ve de 159 tane de sigorta şirketinin günlük bazdaki hisse senedi getiri verileri kullanılmıştır. Olay çalışması yönteminin ve çok değişkenli regresyon modelinin kullanıldığı çalışmada, elde edilen bulgular, yasayla ilintili 2 önemli olayın yatırım bankalarının ve sigorta şirketlerinin hisse senedi getirileri üzerinde sırasıyla ortalama %2,37 ve %2,08 oranında pozitif anormal kazanç yarattığını göstermiştir. Yine ticari bankalar için istatistiksel olarak anlamlı anormal getirilerin elde edilemediği de çalışmanın bir başka bulgusu olarak raporlanmıştır.

Türk ve Swicegood (2012) ABD hükümeti tarafından 2010 yılının Temmuz ayında kabul edilen ve Tüketiciyi Koruma Yasası olarak da bilinen Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act yasasına, bankaların hisse senedi getirilerinin nasıl tepki verdiklerini olay çalışması yöntemi ve çok değişkenli regresyon modeli ile inceledikleri çalışmalarında, 12 önemli olayı analiz etmişlerdir. 366 finansal kuruluştan oluşan bir örneklem ile gerçekleştirilen çalışmanın bulguları, küçük ölçekli bankaların hisse senetlerinin genellikle yasadan etkilenmediğini, büyük ölçekli bankaların hisse senedi getirilerinin ise olaylara hem olumlu hem de olumsuz reaksiyonlar gösterebildiklerini ortaya koymuştur.

Borsa İstanbul'a kote olmuş bankalarla ilgili bir regülasyon olayının hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerinin olay çalışması yöntemiyle incelendiği bir çalışmaya Türkiye literatüründe rastlanmamakla birlikte, Türk vergi mevzuatında yapılan değişikliklerin Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin hisse senedi getirileri üzerine etkilerinin olay çalışması metodolojisi ile incelendiği 4 adet çalışma tespit edilmiştir.

Koçyiğit ve Kılıç (2008), olay çalışması yöntemi ve piyasa modelini kullanarak, 2008 yılından itibaren Türk leasing sektöründe uygulanmaya başlayan KDV oranı değişikliğinin, halka açık 7 leasing şirketinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Günlük hisse senedi getiri oranı verilerinin kullanıldığı ve ayrıca piyasanın yarı-güçlü formda etkin olup olmadığının da test edildiği çalışmada, olay öncesindeki ve son-

rasındaki belirli dönemlerde istatistiksel açıdan anlamlı anormal getirilerin elde edilmesinin mümkün olduğu yönünde bir bulguya ulaşılmıştır. Ayrıca, piyasanın yarı-güçlü formda etkin olmadığı da çalışmada ortaya konulmuştur.

Yalçın (2010) finansal araçların vergilendirilmesinin İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin getirilerine ve işlem hacimlerine etkilerini İMKB-30 şirketleri özelinde incelediği çalışmasında, olay çalışması yönteminden ve piyasa modelinden yararlanmıştır. 23 şirketten oluşan bir örneklem ve günlük bazdaki getiri ve hacim verileri ile çalışan Yalçın (2010), yaptığı analizler sonucunda, anormal fiyat hareketlerinin istatistiksel anlamlılığa sahip olmadığını buna karşın anormal işlem hacmi hareketlerinin istatistiksel anlamlılığı bulunduğunu tespit etmiştir. Yine piyasanın yarı-güçlü formda etkin olmadığı da çalışmanın bir başka çıktısı olarak raporlanmıştır.

Kurumlar vergisinde indirim öngören 29 Kasım 2005 tarihli açıklamanın İMKB’de işlem gören ve 2004 yılında en fazla kurumlar vergisi tahakkuk ettirilmiş olan 5 şirketten oluşan bir örneklem üzerinden hisse senedi getirilerinin söz konusu açıklamaya tepkisini olay çalışması yöntemi ve piyasa modeli ile ölçen Kandır ve Yakar (2012), günlük frekanslı hisse senedi getiri oranı verilerini kullanmışlardır. Analiz bulguları, açıklamanın olay tarihinde hisse senedi getirileri üzerinde anormal bir tepkiye neden olduğunu ortaya koymuş ve piyasanın yarı-güçlü formda etkin olduğunu göstermiştir.

Kütük (2014)’de Kandır ve Yakar (2012) gibi 29 Kasım 2005 tarihinde yapılan kurumlar vergisi indirimi açıklamasının İMKB’de işlem gören şirketlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini olay çalışması yöntemi ve 3 farklı model kullanarak incelediği çalışmasında, sırasıyla 256 ve 31 şirketin hisse senetlerinden oluşan iki örneklem kullanmıştır. Günlük hisse senedi getiri verileri ile gerçekleştirilen çalışmanın bulguları, bütün firmaların dâhil edildiği 256 şirketten oluşan örneklem için ve en çok vergi ödeyen firmaların dâhil edildiği 31 şirketten oluşan örneklem için istatistiki bakımdan anlamlı düzeyde bir anormal getiri oluşmadığı yönünde çıkmıştır. Yine, kurumlar vergisinde indirim öngören açıklamanın piyasa tarafından açıklama öncesinde tahmin edilip, öngörülüp fiyatlandığı ve piyasanın yarı-güçlü formda etkin olduğu, çalışmada tespit edilen diğer bulgular arasında yer almaktadır.

3. Veri ve Yöntem

Çalışmanın anakütlesi ve örnekleme belirlenirken BDDK tarafından bankacılık ürün ve hizmet ücretlerine düzenleme getiren yönetmelik taslağının kamuoyuna duyurulduğu tarih olan 21 Ağustos 2014 tarihi belirleyici bir role sahip olmuştur. Bu bağlamda, araştırma verilerinin kapsadığı dönem olan 15.08.2013-11.09.2014 döneminde BIST Pay Piyasası’nda işlem gören 16 adet banka (Akbank, Albaraka Türk, AlternatifBank, Asya Katılım Bankası, Denizbank, Finansbank, Şekerbank, Tekstil Bankası, Türk Ekonomi Bankası, Garanti Bankası, Halk Bankası, İş Bankası, Türkiye Kalkınma Bankası, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, Vakıflar Bankası, Yapı ve Kredi Bankası) anakütle olarak seçilmiştir. Çalışmanın örnekleme ise AlternatifBank, Asya Katılım Bankası, Denizbank, Türkiye Kalkınma Bankası ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası hariç olmak üzere geriye kalan 11 bankadan oluşmaktadır. Araştırmanın örnekleme belirlenirken anakütledeki bankaların; araştırmanın kapsadığı dönemde BIST Pay Piyasası Ulusal Pazar’da kesintisiz olarak işlem görmesi, hisse senedi fiyat verilerinin eksik olmaması ve söz konusu BDDK düzenlemesinden etkilenme potansiyeli taşıması, şartlarını ayrı ayrı sağlaması gerektiği aranmıştır.

Araştırmanın veri setini, örnekleme yer alan 11 adet bankanın hisse senetlerine ait günlük bazdaki Türk Lirası (TL) cinsinden, temettü ödemelerine ve sermaye artırımlarına göre düzeltilmiş hisse senedi fiyatları ve BIST-100 endeksine ait TL cinsinden günlük frekanslı 2. seans kapanış değerleri oluşturmaktadır. Veriler Rasyonet, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi ve BIST Günlük Bültenleri’nden temin edilmiştir.

Bu çalışmada; ekonomi ve finans alanında yapılan pek çok uygulamalı araştırmada kullanılan ve seçilen bir olayın gerçekleşmesi karşısında hisse senetlerinin verdiği tepkinin ölçülmesini olanaklı kılan, finans teorisi ve istatistik biliminin bir arada kullanıldığı hibrid (melez) bir araştırma tekniği olan olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Ayrıca finansal ekonomi literatüründe, sermaye piyasalarının etkinliğinin ölçülmesinde de olay çalışması yönteminden yoğun olarak yararlandığı görülmektedir.

Olay çalışması metodolojisi birbirini takip eden belirli aşamaları gerektirmekle birlikte, literatür

incelendiğinde metodolojinin aşamaları ile ilgili olarak standartlaşmış tek bir modelden bahsetmenin güç olduğu görülmektedir. Bu sebeple, olay çalışması literatüründe sıklıkla referans olarak gösterilen Campbell, Lo ve MacKinlay (1997), MacKinlay (1997) ve Delattre (2007)'nin çalışmalarından yararlanılarak metodolojinin aşamaları 4 basamak altında toplanmıştır.

Metodolojinin ilk aşamasını, araştırmaya konu olan olayın belirlenmesi (tanımlanması) oluşturmaktadır. Bu çalışmada inceleme konusu yapılan olay; BDDK tarafından Finansal Tüketicilerden Faiz Dışında Alınacak Ücret, Komisyon ve Masraflara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik Taslağı'nın kamuoyuna duyurulmasıdır.

Yöntemin ikinci aşamasında olay tarihi (event date) belirlenerek, olay penceresi (event window) oluşturulmaktadır. Çalışmamızda inceleme konusu yapılan olayın tarihi 21 Ağustos 2014'tür. Bir örnekleme yer alan tüm hisse senetleri için aynı olay tarihinin belirlenmesi durumunda ortaya çıkan kümeleme problemi (Başdaş, 2013, s.221) bu çalışma için de geçerlidir. Olayın etkilerinin ölçüleceği süreyi gösteren olay penceresi (Delattre, 2007, s.59) olay tarihi olmak üzere, olay tarihinden 15 borsa işlem günü öncesini ve 15 borsa işlem günü sonrasını kapsayacak şekilde toplam 31 borsa işlem günü olarak belirlenmiştir. İnceleme konusu yapılan olayın ya da duyurunun önemli etkilerini yansıtacak kadar uzun buna karşın duyuru-yu kirleten karıştırıcı etkileri de dışlayacak kadar kısa seçilmesi gerektiği önerilen (McWilliams ve Siegel, 1997, s.636) olay penceresinin uzunluğunun belirlenmesi konusunda literatürde bir görüş birliği olmadığı (Mazgit, 2013, s.233) gibi, pencere uzunluklarının incelenen olayın türüne bağlı olarak değişkenlik gösterdiği (Kandır, 2013, s.25), hatta bazen benzer olay çalışmalarında dahi farklı zaman dilimlerinin pencere uzunluğu olarak seçildiği görülmektedir (Mazgit, 2013, s.233).

Metodolojinin üçüncü aşamasında tahmin penceresinin (estimation window) uzunluğu belirlenmektedir. Tahmin penceresi olarak adlandırılan zaman dilimi, inceleme konusu yapılan olayın etkisi altında olmadığı düşünülen, olayın etkisinin görülmediği bir dönemdir ve olay penceresinde kullanılacak parametrelerin tahmini-başka bir ifadeyle normal getiriler- bu dönemin verileriyle hesaplanmakta (Mazgit, 2013, s.233; Sarıgül,

2015, s.122), olay penceresi boyunca hisse senedi fiyatlarının gösterdikleri reaksiyonun anlamlılığı bu dönemle bağıntılı olarak değerlendirilmektedir (Konchitchki ve O'Leary, 2011, s.102). Normal getirileri hesaplayabilmek için kullanılan tahmin penceresinin olay penceresinden 45-90 gün gibi belirgin bir gün sayısına göre ayrılması gerektiği Johnston (2007, s.3) tarafından öne sürülmektedir. Yine Peterson (1989: 38)'a göre, günlük veriler kullanılarak yapılacak çalışmalar için tipik tahmin penceresi uzunluk aralığı 100 ila 300 gün arasında değişmektedir. Çalışmamızda kullanılan tahmin penceresi uzunluğu 150 borsa işlem günü olarak belirlenmiştir.

Metodolojinin dördüncü ve son aşamasında normal (beklenen) ve anormal getiriler hesaplanarak istatistiksel anlamlılık testleri yapılmaktadır. Olay çalışmasının temelinde anormal getirilerin hesaplanması olduğu için, öncelikle normal getirilerin belirli bir model ile belirlenmesi gerekmektedir. Normal getirileri karakterize eden doğru model seçilmediği müddetçe anormal getiri testleri yanıltıcı olacaktır (Başdaş, 2013, s.212; Başdaş ve Oran, 2014, s.169). Normal getiri, eğer olay gerçekleşmemiş olsaydı beklenecek olan getiri şeklinde tanımlanmaktadır (Campbell vd., 1997, s.151). Olay çalışması yönteminin merkezindeki kilit nokta olan anormal getiriler (Serra, 2002, s.2), gözlenen getiriler ile belirli bir normal getiri modelinden türetilen tahmini getiriler arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır (Park, 2004, s.655). Ayrıca, piyasanın yeni bilgilere verdiği tepkileri de anormal getirilerin yansıttığı varsayılmaktadır (McWilliams ve Siegel, 1997, s.628).

Normal getirilerin hesaplanmasında kullanılan birtakım yaklaşımlar bulunmaktadır. MacKinlay (1997) ve Campbell vd., (1997) bu yaklaşımları genel hatlarıyla istatistiksel yaklaşımlar ve ekonomik yaklaşımlar olmak üzere iki gruba ayırmışlardır. İlk grupta yer alan istatistiksel modeller varlık getirilerinin davranışları ile ilgili olarak istatistiki varsayımlardan hareket eden ve herhangi bir ekonomik argümana bağlı olmayan yaklaşımlardır. İstatistiksel modeller arasında sabit ortalama getiri modeli, piyasa modeli ve faktör modelleri yer almaktadır. İstatistiksel modellerin aksine, yatırımcıların davranışlarına ilişkin varsayımlara dayanan ve istatistiksel varsayımlara dayalı olmayan, sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM) ve arbitraj fiyatlama teorisi (APT) ise ekonomik mo-

deller kategorisinde yer almaktadır.

Brown ve Warner (1985), Campbell, Cowan ve Salotti (2010) ve Başdaş (2013) gibi araştırmacılar, istatistiksel yaklaşımlar arasında yer alan piyasa modelinin diğer modellerden daha üstün performans gösterdiğini yaptıkları çalışmalarda ampirik olarak kanıtlamışlardır. Yine, Başdaş (2013) BIST verileri ile yaptığı güncel çalışmada, piyasa modelinin kümeleme probleminin varlığı halinde kullanılabileceğini belirtmiştir. Bu çerçevede çalışmamızda normal getirilerin hesaplanmasında, Türkçeye “piyasa modeli” olarak tercüme edilmiş olan “market model” kullanılmıştır.

Piyasa modeli, piyasa getirisi ile hisse senedinin getirisi arasında istikrarlı bir doğrusal ilişki olduğunu varsayan (Campbell vd., 1997, s.151) başka bir ifadeyle, bir hisse senedinin kuramsal olarak getirisini, piyasa portföyünün getirisinin doğrusal bir fonksiyonu olarak tanımlayan tekli bir indeks modelidir (Delattre, 2007, s.60). Piyasa modeli aşağıdaki gibidir (MacKinlay, 1997: s.18);

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$E(\varepsilon_{i,t} = 0) \quad var \quad (\varepsilon_{i,t}) = \sigma_i^2$$

$R_{i,t}$: i hisse senedinin t zamanındaki gerçekleşen (fiili) getiri oranı

α_i : sabit terim (regresyon doğrusunun y-eksenini kestiği nokta)

β_i : i hisse senedinin sistematik risk katsayısı (regresyon doğrusunun eğimi)

$R_{m,t}$: Piyasa portföyünün t zamanındaki gerçekleşen (fiili) getiri oranı

$\varepsilon_{i,t}$: Hata terimi

$E(\varepsilon_{i,t} = 0)$: Beklenen değeri sıfır (0) ortalamalı olan hata terimi

$var(\varepsilon_{i,t}) = \sigma_i^2$: Sabit varyanslı hata terimi

Hisse senedi getiri oranları aşağıdaki eşitlik 2 yardımıyla hesaplanmıştır (Kandır ve Yakar, 2012, s.179);

$$R_{i,t} = Ln[(P_{i,t} + D_{i,t})/(P_{i,t-1})] = Ln(P_{i,t} + D_{i,t}) - Ln(P_{i,t-1}) \quad (2)$$

$R_{i,t}$: hisse senedinin t zamanındaki gerçekleşen (fiili) getiri oranı

$P_{i,t}$: hisse senedinin t zamanındaki fiyatı

$D_{i,t}$: hisse senedi sahiplerine t zamanında ödenen temettü (kar payı)

$P_{i,t-1}$: hisse senedinin $t - 1$ zamanındaki fiyatı

Ln : Doğal logaritma

Piyasa portföyünü temsil eden BIST-100 endeksinin getiri oranları da aşağıdaki eşitlik 3 yardımıyla hesaplanmıştır (Bozkurt, Öksüz ve Karakuş, 2014, s.84);

$$R_{m,t} = Ln\left(\frac{I_t}{I_{t-1}}\right) = Ln(I_t) - Ln(I_{t-1}) \quad (3)$$

$R_{m,t}$: Piyasa portföyünün (BIST-100 endeksinin) t zamanındaki fiili getiri oranı

I_t : BIST-100 endeksinin t zamanındaki kapanış değeri

I_{t-1} : BIST-100 endeksinin $t - 1$ zamanındaki kapanış değeri

Ln : Doğal logaritma

Normal getirilerin, piyasa modeli parametreleri (α_i ve β_i) kullanılarak tahmin edilmesinden sonra, gerçekleşen (fiili) getiri oranı ile piyasa modeline göre tahmin edilen normal getiri oranı arasındaki fark olarak tanımlanan anormal getiriler (Abnormal Returns) aşağıdaki eşitlik 4 yardımıyla hesaplanmıştır (Kandır ve Yakar, 2012, s.179; MacKinlay, 1997, s.20);

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}) \quad (4)$$

Anormal getiriler hesaplandıktan sonra, hesaplanan anormal getiri değerleri zamana göre toplulaştırılarak, aşağıdaki eşitlik 5 yardımıyla ortalama anormal getiriler (Average Abnormal Returns) hesaplanmıştır (MacKinlay, 1997, s.24);

$$AAR_t = \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (5)$$

Eşitlikte yer alan N örneklemdaki hisse senedi sayısını temsil etmektedir.

Kothari ve Warner (2007, s.10) araştırmaya konu olan olayın kısmen önceden tahmin edilmesi (öngörülmesi) olasılığını dikkate alabilmek ve olay sırasında ortaya çıkan bilgilere piyasanın uyum hızını, başka bir ifadeyle piyasa etkinliğini test edebilmek için, kümülatif anormal getirilerin hesaplanması gerektiğini belirtmişlerdir.

Araştırmaya konu olan olayın genel etkilerini görebilmek için ortalama anormal getiriler zamana göre toplulaştırılmış ve aşağıdaki eşitlik 6 yardımıyla olay penceresi dâhilindeki belirli bir zaman aralığı (t_1, t_2) için kümülatif ortalama anormal getiriler (Cumulative Average Abnormal Returns-CAAR) hesaplanmıştır (MacKinlay, 1997, s.24);

$$CAAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (6)$$

Anormal getiriler ile kümülatif anormal getirilerin sıfırdan istatistiksel olarak anlamlı derecede farklı olup olmadıkları, parametrik testlerden¹ birisi olan t testi² aracılığıyla analiz edilmiştir. Bu bağlamda, t istatistik değerlerinin hesaplanmasında, aşağıdaki eşitlik 7'de yer alan yatay kesit standart sapma

1 Berry, Gallinger ve Henderson (1990)'un çalışması, parametrik testlerin parametrik olmayan testlere göre daha iyi performans gösterdiğine işaret ettiği için, yine Başdaş (2013)'ün araştırması da, parametrik olmayan testlerin katma değerinin kısıtlı olduğunu vurguladığı için, araştırmamızda parametrik bir test kullanmayı tercih ettik.

2 Araştırmanın örneklemindeki hisse senedi sayısının ($N=11$), elde olmayan yapısal nedenlerden ötürü sınırlı tutulmak zorunda kalınmasından kaynaklı olarak parametrik t testi sonuçları değerlendirilirken, bir miktar ihtiyatla değerlendirme yapılması gerektiği, ifade edilebilir.

değeri kullanılmıştır (Armitage, 1995, s.36; Sarıgül, 2015, s.123);

$$S_t = \sqrt{\left(\frac{1}{N-1}\right) \sum_{i=1}^N [AR_{i,t} - AAR_t]^2} \quad (7)$$

Standart sapma değerinin hesaplanmasının ardından ortalama anormal getiriler (AAR) ve kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) için sırasıyla eşitlik 8 ve eşitlik 9'da yer alan formüller yardımıyla t istatistiği değerleri hesaplanarak H_0 hipotezi test edilmiştir (Armitage, 1995, s.36; Sarıgül, 2015, s.123);

$$H_0: AAR = 0$$

$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{\frac{S_t}{\sqrt{N}}} \quad (8)$$

$$H_0: CAAR = 0$$

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR(t_1, t_2)}{S_t * \sqrt{T}} \quad (9)$$

T, t_1 'den t_2 'ye kadar kümülatif ortalama anormal getirinin hesaplandığı gün sayısını, N ise örneklemdaki hisse senedi sayısını ifade etmektedir. H_0 hipotezinin kabulü halinde piyasanın yarı-güçlü formda etkin olduğu söylenir.

4. Ampirik Bulgular ve Değerlendirme

Çalışmadan elde edilen bulgular Tablo 2 ve Tablo 3'de özetlenmiştir. Olay penceresi boyunca gerçekleşen ortalama anormal getiriler, kümülatif ortalama anormal getiriler ve bunlara ilişkin t istatistiği değerlerini gösteren Tablo 2 incelendiğinde, olay tarihinden 5, 6 ve 10 işlem günü öncesi hariç olmak üzere, olay tarihi dâhil diğer günlerdeki ortalama anormal getirilerin istatistiksel anlamlılığa sahip olmadıkları görülmektedir. Yine Tablo 2'de yer alan kümülatif ortalama anormal getirilerin hiçbirinin de istatistiksel bakımdan önemli düzeyde olmadığı görülmektedir.

Tablo 2. Ortalama Anormal Getiriler (AAR), Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (CAAR) ve Getirilere Ait t-İstatistiği Değerleri

Olay Penceresi	AAR (%)	t-İstatistiği	CAAR (%)	t-İstatistiği
-15	0,1547	0,3378	0,1547	0,4509
-14	-0,0196	-0,0831	0,1351	0,2785
-13	-0,2872	-1,1421	-0,1521	-0,2558
-12	-0,1146	-0,4207	-0,2667	-0,3885
-11	-0,2779	-0,9527	-0,5446	-0,7099
-10	0,3461	1,7882***	-0,1985	-0,2361
-9	0,0960	0,5016	-0,1025	-0,1128
-8	0,3646	0,8743	0,2621	0,2701
-7	-0,3464	-1,3523	-0,0843	-0,0818
-6	-0,4573	-1,8422***	-0,5416	-0,4991
-5	0,8835	2,6517*	0,3419	0,3005
-4	0,2132	0,9594	0,5551	0,4671
-3	-0,0986	-0,2768	0,4565	0,3690
-2	0,1395	0,4197	0,5960	0,4642
-1	0,0726	0,3226	0,6686	0,5031
0	0,2847	1,4279	0,9533	0,6946
1	0,1679	1,3761	1,1212	0,7926
2	0,1682	0,8322	1,2894	0,8858
3	-0,0558	-0,1458	1,2336	0,8249
4	-0,2425	-1,0809	0,9911	0,6459
5	0,2991	0,9873	1,2902	0,8206
6	-0,0603	-0,2105	1,2299	0,7643
7	0,0105	0,0699	1,2404	0,7538
8	0,0521	0,3223	1,2925	0,7690
9	-0,0714	-0,4650	1,2211	0,7118
10	0,1328	0,6803	1,3539	0,7739
11	-0,1381	-0,8615	1,2158	0,6820
12	0,2008	1,2880	1,4166	0,7803
13	-0,1266	-0,3377	1,2900	0,6982
14	0,6239	0,8472	1,9139	1,0186
15	-0,5999	-0,8496	1,3141	0,6879

Not:*, *** sırasıyla %1 ve %10 seviyesinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Olay tarihindeki (t=0) ortalama anormal getirinin pozitif bir değer almış olması, düzenlemenin piyasa oyuncuları tarafından negatif bir haber unsuru olarak algılanmadığını düşündürmektedir. Bu noktada, piyasa oyuncularının 8 Nisan 2014 tarihli yönetmelik taslağında öngörülen düzenlemelere göre banka ücret, komisyon, hizmet gelirleri ve dolay-

ısıyla karlılıkları üzerinde görece daha az baskılayıcı/sınırlayıcı düzenlemeler içeren 21 Ağustos 2014 tarihli yönetmelik taslağını görece iyimser algılayarak fiyatlamaya yapmış olabilecekleri, önemli bir ihtimal olarak karşımıza çıkmaktadır.

Olay tarihinden önceki 5., 6., ve 10., işlem günlerinde ortaya çıkan ortalama anormal getirilerin varlığı, olayın piyasa oyuncuları tarafından önceden tahmin edildiğine, öngörüldüğüne işaret etmektedir. Nitekim Kothari ve Warner (2007, s.10) olayın önceden tahmin edilebilir olması halinde, anormal getirilerin olay öncesinde ortaya çıkabileceğine işaret etmişlerdir. Bununla birlikte, olayın tahmin edildiği, öngörüldüğü konusunda kesin bir karar verebilmek için kümülatif anormal getirilerin hesaplanmasına ihtiyaç duyulmaktadır (Kandır ve Yakar, 2012, s.182; Kandır, 2013, s.27-28). Çeşitli olay penceresi kombinasyonlarına göre hesaplanan ve ortalama anormal getirilerin kalıcı etkisinin analizinde kullanılan kümülatif ortalama anormal getiri değerleri ile bunlara ait t-istatistiği değerle-

rini gösteren Tablo 3'e bakıldığında, olay tarihinin 5 borsa işlem günü öncesinden başlayıp olay tarihine kadar olan döneme karşılık gelen ortalama anormal getiri değerlerinin kümüle değerini gösteren (-5,0) olay penceresi aralığındaki CAAR değerinin (%1,49) %10 seviyesinde istatistiksel anlamlılığa sahip olduğu görülmektedir. Yine, olay penceresinin tamamı (yani CAAR (-15,+15) dönemi) boyunca ortaya çıkan %1,3141'lik toplam getirinin %72,54'lük bölümünün olay tarihi öncesinde ve olay tarihinde gerçekleştiği görülmektedir. Bu sonuçlar, ortalama anormal getirilerin işaret ettiği, olayın piyasa oyuncuları tarafından önceden tahmin edildiği, öngörüldüğü bulgusunu teyit etmektedir.

Tablo 3. Çeşitli Olay Penceresi Kombinasyonlarına Göre Hesaplanan Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (CAAR) ve Getirilere Ait t-İstatistiği Değerleri

Olay Penceresi Aralığı	CAAR (%)	t-İstatistiği	Olay Penceresi Aralığı	CAAR (%)	t-İstatistiği
(-15,+15)	1,3141	0,6879	(0,+9)	0,5526	0,5093
(-14,+14)	1,7593	0,9522	(0,+10)	0,6854	0,6023
(-13,+13)	1,1549	0,6478	(0,+11)	0,5473	0,4605
(-12,+12)	1,5686	0,9144	(0,+12)	0,7481	0,6048
(-11,+11)	1,4824	0,9010	(0,+13)	0,6215	0,4842
(-10,+10)	1,8984	1,2075	(0,+14)	1,2455	0,9374
(-9,+9)	1,4196	0,9492	(0,+15)	0,6456	0,4704
(-8,+8)	1,3949	0,9861	(-15,0)	0,9532	0,6946
(-7,+7)	0,9782	0,7362	(-14,0)	0,7985	0,6009
(-6,+6)	1,3142	1,0623	(-13,0)	0,8181	0,6373
(-5,+5)	1,8318	1,6099	(-12,0)	1,1052	0,8935
(-4,+4)	0,6491	0,6307	(-11,0)	1,2199	1,0264
(-3,+3)	0,6785	0,7475	(-10,0)	1,4978	1,3163
(-2,+2)	0,8329	1,0857	(-9,0)	1,1517	1,0616
(-1,+1)	0,5252	0,8839	(-8,0)	1,0556	1,0256
(0,+1)	0,4527	0,9330	(-7,0)	0,6911	0,7122
(0,+2)	0,6209	1,0449	(-6,0)	1,0375	1,1429
(0,+3)	0,5651	0,8236	(-5,0)	1,4948	1,7788***
(0,+4)	0,3226	0,4205	(-4,0)	0,6113	0,7968
(0,+5)	0,6217	0,7398	(-3,0)	0,3981	0,5802
(0,+6)	0,5614	0,6185	(-2,0)	0,4968	0,8360
(0,+7)	0,5719	0,5893	(-1,0)	0,3573	0,7364
(0,+8)	0,6240	0,6063			

Not:*, *** sırasıyla %1 ve %10 seviyesinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Araştırmamıza konu olan olayı piyasa oyuncuları açısından tahmin edilebilir, öngörülebilir kılan ve aynı zamanda kamuoyuna mal olmuş olan birkaç temel bilgi bulunmaktadır. İlk bilgi olarak 6 Aralık 2012 tarihli “Finans Sektöründe Tüketici Hukuku ve Uygulama Alanları Sempozyumu”nda dönemin Gümrük ve Ticaret Bakanı tarafından yapılan konuşma gösterilebilir (hayatiyazici.com.tr, 2012). İkinci bilgi kaynağı olarak 4 Haziran 2013 tarihli Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Tasarısı, üçüncü bilgi kaynağı olarak 8 Nisan 2014 tarihli yönetmelik taslağı (Hürriyet, 2014a; The Wall Street Journal Türkiye, 2014) ve bir diğer bilgi kaynağı olarak da 19 Ağustos 2014 tarihinde dönemin Türkiye Bankalar Birliği (TBB) Başkanı tarafından yapılan açıklama (Hürriyet, 2014b) gösterilebilir.

Kothari ve Warner (2007, s.10), olay sonrası dönemlerde ortaya çıkan sıfırdan farklı kümülatif anormal getirilerin piyasa etkinliği ile tutarsız olacağına işaret etmişlerdir. Olay tarihinden sonraki dönemlere ait kümülatif ortalama anormal getirilerin istatistiki bakımdan önemli düzeyde olmaması piyasanın yarı-güçlü formda etkin olduğunun kanıtı olarak kabul edilmektedir (Kandır, 2013, s.28). Bu çerçevede çalışmamızda, olay tarihinden sonraki dönemlere ait kümülatif ortalama anormal getiriler incelendiğinde, istatistiki açıdan anlamlı düzeyde bir getiriye rastlanılmadığı Tablo 2 ve Tablo 3’e bakıldığında görülmektedir. Netice itibariyle, elde edilen bu bulgular BIST Pay Piyasası’nın yarı-güçlü formda etkin olduğunu varsayan hipotezini desteklemektedir.

5. Sonuç ve Öneriler

Bu çalışmada, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından 21 Ağustos 2014 tarihinde ayrıntıları kamuoyuyla paylaşılan “Finansal Tüketicilerden Faiz Dışında Alınacak Ücret, Komisyon ve Masraflara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik Taslağı” duyurusunun, Borsa İstanbul Pay Piyasası’nda işlem gören 11 bankanın hisse senedi getirileri üzerindeki kısa vadeli etkisinin araştırılması ve Borsa İstanbul Pay Piyasası’nın yarı-güçlü formda etkin olup olmadığının belirlenmesi, amaçlanmıştır. Söz konusu amaç paralelinde, finansal ekonomi literatüründe sermaye piyasalarının etkinliğinin ölçülmesinde de kullanılan bir yöntem olan olay çalışması metodolojisinden (event study methodology) yararlanılmıştır.

BDDK regülasyon duyurularının BIST’da işlem gören hisse senetlerinin getirilerine etkilerini olay çalışması yöntemiyle analiz eden ilk çalışma olması dolayısıyla öncü ve özgün bir nitelik taşıdığı düşünülen çalışmamızın bulguları; yönetmelik taslağı duyurusunun hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı anormal bir tepki yaratmadığına, olayın piyasa oyuncuları tarafından önceden tahmin edildiğine, öngörüldüğüne ve BIST Pay Piyasası’nın yarı-güçlü formda etkin bir piyasa olduğuna, işaret etmektedir.

İlerleyen dönemlerde yapılacak çalışmalarda, BDDK’nın çeşitli regülasyon duyurularının BIST’da işlem gören bankaların ve/veya diğer şirketlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerinin olay çalışması yöntemi kullanılmak suretiyle analiz edilmesinin finans literatürüne katkı sunabileceği düşünülmektedir.

Kaynakça

- AHARONY, Joseph ve Itzhak SWARY; (1981), “Effects of the 1970 Bank Holding Company Act: Evidence from Capital Markets”, *The Journal of Finance*, 36(4), ss. 841-853.
- ALLEN, Paul R. ve William J. WILHELM; (1988), “The Impact of The 1980 Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act on Market Value and Risk: Evidence From The Capital Markets”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 20(3), ss. 364-380.
- Anadolu Ajansı, (2014), “BDDK’dan Açıklama” 31 Mart 2016 tarihinde <http://aa.com.tr/tr/ekonomi/bddkdan-aciklama/168637> adresinden erişildi.
- ARMITAGE, Seth; (1995), “Event Study Methods and Evidence on Their Performance”, *Journal of Economic Surveys*, 8(4), ss. 25-52.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2014a). *Finansal Tüketicinin Korunması Eylem Planı Arka Plan Belgesi*. Ankara: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2014b). *Finansal Tüketicilerden Faiz Dışında Alınacak Ücret Komisyon ve Masraflara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik Taslağına İlişkin Basın Açıklaması*.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (2016). “BDDK İnteraktif Bültenler Türk Bankacılık Sektörü İnteraktif Aylık Bülten” 31 Mart 2016 tarihinde <http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/> adresinden erişildi.
- BAŞDAŞ, Ülkem; (2013), “Event Study Methodology For The Borsa İstanbul”, Ph.D. Thesis, Middle East Technical University Graduate School of Social Sciences, Ankara.
- BAŞDAŞ, Ülkem ve Adil ORAN; (2014), “Event Studies in Turkey”. *Borsa İstanbul Review*, 14(3), ss. 167-188.

- BERRY, Michael A., George, W.GALLINGER and Glenn, V.HENDERSON, (1990), "Using Daily Stock Returns in Event Studies and the Choice of Parametric Versus Nonparametric Test Statistics". *Quarterly Journal of Business and Economics*, 29(1), ss.70-85.
- Borsa İstanbul, (2016). "Günlük Bültenler" 31 Mart 2016 tarihinde <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/gunluk-bulten> adresinden erişildi.
- BOZKURT, İbrahim, Sezer ÖKSÜZ ve Rifat KARAKUŞ; (2014), "Finansal Tablo İlanlarının Hisse Getirileri Üzerindeki Etkisi: BİST'de Ampirik Bir Uygulama", 18. Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı, ss. 77-95.
- BROWN, Stephen J. ve Jerold B. WARNER; (1985), "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics*, 14(1), ss. 3-31.
- CAMPBELL, John Y., Andrew W. LO, ve A.Craig MACKINLAY; (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, New Jersey.
- CAMPBELL, Cynthia J., Arnold R. COWAN ve Valentina, SALOTTI; (2010), *Multi-Country Event Study Methods*. Iowa State University, Finance Publication.
- CAROW, Kenneth A. ve Randall A. HERON; (2002), "Capital Market Reactions To The Passage Of The Financial Services Modernization Act Of 1999", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 42, ss. 465-485.
- CORNETT, Marcia H.M. ve Hassan TEHRANIAN; (1989) "Stock Market Reactions to The Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980", *Journal of Banking and Finance*, 13(1), ss. 81-100.
- DANN, Larry Y. ve Cristopher M. JAMES; (1982), "An Analysis of the Impact of Deposit Rate Ceilings on the Market Values of Thrift Institutions", *The Journal of Finance*, 37(5), ss. 1259-1275.
- DELATTRE, Eric; (2007), "Event Study Methodology in Marketing", *Recherche et Applications en Marketing (English Edition)*, 22(2), ss. 57-75.
- Finansal Tüketicilerden Alınacak Ücretlere İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik, (3 Ekim 2014) 29138 sayılı Resmî Gazete.
- Hayatıyazici.com.tr, (2012). "Hakem Heyetlerine Yapılan Şikayetlerin Yarısı Bankacılık İle İlgili", 31 Mart 2016 tarihinde <http://www.hayatıyazici.com.tr/haberler/hakem-heyetlerine-yapilan-sikayetlerin-yarisi-bankacilik-ile-ilgili> adresinden erişildi.
- Hürriyet, (2014a), "Kredi kartları ile ilgili çok önemli düzenleme" 31 Mart 2016 tarihinde <http://www.hurriyet.com.tr/kredi-kartlari-ile-ilgili-cok-onemli-duzenleme-26180773> adresinden erişildi.
- Hürriyet, (2014b), "Ücret ve komisyonlar düzenlemesi 15 gün içinde açıklanabilir" 31 Mart 2016 tarihinde <http://www.hurriyet.com.tr/ucret-ve-komisyonlar-duzenlemesi-15-gun-icinde-aciklanabilir-27033028> adresinden erişildi.
- JOHNSTON, Margaret A; (2007), "A Review of The Application of Event Studies In Marketing", *Academy of Marketing Science* Review, 11(4), ss. 1-31.
- Kamuyu Aydınlatma Platformu, (2016). 31 Mart 2016 tarihinde <https://www.kap.gov.tr/> adresinden erişildi.
- KANDIR, Serkan Yılmaz ve Soner YAKAR; (2012), "Kurumsal Vergisi Oranındaki Değişikliğin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi", *Maliye Dergisi*, 163, ss. 170-186.
- KANDIR, Serkan Yılmaz; (2013), "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Açıklamalarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi", *Bankacılar Dergisi*, 24(85), ss. 21-31.
- KARA, İlhan; (2014), "Bireysel Bankacılık İşlemleri Alanında Tüketici Hakları Kanununa Aykırı Uygulamalar ve Çözüm Yolları", *İstanbul Barosu Dergisi*, 88(1), ss. 81-101.
- KOÇYİĞİT, Murat ve Asiye KILIÇ; (2008), "Leasing Sektöründe KDV Oranı Değişikliğinin İMKB'de İşlem Gören Leasing Şirketlerinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 40, ss.165-174.
- KONCHITCHKI, Yaniv ve Daniel E. O'LEARY; (2011), "Event Study Methodologies in Information Systems Research", *International Journal of Accounting Information Systems*, 12(2), ss. 99-115.
- KOTHARI, S.P. ve Jerold B. WARNER; (2007), *Econometrics of Event Studies, Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance Volume 1*. B. Espen ECKBO, (Editör). Elsevier, North-Holland, ss. 3-36.
- KÜTÜK, Samet; (2014), "Impacts of the Corporate Income Tax Change on Asset Prices in Turkey", Unpublished Master Thesis, Middle East Technical University Graduate School of Social Sciences, Ankara.
- KWAN, Simon H.; (2003), "Impact of Deposit Rate Deregulation in Hong Kong on the Market Value of Commercial Banks", *Journal of Banking and Finance*, 27(12), ss. 2231-2248.
- MACKINLAY, A. Craig; (1997), "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, 35(1), ss. 13-39.
- MADEO, Silvia A., ve Morton PINCUS; (1985), "Stock Market Behavior and Tax Rule Changes: The Case Of The Disallowance Of Certain Interest Deductions Claimed By Banks", *The Accounting Review*, 60(3), ss. 407-429.
- MAZGİT, İsmail; (2013), "Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BİST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama", *Sosyoekonomi*, 20(20), ss. 225-264.
- MCWILLIAMS, Abigail ve Donald SIEGEL; (1997), "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues", *The Academy of Management Journal*, 40(3), ss. 626-657.
- PARK, Namgyoo K.; (2004), "A Guide to Using Event Study Methods in Multi-Country Settings", *Strategic Management Journal*, 25(7), ss. 655-668.
- PETERSON, Pamela P.; (1989) "Event Studies: A Review of Issues and Methodology", *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28(3), ss. 36-66.
- Rasyonet, (2016). 31 Mart 2016 tarihinde <http://www.rasyonet.com.tr/>

com/ adresinden erişildi.

SARIGÜL, Haşmet; (2015), "Sendikasyon Kredisi Kullanım Duyurularının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi" *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(12), ss. 113-129.

SERRA, Ana Paula; (2002), "Event Study Tests: A Brief Survey", *Universidade Do Porto, Faculdade De Economia, Working Papers Da Fep*, 117, ss. 1-14.

The Wall Street Journal Türkiye, (2014), "BDDK'tan bankalara "Kart ücretine sınır" sürprizi" 31 Mart 2016 tarihinde <http://www.wsj.com.tr/articles/SB10001424052702304640104579489572180733930> adresinden erişildi.

TURK, George ve Philip SWICEGOOD; (2012), "Assessing The Market's Reaction To The Dodd-Frank Act" *Journal of Business and Economics Research*, 10(10), ss. 569-577.

Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Tasarısı, (2013). 31 Mart 2016 tarihinde <http://www2.tbmm.gov.tr/d24/1/1-0787.pdf> adresinden erişildi.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (2016). 31 Mart 2016 tarihinde <http://evds.tcmb.gov.tr/> adresinden erişildi.

YALÇIN, Canan; (2010), "The Effects of Taxation of Financial Instruments on Stock Returns Traded In İstanbul Stock Exchange: Evidence From ISE-30 Index", *Unpublished Master Thesis, Dokuz Eylül University Institute of Social Sciences, İzmir*.

YILDIRIM, H. Semih, Seung-Woog (Austin) KWAG, ve M. Cary COLLINS; (2006), "An Examination Of The Equity Market Response To The Gramm-Leach-Bliley Act Across Commercial Banking, Investment Banking, and Insurance Firms", *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(9-10), ss. 1629-1649.

6502 Sayılı *Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun* (2013).