

KAZANÇ AÇIKLAMALARININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: BİST 100 ÜZERİNE BİR UYGULAMA¹

EFFECT OF THE EARNINGS ANNOUNCEMENTS ON FIRM VALUE: AN APPLICATION TO BIST 100

Dr. Ali GÜVERCİN²
Prof. Dr. Yusuf DEMİR³

ÖZET

Bu çalışma kazanç istikrarı ve bazı-diğer firmaya özel bilgileri dikkate alarak kazanç açıklamalarının şirket değeri üzerindeki rolünü incelemektedir. Çalışmada kullanılan veriler 2009 ve 2013 yılları arasında Borsa İstanbul BIST100 endeksinde listelenen 78 şirket verilerini içermektedir. Finansal değerler 3-aylık dönemler için elde edilmiştir. Analiz için modelleme yaklaşımı olarak ise kazanç açıklamaları sonrası aylık getirileri kullanan ve kazanç açıklamalarının şirket değeri üzerindeki daha uzun dönem etkilerini değerlendiren panel veri analizi yaklaşımıdır.

Panel veri analizi kazanç açıklamalarının şirket değerini etkilediğini göstermektedir. Özellikle, pozitif kazanç sürprizi altında şirket değerinin arttığı, negatif kazanç sürprizi altında şirket değerinin düştüğü görülmektedir. Üstelik kazanç istikrarının kazanç sürprizlerinin şirket değeri üzerindeki etkisini büyütücü bir etki yaptığı ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, bu analiz şirketin kâr payı politikasının ve şirket bilinirliğinin kazanç açıklamalarının şirket değeri üzerindeki etkisi için önemli olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Kazanç Açıklamaları, Şirket Değeri, Yeni Bilgi, Panel Veri Analizi.

Jel Kodları: G12, G14, M41, C23, M40.

ABSTRACT

The study investigates the role of earnings announcements on firm value by taking into account the earnings persistence and some firm-level characteristics. The data used in the analysis includes 78 firms listed in BIST 100 index of Borsa Istanbul for the period between 2009 and 2013. Financial values are obtained quarterly. Two modeling approaches are used for analysis. The first approach used event-study methodology to analyze the effect of earnings announcements on firm value in the short run as the approach uses daily returns. The second approach utilize panel data analysis to evaluate the longer term impact of earnings announcements on firm value as measured by monthly return after the announcement date.

Panel data analysis provide evidence that earning announcements influence firm value. In particular, results indicate an increase in firm value when there is a positive surprise in earnings announcements and a decline in firm value when there is a negative surprise in earnings announcements. Furthermore, earnings persistence appears to have a magnifying effect on the effect of earnings surprises on firm value. The analysis also show that dividend policy of the firm and brand image are important factors for the effects of earnings announcements on firm value.

Key Words: Earnings Announcements, Firm Value, The New Knowledge, Panel Data Analysis.

Jel Codes: G12, G14, M41, C23, M40.

¹ Bu çalışma Yazarın “Kazanç Açıklamaları ve Kazanç İstikrarının Şirket Değeri Üzerine Etkileri: BIST 100 Uygulaması” isimli doktora tezinden türetilmiştir.

² SMMM, aliguvercin61@hotmail.com

³ Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, yusufdemir@sdu.edu.tr

1. GİRİŞ

Kazanç kavramı şirketler ve hissedarlar açısından önemli olarak görülse de tek başına şirketlerin amacı olarak görülmemektedir. Çağdaş dünyada şirket genel yönetimi içerisinde finansal yönetim ve finans fonksiyonunun önemi gittikçe artan bir öneme sahip olmaktadır. Finans yöneticisinin temel amaçları içerisinde en önemlilerinden birisi, şirketin piyasa değerinin yükseltilmesi ve pay sahiplerinin servetinin en üst seviyeye çıkarılması olarak ifade edilmektedir. Buna ilave olarak, devletin, tüketicilerin, çalışanların ve toplumun faydasının gözetilmesi de şirketin diğer amaçları (sosyal amaçlar) arasında görülmektedir.

Kazançların geçmişte istikrarlı olması yatırımcılarda şirketin gelecekte de daha iyi koşullara sahip olacağı ve kazançlarının artarak devam edeceği izlenimini oluşturmaktadır. Kazanç istikrarı, şirket için olumsuz bilgilerin oluşturabileceği negatif etkilerin de azalmasını sağlayabilecektir. Bununla birlikte, kazançlarda istikrar söz konusu olduğu zaman yatırımcılar şirketin hisse senetlerini daha yüksek ücret ödeyerek satın alacaklardır mıdır? Bir başka deyimle kazançlardaki istikrar, şirketi ödüllendirerek şirket değerine olumlu katkı sağlayacak mıdır? Çalışmada amacımız bu sorulara çözüm bulmak olacaktır.

Çalışmanın birinci amacı, üç ayda bir gerçekleşen kazanç açıklamalarının şirket değeri üzerindeki etkisini incelemektir. Kazanç açıklamalarının hisse getirisini etkileyip etkilemediğini, etkiliyorsa hangi koşullar altında etkilediğini, olumlu yada olumsuz etkilemenin şiddetini, yönünü ve kazanç istikrarının önemini tespit etmek üzerine kurgulanmıştır.

Çalışmanın ikinci amacı ise, gelecek nakit akışı ve kazanç beklentileri için çok önemli olan kazanç açıklaması ve kazanç istikrarı ile şirket değeri arasındaki ilişkinin etki boyutunu incelemektir. Bunun için Türkiye’de faaliyet gösteren Borsa İstanbul 100 endeksine kayıtlı firmalar üzerinde, ilgili şirketlerin üçer aylık bilanço ve gelir tablolarında yapılan kazanç açıklamaları yatırımcıların kullandığı bilgi kaynağı olarak ele alınmakta ve bu açıklamaların şirket hisse fiyatı/getirisi üzerindeki etkisi incelenmektedir. Bu sayede, kazanç açıklamaları ve istikrarının şirket değerini etkileyip etkilemediği, anlamlı bir etki varsa olumlu veya olumsuz etkileme derecesi incelenmiş olacaktır. Bu bilgi yatırımcılara kazanç açıklamalarının ve istikrarının bilgi taşıma gücünü göstereceği için, yatırım kararlarında ve portföy güncellemelerinde önemli bir fayda sağlayacaktır. Kazanç istikrarının yüksek olduğu durumlarda, kazanç açıklamalarının sağladığı bilgi de yüksek olacaktır. Kısaca, bu çalışma finans ve muhasebe bilimini doğrudan etkileyecek ve elde edilen bulgular kazanç açıklamalarının ve istikrarının yatırımcılara bir faydasının olup olmadığını gösterecektir.

Araştırmada hipotezlerin analizi için hisse getirileri ve kazanç açıklamaları üç aylık hesaplanıp panel veri yöntemi kullanılarak hipotezler farklı segmentler için test edilmiştir. Segmentlerin belirlenmesinde şirkete özel bilgiler kullanılmıştır. Bu bilgiler şu şekilde sıralanmıştır: sektör, şirket yaşı, şirket büyüklüğü (çalışan sayısı ve varlık büyüklüğü), kâr payı dağıtımını yapıp yapmadığı, marka bilinirliği. Marka bilinirliği için bir anket yardımı ile bir puanlama/endeks oluşturulmuş ve bu endeks çalışmada kullanılmıştır. Analiz verileri 2009-2013 yılları arasında, Borsa İstanbul’a kayıtlı 78 adet çeşitlendirilmiş farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlere ait veriler olup, kamuyu aydınlatma platformundan elde edilmiştir. Borsa İstanbul 100 endeksinde bulunan bankalar ve sigorta şirketleri finansal tablolarındaki farklılıklar nedeniyle analiz dışı bırakılmışlardır.

Kamunun aydınlatılmasıyla şirketler fon ihtiyaçlarını finansal piyasalardan uygun koşullarda sağlayabilmekte, bununla birlikte gayrisafi milli hâsılânın tasarruflar aracılığıyla yatırıma dönüşmesine ve ekonominin hızlı büyümesine katkı sağlamaktadır. Kamunun

aydınlatılması ve özellikle yatırımcıların aydınlatılması için bilgilerin doğru ve yeterli verilmediği piyasalarda tasarruf sahiplerinden daha çok spekülörler belirsizlik ortamından yararlanarak büyük kazanç elde ederler. Spekülörlerin kazandığı ölçüde, gerçek tasarruf sahipleri kayba uğramaktadırlar. Oysa, sermaye piyasasının sağlıklı ve etkin işlediği piyasa ortamlarında yatırımcılar güven içinde yatırımlarını gerçekleştirmektedirler (*Sarıkamış, 2009: 263*).

2. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Finans teorisinin kabul gören temel ilkelerinden birisi de finansal piyasalarının etkinliği olarak kabul edilmektedir. Etkin piyasaların en dar tanımında ise finansal varlık fiyatları kamuya açık bütün bilgileri içinde barındırır. Diğer bir anlatımla, etkin piyasa hipotezi geçerli olduğunda geçmiş bilgileri kullanarak herhangi bir finansal varlık fiyatının gelecekteki değerini tahmin etmek mümkün olmayacaktır (*Fama, 1970*).

Finans piyasalarının etkin olduğu varsayımı altında, finansal varlık fiyatlarının yeni bilgiye tepki göstermesi beklenebilir. Bu yeni bilgi bazen sadece yeni bilgi, bazen ise beklenmeyen yeni bilgi olarak incelenir. Bu varsayım altında, ne zaman yeni ve ilgili bir bilgi piyasalara gelse, varlık fiyatlarının bu bilginin etkisiyle değişmesi beklenir. Bu durum, gelen bilgi yatırımcıların gelecekteki varlık getirisi ve risk ile ilgili beklentileri değiştiği zaman ortaya çıkacaktır. Bu nedenle yeni bilgi akışı, şirket değeri ve getiri oynaklığı üzerinde etkili olacaktır (*Berry ve Howe, 1994; French ve Roll, 1986*).

Yeni bilgiler, finansal tabloların kamuya açıklanmasıyla elde edilen ve şirketin mevcut durumunu, varlıklarını, yatırımlarını, borçlarını, alacaklarını, faaliyetleri sonucu oluşan kazançları, diğer faaliyetlerden sağladıkları kazançları, özet veya ayrıntılı olarak ortaya koyarlar. Kamuya açıklanan bu finansal tabloların güvenilir olması, yatırımcılar ve kullanıcılar açısından önemli bir konudur. Bazı işletmelerde yöneticiler, dönem sonlarında oluşan kâra göre kazanç ve prim elde etmektedirler. Bu tür işletmelerdeki yöneticiler, şirketin temel mali tablolarında yer alan kârı yüksek gösterme davranışı eğiliminde olabilirler. Bu çalışmada yeni bilgi kavramının ayrıntılı olarak ele alınması, şirket değerini etkilemesi beklenen ve finansal tablolarda yer alan kazanç açıklamalarının yeni bilgi kapsamında değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır.

Yeni bilgiye finansal piyasaların etkinliği açısından bakıldığında, bir bilgi piyasaya geldiğinde, piyasa tarafından değerlendirilir ve bu yeni bilgi hisse senetlerine yeni bir fiyat olarak yansır. Böylece hisse senedinin piyasa fiyatı oluşmuş olur. Bu yeni fiyat bir başka yeni bilginin piyasayı etkilemesine kadar devam eder. Yeni bilgi piyasaya geldiğinde fiyatta istatistiksel olarak anlamlı bir fark oluşturmalıdır (*Gürkan, 2013: 172-174*).

Bilgi zamanında ve yeni olmalıdır. Karar vericiye geç iletilmiş bilgi, alınan kararı olumsuz etkileyebileceği için doğru ve eksiksiz bile olsa bu bilgiye dayanılarak verilecek karar hatalı sonuçlar oluşmasına veya fırsatların kaçmasına neden olabilir. Bilginin etkin olabilmesi yüksek kalitede olmasına bağlıdır. Yanlı ve hatalı hazırlanan bilgiler bilginin kalitesini olumsuz yönde etkiler. Güncel duruma ve beklentilere göre bilginin değeri değişmektedir. Bilgi eğer beklentinin altında gerçekleşirse yararlı bir bilgi olarak değerlendirilmez. Çünkü beklenen bir durum söz konusudur. İstikrarlı olarak yüksek kazanç açıklayan bir şirketin yeni bilgi olarak kazanç açıklaması, piyasalar için değerli bir bilgi değildir. Çünkü doğal olarak piyasanın beklentisi şirketin kazanç açıklayacağı yönünde oluşacaktır ve açıklanan kazanç önceden tahmin edilen ve beklenen bir bilgi olarak değerlendirilecektir.

Yeni bilgilerle kamunun anında ve yeterli bilgilendirilmesi süreci ile bu bilgileri içeriden ve daha önce öğrenerek kendilerine ekonomik çıkar sağlamak isteyen kişi ve kuruluşların bu tavır ve davranışlarının engellenmesi mümkün olabilecektir. Bu durum yatırımcıların Sermaye Piyasasına olan güveni artacak ve gelirin tabana yayılmasına hizmet edecektir.

Kamuya sunulan bilginin açık ve zamanında sunulması ile öz kaynak ve borçlanma maliyetlerinde azalmaya neden olduğu görülmüştür. Yatırımcılar, genelde kamuya zamanında bilgi sunan ve şeffaf davranan şirketleri tercih etmektedirler. Çünkü yatırımın geri dönüşünde sorun yaşanmaması yatırımcılar için önemlidir. Kamuya açıklanan bilgiler, sermaye maliyetinin minimize edilmesi amacıyla yönelik önemli bir görevi yerine getirmektedirler (Mazumdar ve Sengupta, 2005: 83).

Şirketlerin şeffaf bir görünüm alması kamuya açıklanan zorunlu ve gönüllü bilgiler sayesinde olmaktadır. Bu durum adeta camdan yapılmış bir evde oturulması gibi olacaktır. Kamu ihtiyacı olan bilgiye kolay ve düşük maliyetle ulaşabilecektir. Sermaye piyasasında güven ortamı oluşturulmuş olacaktır. Elde edilen bilgiler yatırımcı beklentilerini reel hale getirecektir. Bununla birlikte hisse senetleri piyasası reel bir piyasa fiyatına kavuşmuş olabilecektir (Tong, 2007: 224).

Gelen yeni bilgileri iyi ve kötü haberler olarak değerlendiren Alonso ve Rubio (1990), İspanya finansal piyasasında yapmış oldukları çalışmalarında iyi ve kötü haberin hisse senedi değerine etkisini ölçümlemeye çalışmışlardır. Hisse senetlerinden oluşan portföylerinde, sonraki on iki ayda iyi haber şeklinde yeni bilgi alınarak kazanç sağlayan firmalara oranla kötü haberli şirketlerin, pay sahiplerine % 24,5 daha yüksek kazanç sağladıkları sonucuna ulaşmışlardır. Elde edilen bu sonuç piyasanın bu yeni bilgilere aşırı tepki verdiğini göstermektedir.

Yatırımcılara bilgi akışı literatürde bilgiyi temsil eden farklı vekil değişkenler kullanarak temsil edilmeye çalışılmıştır. Bu ölçüm yöntemlerini üç grup altında toplamak mümkündür.

Birinci grup çalışmalar yeni bilgi akışını gelen haber sayısı ile ölçme yöntemini tercih eden çalışmalardan oluşmaktadır. İlk çalışmalardan olan *Berry ve Howe (1994)* çalışması bilgi akışını temsil etsin diyerek Reuters Kuzey Amerika'nın yayınladığı günlük haber sayılarını kullanmışlardır. Benzer bir çalışmada *Mitchell ve Mulherin (1994)* ise getiri oynaklığı ve yeni haber akışı arasındaki ilişki için Dow Jones tarafından sağlanan günlük haber başlıklarını kullanmışlardır. Türkiye için firma düzeyinde yapılan ve bilgi akışını gelen haber sayısı ile ölçen bir çalışma ise Baklacı vd. (2011) çalışması olarak verilebilir.

İkinci grup çalışmalar bilgi akışını genelde makroekonomik değişkenlerin açıklanmaları ile incelemekte ve vaka analizi (event study) yöntemlerini kullanmaktadır. Bu çalışmalar etkin piyasa hipotezi altında sadece beklenmeyen, sürpriz bilginin etkisini, özellikle gün içi verilerini kullanarak inceleyen çalışmalardan oluşmaktadır. Hem hisse piyasasında hem de döviz piyasasında yoğun bir şekilde bulunan bu çalışmalara bazı örnekler şu şekilde verilebilir: Ederington ve Lee, 1993; Andersen ve Bollerslev, 1998; Almeida, Goodhart ve Payne, 1998; Pearce ve Roley, 1985; Pearce ve Solakoglu, 2007.

Üçüncü ve son grup çalışmalar ise hisse getirisi ve oynaklığı arasındaki ilişkiyi mali tabloların açıklanmaları ile ilişkilendiren çalışmalardır. Bu çalışmanın amacı da bu grup içinde yer alır. Bu alandaki çalışmalar şirketin mali durumu ile ilgili her türlü açıklamanın bir bilgi içerdiği varsayımı altında incelenebilir. Önemli olan, yapılan açıklamanın yatırımcıların gelecek getiri ve risk dağılımlarını etkilemesi ve bu etkilemenin yatırımcıların portföy dağılımını değiştirecek kadar büyük olmasıdır (Beaver, 1968).

Literatürde kazanç açıklamalarının şirket değeri üzerine etkilerini inceleyen çalışmalar yeterince bulunmamaktadır. Araştırma aşamasında Türkiye de bu konuda yapılmış bir çalışmanın mevcut olduğu tespit edilememiştir. Bu açıdan çalışma Türkiye'de bu alanda yapılmış ilk çalışma olma özelliği taşıyacaktır.

Ball ve Brown (1968) kazanç açıklamalarının yapıldığı tarihte beklenen kâr ile gerçekleşen kâr arasındaki farkın hisse senetlerinin fiyatı üzerindeki etkisi üzerine çalışma yapmışlardır. Kazanç açıklamalarından sonra kümülatif anormal (beklenmeyen, pozitif) getirilerin “iyi- başarılı” firmalar için artmaya devam ettiğini ve “başarısız” firmalar için ise azalmaya devam ettiğini ifade etmektedir. Bir önceki kazanç beklenen kazanç olarak alınmakta ve mevcut yıl kazancı ile önceki yıl kazancı arasındaki olumlu fark da anormal kazanç veya kazanç sürprizi olarak değerlendirilmektedir. Buradaki kazanç sürprizi yatırımcılar açısından iyi haber olarak değerlendirilmekte ve şirket hisse fiyatları üzerinde pozitif etki yapmaktadır. Sonuçta iyi haberler şirket hisselerinin piyasa fiyatını artırmakta, aksine kötü haberler (negatif kazançlar) şirket hisse senetlerinin fiyatını düşürdüğü ortaya koymuşlardır.

Aharony ve Swary (1980: 1-12) kâr dağıtımını açıklamalarının yapılacağı tarihlerin şirket değerine etkisini araştırmışlardır. Çalışmalarında, 1963-1976 yıllarını temel alarak 140 firma verisi üzerinde gerçekleştirmişlerdir. Şirket değerini etkilemesi olası değişkenlerin kontrol altına alınmasından sonra şirketlerin iki gruba ayırmışlardır. Birinci grup şirketleri kâr dağıtımının artacağını ilan eden şirketlerden oluşturmuşlar. İkinci grup şirketleri de kâr dağıtımının azalacağını açıklayan şirketlerden oluşturmuşlardır. Açıklamanın yapılmasından önce ve açıklama tarihlerinde şirketlerin hisse senetleri değerlerine baktıklarında, birinci grup şirketlerin hisse senetleri değerinin azaldığını, buna karşılık ikinci grup şirketlerin hisse senetleri değerinin yükseldiğini gözlemlemişlerdir.

Berry ve Howe (1994) yaptıkları çalışmada bilgi (enformasyon) ve hisse senedi (varlık) fiyatları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışma sonucunda, kamuya açıklanan genel bilgiler ile pay piyasasındaki hacim arasında pozitif ve orta düzeyde bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Ancak kamuya açıklanan genel bilgilerle oynaklık arasında ise istatistikî olarak anlamlı bir ilişkinin bulunmadığını belirtmişlerdir.

Kalev vd. (2004) yaptıkları çalışmalarında firma düzeyinde yapılan açıklamaların hisse senedi getirilerinin oynaklığı üzerindeki etkisini GARCH modelini kullanarak incelemişlerdir. Çalışmalarında örneklem verisi olarak, yarım saatlik gün içi verilerini kapsayan ve 3 Ocak 1995 ile 30 Mart 2000 tarihleri arasında ASX (Avustralya Menkul Kıymetler Borsası) endeksinde yoğun işlem gören şirketleri içeren bir veri setini kullanmışlardır. Çalışmasında açıklanan haber sayısını ölçerek gelen bilgi sayısını tespit etmiştir. Sonuç olarak gelen haber ile oynaklık arasında pozitif ve istatistikî olarak anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir.

Jansen (2004) çalışmasında günlük piyasa oynaklığı ile kamuya açık bilgi akışı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmasında kullandığı verileri Reuters Business Briefing’ den almıştır ve bu verileri dört grup halinde incelemiştir. Bu gruplar, şirket haberleri, ekonomik haberler, genel haberler ve piyasa haberleri şeklinde sıralanmıştır. Ayrıca ekonomik haberleri de kendi içerisinde 6 gruba ayırarak incelemiştir. Amerika Birleşik Devletlerindeki bu veriler 1994-1998 yılları arası için alınarak kullanılmıştır. Faiz oranı ile ilgili haberler en önemli haber grubu olarak ortaya çıktığını, gelen haberlerin çoğunlukla bir gün içinde oynaklığa etki ettiğini ve oynaklığın ısrarlı (volatility persistence) olması nedeniyle gelen haberin GARCH modeli kullanılarak incelendiğinde ciddi anlamda azalma gösterdiğini tespit etmiştir.

Kothari ve Warner (2006) çalışmalarında toplam kazanç açıklamalarına hisse senedi piyasasının verdiği tepkileri araştırmışlardır. Kısaca, korelasyon 3 çeyrek dönem boyunca negatif, dördüncü çeyrek dönemde pozitif olmaktadır. Bu çalışmadan elde edilen bir diğer sonuç ise toplam kazançların firma düzeyine göre daha ısrarcı olduğu yönündedir. Ancak fiyat sapması (kayması) hakkında bir kanıt sunmamaktadır. Sonuçta şaşırtıcı olan ise toplam getirilerin kazanç açıklamalarına pozitif tepki vermesini beklerken, bu çalışmada toplam getiriler ve kazanç büyümesi arasında negatif korelasyon bulunmasıdır.

Pekkaya (2006) kâr payı dağıtımının *şirket değeri* üzerinde etkili olup olmadığını savunan görüşler, politikalar ve faktörler üzerine yaptığı çalışmada BIST 30 endeksindeki 19 adet şirket üzerinde regresyon analizi yöntemini kullanarak kâr payı dağıtımının veya kârın sermayeye ilave edilmesinin şirket değerini nasıl etkilediğini ölçümlemeye çalışmıştır. Pekkaya kâr payını dağıtmayıp şirkette bırakmanın şirket değerini olumlu etkilediği sonucuna varmıştır. Kâr dağıtımının ise şirket değerini etkilemede değişkenlik arz ettiği, bir kısım şirketleri pozitif etkilerken diğer bazı kısım şirketleri ise olumsuz etkilediğini tespit etmiştir.

Özaltın (2006) çalışmasında, BIST 100 Endeksinde yer alan şirketlerin sermaye yapıları ile *piyasa değeri* arasında anlamlı bir ilişkinin var olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmasında metod olarak Korelasyon Analizi metodunu kullanarak şirketlerin değişen sermaye yapıları ile piyasa değerleri arasında anlamlı korelasyonların oluşup oluşmadığını gözlemlemiştir. Yapılan korelasyon analizleri sonucunda BIST 100 endeksindeki araştırma yapılan yaklaşık 85 şirketin sermaye yapıları ile piyasa değerleri arasındaki anlamlı bir ilişkinin bulunmadığını gözlemlemiştir.

Düzer (2008) çalışmasında, 2001-2006 yılları arasında BIST 100’de yer alan 58 şirket üzerinde panel veri analizini kullanarak, finansal analizde kullanılan oranlar ile *firma değeri* arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Borsanın açıkladığı piyasa değerini şirket değeri olarak almıştır. Çalışma sonuçları olarak Firma değeri ile oran analizinde kullanılan oranlar arasında önemli oranda anlamlı ilişkinin var olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Baldemir ve Süslü (2008: 259-268), İMKB 100 endeksine dâhil olan 75 firmanın verilerini kullanarak şirketlerin *hisse senedi değeri* ile kısa vadeli borçları arasında oluşan değişim ilişkisini incelemiştir. En küçük kareler yöntemini kullanarak yaptıkları regresyon analizi sonucunda değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemediğini belirtmişlerdir. Sonuç olarak, Modigliani-Miller yaklaşımının Türkiye için geçerli bir yaklaşım olmadığını belirtmektedirler.

Louhichi (2008: 102-115) gün-içi hisse senedi verilerini kullanarak Paris borsasında kazanç açıklamalarının hisse fiyatlarını nasıl etkilediğini araştırmıştır. Gelen açıklamalar olumlu, olumsuz ve nötr olarak üçe ayrılmış ve olumlu haberlerin fiyatları pozitif, olumsuz haberlerin ise negatif yönde etkilediği gözlemlenmiş olup hisse fiyatı üzerindeki bu etki çok hızlı bir şekilde, 15 dakika içinde ortadan kalkmaktadır.

Cready ve Gürün (2010: 289-334) firmaların kazanç açıklamalarının toplam piyasa getirisini doğrudan etkilediğini ifade etmektedir. Ancak, bu çalışmada beklenmeyen şekilde yüksek kazanç açıklamaları piyasa değerlerini aşağıya çekmektedir. Kısaca, yüksek kazanç açıklaması gelecek nakit akışlarına uygulanacak iskonto oranının da arttığı bilgisini taşımaktadır.

Altan ve Arkan (2011), BIST Sınai Endeksinde bulunan 127 firmanın 2004-2007 yılları arasındaki ara dönem üç aylık verilerini kullanarak şirketin finansal yapısının *firma değeri* üzerindeki etkisini incelemiştir. Metod olarak araştırmalarında çoklu regresyon analizini kullanmışlardır. Bağımsız değişken olarak seçilen kısa vadeli borç, uzun vadeli borç ve öz

sermayenin firma değeri üzerindeki etkisini test etmişlerdir. Çalışmalarında, bağımsız değişkenlerin firma değeri üzerinde etkili olmadığı yönündeki hipotezleri reddedilmiş ve seçilen bağımsız değişkenlerden kısa vadeli borç, uzun vadeli borç ve öz sermayenin firma değeri üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif olduğunu ortaya koymuşlardır.

Baklacı v.d. (2011) çalışmalarında firma düzeyinde gelen haberlerin bilgi içeriğini incelemişlerdir. Bu amaçla, firmaya özel haberlerin seçilmiş bazı hisse senetlerinin getiri oynaklığı üzerindeki etkisi incelemişlerdir. Araştırmalarında Borsa İstanbul'da işlem gören 20 şirket hissesinde meydana gelen ve Haziran 2008 ile Aralık 2009 arasında kapsayan 15' er dakikalık hisse senedi getirilerini kullanmışlardır. Verilerin tamamını matris veri terminalinden sağlayarak, bilginin varlığı için kukla değişken kullanmışlar ve analiz için yükselen ve düşen piyasalara karşılık gelen 2 dönem seçmişlerdir. Yaptıkları analiz sonucunda oynaklığın ısrarlılığında istatistikî olarak anlamlı bir azalma olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Yücel (2012) çalışmasında, firma çeşitlendirmesinin firma değeri, performansı ve riski üzerine etkilerini İstanbul Borsasına kayıtlı firmalar için Ocak 2005 - Aralık 2010 dönemi verileri kullanarak test etmiştir. Çalışmasında yöntem olarak panel veri analiz yöntemini kullanmış ve yatay kesit verilerle en küçük kareler tahmin yöntemini uygulayarak regresyon analizlerini yapmıştır. Büyüklükleri birbirine yakın çeşitlendirilmiş firmaların kârlılıklarına bakıldığında çeşitlendirilmiş firmaların kârlılıklarının daha yüksek olduğu sonucuna varmıştır. Ayrıca çeşitlendirme sonucu kârlılık düzeyinin arttığı, firma risklerinin, borçlanma seviyelerinin azaldığını ve çeşitlendirilmiş firmalarda çeşitlendirme primi adı altında firma değeri oluştuğunu ortaya koymuştur.

Çalışma finansal tablolarda yer alan kazançların kamuya açıklanması ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi incelediği için kazanç açıklamaları ve kazanç istikrarının yatırımcılar açısından önemine değinmek yerinde olacaktır. *Epstein ve Turnbull (1980)* çalışmalarında kazanç açıklamaları, şirketlerin gelecekteki nakit akımlarında oluşabilecek belirsizliğin giderilmesi için şirket faaliyetleri ile ilgili bilgi sunduğunu, bununla birlikte fiyatlara hemen yansıyan tepkiler duyuru süresince pay senedi getirilerindeki değişkenliği artırdığından bahseden çalışmalarında bunun da, kazanç ilanları süresince şirketin beta katsayısını ve beklenen getirilerini yükselttiğini savunmaktadırlar.

Kazanç istikrarının sağlanması ise, *Goel ve Thakor (2003: 151-192)* çalışmasında da bahsedildiği gibi, özellikle bilgi sahibi olmayan yatırımcıları etkileyecektir. Bunun nedeni ise bilgi sahibi olmayan yatırımcıların daha oynak kazanç istatistikleri altında bilgi sahibi yatırımcılara göre beklenen kayıpları daha yüksek olacaktır. Bu nedenle, kazanç istikrarının hisse getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisi önemli olacak ve bu önem piyasada ki yatırımcıların bilgi-sahibi veya bilgi-sahibi olmayan yatırımcılar olarak dağılımından da etkilenecektir.

3. VERİ SETİ VE YÖNTEM

3.1. Araştırma Verileri

Bu çalışmada kazanç açıklamaları ve istikrarının şirket değerine etkilerini incelemek için Borsa İstanbul 100 endeksindeki 78 şirketin 2009-2013 yılları arasındaki kazanç açıklamaları kullanılmıştır. Finansal veriler Borsa İstanbul' da Kamuyu Aydınlatma Platformu internet sitesinden derlenen bilanço, gelir tablosu ve faaliyet raporlarından oluşmaktadır. Veri seti, bilanço ve gelir tablolarındaki farklılıklar nedeniyle banka ve

sigorta şirketlerinin dışında kalan şirketlerden oluşturulmuştur. Hisse fiyatı Datastream veri tabanından alınmıştır. Veri setinin sektörlere göre dağılımına bakıldığında, 34 şirketle en fazla İmalat Sanayi şirketleri, ikinci olarak 19 şirketle Mali Kuruluşlar, üçüncü olarak ise 8 şirketle Toptan ve Perakende Ticaret yer almaktadır. Daha sonra sırasıyla diğer sektörlere ait şirketler sıralanmaktadır.

Analizde kullanılan şirketlerin sektörlere göre dağılımı Tablo 1' de sunulmuştur.

Tablo 1: Şirketlerin Sektörel Dağılımı

KODU	Sektörel Dağılımı	Şirket Sayısı
1	Mali kuruluşlar	19
2	Madencilik	3
3	Eğitim, Sağlık, Spor	2
4	Enerji	2
5	İmalat Sanayi	34
6	Elektrik, Su, Gaz	1
7	İnşaat ve Bayındırlık	2
8	Teknoloji, Bilişim	1
9	Toptan ve Perakende Ticaret	8
10	Ulaştırma, Haberleşme	5
11	Üretim	1
	GENEL TOPLAM	78

Tablo 2' de panel veri analizinde kullanılan şirket verilerinin bazı tanımlayıcı istatistikleri gösterilmiştir.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

BÜTÜN ŞİRKETLER	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
ŞİRKETİN YAŞI	33,51	16,59	1	80
ÇALIŞAN SAYISI	6378	12355	10	78232
AYLIK GETİRİ	0,8	13,3	-36,31	168,15
KÂR PAYI GÖSTERGESİ	0,76	0,43	0	1
BORÇ ORANI	10,13	82,86	0	771,24

Aylık getiri kazanç açıklamasından sonraki bir ayda pay senedinin fiyatındaki bir aylık yüzde değişmeyi göstermektedir. Kâr payı göstergesi şirketin kâr payı dağıtması halinde 1 değerini almaktadır. Borç oranı (kısa vadeli borç+ uzun vadeli borç)/ toplam varlıklar olarak hesaplanmıştır.

Sektör bazında da çalışmalar yapılmıştır. Bütün şirketler için ortalama şirket yaşı yaklaşık 33 olmakta ve 1 ile 80 yıl arasında değişmektedir. Çalışan sayısı ise 10 ile 78232 arasında değişmekte ve ortalama 6378 olmaktadır. Ancak, çalışan sayısı skewness (çarpıklık) katsayısı 0' dan büyük olmakta ve bu nedenle ortanca daha küçük bir değer olan 1494 değerine eşit olmaktadır. Şirketlerin kâr payı dağıtım durumları incelendiğinde, yaklaşık % 76' sının kâr payı dağıttığı görülmektedir. Tablodaki aylık getiri ise kazanç açıklama tarihinden sonraki 1 aylık getiri değerini yansıtmaktadır. Bu değer ortalama aylık % 0,80' lik pozitif bir getiri olduğunu göstermekte ve negatif % 36 ile pozitif % 168 arasında değişkenlik göstermektedir.

Bu istatistiklere sektör bazında bakıldığında ise dikkat çeken bazı özellikler şu şekilde sıralanabilir:

(i) ortalama şirket yaşına göre en uzun faaliyet gösteren şirketler imalat sanayi, teknoloji ve bilişim ve ulaştırma-haberleşme sektörlerinde bulunurken, eğitim, sağlık ve spor sektörü en genç şirketleri içinde barındırmaktadır.

(ii) Çalışan sayısına göre en büyük şirketler ise İnşaat ve Bayındırlık, Toptan ve Perakende Ticaret ile Ulaştırma-haberleşme sektörlerinde bulunmaktadır. İmalat sanayi şirketleri de diğer sektörler göre daha fazla istihdam sunmaktadır. Eğitim, Sağlık ve Spor ile Elektrik, Su ve Gaz sektörlerinde ise ortalama çalışan sayısı oldukça düşüktür.

(iii) Analizde kullanılan şirketlerin yaklaşık % 61'i Mali Kuruluşlar, İmalat Sanayi ve Toptan ve Perakende Ticaret sektörlerinde bulunmaktadır. Sadece bu sektörler için bakıldığında, kâr payı dağıtan şirketlerin oranı % 69 ile en düşük Mali Kuruluşlar sektöründe gerçekleşmiştir.

(iv) Kazanç açıklama sonrası aylık hisse getirilerine bakıldığında ise en yüksek ortalama getirinin Madencilik sektöründe olduğu, en düşük getirinin ise Eğitim, Sağlık ve Spor sektörlerinde ortaya çıktığı tablodan görülmektedir. İmalat sektörü ise en oynak aylık getirilere sahiptir.

3.2. Araştırmanın Yöntemi

Ekonomik araştırmalarda değişik türde veriler kullanılmaktadır. Bu veri türlerinin incelenmesi ancak yapılarına uygun modellerle mümkün olabilmektedir. Zaman serisi ve yatay dikey kesit verileri ile farklı türde analizler yapabilmek mümkündür. Panel veri analiz yöntemi ile zaman boyutuna sahip kesit serileri kullanılarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi ve analizi yapılmaktadır. Panel veri analizi yöntemi, birbiriyle ilişkilendirilebilecek birden fazla değişkenin arasındaki ilişkinin tespit edilmesi amacıyla yapılmaktadır. Burada amaç, ilişkinin tespit edilmesiyle birlikte ilgili konuda tahmin yürütmek ve değerlendirme yapabilmek olmalıdır (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007:3).

Panel veri, analiz olarak bir regresyon analizidir. Birden fazla verinin aralarındaki ilişkileri ortaya koymak için bu analizden yararlanır. Zaman serisi verilerini ve yatay kesit verilerini birlikte değerlendirmede kullanılabilir. Panel veri modelleri bazı konularda araştırmacılara önemli katkılar sağlamaktadır. Panel veri yönteminin gözlem sayısı daha fazladır. Bunun nedeni kesit ve zaman serisi gözlemlerini birleştirdiğinden dolayıdır. Bu da serbestlik derecesini yükselterek daha güvenilir tahminlerin yapılmasını netice verir. Yalnızca zaman serisi ya da kesit verisi ile yapılan çalışmalarda, sapmalı sonuçlar elde etme riski bulunduğundan birimlerin farklılıkları detaylı olarak elde edilemez. Yatay kesit verisi ile elde edilen tahminlerde, yalnızca birimler arasında oluşan farklılıklar incelenmektedir. Panel veri kullanıldığında ise hem birimler hem de birim içerisinde zaman içerisinde oluşan farklılıklar beraberce incelenebilmektedir. Panel veri, zaman boyunca kişiler, şirketler, ülkeler v.d. ile ilgili olduklarından bu birimlerde bir heterojenlik vardır. Panel veri tahmin teknikleri ise bu tür heterojenlikleri kesite özgü bazı değişkenlere izin vererek hesaplamaktadır. Panel veri değişkenleri arasında çoklu bağlantı (multicollinearity) sorunu daha az olmaktadır. Zaman serilerinin kısa olması, az sayıda gözleminin bulunduğu hallerde de ekonometri analizi yapılmasını mümkün hale getirmektedir. Bundan dolayı panel veri özellikle uzun dönemli verileri bulunmayan yeni gelişen ülkelerde yapılacak ekonometri testlerini kolaylaştırmaktadır. (Akel v.d., 2007: 276; Hsiao, 2004: 2-3; Balestra, 1992; Gujarati, 2003; Nerlove ve Balestra, 1992; Baltagi, 1995: 3-5; Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 3-4; Kök ve Şimşek, 2009: 2-3).

Bu çalışmada kazanç açıklamalarının, açıklama tarihinden sonraki bir aylık zaman içinde şirket değerindeki artışlar analiz edilmiş ve bu analiz için panel veri yöntemi kullanılmıştır. Analizde kullanılan Hausman Testi (Hausman, 1978: 1251-1271) sabit etkili ve rassal etkili

modeller arasında hangi modelin tercih edilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Rassal etkili modelin geçerli ve uygun olabilmesi için hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında bir ilişkinin (korelasyon) bulunmaması gerekmektedir (Greene, 2003: 293). Hausman χ^2 testi sonuçları doğru yöntemin rassal etkiler modeli olduğunu gösterdiğinden, bütün analizler rassal etkiler modeli kullanılarak yapılmıştır.

3.3. Araştırmanın Modeli

Panel veri analizinde kullanılan temel model aşağıdaki denklem ile gösterilmektedir.

$$G_{i,t} = \alpha + \beta_1 KS_{i,t} + \beta_2 (KS_i \times MB_i) + \beta_3 (KS_i \times KI_i) + \beta_4 (KS_i \times KP_i) + \beta_5 SY_i + \beta_6 SB_i + \varepsilon_i$$

Bu denklemde G kazanç açıklama tarihi sonrası 1 aylık hisse fiyatındaki yüzde değişmeyi gösterir. Şirkete özel faktörler bu denkleme etkileşim altında dâhil edilmiştir. Bu değişkenler daha sonra alt-grupları oluşturmak için kullanılsa da bu faktörlerin eğim üzerindeki etkisi bu etkileşim ile incelenmektedir. Bu denklemde β_1 kazanç sürprizlerinin şirket değeri üzerindeki etkisini kâr-payı dağıtmayan, kazanç istikrarı düşük ve markası çok bilinmeyen şirketler için göstermektedir. Kazanç sürprizlerinin kazanç istikrarı yüksek şirketler için şirket değeri üzerindeki etkisini bulmak için ise $(\beta_1 + \beta_3)$ katsayısı hesaplanmalı ve bu değer 0' dan farkı test edilmelidir. Eğer bu değer istatistikî olarak 0' dan farklı değilse, ama β_1 farklıysa, analiz bize kazanç istikrarı düşük şirketler için kazanç açıklamasının şirket değeri üzerinde etkili olduğunu, kazanç istikrarı yüksek şirketler için ise etkili olmadığını gösterecektir.

Şirket ile ilgili şirketin yaşı ve büyüklüğü de analize kontrol değişkenleri olarak dâhil edilmiştir. Türk şirketleri ile ilgili sağlıklı bir kazanç beklentisi açıklaması veya verilerin elde edilebileceği bir veri tabanı bulunmadığı için bu sürpriz hesaplanmak zorunda kalmıştır. Kazanç açıklamalarının geçmişe dönük zamanı da kısıtlı olduğundan bir regresyon tahmin modeli kullanılarak elde edilen hata terimlerinin kazanç sürprizlerini sağlıklı bir şekilde yansıtmayacağı düşünülmüştür. Bu nedenle, kazanç sürprizleri hesaplanırken her bir çeyrek için, bir önceki yılın aynı çeyrek dönemi ile karşılaştırma yapılmış ve yöntem olarak arada bir fark varsa bu farkın kazanç sürprizini gösterdiği kabul edilmiştir. Kazanç açıklamaları enflasyon etkilerinden TÜFE endeks verileri kullanılarak arındırılmıştır. Bu şekilde kazanç sürprizinin tanımında enflasyon altında kalan bir kazanç büyümesi negatif bir gelişme olarak yorumlanmaktadır.

Model de kullanılan bir başka şirket ile ilgili bilgi Kİ değişkenidir ve kazanç istikrarını göstermektedir. Kazanç istikrarını ölçmek için Dichev ve Tang (2009: 160-181) çalışması kullanılmıştır. Dichev ve Tang çalışmalarında, geçmiş dönem kazançlarının oynaklığı ile kazançların istikrarı, sürekliliği arasında anlamlı bir ilişkinin var olduğunu ortaya koymuşlardır. Her bir şirket için aşağıdaki model uygulanmıştır.

$$E_t^* = \alpha + \beta E_{t-4}^* + \varepsilon_t$$

Bu modelde E_t^* değişkeni t zamanında tüketici fiyat endeksi kullanılarak elde edilmiş kazanç değerlerini göstermektedir. Her bir şirket için gözlem sayısı az olduğundan panel birim kök testi uygulanmış ve kazanç değişkeninin durağan olduğu görülmüştür⁴. Bu modelde ki β değeri kazanç değerlerinin istikrarını göstermektedir.

Model de kullanılan "MB" marka bilinirliğini ölçmekte kullanılan basit bir endeksi göstermektedir. Uygulanacak kitle için özel bir grup hedef alınmamıştır. Araştırmaya dâhil

⁴ Örneğin, Levin, Lin ve Chu test değeri -11.52 olmakta ve %0 anlamlılık düzeyinde hipotez reddedilmektedir.

edilen şirketler alfabetik sıraya göre dizilmiş olup, BIST 100 endeksinde yer alan 78 adet şirketten ibarettir. Bu endeksi elde etmek için rastgele seçilen 60 kişi üzerinde kısa bir anket uygulanmış ve en çok bildikleri 10 şirketi seçmeleri istenmiştir. Seçilen her şirket 1 puan ile ödüllendirilmiş, seçilmeyenler için ise 0 verilmiştir. Bu şekilde bir şirketin alabileceği en yüksek puan 60, en düşük puan ise 0 olarak belirlenmiştir. Analizde değişken için ise şirket puanları 60 ile bölünerek bir oran hesaplanmıştır. Bu oranın dağılımı incelendiğinde ise ortalamanın 0,11 ve en yüksek değerinin ise 0,78 olduğu görülmektedir ki bu da en yüksek puan değeri olan 47'ye karşılık gelmektedir.

4. ANALİZ SONUÇLARI

Etkin piyasa hipotezine göre kazanç açıklamalarının şirket değeri üzerinde bir etkisinin olması beklenmediğinden, analiz, açıklanan kazanç yerine kazanç sürprizleri kullanılarak yapılmıştır. Daha önce de bahsedildiği gibi kazanç sürprizleri enflasyondan arındırılmış kazanç açıklamalarının bir önceki yılın aynı çeyrek döneminden fark alınarak hesaplanmıştır. Analiz sonuçları kazanç sürprizlerinin şirket değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olduğunu göstermekte, pozitif sürprizler şirket değerini artırırken negatif sürprizler şirket değerini azaltmaktadır. Kazanç istikrarının yüksek olmasının kazanç sürprizleri üzerinde büyütücü bir etkisi olduğu da sonuçlardan görülmektedir.

Tablo 3' de bütün şirketleri içeren panel veri analizinin sonuçlarını göstermektedir. Bütün modellerde rassal etkiler (Random Effects) modeli kullanılmış olup, rapor edilen sonuçlar sadece bu modelin sonuçlarıdır. Tablonun en altında Hausman χ^2 testinin değerleri gösterilmektedir.

4.1. Kazanç Açıklamaları ve Şirket Değeri

Tablo 3: Kazanç Açıklamaları ve Şirket Değeri.

	Model 1: Kazanç Sürprizi	Model 2: Pozitif Sürpriz	Model 3: Negatif Sürpriz
KAZANÇ SÜRPRİZİ (β_1)	1.4800*** (0.5670)	1.4500** (0.7870)	2.4400*** (0.9950)
MARKA*KAZANÇ SÜRPRİZİ (β_2)	-0.1490 (1.7200)	1.1000 (2.4400)	-3.3600 (3.2600)
İSTİKRAR*KAZANÇ SÜRPRİZİ (β_3)	0.6130 (0.9850)	0.5920 (1.2500)	1.21. (1.9400)
KÂR PAYI*KAZANÇ SÜRPRİZİ(β_4)	-1.0200 (1.0300)	-1.1900 (1.3500)	-0.2600 (1.9500)
ŞİRKET YAŞI (β_5)	0.0552* (0.0314)	0.0559* (0.0330)	0.0546* (0.0326)
ŞİRKET BÜYÜKLÜĞÜ (β_6)	0.4178 (0.3743)	0.2692 (0.4021)	0.7202* (0.4002)
(a)$\beta_1+\beta_2=$	1.331	2.55.	-0.92
Ho: $\beta_1+\beta_2=0$	0.66	1.19.	0.1
(b)$\beta_1+\beta_3=$	2.093	2.072	3.65
Ho: $\beta_1+\beta_3=0$	3.44*	2.01	2.59
(c) $\beta_1+\beta_4=$	0.46	0.29	2.18
Ho: $\beta_1+\beta_4=0$	0.22	0.04	1.22.
HAUSMAN χ^2 TESTİ	1.18	1.45	0.78

***, **, ve * %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir. Parantez içindeki değerler standart hata değerleridir.

Tablo 3’ de üç ayrı model sonucu verilmektedir. Model 1 kazanç sürprizini negatif ve pozitif sürpriz ayrımına gitmeden incelemektedir. Tablodan görüldüğü üzere kazanç sürprizinin şirket değeri üzerinde istatistikî olarak anlamlı bir etkisi vardır. Daha olgun şirketlerin de etkisinin pozitif olduğu görülmektedir. Kazanç sürprizi (KS) ile etkileşen terimlerin hiçbiri istatistikî olarak anlamlı bulunmamıştır. Ancak, tablonun altında verilen 3 hipotezden ikincisi (b hipotezi) istatistikî olarak % 5 düzeyinde anlamlı olmakta ve kazanç istikrarı yüksek olan şirketler için KS değişkeninin şirket değeri üzerindeki etkisinin daha yüksek olduğunu göstermektedir. Diğer bir deyişle kazanç istikrarı kazanç açıklamalarının, sürpriz olması halinde, şirket değeri üzerindeki etkisini büyütücü bir etki yapmaktadır.

Bilindiği gibi sürprizlerin yönü de yatırımcı için önemli olacaktır. Pozitif bir sürpriz iyi haber olarak değerlendirilebilirken negatif bir sürprizin kötü haber olarak değerlendirilmesi daha muhtemeldir. Bu nedenle, Tablo 3’ de, Model 2 ve 3 için kazanç sürprizleri pozitif ve negatif olmak üzere 2 ayrı gruba ayrılmıştır. Bu ayrım için ise KS değişkeninin (bir değişme olduğu için) 0 ve 0 değerinden büyük olanları pozitif, diğerleri ise negatif sürpriz olarak değerlendirilmiştir. Model 2 sonuçları pozitif kazanç sürprizlerinin şirket değerini olumlu yönde etkilediğini göstermektedir. Ne var ki, bu etki üzerinde ne şirketin bilinirliğinin, ne kazanç istikrarının, ne de kâr payı ödeme durumunun bir etkisi bulunmamaktadır. Model 3 sonuçları ise beklendiği şekilde negatif kazanç sürprizlerinin şirket değerini azalttığını göstermektedir. Model 2 de olduğu gibi, şirkete özel değişkenlerin bu etki üzerinde ne artırıcı ne de azaltıcı bir etkisi bulunmamıştır. Daha büyük ve geçmişte daha eski olan şirketler içinde, kazanç açıklama sonrası getiri daha yüksektir.

Tablo 3’ deki analizler bazı şirket verilerinin etkisini incelemiştir. Bundan sonraki analizlerde değişkenlerin etkisi, şirketler (bu şirkete özel bilgilere göre) iki ayrı segmente ayrılarak incelenecektir.

4.2. Kâr Payı Dağıtımına Göre Analiz

Şirketler ayrıca kâr payı dağıtıp dağıtmamalarına göre de 2 guruba ayrılmıştır. Bu değişkende, KP değişkeni, kazanç sürprizini gösteren KS değişkeni ile beraber kullanılarak şirket değeri üzerindeki dolaylı etkisi incelenmiştir. Şirket yaşı için ise kuruluş tarihi kullanılmış ve ŞY değişkeni ile ifade edilmiştir. ŞB değişkeni, şirket büyüklüğü için kullanılmıştır ve önce çalışan sayısı kullanılmış ama eksik çalışan sayısı ve bazı durumlarda çalışan sayısını gerçek şirket büyüklüğünü yansıtmadığı düşünülerek şirketin toplam varlıklarının logaritmik değeri kullanılmıştır.

Tablo 4: Şirket Değeri, Kazanç Açıklamaları ve Kâr Payı Politikası

	Kâr Payı Veren Şirketler			Kâr Payı Vermeyen Şirketler		
	Model 1: Kazanç sürprizi	Model 2: Pozitif sürpriz	Model 3: Negatif sürpriz	Model 1: Kazanç sürprizi	Model 2: Pozitif sürpriz	Model 3: Negatif sürpriz
KAZANÇ SÜRPRİZİ (β₁)	0.9120	1.0500	2301030	1.7800*	1.6900	3.5200*
	0.9430	1.2000	2410603	1.0300	1.3400	2702797
MARKA*KAZANÇ SÜRPRİZİ (β₂)	0.3510	1.3200	-2.5500	-5.4600	-2.3400	-14.5000
	1.6800	255703	3.0800	8.1300	11.2000.	13.9000
İSTİKRAR*KAZANÇ SÜRPRİZİ (β₃)	-0.3070	-0.7050	0.9270	23.500***	26.00***	24.4000
	0.9560	1.1800	1.7700	4.9600	5.5700	17.6000
ŞİRKET YAŞI (β₅)	0.0498*	0.0447	0.0525*	0.0304	0.0129	0.1060
	0.0283	0.0286	0.0283	0.0709	0.0781	0.1078
ŞİRKET BÜYÜKLÜĞÜ (β₆)	0.4995	0.3855	0.7011**	-0.3940	-0.9924	0.7334
	0.3337	0.3454	0.3492	0.8794	1.0122	0.7334
(a)β₁+β₂=	1.2630	2.3700	-0.7300	-0.0187	-0.6500	-10.9800
Ho: β₁+β₂=0	0.8300	1.5600	0.1000	0.2500	0.0000	0.8000
(b)β₁+β₃=	0.6050	0.3450	2.7470	25.28***	27.69***	0.1857
Ho: β₁+β₃=0	0.6000	0.1400	1.9100	25.9600	23.8300	2.5300.
HAUSMAN χ² TESTİ	2.1300	2.1700	2.3700	0.6400	0.9900	0.3100

***, **, ve * % 1, % 5 ve % 10 düzeylerinde istatistikî anlamlılığı göstermektedir.
Parantez içindeki değerler standart hata değerleridir.

Kâr payı dağıtan şirketlerde ne kazanç sürprizlerinin ne de kazanç istikrarının bir etkisi olmadığı görülmektedir. Kâr payı vermeyen şirketler için ise kazanç sürprizi Model 1 sonuçlarının gösterdiği gibi şirket değerini etkilemektedir. Ancak, Model 2 ve Model 3 sonuçları incelendiğinde pozitif kazanç sürprizinin şirket değeri üzerinde istatistikî olarak anlamlı bir etkisi bulunmazken, negatif sürprizlerin şirket değeri üzerinde azaltıcı bir etkisi olduğu görülmektedir. Pozitif sürpriz için bulunan ilginç bir sonuç ise kazanç sürprizi tek başına şirket değerini etkilemese bile kazanç istikrarı yüksek olan şirketler için kazanç sürprizinin şirket değerini olumlu etkilediği görülmektedir. Bu sonuç, kâr payı dağıtmayan şirketler için pozitif kazanç sürprizlerinin şirket değerini etkilemesi için yatırımcının bu kazanç açıklamasının devamlılığının geleceğine inanması gerektiğini göstermektedir. Bu sonuçların sadece kâr payı vermeyen şirketlerde görülmesi ve kâr payı veren şirketlerde istatistikî olarak anlamlı bir sonuç bulunmaması bu iki tip şirkete yatırım yapanların farklı hedefleri olduğunun bir göstergesi de olabilir.

4.3. Kazanç İstikrarına Göre Analiz

Panel veri analizinde (Tablo 5) şirketler ortalama kazanç istikrarı değeri olan 0,38 değerine göre 2 guruba ayrılmıştır. Bir grup kazanç istikrarı yüksek, diğeri ise kazanç istikrarı düşük olarak sınıflandırılmıştır.

Tablo 5: Şirket Değeri, Kazanç İstikrarı ve Kazanç Açıklamaları

	Kazanç istikrarı yüksek			Kazanç istikrarı düşük		
	Model 1: Kazanç sürprizi	Model 2: Pozitif sürpriz	Model 3: Negatif sürpriz	Model 1: Kazanç sürprizi	Model 2: Pozitif sürpriz	Model 3: Negatif sürpriz
KAZANÇ SÜRPRİZİ (β_1)	21.80***	23.30***	18.5000	1.6100***	1.6000**	2.9100***
	4.6900	4.9500	17.3000	0.5360	0.7490	1.0100
MARKA*KAZANÇ SÜRPRİZİ (β_2)	1.3700	1.2100	-0.1940	-3.9600	-2.1800	-9.1000*
	2.2600	3.1600	4.4100	2.7600	3.7000	5.1800
KÂR PAYI*KAZANÇ SÜRPRİZİ (β_3)	-21.60***	-23.10***	-16.7000	0.7860	1.1600	1.1000
	4.7400	0.0487	17.4000	1.0300	1.3500	1.9900
ŞİRKET YAŞI (β_5)	-0.0011	4.9800.	0.0080	0.0499	0.0457	0.0445
	0.0483	0.0487	0.0567	0.0395	0.0391	0.0376
ŞİRKET BÜYÜKLÜĞÜ (β_6)	-0.1639	-0.2188	0.0266	0.6758	0.2856	1.1097**
	0.4725	0.4821	0.5701	0.5788	0.5848	0.5620
(a)$\beta_1+\beta_2=$	23.17***	24.51***	18 3060	-2.3500	-0.5800	-6.1900
Ho: $\beta_1+\beta_2=0$	20.5500	18.0200	1.7000	0.8600	0.0300	1.8000.
(b)$\beta_1+\beta_3=$	0.2000	0.2000	1.8000	1.1980**	2.7600*	4.0100*
Ho: $\beta_1+\beta_3=0$	0.0300	0.6500	0.4500	4.5400	3.5900	2.9200
HAUSMAN χ^2 TESTİ	0.6600	0.6500	1.4700.	0.8300	0.9700	0.3700

***, **, ve * % 1, % 5 ve % 10 düzeylerinde istatistikî anlamlılığı göstermektedir.

Parantez içindeki değerler standart hata değerleridir.

Tablo 5 model sonuçlarını kazanç istikrarı yüksek ve düşük olan şirketler için iki ayrı gruba ayırmaktadır. Kazanç istikrarı yüksek olan şirketler için kazanç sürprizlerinin ve özellikle pozitif kazanç sürprizlerinin şirket değeri üzerinde istatistikî olarak anlamlı bir etkisi olduğu görülmektedir. Negatif kazanç sürprizinin ise şirket değerini etkilemediği görülmektedir. Pozitif kazanç sürprizi şirket değerini pozitif etkilemektedir. Şirketin kâr payı dağıtması bu etkiyi azaltıcı bir etki yapmakta ve (b) hipotezinin test sonuçlarından da görüldüğü gibi kâr payı dağıtan şirketlerde toplam etki istatistikî olarak anlamsız olmaktadır. Diğer bir deyişle, şirketin kâr payı dağıtması, kazanç istikrarı yüksek bile olsa yatırımcının kazanç sürprizi açıklamasından sonra şirket ile ilgili beklentilerini değiştirmedeğinin göstergesi olabilir. Marka bilinirliğinin etkisi de incelenmiştir. Kazanç istikrarı yüksek olan şirketler için marka bilinirliğinin ne artırıcı ne de azaltıcı bir etkisi olmamaktadır.

Kazanç istikrarı düşük olan şirketler incelendiğinde ise, pozitif kazanç sürprizlerinin şirket değerini artırdığı, negatif kazanç sürprizlerinin ise şirket değerini azalttığı görülmektedir. Bulunan sonuç istatistikî olarak zayıf da olsa, şirketlerin kâr payı dağıtmasının kazanç

sürprizlerinin etkisini artırdığını ortaya koymaktadır. Kâr payı dağıtan şirketlerde pozitif sürpriz düşük kazanç istikrarı altında şirket değerini daha çok artırırken, negatif sürpriz de şirket değerinin daha fazla düşmesine yol açmaktadır.

4.4. Marka Bilinirliği Durumuna Göre Analiz

Tablo 6' da şirketler marka bilinirliği düzeyine göre, marka bilinirliği yüksek ve marka bilinirliği düşük olmak üzere iki kategoriye ayrılarak incelenmiştir.

Tablo 6 sonuçlarına göre, şirketin daha bilinir olması durumunda, pozitif sürprizler şirket değerini artırmaktadır. Negatif sürprizler ise, şirket değerini azaltmaktadır. Kazanç istikrarı veya kâr payı politikasının, bu sonuçlar üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Şirket bilinirliğinin daha düşük olduğu durumda ise, kâr payı dağıtan şirketlerde kazanç açıklamalarının negatif sürpriz olması şirket değerini azaltmaktadır. Özellikle, pay sahiplerinin gelir amaçlı yatırım yapmış olması ve marka bilinirliğinin düşük olması, negatif sürpriz altında gelecek ile beklentilerin, özellikle gelecek kâr payı ödemelerinin, olumsuz yönde değişmesine yol açabilecektir. Bunun bir yansıması olarak, bu etki tablo 6' da ortaya çıkmış olabilir.

Tablo 6: Şirket Değeri, Kazanç Açıklamaları ve Marka Bilinirliği

	Marka Bilinirliği Yüksek			Marka Bilinirliği Düşük		
	Model 1: Kazanç sürprizi	Model 2: Pozitif sürpriz	Model 3: Negatif sürpriz	Model 1: Kazanç sürprizi	Model 2: Pozitif sürpriz	Model 3: Negatif sürpriz
KAZANÇ SÜRPRİZİ (β_1)	1.4600**	1.6600**	1.9700*	3.5400	7.0600	-15.5000
	0.5900	0.8420	1.0200	5.9400	6.6200.	15.6000
İSTİKRAR*KAZANÇ SÜRPRİZİ (β_2)	1. 0600	0.8420	1.4300	-1.2000	-0.6160	-2.5300
	1.2200	1.6300	2.2500	2.0000	2.1600	9.980
KÂR PAYI*KAZANÇ SÜRPRİZİ (β_3)	-1.5600	-1.4900	-1.8600	-1.3100	-5.3000	21.4000
	1.1700	1.6100	2.1300	5.8300	6.3800.	15.7000
ŞİRKETİN YAŞI β_5)	0. 0828**	0.0854*	0.0765	-0.0218	-0.0199	-0.0302
	0.0420	0.0472	0.0472	0.0425	0.0426	0.0431
ŞİRKETİN BÜYÜKLÜĞÜ (β_6)	-0.0650	-0.2415	0.1616	1.1092**	1.0050**	1.4517***
	0. 5272	0.5963	0.5970	0.4840	0.5006	0 5044
(a)$\beta_1+\beta_2=$	2. 5200*	2.5020	3.4000.	2.3400.	6.4440.	-18 0300
H₀: $\beta_1+\beta_2=0$	3.5200	1.9000	1.8900	0.1600	1.0200	1.1300
(b)$\beta_1+\beta_3=$	-0.1000	0.1700	0.1100	2.2300*	1.7600	5.9000**
H₀: $\beta_1+\beta_3=0$	0.0100	0.0100	0.0000	2.7200	1.1300	3.9100
HAUSMAN χ^2 TESTİ	1.2800	1.6400	0.7100	1.9200	1.8300	2 0100

***, **, ve * % 1, % 5 ve % 10 düzeylerinde istatistikî anlamlılığı göstermektedir.

Parantez içindeki değerler standart hata değerleridir.

5. SONUÇ

Bu çalışma kazanç açıklamalarının hisse getirisini etkileyip etkilemediğini, hangi koşullar altında etkilediğini, yönünü ve kazanç istikrarının önemini gösterecektir. Bu bilgi yatırımcılara kazanç açıklamalarının bilgi taşıma gücünü göstereceği için, yatırım kararlarında ve portföy güncellemelerinde önemli bir fayda sağlayacaktır. Kısaca, bu çalışma finans ve muhasebe bilimini doğrudan etkileyecek ve bulguları kazanç açıklamalarının yatırımcılara bir faydası olup olmadığını gösterecektir. Uygulamada BIST 100 Endeksine kayıtlı 78 şirketin 2009-2013 yılları itibarı ile finansal verileri kullanılarak kazanç açıklamalarının şirket değerini etkileyip etkilemediği araştırılmıştır.

Analiz yöntemi olarak ise orta ve uzun dönem etkilerini incelemek için panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Kullanılan yöntemde kazanç açıklamalarının açıklama tarihinden sonra bir aylık zaman içinde şirket değerindeki değişimler bağımlı değişken olarak kullanılmaktadır. Hausman χ^2 testi sonuçları doğru yöntemin rassal etkiler modeli olduğunu gösterdiğinden, bütün analizler rassal etkiler modeli kullanılarak yapılmıştır.

Etkin piyasa hipotezine göre kazanç açıklamalarının şirket değeri üzerinde bir etkisinin olması beklenmediğinden, analiz açıklanan kazanç yerine kazanç sürprizleri kullanılarak yapılmıştır. Kazanç sürprizleri enflasyondan arındırılmış kazanç açıklamalarının bir önceki yılın aynı çeyrek döneminden fark alınarak hesaplanmıştır. Analiz sonuçları kazanç sürprizlerinin şirket değeri üzerinde istatistikî olarak anlamlı bir etkisi olduğunu göstermekte, pozitif sürprizler şirket değerini artırırken negatif sürprizler şirket değerini azaltmaktadır. Kazanç istikrarının yüksek olmasının kazanç sürprizleri üzerinde büyütücü bir etkisi olduğu da sonuçlardan görülmektedir.

Analiz sonuçları kâr payı dağıtılmadığı zaman yatırımcının kazanç sürprizlerine, özellikle negatif sürprizlere, önem verdiğini göstermektedir. Kazanç istikrarı yüksek olan şirketler için pozitif kazanç açıklamaları şirket değerini sadece kâr payı dağıtmayan şirketlerde olumlu etkilemektedir.

Kazanç istikrarı yüksek olan şirketlerde sadece pozitif sürprizlerin etkili olduğu görülürken, kazanç istikrarı düşük olan şirketlerde kazanç sürprizlerinin etkisinin simetrik olduğu ortaya çıkmaktadır. Kısaca, pozitif sürprizler şirket değerini artırırken, negatif sürprizler şirket değerini azaltmaktadır. Kazanç istikrarının yüksek olmasının kazanç sürprizleri üzerinde büyütücü bir etkisi vardır. Kazanç istikrarı varsa, negatif sürpriz kazançlar şirket değerini olumsuz etkilemekte ve olumsuzluğa büyütücü etki yapmaktadır. Yani negatif kazanç sürprizleri şirket değerini azaltmaktadır. Pozitif kazanç sürprizleri şirket değerini olumlu yönde etkilemekte ve pozitif olarak büyütücü etki yaparak şirket değerini artırmaktadır. Şirketin kâr payı dağıtması ise bu etkinin daha büyük olmasına yol açmaktadır. Benzer şekilde, şirket markasının bilinir olması da kazanç sürprizlerinin şirket değeri üzerinde simetrik bir etkiye sahip olmasına yol açmaktadır. Diğer taraftan, markanın daha az bilinir olması durumunda, negatif sürprizlerin şirket değerini azaltıcı bir etki yaptığı analiz sonuçlarından görülmektedir.

Bu çalışmanın bize gösterdiği diğer bir nokta da Türkiye'de kazanç açıklamalarının (veya diğer mali tablo ile ilgili bilgilerin açıklanmasının) yatırımcı için bilgi kaynakları içinde ilk sırada olmadığıdır. Bu temel analiz-teknik analiz tartışmasının da bir yansıması olarak görülebilir. Ayrıca, bu çalışmanın bulguları mali tabloların hazırlanmasında şeffaflık ve bilgilerin gerçekliği konusunun önemini de ortaya koymaktadır.

KAYNAKÇA

- AHARONY, J. ve SWARY, I. (1980). "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Return: An Empirical Analysis" , The Journal of Finance, Vol. 35, No. 1.
- AKEL, V., KANDIR, S. ve KARADENİZ, E. (2007). Yatırım Fonu Getirilerini Etkileyen Bazı Faktörlerin Analizi, 11. Ulusal Finans Sempozyumu, Zonguldak.
- ALMEIDA, A., GOODHART, C. ve PAYNE, R. (1998). "The Effects of Macroeconomic News on High Frequency Exchange Rate Behavior" , Journal of Financial and Quantitative Analysis 33, pp, 383-408.
- ALONSO, A. ve RUBİO, G. (1990). Overreaction in the Spanish Equity Market, Journal of Banking and Finance, pp.469-481.
- ALTAN, M. ve ARKAN, F. (2011). "Relationship Between Firm Value And Financial structure: A study On firms in ISE industrial index" , Journal of Business and Economics Research, Vol. 9, pp.61-65.
- ANDERSEN, T. G. ve Bollerslev, T. (1998). "Deutsche Mark-dollar Volatility: Intraday Activity Patterns, Macroeconomic Announcements, and Longer Run Dependencies" , Journal of Finance 53, pp.219-265..
- BAKLACI, H. F. v.d. (2011). "The Impact of Firm-Specific Public News On Intraday Market Dynamics: Evidence From The Turkish Stock Market" , Emerging Markets Finance and Trade, Vol. 47, pp.99-119 .
- BALESTRA, P. (1992). "Introduction To Linear Models for Panel Data, The Econometrics Of Panel Data Handbook Of The Ory and Applications" , Ed L. Matyas and P. Sevestre, Kluwer Academic Publishers.
- BALDEMİR, E. ve SÜSLÜ, B. (2008). "Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının değişimine etkisi: Modigliani-Miller Teoremi" , Dokuz Eylül Üniversitesi İ. İ. B. F. Dergisi, İzmir. Cilt. 23, Sayı. 2, ss 259-268.
- BALL, R. ve BROWN, P. (1968). "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers" , Journal of Accounting Research, Vol. 6, No. 2, pp. 159-178 .
- BALTAGI, B. H. (1995). Econometric Analysis of Panel Data, Wiley Chichester.
- BEAVER, W. H. (1968). "The Information Content of Annual Earnings Announcements" , Journal of Accounting Research, Vol. 6, pp. 67-92.
- BERRY, T. D. ve HOWE. K. M. (1994). Public Information Arrival, The Journal of Finance, Vol. 49, No 4, pp.1331-1346 .
- CREADY, W. M. ve Ümit, G. G. (2010). "Aggregate Market Reaction to Earnings Announcements" , Journal of Accounting Research, pp. 289-334.
- DICHEV, I., D. ve TANG, V. W. (2009). "Earnings Volatility and Earnings Predictability" , Journal of Accounting and Economics, pp. 160-181.
- DÜZER, M. (2008). "Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB'de Bir Uygulama" , SBE, Sakarya, Yüksek Lisans Tezi.
- EDERINGTON, L. H. ve LEE, J. H. (1993). "How Markets Process Information: News Releases And Volatility", Journal of Finance, Vol. 48, No. 4.

- EPSTEIN, L. ve TURNBULL, S. (1980). "Capital Asset Prices and The Temporal Resolution of Uncertainty" , Journal of Finance, pp. 627-643.
- FAMA, F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of The Ory and Empirical Work The Journal of Finance, Vol.25, Issu.2.
- FRENCH, K. R. ve ROLL, R. (1986). Stock Return Variances The Arrival of Information and the Reaction of Traders, Journal of Financial Economics.17, pp. 5-26.
- GREENE, W. H. (2003) Econometric Analysis, Prentice Hall, New Jersey.
- GUJARATI, D., N. (2003). Temel Ekonometri, İstanbul, 3. Baskı, (Çevirenler: Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen), Literatür Yayıncılık.
- GÜRKAN, S. (2013). "Kapsamlı Gelirin Belirlenmesi Raporlanması ve İşletmenin Piyasa Değeri İle İlişkisinin Analizi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketler Üzerine Bir Uygulama" , BEÜ, SBE, Doktora Tezi, Zonguldak.
- GOEL, A., M. ve THAKOR, A., V. (2003). Why do Firms Smooth Earnings, The Journal of Business, Vol. 76, No. 1, pp. 151-192 .
- HAUSMAN, J. A. (1978). Specification Test in Econometrics, Econometrica, Vol. 46, Number 6, pp. 1251-1271.
- HSIAO, C. (2004). Analysis Of Panel Data, Second Edition, Cambridge University Press, USA.
- JANSEN, G. (2004). "Public Information Arrival and Volatility Persistence in Financial Markets" , The European Journal of Finance, Volume. 10, pp. 177-197.
- KALEV, P., S., vd. (2004). "Public Information Arrival and Volatility of Intraday Stock Returns", Journal of Banking and Finance, Vol. 28, pp. 1441-1467.
- KOTHARI, S. P, WARNER. J., B. (2006). "Stock Returns, Aggregate Earnings Surprises, and Behavioral Finance", Journal of Financial Economics, 79.
- KÖK, R. ve ŞİMŞEK, N. (2009). Panel Veri Analizi, <http://www.deu.edu.tr/userweb/recep.kok/dosyalar/panel2.pdf> , (20.08.2013).
- LOUHİCHİ, W. (2008). "Adjustment of stock Prices to Earnings Announcements: Evidence From Euronext Paris" , Review of Accounting and Finance, Vol. 7, Iss. 1, , pp. 102-115 .
- MAZUMDAR, C. S. ve SENGUPTA, P. (2005). "Disclosure And The Loan Spread On Private Debt", Financial Analysts Journal, No. 61, p. 83.
- MITCHELL, M. L. ve MULHERIN, J. H. (1994). "The Impact of Public Information on Stock Market", Journal of Finance 49, Issue. 3, pp. 923-950.
- NERLOVE, M., L. ve PİETRO, B. (1992). "Formulation and Estimation of Econometric Models for Panel Data, The Econometrics of Panel Data: Handbook of The Ory and Applications" , Ed L. Matyas and P. Sevestre, Kluwer Academic Publishers.
- PAZARLIOĞLU, M., V. ve KİREN, G., Ö. (2007). "Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı" , 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, Malatya, 24-25 Mayıs 2007, İnönü Üniversitesi, ss. 36-44..
- PEARCE, D. K. ve ROLEY, V. V. (1985). Stock Prices and Economic News, Journal of

Business, Vol. 58, Issue. 1, pp. 49-67.

PEARCE, D. K. ve SOLAKOĞLU, M. N. (2007). Macroeconomic News and Exchange Rates, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 17, pp. 307-325. .

PEKKAYA, M. (2006). "Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine bir Analiz" , *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 2, Sayı 4. Zonguldak, ss. 183-209.

SARIKAMIŞ, C. (2009). T. C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 1846, Eskişehir.

TONG, H. (2007). "Disclosure Standarts and Market Efficiency: Evidence from Analysts, Forecast" , *Journal of International Economics*, Sayı. 72, p. 224.

ÖZALTIN, O. (2006). "Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi:İMKB'de Bir Uygulaması, Süleyman Demirel Üniversitesi" , SBE, Yüksek Lisans Tezi.

TEZCANLI, M., V. (1996). İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, İMKB Yayını, İstanbul.

YÜCEL, E. (2012). Firma çeşitlendirmesinin firma değeri, riski ve performansına etkileri: Türkiye uygulaması, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, SBE, Adana.