

İYİ VE KÖTÜ KAZANÇ İLANLARINA KARŞI PİYASANIN TEPKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA*

Halime ŞİMŞEK**

Dr. Öğr. Üyesi Durmuş YILDIRIM***

Araştırma Makalesi / *Research Article*

Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi
Haziran 2020, 22(2), 276-295

ÖZ

Çalışmanın amacı, firmalar tarafından açıklanan iyi ve kötü kazanç ilanlarına karşı yatırımcıların tepkisini ölçmek, söz konusu ilanların hisse senedi getirilerini ne yönde etkilediğini tespit etmektir. Çalışma 2015-2018 dönemini kapsamakta olup, BİST 30 endeksine dâhil firmalar üzerinde olay çalışması yöntemiyle analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda hem iyi hem de kötü kazanç ilanlarının kümülatif anormal getiriler üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Bu etkinin, bir önceki döneme nazaran karlılığı ve zararı %50'den fazla artan işletmelerde daha yüksek olduğu görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Anormal Getiri, Kazanç İlanları, Piyasa Tepkisi, Olay Çalışması

JEL Sınıflandırması: G14, G30, G40

MARKET REACTION TO GOOD AND BAD EARNING ANNOUNCEMENTS: AN APPLICATION IN BORSA ISTANBUL


ABSTRACT

The aim of the study is to measure the investors' response to the good and bad earnings announcements announced by the firms and determine how these announcements affect the stock returns. The study covers the period of 2015-2018 and has been analyzed by the event study method on the companies included in the BIST 30 index. As a result of the study, it was determined that both good and bad earnings announcements were effective

* Makale gönderim tarihi: 08.03.2020; kabul tarihi: 08.05.2020

Bu çalışma, Ondokuz Mayıs Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde hazırlanan "İyi ve Kötü Kazanç İlanlarına Karşı Piyasanın Tepkisi: BİST 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama" başlıklı Yüksek Lisans Tezinden üretilmiştir.

** Türk Telekom Assistt AŞ., halime_smsk@hotmail.com,  orcid.org/0000-0002-1034-526X

*** Ondokuz Mayıs Üniversitesi, İİBF, durmus.yildirim@omu.edu.tr,  orcid.org/0000-0002-8004-3427

Atf (Citation): Şimşek H. ve Yıldırım D. (2020). İyi ve kötü kazanç ilanlarına karşı piyasanın tepkisi: Borsa İstanbul'da bir uygulama. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 22(2), 276-295.
<https://doi.org/10.31460/mbdd.700635>

on cumulative abnormal returns. It has been observed that this effect is higher in companies whose profitability and loss increased by more than 50% compared to the previous period.

Keywords: Abnormal Return, Earning Announcements, Market Reaction, Event Study

JEL Classification: G14, G30, G40

1. GİRİŞ

Günümüz dünyasında iletişim ağlarının gelişmesi ile birlikte yatırım araçlarına ait bilgiler hızlı bir şekilde ilgi gruplarına ulaşmaktadır. Piyasalara gelen yeni bilgiler ile yatırımcılar pozisyonlarını her an güncellemekte bazen ise gelen yeni bilginin ilgili yatırım aracının fiyatına uyarlanması vakit almaktadır. Ancak finans alanında etkin piyasalar hipotezi olarak adlandırılan ve 1970 yılında Fama tarafından geliştirilen bir fenomen vardır. Fama, piyasa etkinliğini, “hisse senedi fiyatlarının herhangi bir zaman diliminde gerçek değer en iyi tahminlerini yansıtmaları” şeklinde açıklamaktadır. Bu hipoteze göre, bilgi piyasaya eş zamanlı olarak yansıdığı için yatırımcıların herhangi bir bilgiyi kullanarak normalin üzerinde getiri elde etmeleri mümkün değildir. Ancak yapılan çalışmalar sonucunda, Etkin Piyasalar Hipotezinin aksine, piyasalarda anomalilerin olduğu, buna bağlı olarak yatırımcıların normalin üzerinde getiri elde edebildikleri görülmüştür. Anormal getirilerin ortaya çıkmasının en önemli sebeplerinden biri yatırımcıların piyasaya ulaşan haberlere karşı aşırı tepki göstermesidir (De Bondt ve Thaler, 1985). Bu alanda yapılan araştırmalar incelendiğinde bedelsiz hisse senedi ihracı, hisse senedi bölünmesi, hisse senedi geri alımları, temettü ilanı gibi duyurular üzerine yapılan ve hisse senedi fiyatlarının haberlere verdiğini tepkiyi doğrulayan 500’den fazla makale yayınlanmıştır (Kothari ve Warner, 2006). Ancak uluslararası alanda az sayıda da olsa ülkemizdeki yayınlar incelendiğinde genelde yapılan çalışmalar karlılık düzeyinin hisse senedi fiyatına etkisiyle sınırlı kaldığı görülmüştür. Türkiye’de kazanç duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki kısa dönemli etkisi üzerine yapılan bir çalışmaya rastlanamamıştır. Oysaki yatırımcıların büyük kısmı herhangi bir ekonomi bülteninde “... şirketi, geçen yılın aynı dönemine göre karlılığını ... arttırdı” haberiyle çok defa karşılaşmıştır. Literatürümüzdeki bu eksikliği giderebilmek için hisse senetlerinin kazanç duyurularına karşı kısa dönemli tepkisi araştırılmak istenmiştir. Çünkü firmaların elde ettiği kazançlar yatırımcılara firmaların gelecekteki karlılığı ve temettü ödemeleri hakkında da sinyal göndermektedir (Fama ve French, 2001).

Bu bağlamda çalışmanın amacı, iyi ve kötü kazanç ilanlarının hisse senedi getirileri üzerindeki kısa dönemli etkisini tespit etmektir. Çalışmada ayrıca firmanın kazançlarındaki önceki dönemlere göre artış veya azalışın etkileri de araştırılmıştır. Çalışma 2015-2018 dönemini kapsamakta olup analizde BİST 30 endeksine kayıtlı firmalar kullanılmıştır. 2015-2018 yılları arası üçer aylık alt dönemlere ayrılmıştır. Her dönemdeki net karlar bir önceki yılın aynı dönemi ile kıyaslanarak getiri oranları hesaplanmıştır. Belirlenen dönemlerde işletmelerin finansal tablolar aracılığıyla duyurduğu toplamda 435 ilan kontrol

edilerek buna göre yatırımcıların kazançlarını ilan ettiği günün öncesinde ve sonrasında anormal getirilerin olup olmadığı test edilmiştir.

Çalışma iki bölümden oluşmaktadır. İlk bölüm kavramsal çerçeve başlığı altında sınıflandırılmış olup, söz konusu bölümde öncelikle literatüre ilişkin temel kavramlar açıklanmış, sonrasında ise dünyada ve Türkiye’de kamuya açıklanan bilgilere karşı piyasaların tepkisini araştıran çalışmalara yer verilmiştir. İkinci bölüm araştırmanın metodolojisi başlığı altında değerlendirilmiş olup bu bölümde araştırmanın yöntemi, veri seti, modeli ve bulguları verilmiştir.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

2.1. Bilgi ve Fiyatlar

Etkin Piyasalar Hipotezine göre bilgi piyasaya eş zamanlı olarak yansıdığından yatırımcıların herhangi bir bilgiyi kullanarak normalin üzerinde getiri sağlaması mümkün değildir. Ancak bilginin niteliği ve kaynağı sebebi ile piyasada bu durumun aksini gösteren sonuçlar oluşmaktadır. Hisse senedi piyasasında oluşan hareketliliğin esas sebeplerinden bir tanesi, piyasaya gelen yeni bilgiler sayesinde yatırımcıların beklentilerinde meydana gelen değişimlerdir. Ayrıca yatırımcıların özdeş olmaması sebebi ile piyasaya yeni gelen bilgi, haber ya da duyuru karşısında farklı tepkiler göstermesi veya yatırımcılar özdeş olsalar dahi beklentilerinin değişmiş olması sebebi ile yeni bilgi geliş sonrasında fiyatların her zaman değişim göstereceği sonucu çıkmamaktadır: Örneğin, firma temettü ödemelerinde artış yapılacağı yönünde açıklama yapıyorsa; yatırımcılar firmanın gelecekte olumlu performans sergileyeceği düşüncesiyle hareket ederler. Bu durum firmanın hisse senetlerine olan talebin artmasına böylelikle fiyatların yükselmesine sebep olur. Kazanç sağlamak isteyen yatırımcılar ise piyasaya giren yeni bilgi sonrasında hisse senetlerini satma eğilimi içerisine gireceğinden, bu durum fiyatların düşmesine neden olur. Her iki örnekten de anlaşılacağı üzere fiyatlar piyasada yer alan bütün bilgileri içermemektedir (Yılcı ve Bozoklu 2014, 11). Fiyatların oluşmasında etkili olan bilgiler, özel ve kamuya açık bilgiler şeklinde aşağıda yer alan iki başlık altında belirtilmektedir:

2.1.1. Özel ve Kamuya Açık Bilgiler

Yatırımcılar arasında bilgi işleme konusunda çok büyük farklılıklar olmasa da bilgiye ulaşma konusunda farklılıklar söz konusudur. Bazı yatırımcılar (analistler) küçük bir yatırımcıya oranla daha fazla bilgiye erişme imkânına sahip olabilir. Ancak her koşulda yatırımcılar, yatırımın değeri konusunda net bir yargıya ulaşamayacaklardır. Varlığın fiyatı varlıkla ilgili bilgilerin kullanılması sonucunda ortaya çıkacağından bazı durumlar sebebiyle fiyat değerden farklı olabilir:

- Mevcut bilgi yanlış ya da yetersiz olabilir,
- Yatırımcılar beklentilerin karşılanması noktasında bilgiyi etkili bir şekilde kullanamayabilirler,

- İlk iki koşul sağlansa dahi yatırımcılar beklentileri yansıtmayan fiyatlarla işlem yapmak isteyebilirler (Damodaran 2012, 313).

2.1.1.1. Özel Bilgi Ticareti

Özel bilgi ticareti literatürde “içeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading)” şeklinde yer almakta olup Sermaye Piyasası Kanunu’nda aşağıdaki gibi tanımlanmıştır:

“Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içerden öğrenenlerin ticaretidir” (SPK, 1992: m.47, f.1).

Firmaların yönetim kademesinde bulunan birinci derece çıkar grupları her zaman diğer ortaklardan daha kapsamlı bilgilere sahip olmaktadır. Özellikle yöneticilerle küçük pay sahipleri arasında bir asimetrik bilgi problemi yoğunlukla görülmektedir. Lakonishok ve Lee tarafından 2001 yılında yapılan çalışmada, içeriden öğrenenler ticaretinin büyük işletmelere nazaran küçük işletmelerde görüldüğünü belirtmiştir. Agrawal ve Nasser (2012), devralma duyurularından önce içeriden öğrenenlerin ticaretini araştırdıkları çalışmada, devralma duyurularından önce hisse satışlarında önemli ölçüde azalış tespit etmişlerdir.

2.1.1.2. Kamusal Bilgi Ticareti

Kâr dağıtım politikası, elde edilen karların şirketin ortaklarına dağıtılması ya da yatırıma dönüştürülmesine ilişkin kararları içermektedir (Ertuş ve Karaca 2010, 59).

Sinyal etkisi teorisi; kâr payı dağıtımındaki farklılıkların şirketlerin gelecekteki kazançları hakkında, piyasalar ile yatırımcılara ilişkin bilgi içerdiği esasına dayanmaktadır. Buna göre yıl içerisinde genel olarak üçer aylık dönemler halinde açıklanan kâr payı dağıtım ilanları (haberleri) ile birlikte şirketler beklentilerine ilişkin piyasaya bilgi aktarımı sağlarlar (Yıldız ve diğerleri 2014, 191).

Etkin bir piyasada, olumlu bilgi girişi sonrasında fiyatların artması, olumsuz bir bilgi girişine bağlı olarak da fiyatların azalması yönünde eş zamanlı bir tepki beklenmektedir.

2.2. Literatür Çalışması

İlanların piyasaya olan etkisini anlayabilmek için hangi konuda ilan açıklanıyorsa o konuya ait bilgi içeriğinin yapısını araştırmak gereklidir. Açıklanan bilginin yatırımcı tarafından beklentilerine bağlı olarak iyi ya da kötü yorumlanması ile ilan edilen ve vurgulanan mesajın “iyi haber” ya da “kötü haber” olarak değerlendirildiğinden bahsedilebilir (Yücel 2005, 47).

Yapılan çalışmalar arasında, pay geri alım ilanlarının, finansal tablo ilanlarının, kâr payı dağıtım ilanlarının, işletmelerin finansal yapısındaki değişikliklere ilişkin ilanların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar bulunmaktadır.

2.2.1. Yurt Dışında Yapılan Çalışmalar

Sponholtz (2005), olay çalışması yöntemini kullanarak 1999-2001 yılları arasında Danimarka borsalarındaki yıllık kazanç duyurularının bilgi içeriğini inceledikleri çalışmada, duyuruları çevreleyen dönemde önemli anormal fiyat hareketlerinin etkili olduğunu tespit etmiştir. Cready ve Gurun (2010) ise ABD hisse senedi piyasasında kazanç duyurularının hisse senedi fiyatları üzerindeki tepkisini araştırdıkları çalışmada benzer sonuçlara ulaştılar. Mian ve Sankaraguruswamy (2012), yükselen piyasa koşullarının hâkim olduğu dönemlerde hisse senedi fiyatına verilen tepkinin olumlu, düşen piyasalarda ise hisse senetlerinin olumsuz haberlere tepkisinin daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Yine benzer bir çalışmada Savor (2012) yatırımcıların bilgiye dayalı fiyat şoklarına, herhangi bir bilginin olmadığı fiyat şoklarından daha az tepki verdiğini tespit etmiştir. Afego (2013) tarafından Nijerya’da yapılan çalışmada ise kazanç ilanlarından sonra negatif anormal getirilere rastlandığı gözlenmiştir. Joshi ve Pradhan (2018) Hindistan’da yatırımcı kararları üzerinde kazanç duyurularının etkisini araştırdıkları çalışmada kazanç duyurularının anlamlı bir etkiye sahip olduğunu tespit edilmiştir.

Ball and Brown (1968), tarafından kar ilanlarına ilişkin yapılan öncü çalışmada, açıklanan kar tutarına bağlı olarak hisse senedi fiyatlarında olumlu yönde değişim olduğunu tespit etmişlerdir. Eades, vd., (1994), 1962-1989 yıllarını kapsayan New York Borsası firmaları üzerinde yaptığı çalışmada kâr payı dağıtım ilanlarının ilgili tarihteki getiriler üzerinde pozitif yönde bir etkiye sahip olduğunu gözlemlemişlerdir.

Skinner (1994), 1881-1890 döneminde rastgele bir seçim yaparak belirlediği 93 NASDAQ firması üzerinde yaptığı çalışmada, yatırımcıların kötü haberlere olan tepkisinin iyi haberlere nispeten daha keskin olduğunu belirtmişlerdir.

Chi ve Tang (2007), 1980 -2005 yıllarını kapsayan çalışmalarında Tayvan firmaları üzerine yaptıkları araştırmada, piyasalara yönelik yasal düzenleme duyurularının hisse senedi getirileri üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Lee, Ejara ve Gleason (2010), 1990 ve 2005 yılları arasında, Almanya, İtalya, İngiltere ve Fransa’da faaliyet gösteren şirketler üzerinde yaptıkları çalışmada, hisse senedi geri alım duyurularının, İtalyan ve Alman şirketlerinin hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğunu kanıtlamışlardır. Benzer bir çalışmayı, Su ve Lin (2012), Tayvan’da, Isa ve Lee (2014) Malezya’da yapmışlar hisse senedi geri alım duyurularının hisse senedi getirileri üzerinde kısa vadede pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Yine Malezya’da yapılan benzer bir çalışmada

Albaity ve Said (2016) hisse geri alım duyurularının uzun vadede de hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğunu belirtmiştir.

2.2.2. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar

Türkiye’deki ampirik literatür incelendiğinde kazanç ilanlarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkisinin araştırıldığı çalışmalara rastlanmamıştır. Ancak haberlerin fiyatlara etkisi üzerine çok farklı konularda araştırmalar mevcuttur. Genel itibariyle değerlendirdiğimizde temettü, şirket birleşme, hisse senedi geri alım haberleri ve ilk halka arzlar üzerine yapılan çalışmalar yaygınlık göstermektedir. Bu çalışmalardan bazıları aşağıda derleme olarak sunulmuştur.

Kaderli ve Başkaya (2014), 2009-2010 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlere ilişkin yaptıkları çalışmalarında, kâr payı dağıtım ilanları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Araştırma sonucunda kâr payı dağıtım ilanlarının getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Eraslan ve Koç (2017), 2005 ve 2015 yılları arasında, Borsa İstanbul’da işlem gören 15 şirkete ait finansal veriler üzerinde yaptıkları çalışmada, kâr payı ödemelerinin hisse başına kar üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sakarya, vd. (2018), Borsa İstanbul’da işlem gören ve 2016 yılında temettü ödemesi duyurusu yapan, çimento sektöründe faaliyet gösteren işletmeler üzerinde yaptıkları çalışmada, kâr payı ödeme duyurularının hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Zor ve Küçük (2019), 2014-2016 yılları arasında BIST 100 firmaları üzerinde kâr payı dağıtma veya dağıtmama kararı alan ancak sonra kararını değiştiren firmalar üzerinde bir araştırma yapmışlardır. Çalışma sonucunda, kâr payının bulunduğu ve bulunmadığı her iki durumda, kâr payı dağıtmayacağı yönünde bildirim yapan firmaların negatif anormal getiriye sebep olduğu görülmüştür.

Karakuş ve diğerleri (2017), 2014-2016 yılları arasında yaptıkları çalışmada, Borsa İstanbul’da işlem gören firmaların hisse senedi geri alım ilanları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Sonuçta, hisse senedi geri alım ilanlarının öncesinde ve sonrasında anormal getirilerin elde edildiği tespit edilmiştir. Arsoy (2017), 2010-2015 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin, hisse senedi geri alım ilanlarının hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir. Taşdemir ve Erkan (2019) tarafından 2011-2018 yılları arasında Borsa İstanbul’da imalat sektöründe işlem gören şirketlere ait hisse senedi geri alım ilanlarının hisse senedi getirilerine etkisi araştırılmıştır. Çalışma sonucunda, geri alım ilanlarının pozitif anormal getirilerin elde edilmesinde etkili olduğu saptanmıştır.

Mandacı (2004), 1998-2003 döneminde birleşme ve satın alma kararlarının halka duyurulmasından öncesinde ve sonrasında 10 gün içerisinde hisse senetlerinde anormal getirinin bulunup bulunmadığı incelemiştir. Çalışma sonucunda, birleşme duyurusunun öncesinde normalin üzerinde getirilerin elde edildiği, bu sonucun piyasada içeriden öğrenenler ticaretinin varlığına işaret ettiğini savunmuştur.

3. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ

Bu çalışmada firmaların kamuya açıkladığı iyi ve kötü kazanç ilanlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Bunun yanında firmaların önceki yıla göre kazançlarındaki olumlu veya olumsuz değişimin ile birlikte kazançlardaki değişim düzeyinin de etkisi araştırılmıştır.

Bu kısımda önce araştırma yöntemi ve veri seti hakkında bilgi verilmiş sonrasında ise araştırma modeli, hipotezleri ve bulgulara yer verilmiştir.

3.1. Araştırmanın Yöntemi ve Veri Seti

Araştırmada, finansal tablolar aracılığıyla paylaşılan iyi ve kötü kazanç ilanlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmak için Olay Çalışması (Event Study) yöntemi kullanılmıştır. Olay çalışması, piyasa etkinliğini ve şirket içi unsurların hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini ölçmek için finansal literatürde geniş yer bulan bir yöntemdir. Olay çalışmasında, normalin dışında -anormal getiriler- üzerinde durulmaktadır. Bu yöntemde göre, çalışmaya konu olan olay belirlendikten sonra olayın öncesi ve sonrasında da kapsayan bir olay penceresi oluşturulmakta ve duyuru tarihinden sonra hisse senedi getirilerinde kıyaslama ölçütüne göre anormal bir farklılık olup olmadığı test edilmektedir (Kaderli 2007, 145).

Çalışmada öncelikli olarak analize temel olacak olay penceresi 21 günlük bir periyodu kapsamakta olup kazanç ilanların yayımlandığı günün 5 gün öncesi, olay günü ve 15 gün sonrası olarak belirlenmiştir. Bunun yanında duyuru öncesi ve sonrası getirilerdeki anormal farklılığı tespit edebilmek için olay öncesi 2 ve 5 günlük, olay sonrası ise 1,2,3,5,10 ve 15 günlük kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Tablo 1’de çalışmada esas alınan olay penceresi verilmiştir. Olay günü “0” olarak gösterilirken olay günü öncesi negatif (-), olay günü sonrası ise pozitif (+) değerler aracılığıyla gösterilmiştir. Buna göre, olay penceresi -2 ve -1 olarak belirlenen alan, kazanç ilanlarının 1 ve 2 gün öncesini içermektedir. Olay günü sonrasında yer alan pencerede ise 1. günden 15. güne kadar olan değerler yer almaktadır.

Tablo 1. Olay Penceresi

Olay Penceresi		Açıklamalar
Başlangıç	Bitiş	
-5	-1	Kazanç ilanlarına yönelik bilginin içeriden öğrenilip öğrenilmediğinin test edilmesi
-2	-1	
0	0	Olay günü (Event Day)
0	1	Kazanç ilanlarının (iyi ve kötü) hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin incelendiği süreç
0	2	
0	3	
0	5	
0	10	
0	15	

Çalışmada anormal getirilerin hesaplanmasında düzeltilmiş piyasa getirisi modeli kullanılmıştır (Kırbaş 2015, 74). Bu modele göre öncelikle ilgili olay penceresinde hisse senetlerine ait günlük getiriler hesaplanmış ve bu günlük getirilerden pazarın ilgili tarihteki getirisi çıkarılarak anormal getiriler sonrasında ise olay pencerelerine ilişkin kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Düzeltilmiş piyasa getirisi modeli şöyledir:

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

Formülde verilen AR_{it} , i hissesinin t günündeki anormal getirisini; R_{it} , i hissesinin t günündeki getirisi R_{mt} ise t günündeki piyasanın getirisini göstermektedir. Çalışmada hisse senedi ve BİST 30 endeksine ilişkin getiriler aşağıdaki formülle hesaplanmıştır:

$$R_{i,t} = [P_{it} - P_{i[t-1]}] \div P_{i[t-1]} \quad (2)$$

Formülde verilen R_{it} , i hissesinin/endeksin t günündeki getirisini; P_{it} , i hissesinin/endeksin t günündeki kapanış değerini; $P_{i[t-1]}$, i hissesinin/endeksin t gününden bir gün öncesine ait (t-1) kapanış değerini göstermektedir.

Çalışmada olay pencerelerine ait kümülatif anormal getiriler ise aşağıdaki formül üzerinden hesaplanmıştır;

$$CAR_T = \sum_{j=a}^T AR_{it} \quad (3)$$

Formülde CAR_T , i hissesinin j=a ile j=T arasındaki olay penceresindeki kümülatif anormal getirisini (a =-5, -2,0 ve T =-1,0, +1, +2, +3, +5, +10, +15); AR_{it} , i hissesinin t günündeki anormal getirisi (t = -5, +15) göstermektedir.

Yine araştırma modellerinde kullanılan büyüme değişkeni aşağıdaki formülle hesaplanmıştır:

$$Büyüme_t = \left(\frac{NetKar_t - NetKar_{t-y1}}{|NetKar_{t-y1}|} \right) \quad (4)$$

Denklemden $Büyüme_t$, t dönemindeki önceki yıla göre net kardaki değişimi; $NetKar_t$, t dönemindeki net karı; $NetKar_{t-y1}$, t-y1 dönemindeki (bir önceki yıldaki) net karı göstermektedir.

Çalışmada, kullanılan büyüme oranı hesaplanırken firmaların üçer aylık mali tablolarındaki net karlar kullanılmıştır. Ancak söz konusu büyüme oranı, doğru karşılaştırma yapılabilmesi için bir önceki yılın aynı dönemi ile kıyaslanarak hesaplanmıştır. Kazançlardaki değişim negatif yönlü olma ihtimalinden dolayı ise formülün payda kısmında mutlak değer kullanılmıştır.

Örneğin; X şirketinin 2015 yılı Mart ayındaki net zararının -100.000 TL iken 2014 yılı Mart ayındaki net zararının ise -150.000 TL olduğunu varsayalım. Eğer paydada mutlak değer kullanmazsak büyüme

oranı pay ve payda negatif olduğu için pozitif çıkması gerekirken negatif değer (-%33) almaktadır. Oysaki işletmenin zararı sonraki yıl azalmış olup pozitif bir değişim (%33) mevcuttur.

Çalışma, 2015-2018 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören 29 şirkete ait finansal tablolar aracılığı ile paylaşılan kazanç ilanları ve belirtilen tarihlerdeki günlük kapanış değerleri veri olarak kullanılmıştır. Şirketler içerisinde yer alan KOZA ve KOZAL işletmelerinin KAP’ a bildirim tarihlerinde aksaklıklar olması sebebi ile bu işletmeler analize dahil edilmemiştir. Finansal tablo ve ilan bilgileri için Kamuyu Aydınlatma Platformu’na ait internet sitesinden (www.kap.org.tr), 2015-2018 yılları arasındaki günlük kapanış değerleri için ise Finnet veri tabanından yararlanılmıştır. Verilerin derlenmesi ve analize hazır hale getirilmesinde Microsoft Excel programından, verilerin analizi için ise Eviews 10 programından faydalanılmıştır. Eviews 10 programında, elde edilen sonuçların düzeltilmesi için HAC (Newey-West) yöntemi uygulanmıştır.

Borsa İstanbul’da yer alan şirketler yılın üçer aylık periyotlarında hazırladıkları mali tabloları KAP’a bildirmek durumundadır. Bu bildirimler her periyot için bir sonraki periyodun ilk veya ikinci ayında yapılmaktadır. Örneğin; 2016 yılına ait ilk üç aylık mali tablo bildirimleri Nisan ayında yapılmaktadır. Bu kapsamda, 2015-2018 yılları arası üçer aylık alt dönemlere ayrılmıştır. Her dönemdeki net karlar bir önceki yılın aynı dönemi ile kıyaslanarak getiri oranları hesaplanmıştır. Belirlenen dönemlerde işletmelerin finansal tablolar aracılığıyla duyurduğu toplamda 435 adet ilan kontrol edilerek buna göre yatırımcıların kazançlarını ilan ettiği günün öncesinde ve sonrasında anormal getirilerin olup olmadığı tespit edilmek istenmiştir.

3.2. Araştırma Modeli ve Hipotezler

Çalışmada dört farklı model kurularak kazanç duyuruların getiriler üzerindeki etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın modelleri Tablo 2’de verilmiştir:

Tablo 2. Olay Pencerelerine İlişkin Analiz Aşamaları

	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişkenler					Kullanılan Model (Regresyon)
1	CART _T	BÜY	-	-	-	-	$CART_T = \alpha + \beta_1 BÜY_T$
2	CART _T	BÜY	POZ	ART	-	-	$CART_T = \alpha + \beta_1 BÜY_T + \beta_2 POZ_T + \beta_3 ART_T$
3	CART _T	BÜY	POZ	ART	BÜY* POZ	BÜY* ART	$CART_T = \alpha + \beta_1 BÜY_T + \beta_2 POZ_T + \beta_3 ART_T + \beta_4 (BÜY_T * POZ_T) + \beta_5 (BÜY_T * ART_T)$
3	CART _T	D1	D2	D4	D5	-	$CART_T = \beta_1 D1_T + \beta_2 D2_T + \beta_3 D4_T + \beta_4 D5_T$

$$\text{Model 1: } CAR_T = \alpha + \beta_1 BÜY_T + \varepsilon \quad (5)$$

Model 1’de kümülatif anormal getiriler üzerinde, kazançlardaki büyüme oranının etkili olup olmadığı araştırılmıştır. Bu modelde kümülatif anormal getirilerin bağımlı değişken, kazanç oranlarındaki büyüme oranı ise bağımsız değişken olarak belirlenerek regresyon modeli kurulmuştur. Denklemde verilen CAR_T , T olay penceresinde yer alan kümülatif anormal getiriyi, $BÜY_T$ ise T olay penceresinde yer alan kazanç oranlarındaki büyümeyi (değişimi) ifade etmektedir.

$$\text{Model 2: } CAR_T = \alpha + \beta_1 BÜY_T + \beta_2 POZ_T + \beta_3 ART_T + \varepsilon \quad (6)$$

Model 2’de kazançlardaki büyüme oranının önceki döneme göre pozitif/negatif olmasının ve büyüme oranının önceki döneme göre artış/azalış göstermesinin kümülatif anormal getiriler üzerindeki etkili olup olmadığı araştırılmıştır. Bu bağlamda Model 1’de bağımsız değişken olarak kullanılan büyüme oranının yanına POZ ve ART kukla değişkenleri eklenerek model kurulmuştur. Bu modelde POZ_T , değişkeni kazanç tutarında bir önceki döneme oranla oluşan büyümenin (değişimin) pozitif yönlü olup olmadığını göstermektedir, eğer büyüme pozitif yönlü ise 1, değilse 0 değerini almıştır. ART_T , değişkeni ise kazanç miktarındaki büyümede kendinden önceki 3 aylık döneme oranla artış olup olmadığını göstermektedir, eğer kazançtaki büyüme bir önceki döneme göre artmış ise 1, değilse 0 değerini almıştır. Bu modelde

$$\text{Model 3: } CAR_T = \alpha + \beta_1 BÜY_T + \beta_2 POZ_T + \beta_3 ART_T + \beta_4 (BÜY_T \times POZ_T) + \beta_4 (BÜY_T \times ART_T) + \varepsilon \quad (7)$$

Model 3’te bağımsız değişkenler, önceki analizde belirlenen değişkenlere ek olarak bu değişkenlerin birlikte etkisini görmek için $BÜY_T \times POZ_T$ ve $BÜY_T \times ART_T$ modele dâhil edilerek yeni bir regresyon denklemi kurulmuştur.

$$\text{Model 4: } CAR_T = \alpha + D1_T + D2_T + D4_T + D5_T + \varepsilon \quad (8)$$

Model 4’te mali tablolarda ilan edilen kazançların önceki dönemlere farklı düzeylerde olmasının kümülatif anormal getiriler üzerinde anlamlı bir etkisinin olup olmadığı araştırılmak istenmiştir. Bu bağlamda 5 adet kukla değişken oluşturulmuş ve bu kukla değişkenlerden biri kukla değişken tuzağına düşmemek için modelden çıkarılmıştır. Kukla değişkenler belirlenirken önceki döneme göre kazançlardaki değişim yüzdesi dikkate alınmıştır. Tanımlanan kukla değişkenler ve önceki döneme göre yüzde değişimler şöyledir: D1[<%-50], D2[%-50, %-10], D3[%-10, %+10], D4[%+10, %+50] ve D5[>%50]. Kukla değişkenler örnek üzerinde şu şekilde açıklanabilir; X şirketi mali tablosunu KAP’a bildirmiş olsun ve bildirdiği bu mali tabloda net karı önceki döneme göre %30 artmış olması ve net karının önceki döneme göre %50 azalmış olması durumunda yatırımcıların vereceği tepkinin farklı olacağı beklenmektedir. Bu modeli kurmaktaki amacımız yatırımcıların kazanç duyurularındaki

farklılığa tepkisini ölçmektir. Kukla değişken tuzağına düşmemek için D3[%-10, %+10] nolu değişken modele dahil edilmemiştir.

İyi ve kötü kazanç ilanlarının belirlenen değişkenler kapsamında hisse senedi getiri üzerindeki etkisini inceleyebilmek adına araştırmamızın hipotezleri aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

H1₀ = Kazanç oranlarındaki değişimin (büyüme oranının) kümülatif anormal getiriler üzerinde etkisi yoktur.

H2₀ = Pozitif kazanç ilanlarının kümülatif anormal getiriler üzerinde etkisi yoktur.

H3₀ = Bir önceki döneme göre kazanç oranlarındaki artışın kümülatif anormal getiriler üzerinde etkisi yoktur.

H4₀ = Kazanç oranlarındaki değişim ile pozitif kazanç ilanlarının kümülatif anormal getiriler üzerinde etkisi yoktur.

H5₀ = Kazanç oranlarındaki değişim ile bir önceki döneme göre kazanç oranlarındaki artışın kümülatif anormal getiriler üzerinde etkisi yoktur.

H6₀ = Kazançta -%50'den fazla azalış olduğunu söyleyen duyuruların kümülatif anormal getiriler üzerinde etkisi yoktur.

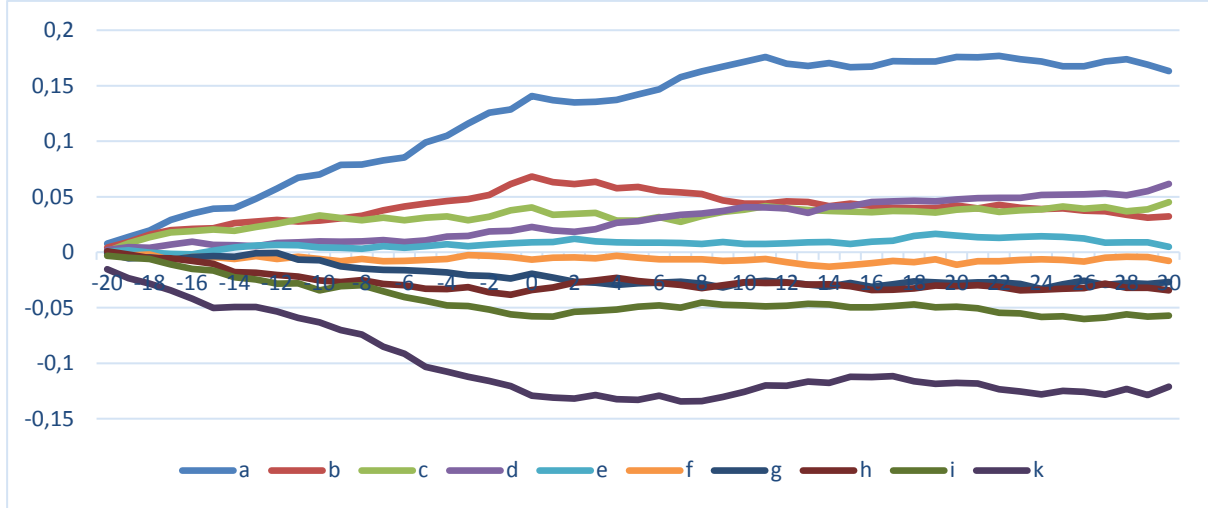
H7₀ = Kazançta -%50 ile -%10 arasında azalış olduğunu söyleyen duyuruların kümülatif anormal getiriler üzerinde etkisi yoktur.

H8₀ = Kazançta %10 ile %50 arasında artış olduğunu söyleyen duyuruların kümülatif anormal getiriler üzerinde etkisi yoktur.

H9₀ = Kazançta %50'den fazla artış olduğunu söyleyen duyuruların kümülatif anormal getiriler üzerinde etkisi yoktur.

3.3. Bulgular

Olay günündeki ortalama kümülatif anormal getiriler hesaplanarak aşağıda yer alan Grafik 1 hazırlanmıştır. Grafik oluşturulurken 50 günlük bir olay penceresi üzerinden olay günü sonrası kümülatif anormal getirilerde meydana gelen değişimin daha açık bir şekilde gösterilmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda olay öncesi 20 günlük, olay sonrası 30 günlük periyot dikkate alınmıştır. Olayın 20 gün öncesinden başlayarak olay sonrası 30. güne kadarki kümülatif anormal getiriler hesaplanmış ve olay günü itibarıyla en yüksek değişimden, en düşük değişime doğru 10 farklı grup olarak sınıflandırılmıştır.



Grafik 1. Kazanç Oranlarındaki Büyümenin (Değişimin) Hisse Getirisine Etkisi

Grafik 1 incelendiğinde; olay günü itibariyle gerçekleşen ortalama kümülatif anormal getirilerde yüksek bir artış veya azalış belirgin bir şekilde gözlenmektedir. Örneğin, en yüksek getiri ve kayıp sırasıyla a ve k gruplarında gerçekleşmiştir. Olumlu haberin etkisi a grubundaki hisselerde olay gününden sonraki 10 günlük süreçte artarak devam ederken benzer şekilde olumsuz haberin etkisi k grubunda ise olay gününden sonraki 5 günlük süreçte kendisini göstermiştir. Diğer olumlu haberlere bakıldığı zaman (b, c ve d), olumlu haberin etkisi a grubundaki kadar yüksek gerçekleşmese de artış eğilimi 2 gün devam etmiştir.

Analiz için ilk aşamada belirlenen 1. denklem kullanılmış ve hisse başı kazanç oranlarındaki büyümenin kümülatif anormal getiri üzerindeki etkisi Tablo 1’de belirlenen olay pencereleri kapsamında test edilmiştir. Kullanılan denklem sonucu elde edilen bulgular Tablo 4’te gösterilmiştir.

Tablo 4’te yer alan değerler, her olay penceresi için büyüme (değişim) bağımsız değişkeni ve belirtilen olay pencerelerinde yer alan bağımlı değişken (kümülatif anormal getiriler) arasındaki ilişki 1. denklem yardımı ile elde edilmiştir. Bağımlı değişkenler olay günü, öncesi ve sonrasını kapsayan şekilde CAR [-5, -1], CAR [-2, -1], AR [Olay Günü], CAR [0, +1], CAR [0, +2], CAR [0, +3], CAR [0, +5], CAR [0, +10], ve CAR [0, +15] olarak adlandırılmıştır. Bu değişkenlerin altında yer alan parantezler içindeki ilk değer olayın başlangıç gününü, son değer ise olayın bitiş gününü ifade etmektedir. Örnek verilecek olursa, [-5, -1] olay gününün 5 gün öncesi (dahil) ve olay gününün 1 gün öncesi (dahil) olan pencereyi göstermektedir. Bağımsız değişken olan büyümenin bulunduğu üst satırda, regresyona ait “ β ” değeri, altında yer alan satırda ise söz konusu denkleme ait “ β ” katsayısına ilişkin t-istatistik değeri yer almaktadır.

Tablo 4. Hisse Başı Kazanç Oranlarındaki Büyümenin Hisse Getirisine Etkisi

	CAR [-5, -1]	CAR [-2, -1]	AR [Olay Günü]	CAR [0, +1]	CAR [0, +2]	CAR [0, +3]	CAR [0, +5]	CAR [0, +10]	CAR [0, +15]
Büyüme	0.0001 1.14	0.0001 2.51**	-1.70E- -0.27	-3.78E- -0.32	-3.76E- -0.24	-0.0001 -0.64	-0.0001 -0.87	1.67E- 0.00	0.0001 0.51
F-İstatistik	0.73	1.4784	0.03	0.06	0.03	0.23	0.33	2.65E-	0.11
R²	0.0017	0.0034	0.0000	0.0001	0.0000	0.0005	0.0007	0.0000	0.0002

*, **, *** değerleri sırasıyla %10, %5 ve %1 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Buna göre, büyüme değişkeninin CAR5 [0, +5] penceresindeki β katsayısı -0.0001 ve t-istatistik değeri -0,8781'dir. Büyüme değişkeninin altında yer alan değerler ise F-istatistik ve R² değerlerini belirtmektedir. Belirtilen pencereye ilişkin F-istatistik değeri 0,3392 ve R² değeri 0.0007'dir.

Tabloda, büyüme değişkenine ait [-2, -1] olay penceresinde β katsayısına ilişkin t-istatistik %5 seviyesinde anlamlı çıkmıştır. Ancak 1. denklemin geneline ilişkin F-testleri anlamlı çıkmadığından bu denklem için H₁₀ hipotezi kabul edilmiştir. Yani kazanç oranlarındaki büyüme (değişim) ile kümülatif anormal getiriler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Analiz için büyüme değişkenine ek olarak, pozitif ve artış değişkenlerinin de eklenmesi ile oluşturulan 2. denkleme ilişkin analiz sonucu elde edilen bulgular Tablo 5'te gösterilmiştir.

Tablo 5'te yer alan değerler, her olay penceresi için büyüme, pozitif ve artış bağımsız değişkenleri ve belirtilen olay pencerelerinde yer alan bağımlı değişken (kümülatif anormal getiriler) arasındaki ilişki 2. denklem yardımı ile elde edilmiştir. Eklenen yeni değişkenler sonrasında, olay gününden 5 gün sonrasına ait CAR [0, +5] penceresi için pozitif kazanç ilanları ile kümülatif anormal getiriler arasında %10 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki çıkmıştır. Kazanç oranındaki artış değerleri için ise CAR [0, +1], CAR [0, +2], CAR [0, +3], CAR [0, +5], CAR [0, +10], ve CAR [0, +15] pencereleri için analiz %1 düzeyinde anlamlı çıkmıştır.

Olay gününden sonraki 15 günlük süreçte kazanç oranlarındaki artışın kümülatif anormal getiriler üzerinde etkili olduğu görülmüştür.

Pozitif kazanç ilanları ve önceki döneme göre kazanç oranlarındaki artışın etkisi pozitif yönlüdür.

Belirtilen pencerelere ilişkin F-istatistikleri de anlamlı çıkmıştır. Buna göre 2. denklem için H₂₀ hipotezi reddedilmiş, CAR [-5, -1], CAR [-2, -1], AR [Olay Günü] hariç H₃₀ hipotezi de reddedilmiştir. R² değerlerine bakacak olursak, olay gününden sonraki 3. günde 0.0253 iken olaydan sonraki 5. günde 0.0385'dir.

Tablo 5. Hisse Başı Kazanç Oranlarındaki Büyümenin, Pozitiflik ve Artışın Hisse Getirisine Etkisi

Değişken	CAR [-5, -1]	CAR [-2, -1]	AR [Olay Günü]	CAR [0, +1]	CAR [0, +2]	CAR [0, +3]	CAR [0, +5]	CAR [0, +10]	CAR [0, +15]
Büyüme	0.0001 1.17	0.0001 2.49**	3.55E- -0.52	8.83E- 0.75	-9.78E- -0.65	-0.0001 -1.07	0.0002 -1.49	-0.0001 -0.52	3.06E- 0.01
Poz	- 0.0014 -0.33	0.0006 0.24	0.0027 1.21	0.0029 0.70	0.0022 0.43	0.0062 1.12	0.0112 1.79*	0.0043 0.51	0.0038 0.41
Artış	0.0038 1.13	0.0009 0.46	0.0008 0.44	0.0108 3.38***	0.0150 3.70***	0.0131 2.94***	0.0173 3.08***	0.0246 3.03***	0.0313 3.67***
F-İstatistik	0.61	0.59	0.73	4.10***	4.37***	3.73**	5.76***	4.41***	5.74***
R²	0.0042	0.0040	0.0051	0.0278	0.0295	0.0253	0.0385	0.0298	0.0384

*, **, *** değerleri sırasıyla %10, %5 ve %1 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Analiz için 2. denklemde yer alan değişkenlere ek olarak büyüme*poz ve büyüme*art kukla değişkenlerinin de eklenmesi ile oluşturulan 3. modele ilişkin analiz sonucu elde edilen bulgular aşağıdaki Tablo 6’da gösterilmiştir.

Tablo 6. Hisse Başı Kazanç Oranlarındaki Büyümenin, Pozitif ve Artış, Büyüme*Pozitif ve Büyüme*Artış değişkenlerinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi

Değişken	CAR [-5, -1]	CAR1 [-2, -1]	AR [Olay Günü]	CAR [0, +1]	CAR [0, +2]	CAR [0, +3]	CAR [0, +5]	CAR [0, +10]	CAR [0, +15]
Büyüme	-0.0008 -11.0	-0.0011 -2.33*	0.0006 1.88*	0.0003 0.35	0.0012 0.95	0.0015 0.99	0.0008 0.36	-0.0054 -3.16***	-0.0060 -3.10***
Poz	-0.0004 -0.11	0.0017 0.66	0.0022 0.95	0.0026 0.60	0.0012 0.23	0.0049 0.84	0.0104 15.89	0.0089 10.57	0.0091 0.96
Artış	0.0036 10.7	0.0012 0.57	0.0005 0.26	0.0103 3.18***	0.0143 3.50***	0.0123 2.75***	0.0167 2.93***	0.0257 3.12***	0.0324 3.74***
Büy*Poz	0.0007 0.93	0.0012 2.51**	-0.0008 -2.33**	-0.0007 -0.73	-0.0016 -13.18	-0.0020 -13.56	-0.0013 -0.63	0.0054 3.10***	0.0060 3.07***
Büy*Art	0.0003 1.78*	9.78E- 0.06	0.0001 2.10**	0.0003 2.99***	0.0004 2.72***	0.0004 2.54**	0.0003 16.13	3.26E- 0.09	0.0001 0.36
F-İstatistik	0.61	0.75	0.76	2.66**	2.88**	25.36	3.57***	3.45***	4.30***
R²	0.0071	0.0087	0.0087	0.0300	0.0324	0.0287	0.0400	0.0386	0.0477

*, **, *** değerleri sırasıyla %10, %5 ve %1 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 6’da yer alan değerler, her olay penceresi için büyüme, pozitif ve artış bağımsız değişkenlerine ek olarak büyüme*pozitif ve büyüme*artış değişkenleri ile belirtilen olay pencerelerinde yer alan bağımlı değişken (kümülatif anormal getiriler) arasındaki ilişki 3. denklem yardımı ile elde edilmiştir. Büyüme ile pozitif kazanç ilanları ve büyüme ile kazanç oranlarındaki önceki döneme göre artış değerlerinin de birlikte etkisi bu denklem yardımı ile araştırılmıştır. Eklenen yeni değişkenler sonrasında, T-istatistik değerlerine ilişkin, kazanç oranlarındaki büyümenin (değişimin) kümülatif anormal getiriler üzerindeki etkisi CAR [-2, -1] ve AR [Olay Günü] penceresi için %10 düzeyinde, CAR [0, +10] ve CAR [0, +15] pencereleri içinse %1 düzeyinde anlamlı çıkmıştır. CAR [-2, -1], CAR [0, +10] ve CAR [0, +15] penceresi bu etki etkisi negatif yönlü iken AR [Olay Günü] penceresi için bu etki pozitif yönlüdür.

Sonuçta, 4. ve 5. Değişkenlerin eklendiği 3. model için CAR [-5, -1], CAR [-2, -1], AR [Olay Günü] ve AR [Olay Günü] pencereleri hariç sıfır hipotezleri yani H_{40} ve H_{50} hipotezi reddedilmiştir. R^2 değerleri kontrol edildiğinde, olaydan sonraki 10. günde bu değer 0.0386 ile olaydan sonraki 15. günde 0.0477’dir.

Son analiz için, kazanç ilanlarına bağlı olarak, negatif ve pozitif yönde artış gösteren büyüme(değişim) oranlarının anormal getiriler üzerindeki etkisini ölçebilmek için 4. denkleme ilişkin analiz sonucu elde edilen bulgular tablo 7’de gösterilmiştir.

Tablo 7’de yer alan değerler, her olay penceresi için belirli seviyelerdeki negatif ve pozitif büyüme (değişim) değişkenleri (kukla değişkenler) ile belirtilen olay pencerelerinde yer alan bağımlı değişken (kümülatif anormal getiriler) arasındaki ilişki 4. denklem yardımı ile elde edilmiştir.

D1 değişkeni için T istatistik değerleri CAR [0, +3] olay penceresinde %5 düzeyinde, CAR [0, +5] penceresinde ise %1 düzeyinde anlamlıdır. Yani, belirtilen olay pencereleri için -%50’den küçük kötü kazanç ilanlarının kümülatif anormal getiriler üzerinde etkisi var olup bu etki negatif yönlüdür. D2 ve D4 değişkenleri için anlamlılık tespit edilememiştir. CAR [0, +5] olay penceresinde ise D5 kukla değişkenine ilişkin β_5 katsayısı %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı çıkmıştır. D5 kukla değişkeni yani %50’den büyük iyi kazanç ilanlarının kümülatif anormal getiriler üzerindeki etkisi pozitif yönlüdür. Olay pencerelerinin tamamına ilişkin bir değerlendirme yapılacak olursa, olaydan sonraki 5. günde %50’den büyük iyi ve -%50’den küçük kötü kazanç ilanlarının kümülatif anormal getiriler üzerinde etkili olduğu görülmektedir.

F-istatistik değerlerine ilişkin değerlendirme yapılacak olursa 4. denklem için CAR [-5, -1], CAR [-2, -1], CAR [0, +1] ve CAR [0, +2] pencereleri hariç sıfır hipotezleri yani H_{60} ve H_{90} hipotezleri reddedilmiştir. H_{70} ve H_{80} hipotezleri ise kabul edilmiştir. R^2 değerleri bu modelde öncekilere oranla yüksek olup olaydan sonraki 5. günde 0.0468 iken olaydan sonraki 15. günde 1.0178’dir.

Tablo 7. Hisse Başı Kazanç Oranlarındaki Büyümenin, Pozitif ve Artışın, Büyüme*Pozitif ve Büyüme*Artış değişkenlerinin Hisse Getirisine Etkisi

Değişken	CAR	CAR1	AR	CAR	CAR	CAR	CAR	CAR	CAR
	[-5, -1]	[-2, -1]	[Olay Günü]	[0, +1]	[0, +2]	[0, +3]	[0, +5]	[0, +10]	[0, +15]
KUKLA1 (D1)	0.0009	-0.0021	-0.0080	-0.0114	-0.0131	-0.0180	-0.0265	-0.0019	-0.0019
	0.09	-0.33	-1.58	-1.57	-1.38	-2.00**	-2.56***	-0.11	-0.10
KUKLA2 (D2)	0.0041	-0.0024	-0.0031	0.0011	0.0051	0.0083	0.0072	0.0086	0.0119
	0.85	-0.64	-0.93	0.18	0.63	0.94	0.77	0.79	0.98
KUKLA4 (D4)	-0.0040	-0.0028	-0.0028	0.0010	0.0034	0.0050	0.0051	0.0046	0.0102
	-0.97	-0.79	-1.01	0.25	0.70	0.94	0.85	0.56	1.23
KUKLA5 (D5)	0.0068	0.0003	0.0013	0.0040	0.0058	0.0090	0.0137	0.0269	0.0281
	0.00	0.10	0.47	0.84	1.01	1.43	2.00**	2.94***	3.19
F-İstatistik	1.52	0.41	2.40**	1.91	1.84	3.36***	5.28***	2.53**	1.95*
R²	0.0139	0.0038	0.0219	0.0175	0.0168	0.0303	0.0468	0.0230	0.0178

*, **, *** değerleri sırasıyla %10, %5 ve %1 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir.

4. SONUÇ

Araştırmada, Borsa İstanbul'da işlem gören işletmelere ilişkin kazanç ilanlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Yöntem olarak Olay Çalışması (Event Study) kullanılarak, belirlenen değişkenler ile kümülatif anormal getiriler arasındaki ilişki olay pencereleri çerçevesinde analiz edilerek, oluşturulan hipotezler test edilmiştir.

Kümülatif anormal getiriler üzerindeki etkisi araştırılan değişkenler için toplamda 4 adet model oluşturulmuştur. Bu modellerden ilki, kazanç oranlarındaki büyümenin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini ölçmek için kullanılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre, kazanç oranlarındaki büyüme ile kümülatif anormal getiriler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Oluşturulan ikinci modelde, büyüme değişkenine ek olarak, pozitif kazanç ilanlarının ve bir önceki döneme göre kazanç oranlarındaki artış değişkenleri ile kümülatif anormal getiriler arasındaki ilişki araştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, olay günü ve öncesinde pozitif kazanç ilanları ve bir önceki döneme göre kazanç oranlarındaki artış değişkenleri ile kümülatif anormal getiriler arasında anlamlı bir ilişki söz konusu değildir. Olaydan sonraki dönem için ise pozitif kazanç ilanlarının etkisi 5. günde

gözlemlenirken, bir önceki döneme göre kazanç oranlarındaki artışın etkisi ise olaydan sonraki 15 günlük süreçte pozitif ve anlamlı olarak tespit edilmiştir.

İkinci modelde yer alan değişkenlere yine iki adet değişken eklenerek üçüncü model oluşturulmuştur. Bu modelde, ikinci modelden farklı olarak büyüme ile pozitif kazanç ilanlarının ve büyüme ile bir önceki döneme göre kazanç oranlarındaki artışın birlikte etkisi incelenmiştir. Bulgulara göre, büyüme ile pozitif kazanç ilanlarının birlikte, olay günü, kümülatif anormal getiriler üzerindeki etkisi negatif yönlü, olaydan sonraki 10. ve 15. günlerde ise pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Büyüme ile bir önceki döneme göre kazanç oranlarındaki artışın ise birlikte, olay gününden sonraki 3 günlük süreçte kümülatif anormal getiriler üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlüdür.

Oluşturulan son modelde, diğer üç modelden farklı olarak, belirli seviyelerdeki iyi ve kötü kazanç ilanlarının kümülatif anormal getiriler üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, -%50'den küçük kötü kazanç ilanlarının olaydan sonraki 3. ve 5. günde negatif yönlü, %50'den büyük iyi kazanç ilanlarının ise olaydan sonraki 10. de 15. günde kümülatif anormal getiriler üzerindeki etkisi ise pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlıdır.

Sonuçta, iyi ve kötü kazanç ilanlarının kümülatif anormal getiriler üzerinde etkili olup, bu etki olay gününden sonraki 15 günlük süreçte net olarak gözlenmiştir. Sonuçlar, Sponholtz (2005), Cready ve Gurun (2010) ve Joshi ve Pradhan (2018)'in araştırma sonuçlarını desteklemektedir.

Çalışmamız, kamuya açık olarak yayımlanan verilerin, yatırımcıların hisse senedi tercihlerindeki eğilimi ortaya koyduğu için, söz konusu çalışma daha çok firma üzerinde ve bu firmalara ilişkin sektörler bazında ayırım yapılarak genişletilebilir. Ek olarak, firma büyüklüğü etkisi de göz önüne alınarak çalışma yapılırsa daha iyi sonuçlar elde edilebilir. Bu sonuçlar yatırımcılara özellikle kazanç duyurularının açıklanmasının ardından alış veya satış pozisyonu alması konusunda yardımcı olacağı düşünülmektedir. Özellikle karlılık oranlarında % 50'nin üzerinde ki değişimin etkisini 3 gün içerisinde göstermesi, yatırımcıların erken pozisyon alarak kısa vadede yüksek getiriler elde etmelerine sebep olabilmektedir.

Yatırımcıların iyi ya da kötü kazanç ilanlarını özellikle haftanın hangi gününde açıkladığı konusunda araştırma yapılarak daha farklı sonuçlara ulaşılabilir. Bunun yanında, firmaların kötü kazanç ilanlarını erteleyip ertelemediği üzerinde bir araştırma yapılabilir.

YAZARLARIN BEYANI

Bu çalışmada, Araştırma ve Yayın Etiğine uyulmuştur, çıkar çatışması bulunmamaktadır ve finansal destek alınmamıştır.

AUTHORS' DECLARATION

This paper complies with Research and Publication Ethics, has no conflict of interest to declare, and has received no financial support.

KAYNAKÇA

- Afego, Pyemo N. 2013. "Stock price response to earnings announcements: Evidence from the Nigerian Stock Market." *Journal of African Business*, 14(3), 141-149.
- Agrawal, A. and Nasser, T. 2012. "Insider trading in takeover targets", *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 598-625.
- Albaity, M. ve Said, D. S. 2016. "Impact of Open-Market Share Repurchases on Long-Term Stock Returns: Evidence from the Malaysian Market". *SAGE Open*, 6(4), 2158244016670199.
- Arsoy, M. F. 2017. "Hisse Geri Alım Programı Duyurularının Şirketlerin Piyasa Değerlerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği". *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 12(2), 1-22.
- Ball, R. ve P. Brown. 1968. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Chi, L. C. ve T. C. Tang. 2007. "Impact of Reorganization Announcements on Distressed-Stock Returns", *Economic Modelling*, 24(5), 749-767.
- Cready, W. M. and Gurun, U. G. 2010. "Aggregate market reaction to earnings announcements", *Journal of Accounting Research*, 48(2), 289-334.
- Damodaran, A. 2012. *Investment Philosophies: Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work*, John Wiley & Sons. New Jersey ABD.
- De Bondt, W. FM, ve Thaler R. 1985. "Does the stock market overreact?." *The Journal of Finance* 40(3), 793-805.
- Eades, K. M., P. J Hess. ve E. H. Kim. 1994. "Time Series Variation in Dividend Pricing", *The Journal of Finance*, 49(5), 1617-1638.

- Eraslan, M. ve Koç, S. 2017. “Kâr Payı Ödemelerinin Hisse Başına Kâra Etkisinin Analizi: Bist Çimento Sektöründe Bir Uygulama”. *Al Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(2), 158-180.
- Ertaş, F. C. ve Karaca S. 2010. “Kâr Dağıtımının İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 47, 58-68.
- Fama, E. 1970. "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work." *The Journal of Finance* 25(2), 383-417.
- Fama, E. and French, K. 2001. “Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?”. *Journal of Financial Economics*, 60(3), 44.
- Isa, Mansor and Lee, Siew-Peng 2014. “Market Reactions to Share Repurchase Announcements in Malaysia”, *Asian Academy of Management Journal of Accounting And Finance*, 10(1), 45–73.
- Joshi, Dr. Divyang and Pradhan, Tushar S, 2018. “A Study on the Impact of Earning News on Investors’ Decision”. Available at SSRN:<https://ssrn.com/abstract=3392190> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3392190> (Erişim Tarihi: 18.04.2020)
- Kaderli, Y. 2007. “Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü ile İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 36.
- Kaderli, Y. ve H. Başkaya. 2014. “Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama”. *Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(1), 49-64.
- Karakuş, R., İ. Zor ve Ş. Y. Küçük. 2017. “Pay Geri Alım İlanlarının Hisse Getirisine Etkisi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 75.
- Kırbaş, A. 2015. Temettü duyurularının hisse senedi getirilenlerine olan etkilerinin analizi: Borsa İstanbul şirketlerinde bir uygulama. *Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2015.*
- Kothari, Sagar P. and Jerold B. Warner. 2006. "Econometrics of Event Studies, Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance." Volume A (Handbooks in Finance Series, Elsevier/North-Holland), 3-36.
- Lee, C. I., Ejara, D. D. and Gleason, K. C. 2010. “An empirical analysis of European stock repurchases”. *Journal of multinational financial management*, 20(2-3), 114-125.
- Mandacı, P. E. 2004. “Şirketlerin Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri”, *İktisat İşletme ve Finans*, 19(225), 118-124.

- Mian, G. M. and Sankaraguruswamy, S. 2012. “Investor sentiment and stock market response to earnings news”, *The Accounting Review*, 87(4), 1357–1384
- Sakarya, Ş., Çalış, N. ve Kayacan, M. A. 2018. Temettü Ödeme Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”. *Sakarya İktisat Dergisi*, 7(2), 92-106.
- Sermaye Piyasası Kurumu (SPK). www.spk.gov.tr (Erişim Tarihi: 14.11.2013).
- Savor, P. G. 2012. “Stock returns after major price shocks: The impact of information”, *Journal of Financial Economics*, 106(3), 635–659.
- Skinner, D. J. 1994. “Why Firms Voluntarily Disclose Bad News”, *Journal of Accounting Research*, 32(1), 38-60.
- Sponholtz, C. 2005. “The information content of earnings announcements in Denmark”, Paper presented at the European Accounting Association Conference, Prague, Czech Republic.
- Su, N. H. & Lin, C. J. 2012. “The impact of open-market share repurchases on long-term stock returns: evidence from the Taiwanese market”. *Emerging Markets Finance and Trade*, 48(sup2), 200-229.
- Taşdemir, A. ve Erkan, A. L. S. U. 2019. “Pay Geri Alım Duyurularının Pay Getirileri Üzerine Kısa Dönem Etkisi: Bist İmalat Sektörü Örneği”. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 17(3), 340-357.
- Yılandı, V. ve Ş. Bozoklu. 2014. “Türk Sermaye Piyasasında Fiyat ve İşlem Hacmi İlişkisi: Zamanla Değişen Asimetrik Nedensellik Analizi”, *Ege Academic Review*, 14(2), 211-220.
- Yıldız, B., R. İ. Gökbulut ve T. Korkmaz. 2014. “Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: BİST Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması”, *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(1), 185-206.
- Yücel, R. 2005. “Zarar ve karların hisse senedi getirileri ve muhasebe karları arasındaki ilişki üzerindeki etkileri”. *İktisat İşletme ve Finans*, 20(233), 46-59.