

Şirketlerin Gönüllü Açıklamalarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkileri

Burak BABACAN

Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü, GEBZE

Prof. Dr. Gökhan ÖZER

Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü, İşletme Bölümü, GEBZE

ÖZET

Bu çalışmada hisse senetleri İMKB 100 endeksinde işlem gören banka ve diğer finansal kurum dışındaki firmaların gönüllü açıklamalarının, hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Gönüllü açıklamaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemeye yönelik olarak olay etüdü yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonuçları gönüllü açıklamaların hisse senedi getirilerini etkilediğini, bu etkinin özellikle sunduğu mal ve hizmetin teknolojik değişim hızı ve dolaşımdaki sermayesi düşük olan firmalarda ortaya çıktığını göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Gönüllü Açıklamalar, Hisse Senedi Getirileri, Olay Etüdü.

JEL Kodlaması: G12, G14, L11

The Effect of Voluntary Disclosures on Stock Returns

ABSTRACT

This paper examines the stock returns' reaction to the voluntary disclosures made by non financial firms listed on the Istanbul Stock Exchange Market 100 Index. An event study methodology was conducted to examine the effect of voluntary disclosures on stock returns. The results show that voluntary disclosures effect the stock returns. We also found that stock returns reaction is stronger espacially for the firms those 1) have less distributed capital 2) supply products with the low level technology changing.

Key Words: Voluntary Disclosures, Stock Returns, Event Study

Jel Classification: G14, G15, L11

Giriş

Hisse senetleri fiyatlarındaki hareketler hemen her ülkede çok yakından izlenir ve kamuoyunun büyük ilgisini çeker. Bu ilginin temel nedeni, hisse senetlerinin fiyatlarındaki olumlu veya olumsuz yöndeki bir gelişmenin ülkenin ekonomik durumu gibi makro ve şirketlerin hisse senetlerini elde tutan yatırımcıların serveti gibi mikro birçok ekonomik değişkeni etkilemesidir. Bu önemlerine rağmen hisse senedi fiyatlarının oluşumu açısından karşılaşılan en önemli sorun, hisse senetlerinin çok azının firmaların performansına göre belirlenen gerçek değerinde olmasıdır. Çoğunlukla karşılaşılan ise, hisse senetlerinin eksik veya aşırı değerlendirilmiş olması durumudur. İşletme literatürüne yapılan teorik ve ampirik düzeydeki katkılar ile pratik kanıtlardan bu sorunun kaynağında mevcut finansal raporlama modellerinin kullanıcıların ihtiyaçlarını karşılamada yetersiz kalmasının olduğu anlaşılmıştır (Healy ve Palepu, 1993:1; Eccles ve Fletcher, 1999:6; Schuster ve O'Connel, 2006:2).

Buna karşılık sermaye piyasalarında dikkat çeken bir gelişme, gönüllü açıklamalarda bulunan firmaların giderek yaygınlaşmasıdır. Düzenleyici kurumların oluşturduğu mevzuatın ötesinde ilave açıklamalar yapılmasına ihtiyaç duyulmasının nedeni, yatırımcılarla daha iyi iletişim kurarak sermaye piyasalarında istikrarlı ve doğru hisse senedi fiyatlarının oluşmasını sağlamaktır. Bu çerçevede, çalışmanın amacı gönüllü açıklamalar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin araştırılmasıdır. Firmaların gönüllü açıklamaları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin incelenmesine yönelik olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 endeksinde işlem gören banka ve diğer finansal kurum dışındaki firmaların verileri üzerinde olay etüdü (event study) çalışması yapılmıştır.

Bu çerçevede çalışmanın birinci bölümünde gönüllü açıklamalar ile hisse senedi getirileri ilişkisinin teorik temelleri açıklanmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde araştırmanın hipotezleri açıklandıktan sonra üçüncü bölümde kullanılan veri ve istatistiksel yöntemle yer verilmiştir. Çalışmanın dördüncü bölümünde araştırma bulguları sunulmaktadır. Çalışmanın sonuç bölümünde ise elde edilen bulguların tartışılması yer almaktadır.

I.Literatür

Kazançların hisse senedi getirilerini etkilediği konusunda fikir birliği bulunmaktadır. Özer (1996:189) muhasebe karları ve hisse senedi getirileri ilişkisini İstanbul Menkul Kıymet Borsası'nda incelemiş ve literatür ile uyumlu sonuçlar elde etmiştir. Diğer taraftan kazanç açıklamalarının yanı sıra birçok içsel bilginin açıklanmasının kamu otoritelerince zorunlu hale getirilmesine rağmen şirketlerin büyük bir bölümü mevcut piyasa değerinin gerçek değeri yansıtmadığı görüşündedir (Eccles ve Fletcher, 1999:6). Uluslar arası bir denetim ve danışmanlık şirketi olan PriceWaterhouseCoopers (PWC) tarafından yapılan araştırmalara göre değişik ülkelerdeki birçok yatırımcı aynı türde bilgiye ihtiyaç duymakta, ancak onların bu ihtiyaçları mevcut finansal tablolar ile karşılanamamaktadır (Eccles ve Fletcher, 1999:6). Bu nedenle günümüz işletmelerinin bağımlı oldukları standartların gerektirdiğinden daha fazla bilgiyi gönüllülük esasına göre raporlama eğiliminde olmalarının başlıca nedeni, her bir ilave verinin piyasa katılımcılarını firmanın değeri hakkında daha doğru bir yargıya götüreceği düşüncesidir. Literatürde gönüllü açıklamaların hisse senedi getirilerini etkilediğini ve hatta bu etkinin zorunlu açıklamalara göre daha fazla olduğunu gösteren çalışmalar bulunmaktadır.

1970 ve 80'lerde yapılan çalışmalar yöneticilerin kazanç tahminlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Patell (1976:246), Waymire (1984:704), Ajinkya ve Gift (1984:426) gelecek kazançları tahminlerinin hisse senedi getirilerini etkilediğini kanıtlamışlardır. Pownall ve Waymire (1989:228) hisse senedi getirilerini gönüllü ve zorunlu açıklamalara göre analiz etmiş ve yönetimin kazanç tahminlerinin zorunlu açıklamalara göre hisse senedi getirileri üzerinde daha büyük etki yarattığını belirlemiştir.

Dedman ve diğerleri (2008:195-216) İngiltere ilaç sanayini analiz ederek raporlanan karların gelecekteki kazançları açıklama gücünün düşük olduğu

durumlarda, hisse senedi fiyatlarının oluşumunda gönüllü açıklamaların rolünü incelemiştir. Dedman ve diğerleri'nin (2008: 196) gönüllü açıklamalar ile hisse senetlerinin fiyatları ilişkisini analiz etmek için ilaç sanayini seçmelerinin özel bir sebebi vardır. İngiltere'de uygulanan genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre ilaç şirketleri araştırma ve geliştirme giderlerinin büyük bir bölümünü doğrudan giderleştirmek zorundadır. Bu zorunluluk uzun süren yeni ilaç geliştirme dönemlerinde şirketlerin düşük karlar veya zarar raporlamasına neden olmaktadır. Bu nedenle yüksek araştırma ve geliştirme harcamaları olan firmaların raporladığı kazançlar, araştırma ve geliştirme çabaları fazla olmayan firmalara göre yatırımcılar nezdinde daha az bilgilendirici olmaktadır. İlaç sektörü temel alınarak Dedman ve diğerleri'nin (2008:195) yürüttükleri çalışmaya göre; açıklanan karlar, geliştirilen ilaçlara yönelik gönüllü açıklamalara göre hisse senedi getirileri üzerinde daha az bir etkiye sahiptir.

Birçok çalışmada gönüllü açıklamaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi şeffaflık ve asimetrik bilgi problemi çerçevesinde incelenmiştir. Firmaların faaliyet raporları gönüllü açıklama indeksleri oluşturularak gönüllü açıklama ve şeffaflık düzeylerine göre sınıflandırılmış, gönüllü açıklama düzeyi ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Diamond ve Verrecchia (1991:1325) gönüllü açıklamaların asimetrik bilgi problemini azaltmasının hisse senetlerinin fiyatlarını yükselteceğini belirlemiştir. Healy, Hutton ve Palepu (1999:498) açıklama ve şeffaflık düzeyindeki gelişmelerin daha yüksek hisse senedi değerlemesi ile sonuçlandığını ispatlamıştır.

II. Hipotezler

Bu çalışmanın amacı, gönüllü açıklamaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini ortaya koymak ve bu etkilerin açıklamayı yapan firmanın özelliklerine göre değişip değişmediğini belirlemektir. Literatürde yer alan çalışmalarla paralel olarak gönüllü açıklamaların hisse senedi getirilerini etkilediğini öngörmekteyiz.

H₁: Gönüllü açıklamaların yapıldığı tarih etrafındaki günlerde birikimli ortalama anormal getiriler sıfırdan farklıdır.

Chen, Defond ve Park (2002:232) ileri teknoloji gerektiren sektörlerde faaliyet gösteren firmaların finansal tablolarının yatırımcılar için yeteri derecede bilgilendirici olmadığını ifade etmektedir. Chen, Defond ve Park (2002:248) finansal rakamların daha az bilgilendirici oluşu bu gibi durumlarda yöneticilerin gönüllü açıklamalarda bulunduğunu göstermiştir. Bu doğrultuda firmaların sunduğu ürün ve hizmetlerin teknoloji değişim hızlarına göre gönüllü açıklamaların hisse senedi getirileri üzerinde farklı etkisi olduğunu öngörmekteyiz.

H₂: Firmaların sunduğu ürün ve hizmetlerin teknolojik değişim hızına göre açıklamaların yapıldığı tarih etrafındaki günlerde birikimli ortalama anormal getiriler arasında önemli bir fark bulunmaktadır.

Lang ve Lundholm (1993:269)'a göre yüksek gönüllü açıklama düzeyine sahip firmalar, düşük gönüllü açıklamalar düzeyine sahip firmalardan daha büyük bir yapıya sahiptirler. Diğer taraftan raporlanan kazançların hisse senetlerinin

getirisi üzerindeki etkisi firma büyüklüğü ile ters orantılıdır (Atiase,1985:35). Bu doğrultuda firmaların sermaye büyüklüklerine göre gönüllü açıklamaların hisse senedi getirileri üzerinde farklı etkisi olduğunu öngörmekteyiz.

H₂: Firmaların dolaşımdaki sermayelerine göre açıklamaların yapıldığı tarih etrafındaki günlerde birikimli ortalama anormal getiriler arasında önemli bir fark bulunmaktadır.

III. Metod

Çalışmada, iktisadi olaylar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin incelemesini gerçekleştirmeye yönelik olarak geliştirilen bir metod olan olay etüdü yöntemi (Event Study Methodology) kullanılmıştır. Olay etüdü yönteminin işleyişi Strong (1992), Mackinlay (1997), Binder (1998), Corrado (2011) ve özellikle parametrik olmayan testler için Koları ve Pynnonen (2011) tarafından detaylı olarak açıklanmaktadır. Strong (1992: 534)'e göre olay etüdü çalışması 3 aşamada gerçekleştirilir 1) Olay günlerinin belirlenmesi 2) Normal getirilerin belirleneceği modelin seçilerek anormal ve birikimli anormal getirilerin hesaplanması 3) İstatistiksel testlerin uygulanması. Bu aşamalara paralel olarak çalışmada 2009 – 2011 yılları arasında İMKB 100 endeksinde işlem gören ve banka ve diğer finansal kurum dışındaki firmaların gönüllü olarak açıklamalarda buldukları tarihler belirlenmiş ve bu tarihler etrafındaki fiyat hareketleri incelenmiştir.

Şirket üst düzey yöneticileri tarafından çeşitli televizyon yayınları, basın toplantıları veya gazete röportajları aracılığı ile yapılan ve Foreks FX Plus programında eş zamanlı olarak raporlanan gönüllü açıklamalar belirlenerek, açıklamayı yapan firmanın dolaşımdaki sermayesine ve sunduğu mal ve hizmetin teknolojik değişim hızına göre sınıflandırılmıştır. Mal ve hizmetlerin teknolojik değişim hızı, sunulan ürün veya hizmetlerin demode olma özellikleri dikkate alınarak belirlenmiştir. Şirketlerin dolaşımdaki sermayesi ise, sermaye tutarı ile halka açıklık oranının çarpılması suretiyle hesaplanmıştır. Hesaplanan dolaşımdaki sermaye tutarlarından oluşturulan serinin medyan değeri belirlenip, bu değer altıda dolaşımdaki sermaye tutarına sahip firmalar düşük sermayeli firma olarak sınıflandırılmıştır.

Faaliyet raporu veya finansal tablo yayımlandığı, kar dağıtımı ve sermaye artırımını ile ilgili açıklamaların yapıldığı günlerde yapılan gönüllü açıklamalar analiz edilen veri setine dâhil edilmemiştir. Bir firma tarafından belirli bir tarihte birden fazla gönüllü açıklama yapılması durumunda bu açıklamalardan sadece bir tanesi veri setine dâhil edilmiştir.

Anormal getiriler literatürde yer alan bir başka ifade şekli ile sistematik olmayan getiriler (unsystematic security returns) piyasa modelindeki (market model) hata terimi ile ölçülmüştür (Beaver, Clarke ve Wright, 1979:318)¹.

$$R_{it} - \alpha_t + \beta_t R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

¹ Olay Etüdü metodolojisi içerisinde anormal getirilenin hesaplanmasına yönelik olarak geliştirilmiş farklı yöntemler bulunmakta olup bu çalışmada Türkçe'ye piyasa modeli olarak tercüme edilmiş olan "market model" kullanılmıştır.

Denklem 1’de yer alan R_{it} bir i hisse senedinin t dönemindeki getiri oranını, R_{mt} : Piyasa portföyünün (İMKB 100) t dönemindeki getiri oranını, ϵ_{it} ise i hisse senedinin t dönemindeki sistematik olmayan getirisini (anormal getirisini) tanımlamaktadır.

Olay çalışmalarında, piyasa modelinde yer alan model katsayıları (α_i , β_i) en küçük kareler yöntemi (OLS) ile tahmin edilmektedir. Birikimli anormal getiriler ise Denklem 2 ‘e göre hesaplanmıştır.

$$CAR = \text{Birikimli } \epsilon_{it} = \sum_{t=1}^n \epsilon_{it} \quad (2)$$

Piyasa modeline göre anormal getirilerin hesaplanması tahmin ve olay pencerelerinin belirlenmesini gerektirmektedir. Çalışmanın sonuçları ile ilgili hatalı bir değerlendirmede bulunmaktan kaçınmak amacı ile çok farklı olay pencerelerine göre anormal ve birikimli anormal getiriler hesaplanarak istatistiksel testler uygulanmıştır. Ancak tahmin dönemi 60 gün ile sınırlandırılmıştır.

Çalışmada analiz edilen veri İMKB 100 endeksinde işlem göre firmaların yaptığı gönüllü açıklamalardan oluştuğundan α_i , β_i model katsayılarının belirlenmesinde İMKB 100 endeksi kullanılmıştır.

Gönüllü açıklamanın yapıldığı günden önceki 4. gün ve 63. gündeki 60 günlük dönemde İMKB 100 endeksinde göre hesaplanan günlük getiriler ile haberi açıklayan firmanın günlük hisse senedi getirisi arasında regresyon analizi yapılarak 754 adet regresyon denklemi çözülmüştür. R^2 Değeri %10’ nun altında kalan regresyon denklemlerine istinaden hesaplanan anormal getiriler veri setinden çıkartılmıştır. Uç değerlerin de veri setinden çıkartılması ile nihai veri sayısı 655 olmuştur.

İstatistiksel testler Almanya Mukimi ESM UG tarafından üretilmiş olan Event Study Metrics (ESM) programı ile gerçekleştirilmiştir. Programın doğru çalıştığını test etmek için anormal ve birikimli anormal getiriler manuel olarak hesaplanmış ve ESM’nin sonuçları ile karşılaştırılmıştır.

ESM tarafından gerçekleştirilen çok sayıda parametrik ve parametrik olmayan test bulunmakta olup Tablo 1 bu testleri ve varsayımlarını göstermektedir.

Tablo 1: İstatistiksel Testler ve Varsayımları

İstatistiksel Testler	Varsayımlar
t-Test	-Anormal getiriler normal dağılıma sahiptir. -İki farklı olaya göre hesaplanan anormal getiriler arasında korelasyon bulunmamaktadır. -Anormal getirilerin varyansı olay gününde ve diğer günlerde sabittir.
Patell Z	Patell (1976) tarafından geliştirilen bu test anormal getirilerin homojen dağılımı varsayımının her zaman sağlanamayacağı gerçeğinden hareketle gerçekleştirilmiştir.
Boehmer et al.	Boehmer ve diğerleri (1991) tarafından geliştirilen bu test literatürde “event induced variance” olarak ifade edilen anormal getirilerin varyansının sabit olmaması problemini ortadan kaldırmaya yönelik bir testtir.
Corrado Rank Test	Corrado (1989) tarafından geliştirilen non parametrik bir test olup, anormal getirilerin dağılımına yönelik bir varsayım gerektirmemektedir.
Generalized Sign Test	İşaret testi, olay penceresindeki pozitif birikimli anormal getirilerin oranına dayanan bir testtir. Bu testin en büyük dezavantajı anormal getirilerin büyüklüklerini dikkate almamasıdır.

IV. Elde Edilen Bulgular

A. Gönüllü Açıklamalar ile Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkiler

Gönüllü açıklamaların hisse senedi getirilerine etki yaptığı hipotezini kontrol etmek üzere gerçekleştirilen istatistikî testler ve elde edilen sonuçlar Tablo 2’de gösterilmektedir.

Tablo 2’de görüldüğü üzere (0:+1), (-1:+1), (-1:+3) ve (-1:+4) olay pencerelerine göre hesaplanan birikimli anormal getiriler (%0,30, %0,37; %0,42 ve %0,48) uygulanan tüm istatistikî testlere göre anlamlıdır.

Tablo 2: Birikimli Ortalama Anormal Getirilere Göre Hesaplanan Test İstatistikleri

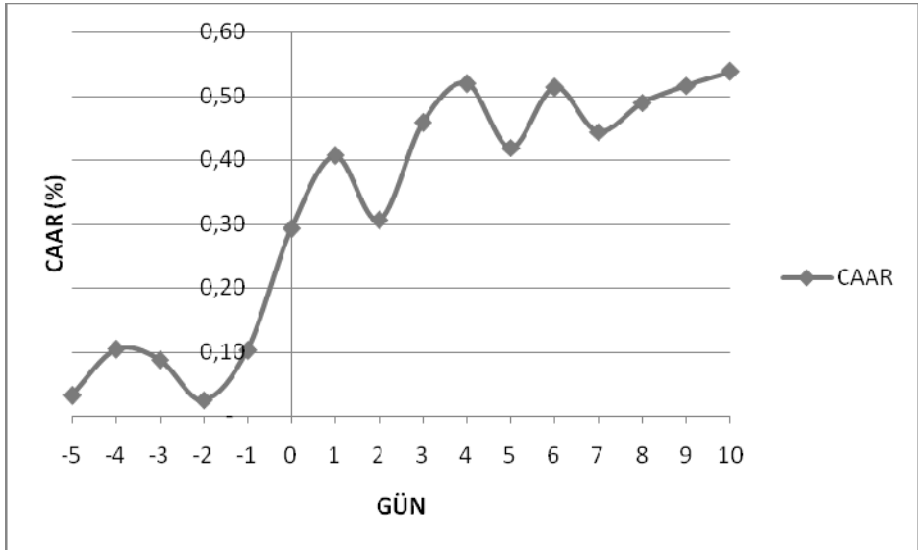
Olay Penceresi	(0...1)	(-1...1)	(-1...3)	(-1...4)
CAAR	0,003	0,0037	0,0042	0,0048
Pos : Neg	346 : 309	341 : 314	343 : 312	345 : 310
t-Test time-series	2,6139*	2,6522*	2,3107*	2,3833*
Prob.	0,009	0,008	0,0208	0,0172
t-Test cross-sectional	2,4721*	2,7556*	2,4803*	2,5504*
Prob.	0,0134	0,0059	0,0131	0,0108
Patell Z	2,9671*	3,0326*	2,8365*	3,1020*
Prob.	0,003	0,0024	0,0046	0,0019
Boehmer et al.	2,4522*	2,6870*	2,5537*	2,8014*
Prob.	0,0142	0,0072	0,0107	0,0051
Corrado Rank	2,5096*	2,5878*	2,0959*	2,2133*
Prob.	0,0121	0,0097	0,0361	0,0269
Sign Test	2,9079*	2,5401*	2,6967*	2,8532*
Prob.	0,0036	0,0111	0,007	0,0043

*%5 seviyesinde istatistiksel anlamlılığa sahiptir.

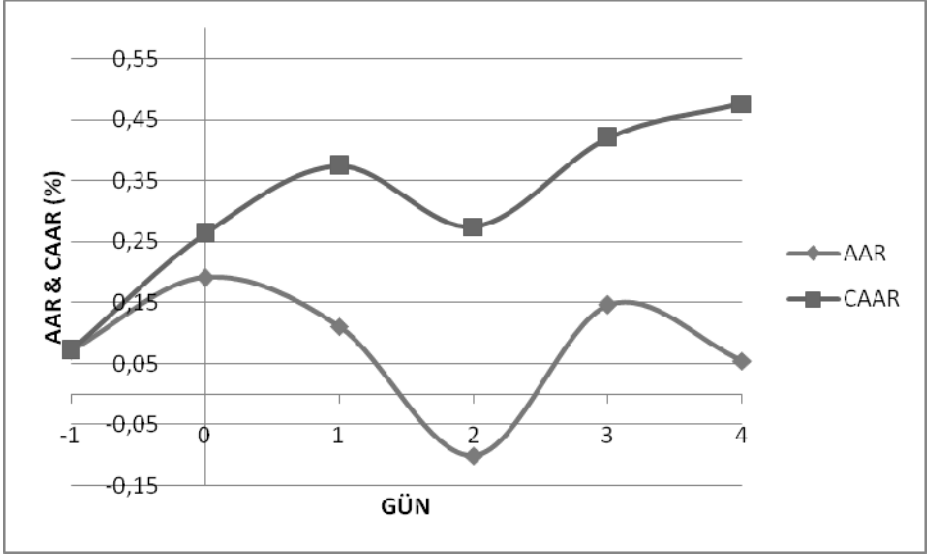
Şekil 1 (-5:+10) olay penceresine göre hesaplanan birikimli anormal getirileri göstermektedir. Şekil 1 incelendiğinde birikimli anormal getirilerin gönüllü açıklamada bulunulan tarihten önceki birinci günde yükselmeye başlayarak, gönüllü açıklamanın yapıldığı tarihten sonraki dördüncü günde en yüksek seviyesine ulaştığı görülmektedir.

Diğer taraftan açıklamanın yapıldığı günün öncesi ve sonrası günün birikimli anormal getirileri arasında önemli bir fark bulunmaktadır. Şekil 2 de görüleceği üzere bu farkın nedeni ortalama anormal getirilerin gönüllü açıklamanın yapıldığı gün önceki güne göre önemli oranda artması ve açıklamayı izleyen gün azalmasıdır.

Tablo 1 ve Şekil 1-2' den elde edilen bulgular sonucunda, gönüllü açıklamalar ile hisse senetlerinin getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca gönüllü açıklamaların hisse senedi getirilerindeki etkisinin en yüksek olduğu günün haberin açıklandığı gün olduğu belirlenmiştir. Bu sonuca göre H_1 hipotezi kabul edilmektedir.



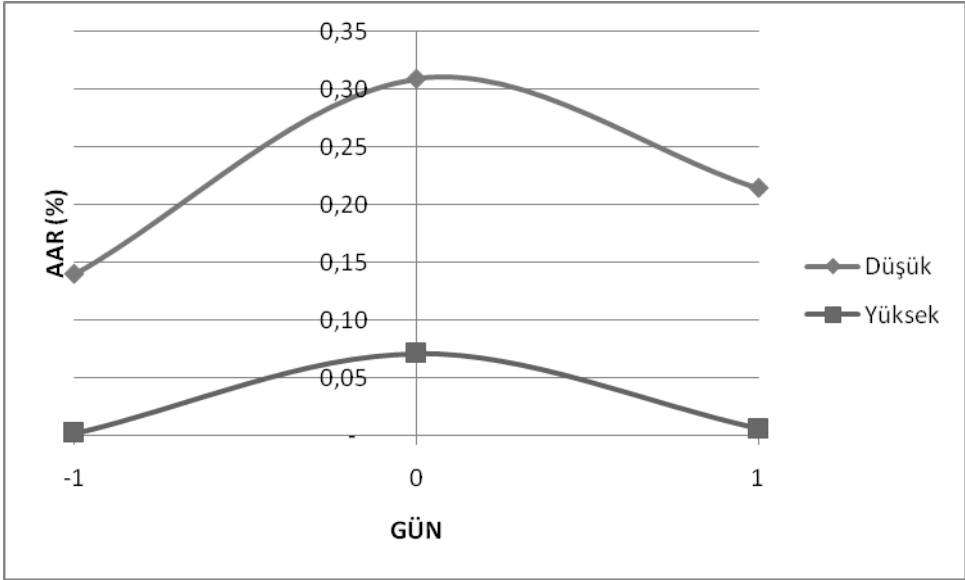
Şekil 1: (-5:10) Olay Penceresine Göre Ortalama Birikimli Anormal Getiriler



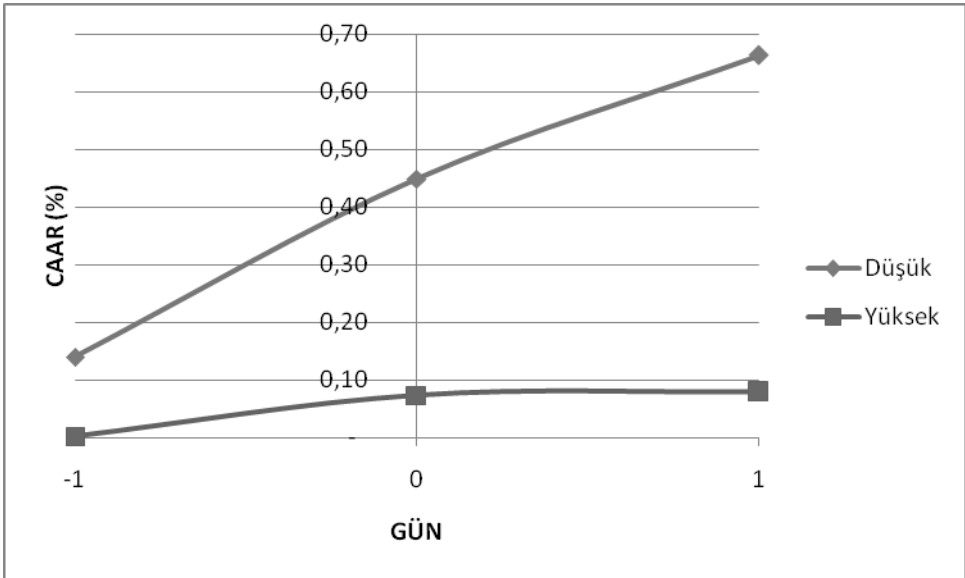
Şekil 2: (-1:4) Olay Penceresine Göre Ortalama Anormal ve Birikimli Anormal Getiriler

B. Şirketlerin Sunduğu Ürün ve Hizmetlerin Teknoloji Değişim Hızlarının Gönüllü Açıklamalar ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisine Etkisi

Şirketlerin yeni teknoloji yaratma hızlarına göre hesaplanan ortalama anormal getiriler ve ortalama birikimli anormal getiriler sırasıyla Şekil 3 ve Şekil 4’de gösterilmiştir. Şekil 3’de görüldüğü üzere yeni teknoloji yaratma hızı yüksek olan ve düşük olan her iki grup içerisindeki firmaların yaptığı açıklamalar haberin yayımlandığı gün hisse senedi üzerinde ekti yaratmaktadır. Şekil 4 incelendiğinde, yeni teknoloji yaratma hızı düşük olan firmaların birikimli anormal getirilerinin ortalamasının, teknoloji yaratma hızı yüksek olan firmalara göre daha fazla olduğu görülmektedir.



Şekil 3: Şirketlerin Teknoloji Yaratma Hızlarına Göre (-1:1) Olay Penceresinde Ortalama Anormal Getiriler



Şekil 4: Şirketlerin Teknoloji Yaratma Hızlarına Göre (-1:1) Olay Penceresinde Ortalama Birikimli Anormal Getiriler

Tablo 3 şirketlerin yeni teknoloji yaratma hızlarına göre hesaplanan birikimli anormal getirilerin tanımlayıcı istatistiklerini göstermektedir. Tablo 3'e göre teknoloji yaratma hızı düşük olan firmaların ortalama birikimli anormal

getirileri %0,87 iken teknoloji yaratma hızı yüksek olanların %0,07'dir. Diğer taraftan Tablo 4'de sonuçları sunulan ANOVA testi yeni teknoloji yaratma hızına göre birikimli ortalama anormal getiriler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunduğunu göstermektedir. Tablo 5 firmaların yeni teknoloji yaratma hızı dikkate alınarak yapılan sınıflandırmaya göre hesaplanan istatistikî test sonuçlarını göstermektedir. Tablo 5'e göre teknolojik değişim hızı düşük olan mal ve hizmetleri sunan firmaların yaptıkları gönüllü açıklamaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlıyken, teknolojik değişim hızı yüksek olan mal ve hizmetleri sunan firmaların yaptıkları gönüllü açıklamaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi anlamlı değildir. Buna göre H_2 hipotezi desteklenmektedir.

Tablo 3: Şirketlerin Yeni Teknoloji Yaratma Hızlarına Göre Hesaplanan Birikimli Anormal Getirilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Teknoloji Düzeyi	N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata	Minimum	Maximum
Düşük	331	0,0087	0,04811	0,00264	-0,1	0,15
Yüksek	324	0,0007	0,04706	0,00261	-0,1	0,14
Toplam	655	0,0048	0,04772	0,00186	-0,1	0,15

Tablo 4: Varyans Analizi Sonuçları

CAR(1:4)	Levene Statistic	Sig	F	Sig
Teknoloji Yaratma Hızı	0,0200	0,8870	4,6590	0,0310

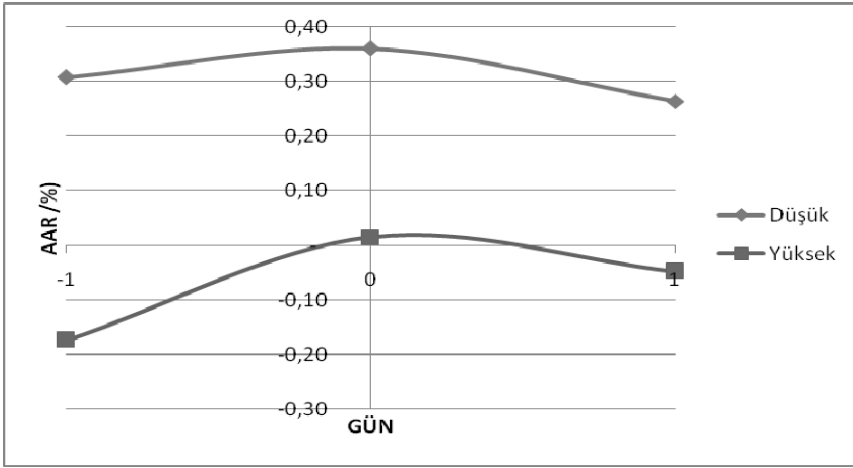
Tablo 5: Birikimli Ortalama Anormal Getirilere Göre Hesaplanan Test İstatistikleri

Parametrik ve Non Parametrik Testler	Teknoloji Yaratma Hızı			
	Düşük		Yüksek	
	(-1...1)	(-1...4)	(-1...1)	(-1...4)
CAAR	0,0066	0,0087	0,0008	0,0007
Pos : Neg	179 : 152	187 : 144	162 : 162	158 : 166
t-Test time-series	3,3131*	3,0834*	0,398	0,2484
Prob.	0,0009	0,002	0,6906	0,8038
t-Test cross-sectional	3,3902*	3,3003*	0,4229	0,2673
Prob.	0,0007	0,001	0,6723	0,7892
Patell Z	4,0256*	3,7977*	0,243	0,572
Prob.	0,0001	0,0001	0,808	0,5673
Boehmer et al.	3,4133*	3,3638*	0,228	0,5301
Prob.	0,0006	0,0008	0,8197	0,5961
Corrado Rank	2,9649*	2,7028*	0,4284	0,2824
Prob.	0,003	0,0069	0,6684	0,7776
Sign Test	2,6418*	3,523*	0,942	0,497
Prob.	0,0082	0,0004	0,3462	0,6192

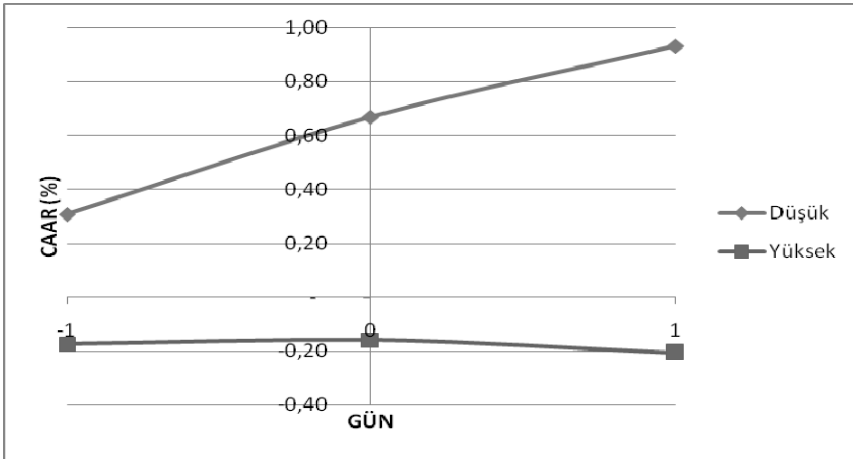
*%5 seviyesinde istatistiksel anlamlılığa sahiptir.

C. Dolaşımdaki Sermayenin Gönüllü Açıklamalar ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisine Etkisi

Şirketlerin dolaşımdaki sermayelerine göre hesaplanan ortalama anormal getiriler ve ortalama birikimli anormal getiriler sırasıyla Şekil 5 ve Şekil 6'da gösterilmiştir. Şekil 5'de görüldüğü üzere dolaşımdaki sermaye tutarına göre sınıflandırılan her iki gruptaki firmaların yaptığı açıklamalar hisse senedi getirileri üzerindeki en yüksek etkiyi haberin yayımlandığı gün yaratmaktadır. Şekil 6 incelendiğinde ise dolaşımdaki sermayesi düşük olan firmaların birikimli anormal getirilerinin ortalamasının, dolaşımdaki sermayesi yüksek olan firmalara göre daha fazla olduğu görülmektedir.



Şekil 5: Şirketlerin Dolaşımdaki Sermayelerine Göre (-1:1) Olay Penceresinde Ortalama Anormal Getiriler



Şekil 6: Şirketlerin Dolaşımdaki Sermayelerine Göre (-1:1) Olay Penceresinde Ortalama Birikimli Anormal Getiriler

Tablo 6 şirketlerin dolaşımdaki sermaye büyüklüğüne göre hesaplanan birikimli anormal getirilerin tanımlayıcı istatistiklerini göstermektedir. Tablo 6'ya göre dolaşımdaki sermayesi düşük olan firmaların ortalama birikimli anormal getirileri %0,98 iken dolaşımdaki sermayesi büyük olanların -%0,05'dir. Diğer taraftan Tablo 7'de sonuçları sunulan ANOVA testi dolaşımdaki sermaye tutarına göre birikimli ortalama anormal getiriler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunduğunu göstermektedir. Tablo 8 dolaşımdaki sermaye tutarına göre yapılan sınıflandırmaya göre hesaplanan istatistikî test sonuçlarını göstermektedir. Tablo 8'e göre yalnızca dolaşımdaki sermaye tutarı düşük firmaların yaptıkları gönüllü açıklamaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu açıklamalar ışığında H_2 hipotezi desteklenmektedir.

Tablo 6: Şirketlerin Dolaşımdaki Sermayelerine Göre Hesaplanan Birikimli Anormal Getirilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Dolaşımdaki Sermaye	N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata	Minimum	Maximum
Düşük	334	0,0098	0,04876	0,00267	-0,1	0,15
Yüksek	321	-0,0005	0,04612	0,00257	-0,1	0,15
Toplam	655	0,0048	0,04772	0,00186	-0,1	0,15

Tablo 7: Varyans Analizi Sonuçları

CAR(1:4)	Levene Statistic	Sig	F	Sig
Dolaşımdaki Sermaye	0,5660	0,4520	7,6670	0,0060

Tablo 8: Birikimli Ortalama Anormal Getirilere Göre Hesaplanan Test İstatistikleri

Parametrik ve Non Parametrik Testler	Dolaşımdaki Sermaye			
	Düşük	Yüksek	Düşük	Yüksek
	(-1...4)	(-1...4)	(-1...1)	(-1...1)
CAAR	0,0098	-0,0005	0,0093	-0,0021
Pos : Neg	185 : 149	160 : 161	192 : 142	149 : 172
t-Test time-series	3,3919*	-0,1762	4,5626*	-1,0571
Prob.	0,0007	0,8601	0,0000	0,2905
t-Test cross-sectional	3,6704*	-0,1882	4,6164*	-1,1712
Prob.	0,0002	0,8507	0,0000	0,2415
Patell Z	4,376*	-0,0327	5,4131*	-1,1896
Prob.	0	0,9739	0,0000	0,2342
Boehmer et al.	3,9411*	-0,03	4,4945*	-1,1741
Prob.	0,0001	0,9761	0,0000	0,2403
Corrado Rank	2,7568*	-0,183	3,7020*	-0,9945
Prob.	0,0058	0,8548	0,0002	0,3200
Sign Test	3,466*	0,5454	4,2345*	-0,6832
Prob.	0,0005	0,5855	0,0000	0,4945

*%5 seviyesinde istatistiksel anlamlılığa sahiptir.

SONUÇ

Bu çalışmada İMKB 100 endeksinde faaliyet gösteren banka ve diğer finansal kurum dışındaki firmaların gönüllü açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlar, farklı olay pencerelerine göre hesaplanan birikimli anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır. Diğer taraftan anormal getirilerin grafiksel incelemesi ise en yüksek getirilerin haberin açıklandığı gün oluştuğunu göstermektedir.

Olay etüdü çalışması ve varyans analizleri şirketlerin sunduğu mal ve hizmetin teknolojik değişim hızlarının ve dolaşımdaki sermayelerinin gönüllü açıklamalar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi etkilediğini göstermektedir. Sunduğu mal ve hizmetin teknolojik değişim hızı ve dolaşımdaki sermayesi düşük olan firmaların yaptıkları gönüllü açıklamaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 endeksinde işlem görmekte olan banka ve diğer finansal kurum dışındaki şirketlerin sundukları mal ve hizmetlerin teknolojik değişim hızına göre yapılan sınıflandırmaya göre elde edilen sonuçlar, mevcut literatür ile paralellik göstermemektedir. İleri teknolojiye sahip sektörlerde faaliyet gösteren firmaların finansal tablolarının yatırımcılar nezdinde daha az bilgilendirici olması, bu nedenle yüksek teknolojlili sektörlerde gönüllü açıklamaların finansal tabloları tamamlayıcı bir unsur olması beklenmektedir. Ancak bu çalışmada teknoloji düzeylerine göre sektörel bir ayırım yapılmamış olup, gönüllü açıklamada bulunan firmalar sundukları mal ve hizmetin teknolojik değişim hızına göre sınıflandırılmıştır. Teknolojideki hızlı değişim, belirli bir teknolojik düzeydeki mal ve hizmetten kazanç elde etme döneminin kısılmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla sundukları mal ve hizmetin teknolojik değişim hızı yüksek olan firmaların bu ürün ve hizmetlerden elde ettikleri kazançlar kısa sürede finansal tablolarına yansımaktadır. Bu çerçevede sundukları mal ve hizmetin teknolojik değişim hızı yüksek olan firmaların yaptıkları gönüllü açıklamaların hisse senedi getirileri üzerinde önemli oranda etki yapmamasının rasyonelitesi, finansal tablolara oldukça hızlı bir şekilde yansıyan kazançlar olması olabilir. Diğer taraftan sundukları mal ve hizmetin teknolojik değişim hızı düşük olan firmaların gelecek kazançları hakkında belirsizlik bulunmakta, gönüllü açıklamalar bu belirsizliği ortadan kaldırmaya yönelik bir işlev görmektedir.

Şirketlerin gönüllü açıklamalarda bulunma eğilimini inceleyen çalışmalarda görece daha büyük firmaların gönüllü açıklamalarda bulunma eğilimde olduğu ancak hisse senedi getirilerinin küçük firmaların kazanç açıklamalarına daha güçlü tepki verdiğini belirlenmiştir (Lang ve Lundholm, 1993:269; Atiase, 1985:35). İMKB verileri üzerinde yaptığımız çalışmada literatürdeki çalışmalara paralel olarak hisse senedi getirilerinin dolaşımdaki sermayesi düşük olan firmaların yaptığı açıklamalara tepki verdiği belirlenmiştir.

Kaynaklar:

- AJINKYA, Bipin B. ve GIFT, Michael J. (1984). "Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations", *Journal of Accounting Research*, 22(2), 425-444.
- ATIASE, Rowland K. (1985), "Predisclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behaviour Around Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research*, 23(1), 21-36.
- BEAVER, William, CLARKE, Roger ve WRIGHT, William F. (1979), "The Association Between Unsystematic Security Returns and The Magnitude of Earnings Forecast Errors", *Journal of Accounting Research*, 17(2), 316-340.
- BINDER, John J. (1998). "The Event Study Methodology Since 1969", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11, 111-137.
- BOEHMER, Ekkehart, MUSUMECI, Jim., POULSON, Annette (1991), "Event Study Methodology under Conditions of Event-Induced Variance", *Journal of Financial Economics*, 30(2), 253-272.
- CHEN, Shuping, DEFOND, Mark L. ve PARK, Chul W. (2002), "Voluntary Disclosure of Balance Sheet Information in Quarterly Earnings Announcements", *Journal of Accounting and Economics*, 33, 229-251.
- CORRADO, Charles J. (1989), "A Non Parametric Test for Abnormal Security Price Performance in Event Studies", *Journal of Financial Economics*, 23(2), 385-395.
- CORRADO, Charles J. (2011), "Event Studies: a Methodology Review", *Accounting and Finance*, 51, 207-234.
- DEDMAN, Elisabeth, LIN, Stephen W-J., PRAKASH, Arun J., CHANG, Chun-Hao.H. (2008), "Voluntary Disclosure and Its Impact on Share Prices: Evidence From The UK Biotechnology Sector", *Journal of Accounting and Public Policy*, 27, 195-216.
- DIAMOND, Douglas W. ve VERRECCHIA, Robert (1991), "Disclosure, Liquidity and The Cost of Capital", *The Journal of Finance*, 66 (4), 1325-1355.
- ECCLES, Robert G. ve FLETCHER John. K. (1999), *Value and Reporting in the Banking Industry*, PricewaterhouseCoopers, London, U.K.
- HEALY, Paul M. ve PALEPU, Krishna G. (1993), "The Effects Of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices", *American Accounting Association Accounting Horizons*, 7 (1), 1-11.
- HEALY, Paul M., HUTTON, Amy P. Ve PALEPU, Krishna G. (1999), "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases In Disclosure", *Contemporary Accounting Research*, 16 (3), 485-520.
- KOLARI, James W. ve Pynnonen Seppo (2011), "Nonparametric Rank Tests For Event Studies", *Journal of Empirical Finance*, 18, 953-971.
- LANG, Mark ve LUNDHOLM, Russel (1993), "Cross Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures", *Journal of Accounting Research*, Vol:31, 246-271
- MACKINLAY, Craig A. (1997), "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.
- ÖZER, G. (1996), *Muhasebe Kararı ile Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler: İMKB'de Deneysel Bir Analiz*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- PATELL, James, (1976) "Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests", *Journal of Accounting Research*, 14(2), 246-276.
- POWNALL, Grace ve WAYMIRE, Gregory (1989), "Voluntary Disclosure Of Credibility and Securities Prices: Evidence From Management Earnings Forecasts, 1969-73", *Journal of Accounting Research*, 27(2), 227-245.
- STRONG, Norman (1992), "Modelling Abnormal Returns: A Review Article", *Journal of Business Finance & Accounting*, 19 (4), 533-553.
- SCHUSTER, Peter ve O'CONNEL, Vingent. (2006), "The Trend Toward Voluntary Corporate Disclosure", *Management Accounting Quarterly*, 7(2), 1-9.
- WAYMIRE, Gregory (1984), "Additional Evidence On The Information Content of Management Earnings Forecasts", *Journal of Accounting Research*, 22(2), 703-245.