



EKONOMİ VE FİNANSAL
ARAŞTIRMALAR DERGİSİ

JOURNAL OF ECONOMICS AND
FINANCIAL RESEARCHES

Journal of Economics and Financial Researches, 2019, 1(1-2): 26-47

Bireylerin Yatırım Kararlarını Etkileyen Faktörler: Türkiye’de Banka Hisse Senetleri Fiyat Değişimi Üzerine Bir Çalışma

Murat Güleç^a, Şenol Babuşcu^b ve Adalet Hazar^c

Özet

Bu çalışmada yatırımcıların hisse senedine yatırım yapmak istemeleri halinde, firmaların yılsonu finansal tablo açıklamaları sonucunda bu hisse senetlerinden normal olmayan getiri elde edemeyecekleri incelenmiştir. Veri seti olarak Borsa İstanbul’da (BIST) işlem gören firmalar arasından 13 adet bankaya ait hisse verileri ve BIST 100 endeksi fiyat verileri kullanılmıştır. Bankaların 2013-2018 yıllarına ait finansal tablo açıklamaları sonucunda olay günü (finansal tabloların açıklanma günleri) etrafındaki günler için kümülatif ortalama normal olmayan getirileri (CAAR), Olay Etüdü (Event Study) yöntemi ile hesaplanmıştır. Yatırımcıların, incelenen banka hisse senetlerinden 2013-2018 yılları için yapılan finansal tablo açıklamalarının yapıldığı gün (olay günü) etrafında normal olmayan getiriler elde edebileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler:

Finansal Tablo
Açıklamaları;
Olay Etüdü;
Normal Olmayan
Getiri

JEL Kodu:

G02; G11; G14

Factors Affecting Investment Decisions of Individuals: A Study on Price Changes of Bank’s Stock In Turkey

Abstract

In this study, it is researched if the investors demanding to invest on stocks can hold abnormal returns from these investment tool according to the end of year financial statement disclosures of the firms. As data set, 13 banks traded in Istanbul Stock Exchange (BIST) and BIST 100 index price data are used. Referring to the financial statement disclosures of the banks belonging to the years of 2013-2018, cumulative average abnormal returns for the days around the event day (the declaration day of the financial statement) are calculated by Event Study methodology. According to the analyzed banking stocks of the investors declared for the years of 2013-2018, it is concluded that the abnormal returns around the day on which financial statement disclosures are made (event day) can be obtained.

Keywords:

Financial Statement
Disclosures;
Event Study;
Abnormal Return

JEL Classification:

G02; G11; G14

^a Doktora Öğrencisi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık ve Finans Dr. Programı, e-mail: muratgulec@gmail.com, ORCID: 0000-0003-3110-1333

^b Doç. Dr, Başkent Üniversitesi Ticari Bilimler Fakültesi Finans ve Bankacılık Bölümü, e-mail: babuscu@baskent.edu.tr, ORCID: 0000-0003-2870-6358

^c Prof. Dr, Başkent Üniversitesi Ticari Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, e-mail: ahazar@baskent.edu.tr, ORCID: 0000-0002-1483-8360

* Bu çalışma Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık ve Finans Yüksek Lisans Programında yapılan tez çalışmasından türetilmiştir.

1. Giriş

Yatırım kavramı, ekonomik değerlerin (sermayenin ya da tasarrufların) gelir elde etme amacı ile belirli bir işe tahsis edilmesi, sermayenin korunması veya gelir elde etmesi için bir araca bağlanmasıdır. Diğer bir deyişle bir işletmenin bir işe sermaye koyması ya da tasarruf sahiplerinin menkul kıymet veya gayrimenkul satın alması bu tanıma verilebilecek örneklerdir (Üstün, 2012: 5).

Tüm yatırım kararlarının en önemli bileşenleri beklenen getiri kavramı ve risk unsurudur. Her iki değişken birbiriyle ilişkili olup yatırımdan ne kadar çok getiri bekleniyorsa o kadar çok risk alınması, ne kadar az riske girmek isteniyorsa da o kadar az getiriye razı olunması gerekmektedir. Ama genellikle tasarruf sahipleri yatırımlarında az bir risk ile çok getiri sağlanmasını isterler (Jones, 1999: 19).

Gelirlerinin tümünü tüketim harcamalarına yönlendirmeyen, gelecek için bir kısmını yatırıma ayıran kişiler, tasarruf sahipleri olarak adlandırılmaktadır (Temizel, Sarıkaya ve Bayram, 2010: 4). Tasarruf sahibi bireyler elde bulundurdukları fon fazlalarını yatırıma yönlendirerek gelir elde etmek isterler.

Her tasarruf sahibinin gelecekle ilgili beklentileri mevcuttur. Bu beklentilerine göre de yatırım kararlarını verir. Geçmiş dönem verilerinin incelenmesiyle, yapılan araştırmaların sonuçlarıyla ya da başka yöntemler sonucu yatırım araçlarının ileriki dönemdeki performanslarıyla karşılaştırılacak en önemli etken bireylerin tasarruflarından kazanç beklentileridir.

Hisse (pay) senetleri, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler, anonim şirketler ve özel kanunla kurulmuş şirketler tarafından uzun vadeli fon elde etme amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu’ndan izin alınmasını takiben çıkarılan sermaye piyasası araçlarından biridir. Hisse senedine yatırım yapan tasarruf sahipleri hisse fiyatlarında gerçekleşecek fiyat artışı sonucu gelir elde edebilecek olup bunun yanı sıra senelik kâr payı dağıtımlarından da faydalanabileceklerdir.

Hisse senedine yatırım yapan bilinçli bireyler bu yatırımları sonucu en fazla gelirin sağlanması için yatırım yaptıkları firmaları yakinen izlemek isterler, bu gözlemleri sonucunda da yatırımlarının pozisyonları hakkında karar verirler.

Bireylerin yatırım karar süreçlerinde Geleneksel finans teorilerinin ana varsayımı, yatırımcıların kendi getirilerini maksimize etmeye çalışan rasyonel bireyler olduğudur. Aynı zamanda bu teoriye göre piyasalar etkin bir yapıya sahiptir. Bu doğrultuda, geleneksel finans teorilerinden “Etkin Piyasalar Hipotezi” ne göre finans piyasasında menkul kıymetlere ait firmalar tarafından kamuya açıklanan tüm bilgilere piyasa aktörleri tarafından eş anlı olarak ulaşılabilmektedir. Bu sebeple, hisse senetleri fiyatları yeni bilgi akışından etkilenmeyeceği için firmaların kamuya yaptığı bir açıklama dolayısıyla yatırımcılar bu hisse senetlerinden normal olmayan getiri elde edemeyeceklerdir.

Bu çalışmanın amacı hisse senetlerine yatırım yapan tasarruf sahipleri için bankacılık hisselerinin yılsonu finansal tablo açıklamalarının, kısa vadede yatırımcılara normalin

dışında bir getiri sağlayıp sağlamadığının tespit edilmesidir. Böylelikle, Borsa İstanbul (BİST)'un yarı güçlü etkin formda olup olmadığı da tespit edilecektir.

2. Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasalar hipotezi, menkul kıymetlerin piyasadaki tüm mevcut olan bilgilerin herkes tarafından bilindiğini, fiyatların yeni bilgi ile değişmeyeceğini varsaymaktadır.

Fama etkin piyasa için ilk olarak yeni bilgiye çok hızlı uyum sağlayan bir piyasa tanımı yapmıştır. Sonrasında ise 1991 yılında bitirdiği çalışmasında etkin piyasa için daha modern bir tanım yaparak, piyasaların etkinliğinin ölçütü olarak yeni bilginin tek başına yeterli olmadığı, etkin bir piyasadaki yatırım araçlarının fiyatlarının piyasadaki tüm bilgilerin yansımaları olduğunu altını çizmiştir (Fama, 1991: 1575).

Bu hipotezde yatırım araçlarının özellikle de hisse senetlerinin fiyat değişimlerinin menkul kıymet ile ilgili tüm bilgilerle etkisi incelenmekte olup menkul kıymete ait hisse senedi fiyatlarına etki edebilecek bilgilerin herkes tarafından aynı zamanda ulaşılabilir olması bu piyasanın etkin bir piyasa olduğunu göstermektedir. Diğer bir deyişle, hisse senedine ait herhangi bir bilgi borsadaki bütün yatırımcılara aynı anda ulaşıyor ve hisse senedi piyasasındaki tüm firmalara ait bilgiler tüm yatırımcılar tarafından temin edilebiliyorsa etkin piyasanın var olduğundan söz edilebilir. Sonuç olarak da menkul kıymet fiyatlarının etkin piyasa mevcutta var olan tüm bilgiler vasıtasıyla oluştuğu söylenecektir (Güngör, 2003: 111).

Etkin piyasalar hipotezi, menkul kıymetlerin piyasadaki tüm mevcut olan bilgilerin herkes tarafından bilindiğini, fiyatların yeni bilgi ile değişmeyeceğini varsaymaktadır. Fiyat değişimlerinin tamamen rassal olduğu kabul edilmektedir. Bu durumun sonucu olarak da bilgi her yatırımcıya aynı anda ve tümüyle doğru bir şekilde ulaştığı için hisse senedi yatırımcıları normalin üzerinde bir gelir elde edemeyecektir.

Yarı güçlü etkinlik formunda finansal varlıkların geçmişteki bilgilerine ek olarak, kamuya açıklanmış olan bilgiler de kullanılsa bu varlıklardan normal olmayan farklı bir getiri kazanılamayacaktır. Çünkü tüm bu bilgilerin varlık fiyatlarına yansıdığı varsayılmaktadır (Yörük, 2000: 8).

3. Literatür Taraması

Dolley (1933) ile başlayan ve Fama, Fischer, Jensen ve Roll ile günümüz için yeni ufuklar açmış olan olay etüdü çalışmaları, dünyada ve ülkemizde firmaların kamuya yapmış olduğu açıklamaların, ilgili firmanın hisse senedi fiyatlarına olan etkisini ölçmek için kullanılan en iyi yöntemlerden biridir.

Literatürde, firmaların kamuya yaptıkları duyurularla ilgili araştırmaların genellikle hisse senedi getirileri ile alakalı olduğu, duyurunun yapıldığı gün ve o günün çevresindeki günlerde hisse senedi değerlerindeki normal olmayan artış ya da azalışların olup olmadığının incelendiği çalışmalar bulunmaktadır.

Ball ve Brown (1968) yaptıkları çalışmada firmaların kazanç haberlerine hisse senedi fiyatlarının verdiği tepkiyi ölçmüştür. Yapılan araştırma sonucu beklenen kar ile

gerçekleşen kar arasındaki ilişkinin hisse senedi fiyatlarına tepkisinin olumlu kar haberlerinde pozitif yönlü, olumsuz kar haberlerine ise negatif yönlü olduğunu tespit edilmiştir.

John ve Lang (1991), 1975-1985 yılları arasındaki düzenli kâr payı dağıtan firmaların bu durumunun hisse senedi fiyatlarına etkisini araştırmıştır. Ramakrishnan ve Thomas (1997) ise 1969-1989 döneminde 542 firmanın 20 senelik finansal tablo açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerine etkisini incelemiştir. Her iki çalışmada da açıklamaların normal olmayan getirilere yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır.

Chae (2005), 1986-2000 yılları arasında firmaların hem beklenen hem de beklenmeyen kamu açıklamaları sonuçlarında hisse senetlerinde aşırı getirilerin oluşup oluşmadığını araştırmıştır. Kazanç açıklamaları beklenen, finansal notlar ve devralma açıklamaları ise beklenmeyen haberler olarak sınıflandırılmıştır. Çalışma sonucunda kazanç ve devralma açıklamalarının olay gününden sonraki dönem için pozitif kümülatif getiri sağladığı, finansal not açıklamalarının ise olay öncesinde pozitif normal olmayan getiri sağladığı ortaya konmuştur.

Türkiye’de de olay etüdü yöntemini kullanarak şirketlerin kamuya yaptığı açıklamaların hisse senedi fiyatlarına, kar artış veya azalışlarına olan etkisini inceleyen çalışmalar bulunmaktadır. Mandacı (2004) olay etüdü yöntemini kullanarak gerçekleştirilen en erken çalışmalardan birini yapmıştır. Bu çalışmada, İstanbul Menkul Kıymet Borsası’nda (İMKB) işlem gören firmaların birleşme ve devralma haberlerinin hisse senedi fiyatlarına etkisi incelenmiş ve birleşme ve satın alma duyurularının olay günü öncesinde ve sonrasında hisse senedi yatırımcılarının normal olmayan getirilere sahip olduğu görülmüştür. Özellikle olay günü öncesinde de normal olmayan getirilerin bulunmasından dolayı içeriden öğrenenlerin olduğu durumunun açık olduğu da ayrıca çalışma kapsamında ortaya konmuştur.

Pekkaya 2006 yılında yaptığı çalışmada, BIST 30 endeksinde yer alan 19 firmanın karın sermayeye eklenmesi ya da dağıtılan temettü haberlerinin şirket hisse değeri üzerine olan etkisi incelemiş olup kar dağıtım haberinin bazı şirketler için pozitif bazı şirketler için ise negatif getirilere sebep olduğu, karın sermayeye eklenmesi haberinin ise olumlu etkilerinin olduğu gözlemlenmiştir.

Sakarya’nın 2011 yılında yaptığı çalışmada, İMKB İyi Kurumsal Yönetim Endeksine tanımlı 11 şirketin 2009 yılına ait hisse senedi verileri kullanılarak, firmaların derecelendirme notlarının açıklanmasının, açıklama öncesi ve sonrasında hisse senedi getirilerinde anormal artışa neden olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Kendirli ve Konak (2013) yaptıkları çalışmada 2008-2013 yılları arasında BIST Banka Endeksi’nde yer alan firmaların yaptıkları temettü ödemelerinin hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemiş olup olay günü, açıklamanın etkisi negatif iken olay pencerelerinde (-3...0) ve (0...3) pozitif olduğu tespit edilmiştir.

Benzer şekilde Bozkurt, Öksüz ve Karakuş (2014), 2009-2011 yılları verileri ile 167 firmanın yılsonu finansal tablo açıklamaları sonucunda hisse senetlerindeki değişimi

incelenmişler ve istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir etki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Babacan tarafından 2015 yılında yapılan şirket gönüllü açıklamalarının şirket değeri üzerindeki etkisinin araştırılması çalışması sonucu BIST 100 endeksinde işlem gören ve finansal kurumlar dışındaki firmaların hisse senetlerinde normal olmayan getirilerin sağlandığı görülmüştür.

Otyakmaz tarafından 2017 yılında BIST 100 endeksinde bulunan ve finansal sektörler harici firmaları kapsayan çalışmada, 2005-2015 dönemleri arası finansal tablo açıklamalarının hisse senedi fiyatlarına etkisi incelenmiş ve normal olmayan getiriler gözlemlenmiştir.

Sakarya, Yazgan ve Yıldırım (2017) yaptıkları çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören ve kurumsal yönetim endeksinde bulunan 58 firmanın kurumsal yönetim derecelendirme notunun duyurusu ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 2011-2015 dönemleri için yapılan çalışma sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notunun duyurusu ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.

Başkaya ve Kaderli (2017) tarafından yapılan çalışmada Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem gören ve bu firmaların bedelli veya bedelsiz sermaye artırımı kararı açıklamalarının, hisse senedi fiyatlarını etkilediği tespit edilmiştir.

Arslan ve Çakır (2018) yaptıkları çalışma sonucunda BİST 100 Endeksi'ne kote olmuş, üretim sektöründe yer alan ve 2016 yılında temettü ödemesi yapan 31 firmanın temettü ödeyeceğinin açıklanması sonucu, firmaların hisse senetleri fiyatlarının bu haberlerden pozitif yönlü etkilendiğini tespit etmişlerdir.

Coşkun 2018 yılında yaptığı çalışmada Standard & Poor's (S&P), Moody's ve Fitch'in yaptığı not değişikliklerinin BIST Banka, BIST Holding ve BIST Sanayi endekslerine etkisini ölçmüş olup not değişiklik haberlerine endekslerin duyarlılıklarının birbirinden farklı olduğunu saptamıştır.

4. Yöntem ve Analiz

Geleneksel finansa göre kamuya açıklanan bilgi aynı anda varlık fiyatlarına yansımaktadır. Bu durumdan dolayı da kamuya açıklanan bu bilgilerin finansal piyasalarda bir etkisinin olmadığı varsayılmaktadır. Ancak birçok çalışma sonucu, firmaların temettü kararları, birleşme haberleri, finansal tablo açıklamaları gibi haberlerin hisse senedi fiyatlarını etkilediği görülmüştür. Bu etkilerin tespiti için kullanılan yöntemlerden birisi de olay etüdü (event study) yöntemidir.

Olay etüdü analizinde normal olmayan getirilerin ve/veya kümülatif ortalama normal olmayan getiri değerinin sıfırdan farklı sonuçlar vermesi durumunda kamuya açıklanan veriler sonrası piyasada normal olmayan getirinin olduğundan bahsedilebilir. Piyasaya açıklanan yeni bilgiler sonrası normal olmayan getirilerin tespit edilmesi, piyasanın yarı

etkin formda etkin olmadığını gösterir. Eğer sonuçların sıfıra eşit ya da çok yakın bir değere sahip olması söz konusu olursa piyasanın yarı etkin formda etkin olduğu sonucu çıkacaktır.

Bu bölümde çalışma için kullanılan veriye ilişkin detaylar, olay etüdü yönteminin verilere nasıl uygulandığı anlatılmış ve uygulama sonucunda elde edilen bulgular analiz edilmiştir.

4.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Halka açık firmalar tarafından şirketlerin finansal ve yönetsel alınan kararları, yeni oluşumları veya şirketin değerini belirleyecek diğer bilgiler her gün kamuya duyurulmaktadır. Bu açıklamalar zorunlu, gönüllü ya da özel açıklamalar olabilmektedir. Etkin piyasalar hipotezine göre kamuya açıklanan bilgilerin eş anlı olarak piyasaya ve tüm yatırımcılara ulaştığı varsayıldığından, kamuya açıklanan her yeni bilginin o firmanın hisse senedi fiyatlarında herhangi bir etkiye neden olmaması beklenmektedir.

Özellikle, yarı güçlü etkin formda olan bir piyasada firmaların kamuya yaptığı açıklamalar tüm yatırımcılar tarafından gazete, televizyon, internet gibi araçlar sayesinde çok kolay bir şekilde ulaşılabilmektedir. Bu nedenle firmaların kamuya yaptıkları açıklamaların hisse senetlerine etkisinin kısıtlı olacağı düşünülmektedir. Firma hakkında bu yeni bilginin hisse senedi fiyatına hemen yansıtacağı ve hemen bir denge fiyatın oluşacağı, bu durumdan dolayı da yatırımcıların bu hisse senetlerinden normal olmayan bir getiri sağlayamayacağı varsayılmaktadır (Hirt ve Block, 2006: 259). Bu varsayımın geçerli olmadığı durumda ise piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı düşünülmektedir. Yani firmaların yaptıkları duyurular sonucu hisse senedi yatırımcıları aşırı olumlu ya da olumsuz bir getiri sağlayabilecektir.

Çalışmada hisse senedi yatırımcılarının geleneksel finans teorilerinden olan etkin piyasalar hipotezine göre yatırım süreçlerinin etkilenip etkilenmediğini tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda, Borsa İstanbul’da işlem gören 13 adet Bankanın 2013-2018 tarihleri arasında finansal tablolarını kamuya açıklanma tarihleri kullanılarak BIST 100 endeksinde işlem gören hisse senetlerine yatırım yapmak isteyen tasarruf sahiplerinin, firmaların finansal tablo açıklamalarının hisse senedi fiyatlarına etki etmek suretiyle yatırımlarından normal olmayan getiriler sağlayıp sağlamadığı olay etüdü yöntemine dayanılarak, araştırılmıştır.

4.2. Çalışmanın Veri Seti

Çalışma için Borsa İstanbul’da işlem gören firmalar arasından kayıt dışılığın en az olduğu, denetim faaliyetlerinin sürekli olduğu ve finansal tabloların şeffaf olduğu düşünülen bankacılık hisseleri seçilmiştir. Bu doğrultuda Tablo 1’de belirtilen 13 adet bankanın finansal tablo açıklamaları çalışmada ele alınmıştır.

Tablo 1. Çalışmada Yer Alan Firma Listesi

BIST Kodu	Firma Unvanı
AKBNK	Akbank T.A.Ş.
ALBRK	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.
DENİZ	Denizbank A.Ş.
GARAN	T. Garanti Bankası A.Ş.
HALKB	T. Halk Bankası A.Ş.
ICBCT	ICBC Turkey Bank A.Ş.
ISCTR	T. İş Bankası A.Ş.
KLNMA	T. Kalkınma Bankası A.Ş.
QNBFB	QNB Finansbank A.Ş.
SKBNK	Şekerbank T.A.Ş.
TSKB	T. Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
VAKBN	T. Vakıflar Bankası T.A.O.
YKBNK	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

Payları Borsa İstanbul'da işlem gören firmalar işlem gördükleri pazara göre 3, 6, 9 ve 12 aylık finansal tablolarını ve yine pazara göre 6 ve 12 aylık finansal tablolarını bağımsız denetimden geçirdikten sonra kamuya açıklamak zorundadırlar. Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin açıklamalarını Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) aracılığıyla kamuya duyurması zorunludur. Çalışmada finansal tablo açıklamalarının firma bazlı olarak hangi günlerde yapıldığının tespiti için KAP veri tabanından yararlanılmıştır.

Çalışmanın dönemi 2013-2018 yıllarına ait firmaların finansal tablo açıklamalarının yapıldığı tarihler baz alınarak belirlenmiştir. 2013 yılının finansal tablolarının 2014 yılında açıklanmasından dolayı olay günümüz (t), 2014 yılından başlayan bir tarih olacaktır. Bunun yanı sıra finansal tabloların açıklandığı anda BIST açık ise olay günü açıklama günü, BIST kapalı ise olay günü olarak bir sonraki iş günü seçilmiştir.

13 Banka hisse senedi için tüm finansal tablo açıklama tarihlerini, olay günlerini ve tahmin pencerelerini gösterir tablo Ek 1'de yer almaktadır. Çalışmada kullanılan hisse senetleri ve BIST 100 endeks geçmiş dönem fiyat verileri Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. firmasından elde edilmiştir. Yapılan hesaplamalarda, tahmin penceresi aralığındaki ilgili hisse senedi fiyat verileri ile BIST 100 verilerinden faydalanılmıştır.

4.3. Çalışmanın Yöntemi ve Bulgular

Çalışmada Olay Etüdü (Event Study) yöntemi kullanılarak, firmaların finansal tablo açıklamalarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri tespit edilmeye çalışılmıştır. Geleneksel finans kuramına göre kamuya açıklanan bilgi aynı anda varlık fiyatlarına yansımaktadır. Bu durumdan dolayı da kamuya açıklanan bu bilgilerin finansal piyasalarda bir etkisinin olmadığı varsayılmaktadır. Olay Etüdü metodu ile kamuya açıklanan bu bilgilerin finansal piyasalara olan etkisi ölçülmüştür.

Olay Etüdü, firma için önemli bir olayın kamuya açıklanması sonucunda öz sermaye sahiplerinin servetinin artıp artmadığını göstermeye yarayan bir yöntemdir. Bu yöntem ile bir firmanın birleşme, yeni bir yatırım kararı alma, yeni bir ihracat ya da ithalat pazarı bulma ve/veya kar dağıtım kararı, finansal tablo açıklaması gibi firma hakkında kamuya açıklama yapılan önemli kararlar sonucunda, hisse senedi fiyatlarında normal olmayan kazançların ya da kayıpların olup olmadığının tespit edilmesi amaçlanır. Aynı zamanda

firmalar hakkında yayınlanan haberler sonrası bu haberlere hisse senedi fiyatlarının hangi derecede ve hangi hızda tepki verdiğinin ölçümü için de kullanılabilir.

Olay etüdü yöntemi ile sahip olunan bu iki özellik sayesinde piyasanın yarı güçlü etkin formunun olup olmadığı ölçülebilecektir. Olay etüdü yöntemi ilk kez Dolley (1933) tarafından, hisse senetlerinin bölünme kararları sonucu ilgili olayın hisse fiyatlarına etkisini ölçme amacıyla kullanılmıştır. 1968 yılında Ball ve Brown, 1969 yılında ise Fama, Fischer, Jensen ve Roll tarafından gerçekleştirilen çalışmalar sonucu günümüzde kullanılan yöntemin temelleri oluşturulmuştur (MacKinlay, 1997: 14).

MacKinlay (1997)’e göre söz konusu metodun 4 aşaması bulunmaktadır: çalışılacak olay ve olaya ilişkin zaman aralıklarının belirlenmesi, piyasa değişkeni seçimi ve kriterinin belirlenmesi, hisse senedi getirilerinin hesaplanması, ortalama normal olmayan ve kümülatif ortalama normal olmayan getirilerinin hesaplanması. Bu çalışmada, MacKinlay (1997) in bahsettiği 4 aşama izlenerek olay etüdü gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada öncelikle, normal olmayan getirinin olup olmadığını tespit edebilmek amacıyla “olay günü” belirlendikten sonra “tahmin penceresi” ve “olay penceresi” belirlenmiştir. Tahmin penceresi, olay gününden 90 gün öncesi ile 11 gün öncesi süreci kapsayacak şekilde 80 günlük bir süre olarak belirlenmiştir. Bu süre içerisinde hisse senetleri ile BIST 100 endeksinin getirilerinin ilişkisi tespit edilmiştir.

Finansal tablo açıklamalarının yapıldığı gün ve saatte Borsa İstanbul açık ise olay günü açıklamanın yapıldığı gün, eğer açıklama Borsa İstanbul kapandıktan sonra yapılmış ise olay günü bir sonraki iş günü olarak seçilmiştir.

Olay penceresi olarak 4 farklı pencere kurgulanmış ve bu pencereler üzerinden analizler gerçekleştirilmiştir. Uzun bir olay penceresi seçimi, hisse senedi getirilerinin açıklamaya olan duyarlılığının ölçülebilmesinde olumsuz etki yapabilir. Bu sebeple, çalışmada olay penceresi seçimi yapılırken sürenin kısa olması tercih edilmiştir.

(t-10, t+10): Olaydan 10 gün öncesi ile 10 gün sonrasını kapsayan 21 günlük süredir.

(t-3, t+3): Olaydan 3 gün öncesi ile 3 gün sonrasını kapsayan 7 günlük süredir.

(t-10, t): Olaydan 10 gün öncesi ile olay gününü kapsayan 11 günlük süredir.

(t, t+10): Olay günü ile olaydan 10 gün sonrasını kapsayan 11 günlük süredir.

Çalışmada kullanılacak zaman aralıklarının belirlenmesinden sonra, 13 adet banka hisse senedi için 78 olay günü ve 4 olay penceresi için elde bulunan verilerle hisse senetlerinin getirileri hesaplanmıştır.

Endekste işlem gören hisse senetlerinin gün sonu kapanış değerlerinden hesaplanan hisse senedi getirileri, bir önceki günlük değerle bugünkü değer kıyaslanarak bulunmaktadır. Hisse senedi getirilerinin nasıl hesaplandığı aşağıda yer alan denklemde gösterilmiştir.

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / (P_{i,t-1}) \quad (1)$$

$R_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki getiri oranı,

$P_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki kapanış değeri

$P_{i,t-1}$: i hisse senedinin t-1 günündeki kapanış değeri

Olay etüdü çalışmalarında, bilginin piyasaya sunulduğu tarihin (olay günü) öncesi ve sonrasında bir hisse senedinin getirilerinin normal dönemlere göre normal olmayan bir getiriye sahip olup olmadığı tespit edilmeye çalışılır. Normal olmayan getiriyi normal şartlara göre beklenen getirinin altında ya da üstünde olması olarak açıklayabiliriz. Tahmin penceresinde oluşturulacak olan normal getiri modeli ile bu modelin sonuçlarının olay penceresindeki değerler ile karşılaştırılması sonucu normal olmayan getirinin var olup olmadığı tespit edilmektedir.

Çalışmada normal olmayan getirilerin hesaplanmasında piyasa modeli kullanılmıştır. Bu modelde normal dönem getirisinin tespiti için belirlenen dönem aralığında (tahmin penceresinde) Bankalara ait tüm hisse senetlerinin fiili getiri oranları ile pazarın getiri oranlarının farkı temel alınmıştır. Bunun için aşağıdaki piyasa modelinde kullanılan denklem oluşturulmuştur.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_t \quad (2)$$

$R_{i,t}$; i hisse senedinin t anındaki değeri

$R_{m,t}$; Piyasa portföyünün t anındaki değeri

α_i ; Hisse senedinin i dönemi içerisinde, piyasa tarafından açıklanamayan ortalama getirisidir.

β_i ; Hisse senedinin i dönemi içerisinde, piyasa hareketlerine olan duyarlılığını göstermektedir.

ϵ_t : Hata terimini ifade etmektedir.

Olay penceresi için hesaplanan normal olmayan getirilerin belirlenmesi sürecinde (2) numaralı denklemden yararlanılmıştır. Hesaplama kullanılan piyasa modeli parametreleri (α_i , β_i) ise en küçük kareler yöntemi (OLS) ile tahmin edilmiştir.

Normal olmayan getirilerin hesaplanması için $R_{i,t}$ değeri ve $R_{m,t}$ değeri için getiri dağılımlarının normal dağılıma yaklaştırılması için logaritmik olarak ifade edilmiştir.

$$R_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (3)$$

$$R_{m,t} = \ln \left(\frac{P_{m,t}}{P_{m,t-1}} \right) \quad (4)$$

$P_{i,t}$; i hisse senedinin t günündeki kapanış değeri

$P_{i,t-1}$; i hisse senedinin t-1 günündeki kapanış değeri

$P_{m,t}$; BIST 100 endeksinin t günündeki kapanış değeri

$P_{m,t-1}$; BIST 100 endeksinin t-1 günündeki kapanış değeri

Normal olmayan getiriler, (3) ve (4) numaralı denklemlerin yardımı ile aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}) \quad (5)$$

$AR_{i,t}$; i hisse senedinin t anındaki normal olmayan getirisi

$R_{i,t}$; i hisse senedinin t anındaki gerçekleşen getirisi

$(\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$; Hesaplanan normal getiri

(5) numaralı formül ile hesaplanan normal olmayan getiriler olay penceresindeki tüm günler için hesaplanmıştır. Sonrasında normal olmayan getirilerin ortalaması aşağıdaki eşitlik ile bulunmuştur.

$$AAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{i,t} \quad (6)$$

AAR_t ; Normal olmayan getirilerin ortalaması

N_t ; Veri kümesindeki olay sayısı

Günlük ortalama normal olmayan getirilerin bulunmasından sonra ise olay penceresindeki ilk günden son güne kadar günlük ortalama normal olmayan getiriler toplanarak kümülatif ortalama normal olmayan getiri (7) numaralı eşitlik kullanılarak hesaplanmıştır.

$$CAAR_{[+N, -N]} = \sum_{t=-N}^{+N} (AAR_t) \quad (7)$$

$CAAR$; Kümülatif ortalama normal olmayan getiri

Buradan hareketle hipotezler 4 ayrı olay penceresi için aşağıdaki şekilde kurulmuştur:

H₀ Hipotezi: Firmaların yılsonu finansal tablo açıklamalarının yapıldığı olay günü etrafındaki günlerde (olay penceresinde) hisse senedi fiyatlarına etkisi yoktur. Yani bu duyurular sonucu normal olmayan bir getiri sağlanamaz ve kümülatif ortalama normal olmayan getiri sıfırdır.

H₁ Hipotezi: firmaların yılsonu finansal tablo açıklamalarının yapıldığı olay günü etrafındaki günlerde (olay penceresinde) hisse senedi fiyatlarına etkisi vardır. Yani bu duyurular sonucu kümülatif ortalama normal olmayan getiri sıfırdan farklıdır.

Bu hipotezler doğrultusunda normal olmayan getiriler (AAR) ve kümülatif normal olmayan getiriler (CAAR) değerleri daha önce detayları belirlenen her bir olay penceresi için hesaplanmış ve çıkan sonuçlar istatistiksel olarak T-Testine tabi tutulmuştur.

4.3.1. Olay Öncesi 10 Gün ile Sonrası 10 Günlük Periyodu İçeren Olay Penceresi için Elde Edilen Bulgular

2013-2018 yılları için finansal tablo açıklamaları yapan banka hisse senetleri için 21 günlük olay penceresinde (t-10,...t+10) hesaplanan ortalama normal olmayan getiriler ve kümülatif ortalama normal olmayan getiriler aşağıdaki tabloda ve şekilde gösterilmiştir.

Yıllık finansal tabloların açıklanması haberlerinin hisse senetlerine olan fiyat etkileri ile yapılan çalışmanın sonucunda elde edilen sonuçlar Tablo 2’de gösterilmiştir. Bu tablodan da görülebileceği gibi en yüksek normal olmayan getiriler (t-6), (t+5) ve (t+9) günlerinde oluşmuş olup bu değerler sırası ile (%0,60), (%-0,37) ve (%-0,40)’dür. Bununla beraber bu değerler için t testi sonuçları değerlendirildiğinde de anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır. Olay günü en yüksek kümülatif ortalama normal olmayan getiriye ulaşılmış olup olay gününden sonraki 10. günde ise en yüksek normal olmayan negatif getiri gözlemlenmiştir.

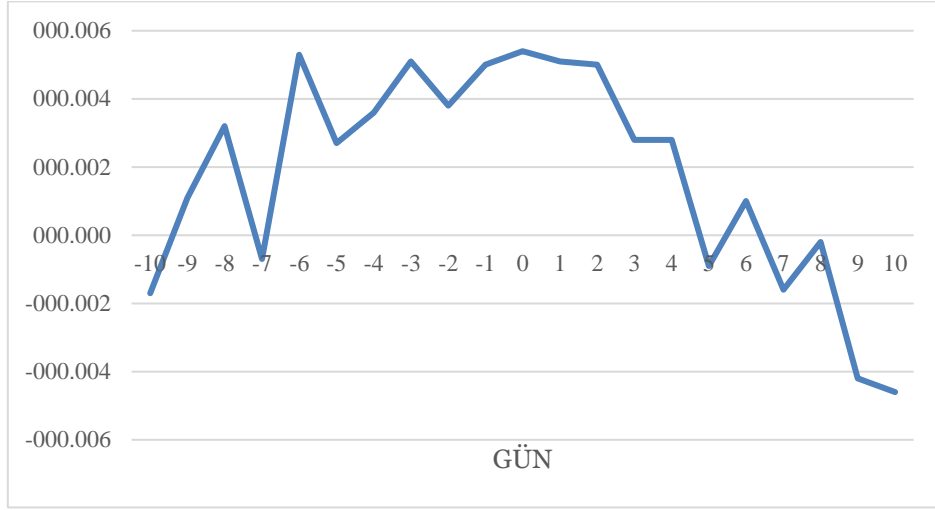
Tablo 2. [-10, +10] Olay Penceresi için Gerçekleşen Ortalama Normal Olmayan ve Kümülatif Ortalama Normal Olmayan Getiriler

Gün	AAR	T Testi	Pos:Neg	CAAR
-10	-0,0017	1,1537	38:40	-0,0017
-9	0,0028	1,0664	38:40	0,0011
-8	0,0021	0,9217	45:33	0,0032
-7	-0,0039	1,2609	25:53	-0,0007
-6	0,0060	2,1621*	43:35	0,0053
-5	-0,0026	1,3041	36:42	0,0027
-4	0,0009	0,3233	39:39	0,0036
-3	0,0015	0,7293	38:40	0,0051
-2	-0,0013	0,8609	33:45	0,0038
-1	0,0012	0,8726	41:37	0,0050
0	0,0004	0,1647	36:42	0,0054
1	-0,0003	0,1351	33:45	0,0051
2	-0,0001	0,0521	41:37	0,0050
3	-0,0022	0,9178	40:38	0,0028
4	0	0	34:44	0,0028
5	-0,0037	2,0871*	29:49	-0,0009
6	0,0019	0,9054	43:35	0,0010
7	-0,0026	1,4304	33:45	-0,0016
8	0,0014	0,8716	43:35	-0,0002
9	-0,0040	2,5803*	27:51	-0,0042
10	-0,0004	0,2310	33:45	-0,0046

*0,05 düzeyinde istatistiksel anlamlılık

Olay gününde toplamda 78 adet gözlem yapılmış olup 36 adet gözlemlerde pozitif normal olmayan getiri, 42 adet ise negatif normal olmayan getiri ile karşılaşmıştır. Olay gününde ise 0 değerine yakın olsa da pozitif normal olmayan getiri ile karşılaşmıştır.

Grafik 1’den de anlaşılacağı üzere incelenen olay penceresinde kümülatif ortalama normal olmayan getirilerin olay günü öncesinde dalgalı bir seyirle yükseliş gösterdiği, olay gününden sonra ise hızla başlayan bir düşüşün olduğu görülmektedir. Olay günü en yüksek seviyede olan kümülatif ortalama normal olmayan getiri değeri, olay penceresinin son gününde ise negatif normal olmayan getiri ile son bulmuştur.



Grafik 1. [-10, +10] Olay Penceresi için Kümülatif Ortalama Normal Olmayan Getiriler

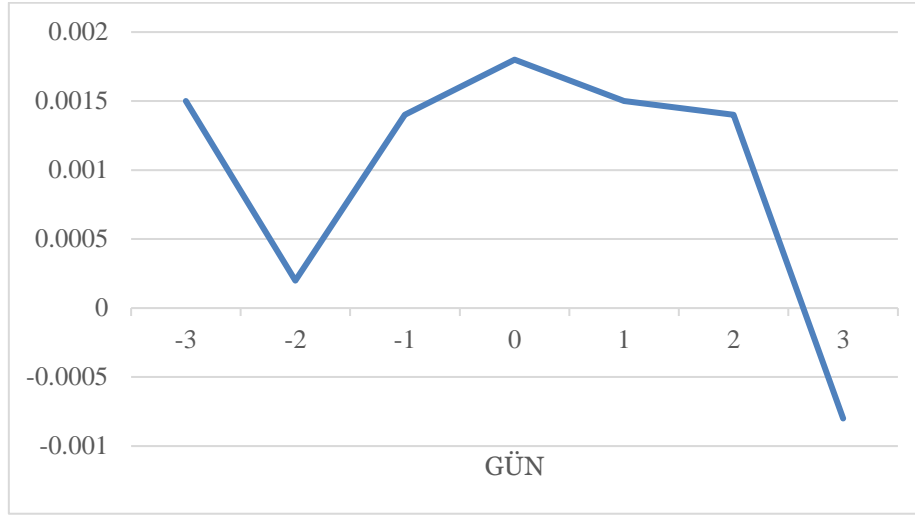
4.3.2. Olay Öncesi ile Sonrası 3 Günlük Periyodu İçeren Olay Penceresi için Elde Edilen Bulgular

2013-2018 yılları için finansal tablo açıklamaları yapan banka hisse senetleri için 7 günlük olay penceresinde (t-3,...,t+3) hesaplanan ortalama normal olmayan getiriler ve kümülatif ortalama normal olmayan getiriler Tablo 3’te ve Grafik 2’de gösterilmiştir.

Tablo 3. [-3, +3] Olay Penceresi için Gerçekleşen Ortalama Normal Olmayan ve Kümülatif Ortalama Normal Olmayan Getiriler

Gün	AAR	T Testi	Pos:Neg	CAAR
-3	0,0015	0,7293	38:40	0,0015
-2	-0,0013	0,8609	33:45	0,0002
-1	0,0012	0,8726	41:37	0,0014
0	0,0004	0,1647	36:42	0,0018
1	-0,0003	0,1351	33:45	0,0015
2	-0,0001	0,0521	41:37	0,0014
3	-0,0022	0,9178	40:38	-0,0008

Finansal tablo açıklamalarının olay günü ile etkisinin ne kadar bağlantılı olduğunu ölçebilmek adına olay gününe en yakın dönemlerden oluşan olay penceresi (t-3, t+3) için yapılan araştırmanın sonucunda olay gününün en yüksek kümülatif ortalama normal olmayan getiriye ulaşılan gün olduğu görülmüştür. Olay günü ve sonrası 2 günde ortalama normal olmayan getiri değerleri 0’a çok yakın değerlerdedir. 7 günlük değerlerin hiçbiri t testi sonucunda anlamlı bulunmamıştır.



Grafik 2. [-3, +3] Olay Penceresi için Kümülatif Ortalama Normal Olmayan Getiriler

Olay gününe en yakın zaman diliminden seçilen olay penceresinde kümülatif ortalama normal olmayan değerlerin olay gününden önce dalgalı yükseldiği olay gününden sonra ise hızlıca düştüğü görülmektedir. Olay günü en yüksek seviyede olan değer, olay gününün ardından 3 gün boyunca da düşüş göstermiştir. 7 günlük olay penceresimizin sonunda ise negatif normal olmayan getiri görülmektedir.

4.3.3. Olay Gününden 10 Gün Öncesi ile Olay Gününü İçeren Olay Penceresi için Elde Edilen Bulgular

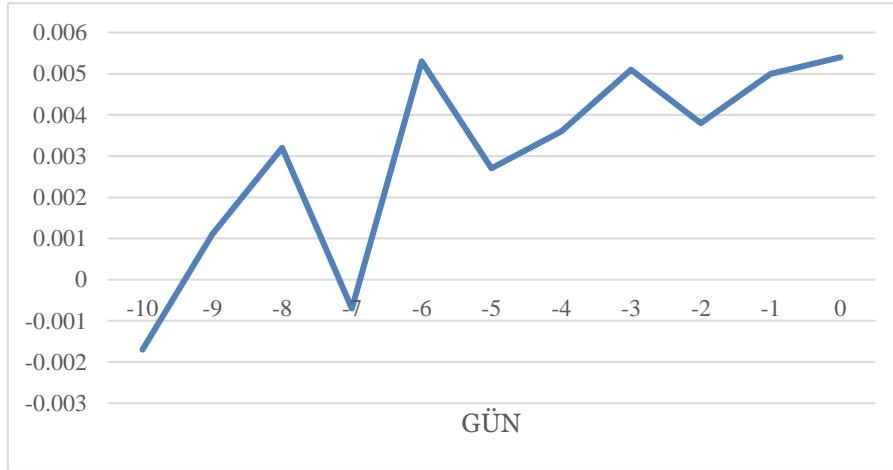
2013-2018 yılları için finansal tablo açıklamaları yapan banka hisse senetleri için 11 günlük olay penceresinde (t-10,...,t) hesaplanan ortalama normal olmayan getiriler ve kümülatif ortalama normal olmayan getiriler Tablo 4'te ve Grafik 3'te gösterilmiştir.

Tablo 4. [-10, 0] Olay Penceresi için Gerçekleşen Ortalama Normal Olmayan ve Kümülatif Ortalama Normal Olmayan Getiriler

Gün	AAR	T Testi	Pos:Neg	CAAR
-10	-0,0017	1,1537	38:40	-0,0017
-9	0,0028	1,0664	38:40	0,0011
-8	0,0021	0,9217	45:33	0,0032
-7	-0,0039	1,2609	25:53	-0,0007
-6	0,0060	2,1621*	43:35	0,0053
-5	-0,0026	1,3041	36:42	0,0027
-4	0,0009	0,3233	39:39	0,0036
-3	0,0015	0,7293	38:40	0,0051
-2	-0,0013	0,8609	33:45	0,0038
-1	0,0012	0,8726	41:37	0,0050
0	0,0004	0,1647	36:42	0,0054

*0,05 düzeyinde istatistiksel anlamlılık

Olay gününden önceki dönemleri kapsayan olay penceresi için yapılan çalışmaların sonucu yukarıdaki tabloda gösterilmiştir. T testi sonucu anlamlı tek gün olan olay gününden önceki 6. gün en yüksek normal olmayan getirinin görüldüğü gün olmuştur. 11 günün sadece 4 gününde negatif normal olmayan getiri bulunmakta olup diğer günlerin hepsinde pozitif normal olmayan getiri ile karşılaşılmıştır.



Grafik 3. [-10, 0] Olay Penceresi için Kümülatif Ortalama Normal Olmayan Getiriler

Olay gününün 10 gün öncesinden başlayan olay penceresi için kümülatif ortalama normal olmayan getirilerin düzenli olmasa da sürekli yükseldiği ve olay günü en yüksek değerine ulaştığı görülmektedir.

4.3.4. Olay Günü ile 10 Gün Sonrasını İçeren Olay Penceresi için Elde Edilen Bulgular

2013-2018 yılları için finansal tablo açıklamaları yapan banka hisse senetleri için 11 günlük olay penceresinde ($t_{i,t+10}$) hesaplanan ortalama normal olmayan getiriler ve kümülatif ortalama normal olmayan getiriler Tablo 5'te ve Grafik 4'te gösterilmiştir.

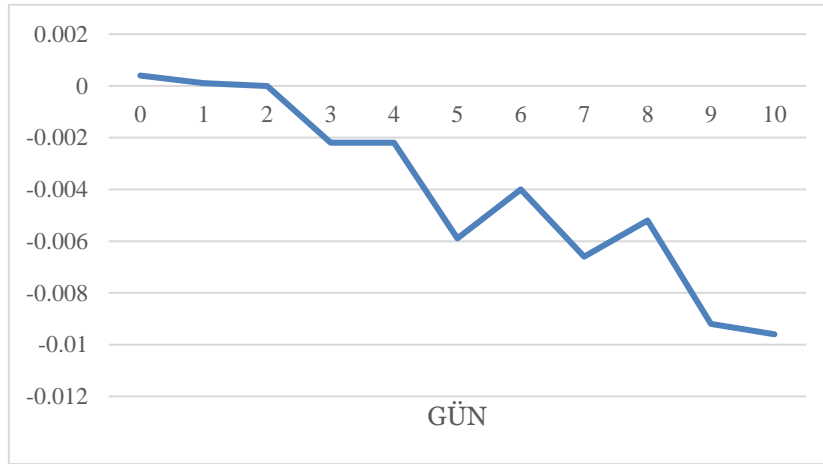
Tablo 5. [0, +10] Olay Penceresi için Gerçekleşen Ortalama Normal Olmayan ve Kümülatif Ortalama Normal Olmayan Getiriler

Gün	AAR	T Testi	Pos:Neg	CAAR
0	0,0004	0,1647	36:42	0,0004
1	-0,0003	0,1351	33:45	0,0001
2	-0,0001	0,0521	41:37	0
3	-0,0022	0,9178	40:38	-0,0022
4	0	0	34:44	-0,0022
5	-0,0037	2,0871*	29:49	-0,0059
6	0,0019	0,9054	43:35	-0,0040
7	-0,0026	1,4304	33:45	-0,0066
8	0,0014	0,8716	43:35	-0,0052
9	-0,0040	2,5803*	27:51	-0,0092
10	-0,0004	0,231	33:45	-0,0096

*0,05 düzeyinde istatistiksel anlamlılık

Olay günü ve sonrası 10 günü kapsayan olay penceresi için elde edilen sonuçlar yukarıdaki tabloda gösterilmiştir. 5. ve 9. Gün verileri istatistiksel olarak anlamlı veriler olup her iki günde de yüksek negatif normal olmayan getiriler olduğu görülmektedir. 11 günlük dönemi kapsayan olay penceresinde sadece 3 gün pozitif normal olmayan getiri görülmüş olup olayda sonraki 4. Günde negatif ya da pozitif bir normal olmayan getiriye rastlanılmamıştır.

En yüksek negatif normal olmayan getirinin olduğu 9. Günde 78 veri içinde 51 olay sonucunun negatif normal olmayan getiriyle sonuçlandığı, sadece 27 adet pozitif normal olmayan getiri sağladığı gözlemlenmiştir.



Grafik 4. [0, +10] Olay Penceresi için Kümülatif Ortalama Normal Olmayan Getiriler

Olay günü ve sonrası 10 günlük pencerede kümülatif ortalama normal olmayan getiri verisi incelendiğinde çok düzenli olmasa da olay gününden itibaren sürekli bir düşüşün olduğu görülmektedir. Olay penceresinin son günü ise en yüksek negatif kümülatif normal olmayan getiriye ulaşıldığı görülmektedir.

4.3.5. Farklı Olay Penceresi için CAAR Değerleri Bulguları

Çalışmada incelenen 4 farklı olay penceresi için hesaplanan kümülatif ortalama normal olmayan getiriler Tablo 6'da gösterilmiştir. İstatistiksel olarak hiçbir CAAR değeri anlamlı bulunmamıştır.

Çalışmada asıl test edilen olay penceresi [-10,+10] penceresidir. Bununla beraber [-3,+3] penceresi, olay gününün etkisinin ölçülmesi için; [-10,0] olay penceresi, yatırımcıların beklentilerinin ya da içeriden bilginin kullanılmış olup olmayacağını değerlendirilmesi için; son olarak [0,+10] penceresi, olay gününden sonraki tepkinin ölçülmesi amacıyla seçilmiştir.

Tablo 6. Farklı Pencereleler için Elde Edilen Kümülatif Ortalama Normal Olmayan Getiriler

Gün	CAAR	T Testi	Pos	Neg
[-10,+10]	-0,0046	0,3959	43	35
[-3,+3]	-0,0008	0,1531	46	32
[-10,0]	0,0054	0,4705	40	38
[0,+10]	-0,0096	1,4173	35	43

Tablo 6’den da anlaşılacağı üzere en yüksek pozitif kümülatif ortalama normal olmayan getirinin [-10,0] olay penceresinde, en yüksek negatif ortalama normal olmayan getirinin ise [0,+10] olay penceresinde gerçekleştiği tespit edilmiştir.

5. Sonuç

Tasarruf sahibi bireylerin en büyük amacı yatırımları sonucunda en az risk ile en fazla gelir elde etmektir. Bireysel tasarrufların yatırım araçlarına yönelmesi ise birçok faktöre göre değişmektedir.

Hisse senedine yatırım yapan bilinçli bireyler bu yatırımları sonucu en fazla gelirin sağlanması için yatırım yaptıkları firmaları yakinen izlemek isterler, bu gözlemleri sonucunda da yatırımlarının pozisyonları hakkında karar verirler. Firmaların, yatırımcı bireyler tarafından en kolay izlenebildiği yer ise finansal tablolarıdır.

Finansal tablolar halka açık şirketlerin anlık ve/veya bir dönemi kapsayan mali durumunu gösteren en önemli kaynaklardır. Bununla beraber yatırımcıların hisse senetlerine yatırım yapmak amacıyla ya da yapmış oldukları hisse senedi yatırımları hakkında alacakları kararlar için kullandıkları göstergelerdendir.

Ülkemizde halka açık firmaların yapmak zorunda oldukları ya da gönüllü açıklamaları KAP’da yayınlanmaktadır. Bu durumun sonucu olarak da firmaların kamuya açıkladıkları tüm bilgiler eş anlamlı olarak tüm yatırımcılara ulaştırılmaktadır.

Etkin piyasalar hipotezinde kamuya açıklanan yeni bilgiler sonrasında sürekli olarak normal olmayan getiri sağlanamayacağı, açıklanan bu bilgilere tüm yatırımcıların eş anlamlı ulaşabilme imkânı olduğundan dolayı bu açıklamaların hisse senedi fiyatlarına etkisinin olmadığı ileri sürülmektedir. Kısaca piyasaların yarı güçlü etkin formda etkin olduğu kabul edilmektedir.

Çalışmanın amacı hisse senedi yatırım aracına yatırım yapan tasarruf sahipleri için bankacılık hisselerinin yılsonu finansal tablo açıklamalarının sonucunda yatırımcılarına normalin dışında bir getiri sağlayıp sağlamadığını bir diğer ifade ile Borsa İstanbul’un yarı güçlü etkin formda olup olmadığını tespit etmektir.

Çalışmada Borsa İstanbul’da işlem gören 13 bankanın 2013-2018 yılları için yaptıkları yılsonu finansal tablo açıklamalarının, açıklanma tarihi etrafında hisse senedi fiyatlarına etkisinin olup olmadığı, etkinin var olduğu tespit edilirse de bu durumda

yatırımcıların normal olmayan getiri elde edip edemeyecekleri araştırılmıştır. Tüm bu tespitler için ise Olay Etüdü yöntemi kullanılmıştır.

Çalışmanın hipotezleri ise; H_0 hipotezi olarak finansal tablo açıklamalarının hisse senedi fiyatlarına normalin dışında bir getiri sağlayacak kadar bir etkisinin olmadığı, H_1 hipotezi olarak da bu açıklamalar sonucu yatırımcıların normalin dışında getiri sağlayabilecekleri olarak belirlenmiştir.

Çalışmada kullanılan 4 olay penceresinde de finansal tablo açıklamaları haberleri sonucu hisse senetlerinden pozitif ya da negatif normal olmayan getiriler sağlandığı, bu pencereler için kümülatif ortalama normal olmayan getiri değerleri istatistiksel olarak anlamlı bulunmuş olmasa da hepsinin 0'dan farklı olduğu tespit edilmiştir. Sonuç olarak da H_0 hipotezi reddedilmiş ve H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Olay günü öncesinde genel itibarıyla düzenli olmasa da pozitif normal olmayan getirilerin elde edildiği görülmüştür. En yüksek normal olmayan getiriler (t-6), (t+5) ve (t+9) günlerinde oluşmuş olup bu değerler sırası ile (%0,60), (%-0,37) ve (%-0,40)'dür. Bununla beraber bu değerler için t testi sonuçları değerlendirildiğinde de anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır.

Olay günü öncesinde normal olmayan getirilerin bulunmasının en önemli sebeplerinden biri de açıklanacak bilginin içeriden daha önce öğrenilmiş olmasıdır. Çalışmada olay günü öncesinde pozitif normal olmayan getiriler görülmüştür. Ancak Bankaların finansal tablolarını hangi tarihlerde kamuya açıklayacakları genellikle önceden bilinmektedir. İlgili tarihler büyük bankalar tarafından medya kuruluşlarına ve yatırımcılara ortalama 10 gün öncesinden bildirmektedirler. Bununla beraber bankaların ara dönem bilançolarının sene sonu bilançoları için de önden bilgi verdiği düşünüldüğünde finansal tablo açıklamaları öncesi pozitif normal olmayan getirilerin nedeninin içeriden bilgi sızdırılmasından çok, çıkacak sonucun daha tahmin edilebilir bir yapıda olmasına bağlanabilir.

Olay gününden sonraki günler ise negatif normal olmayan getirilerin gerçekleştiği tespit edilmiştir. Olay günü çevresindeki günlerde çok az normal olmayan getirilere rastlanılmıştır.

Finansal tablo açıklamalarının yapıldığı gün için analizdeki 78 gözlemde 36 adedinde pozitif, 42 adedinde negatif normal olmayan getiri görülmüştür. Olaydan sonraki günlerde ise genellikle negatif eğilim saptanmıştır. Tüm değerler için istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar bulunmasa da açıklama gününden önce elde edilen pozitif getiriler olay gününden sonraki günlerde hızlı bir düşüş eğilimine girmektedir. Bu tespitlerin sonucunda yatırımcıların bankaların finansal tablo açıklamalarından önce pozitif normal olmayan getiri elde edebileceklerini söylenebilir.

Bankaların finansal tablolarını hangi tarihlerde kamuya açıklayacakları genellikle önceden bilinmektedir. İlgili tarihleri büyük bankalar medya kuruluşlarına ve yatırımcılarına ortalama 10 gün öncesinden bildirmektedirler. Bunun yanı sıra denetimin en sıkı ve en fazla olduğu sektör olan bankacılık sektöründe şeffaflıkta en önemli özelliklerdendir. Bu özelliklere ilave olarak bankaların ara dönem bilançolarının yılsonu

bilançoları için de önden bilgi verdiği düşünüldüğünde finansal tablo açıklamaları öncesi pozitif normal olmayan getirilerin nedeninin içeriden bilgi sızdırılmasından çok, çıkacak sonucun daha tahmin edilebilir bir yapıda olmasına bağlanabilir.

Çalışma sonucu elde edilen bulguların literatür ile paralellik gösterdiği hem ülkemizde hem de dünya genelinde yapılan çalışmaların sonuçları ile örtüştüğü, yani bir firma tarafından kamuya açıklanan bilgiler sonucunda o firmanın hisse senedi fiyatlarının pozitif ya da negatif olarak etkilendiği görülmüştür.

Kaynakça

- Arslan, M. ve Meder Çakır, H. (2018). Firmaların Temettü Ödemeleri ile Firma Değeri Arasındaki İlişki ve Bist 100'de Bir Uygulama. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 33: 169-180.
- Babacan, B. (2015). *Gönüllü Açıklamalar ve Hisse Senedi Fiyat Hareketleri: BİST'de Bir Uygulama* (Yayımlanmamış doktora tezi). Gebze Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ball, R. and Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2): 159-178.
- Başkaya, H. ve Kaderli, Y. (2017). Halka Açık Firmalarda Sermaye Arttırımı Duyurularının Hisse Senedi Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, 2(1): 28-42.
- Bozkurt, İ., Öksüz, S. ve Karakuş, R. (2014). Finansal Tablo İlanlarının Hisse Getirileri Üzerindeki Etkisi: BİST'de Ampirik Bir Uygulama. H. Aygören, H. Özkaya ve U. Uyar (Eds.), *18. Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı* içinde (s. 77-95). 18. Finans Sempozyumunda sunulan bildiri, Denizli: Gültürk Ofset.
- Chae, J. (2005). Trading Volume, Information Asymmetry, and Timing Information. *Journal of Finance*, 60(1): 413-442.
- Coşkun, Y. (2018). Olay Etüdü İncelemesi: Kredi Derecelendirmenin Endeks Getirileri Üzerindeki Etkisi. *Journal of Current Researches on Business and Economics*, 8(2): 31-52.
- Dolley, J. C. (1933). Open Market Buying as a Stimulant for the Bond Market. *Journal of Political Economy*, 41(4): 513-529.
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*, 46(5): 1575-1617.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen M. and Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock. *International Economic Review*, 10(1): 1-21.
- Güngör, B. (2003). Finans Literatüründe Anomali Kavramı ve Etkin Piyasalar Hipotezi. Atatürk Üniversitesi *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 17(1-2): 109-133.
- Hirt, G. A. and Block, S. (2006). *Fundamentals of Investment Management*. New York: MCGraw-Hill/Irwin Publishing.
- John, K. and Lang, L. (1991). Insider Trading around Dividend Announcements: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 46(4): 1361-1389.
- Jones, M. V. (1999). The Internationalization of Small High-Technology Firms. *Journal of International Marketing*, 7(4): 15-41.
- Kendirli, S. ve Konak, F. (2013). Kar Payı Politikalarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerindeki Etkisi: BİST Banka Endeksi Uygulaması. *Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi*, 17. Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı içinde (s.92-99). 17. Finans Sempozyumu'nda sunulan bildiri, Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Baskısı.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1): 13-39.
- Mandacı, P. (2004). Şirket Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 19(225): 118-125.
- Otyakmaz, M. (2017). *Finansal Tablo Açıklamalarının Hisse Senedi Değerine Etkisi* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). İstanbul Arel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Pekkaya, M. (2006). Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(4): 183-209.
- Ramakrishnan, R. and Thomas, J. (1998). Valuation of Permanent, Transitory and Price-Irrelevant Components of Reported Earnings. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 13(3): 301-349.

Sakarya, Ş. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi. *Bülent Ecevit Üniversitesi Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 7(13): 147-162.

Sakarya, Ş., Yazgan, K. ve Yıldırım, H. (2017). Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 19(40): 55-76.

Temizel, F., Sarıkaya, M. ve Bayram, F. (2010). *Yatırımcı İlişkileri Yönetiminde İletişim ve Bilgi Teknolojilerinin Rolü: İMKB 50 Endeksi Uygulaması*. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 24(2): 1-20.

Üstün, F. (2012). *Türkiye’de Portföy Yatırımlarını Belirleyen Tercihler* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yörük, N. (2000). *Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi*. İstanbul: İ.M.K.B. yayımları.

EKLER

Ek 1: Çalışmada Yer Alan Firmaların Finansal Tablo Açıklama Tarihleri, Olay Günleri ve Tahmin Penceresi Aralığı Listesi

Hisse Kodu	Finansal Tablo Dönemi	Finansal Tablo Açıklama Tarihi	Olay Günü	Tahmin Penceresi	
				İlk Tarih	Son Tarih
AKBNK	2013	5 Şubat 2014 17:44	06.02.2014	25.09.2013	22.01.2014
AKBNK	2014	2 Şubat 2015 17:41	03.02.2015	24.09.2014	19.01.2015
AKBNK	2015	2 Şubat 2016 18:06	03.02.2016	28.09.2015	19.01.2016
AKBNK	2016	31 Ocak 2017 18:13	01.02.2017	28.09.2016	17.01.2017
AKBNK	2017	31 Ocak 2018 18:10	01.02.2018	27.09.2017	17.01.2018
AKBNK	2018	31 Ocak 2019 18:13	01.02.2019	26.09.2018	17.01.2019
ALBRK	2013	20 Şubat 2014 19:22	21.02.2014	10.10.2013	06.02.2014
ALBRK	2014	27 Şubat 2015 23:00	02.03.2015	23.10.2014	13.02.2015
ALBRK	2015	22 Şubat 2016 23:10	23.02.2016	16.10.2015	08.02.2016
ALBRK	2016	20 Şubat 2017 20:23	21.02.2017	18.10.2016	06.02.2017
ALBRK	2017	21 Şubat 2018 7:46	21.02.2018	17.10.2017	06.02.2018
ALBRK	2018	4 Mart 2019 23:18	05.03.2019	26.10.2018	18.02.2019
DENİZ	2013	25 Şubat 2014 22:06	26.02.2014	21.10.2013	11.02.2014
DENİZ	2014	19 Şubat 2015 22:12	20.02.2015	15.10.2014	05.02.2015
DENİZ	2015	18 Şubat 2016 23:40	19.02.2016	14.10.2015	04.02.2016
DENİZ	2016	23 Şubat 2017 21:47	24.02.2017	21.10.2016	09.02.2017
DENİZ	2017	7 Şubat 2018 23:11	08.02.2018	04.10.2017	24.01.2018
DENİZ	2018	21 Şubat 2019 19:05	22.02.2019	17.10.2018	07.02.2019
GARAN	2013	30 Ocak 2014 17:42	31.01.2014	19.09.2013	16.01.2014
GARAN	2014	3 Şubat 2015 17:46	04.02.2015	25.09.2014	20.01.2015
GARAN	2015	2 Şubat 2016 18:45	03.02.2016	28.09.2015	19.01.2016
GARAN	2016	31 Ocak 2017 18:11	01.02.2017	28.09.2016	17.01.2017
GARAN	2017	31 Ocak 2018 18:11	01.02.2018	27.09.2017	17.01.2018
GARAN	2018	31 Ocak 2019 18:12	01.02.2019	26.09.2018	17.01.2019
HALKB	2013	17 Şubat 2014 17:57	18.02.2014	07.10.2013	03.02.2014
HALKB	2014	17 Şubat 2015 17:41	18.02.2015	13.10.2014	03.02.2015
HALKB	2015	24 Şubat 2016 17:45	25.02.2016	20.10.2015	10.02.2016
HALKB	2016	13 Şubat 2017 18:11	14.02.2017	11.10.2016	30.01.2017
HALKB	2017	14 Şubat 2018 18:13	15.02.2018	11.10.2017	31.01.2018
HALKB	2018	14 Şubat 2019 18:36	15.02.2019	10.10.2018	31.01.2019
ICBCT	2013	27 Şubat 2014 18:43	28.02.2014	23.10.2013	13.02.2014
ICBCT	2014	2 Mart 2015 17:45	03.03.2015	24.10.2014	16.02.2015
ICBCT	2015	29 Şubat 2016 17:54	01.03.2016	23.10.2015	15.02.2016
ICBCT	2016	1 Mart 2017 21:43	02.03.2017	27.10.2016	15.02.2017
ICBCT	2017	28 Şubat 2018 22:47	01.03.2018	25.10.2017	14.02.2018
ICBCT	2018	21 Şubat 2019 23:14	22.02.2019	17.10.2018	07.02.2019
ISCTR	2013	12 Şubat 2013 18:11	13.02.2014	04.10.2012	29.01.2013
ISCTR	2014	30 Ocak 2015 17:46	02.02.2015	23.09.2014	16.01.2015
ISCTR	2015	1 Şubat 2016 17:54	02.02.2016	23.09.2015	18.01.2016
ISCTR	2016	2 Şubat 2017 18:47	03.02.2017	30.09.2016	19.01.2017
ISCTR	2017	2 Şubat 2018 18:20	05.02.2018	29.09.2017	19.01.2018
ISCTR	2018	8 Şubat 2019 18:54	11.02.2019	04.10.2018	25.01.2019
KLNMA	2013	14 Şubat 2014 18:08	17.02.2014	04.10.2013	31.01.2014
KLNMA	2014	13 Şubat 2015 21:24	16.02.2015	09.10.2014	30.01.2015
KLNMA	2015	10 Şubat 2016 17:48	11.02.2016	06.10.2015	27.01.2016
KLNMA	2016	9 Şubat 2017 18:47	10.02.2017	07.10.2016	26.01.2017
KLNMA	2017	9 Şubat 2018 19:11	12.02.2018	06.10.2017	26.01.2018
KLNMA	2018	7 Şubat 2019 19:22	08.02.2019	03.10.2018	24.01.2019

Ek 1: Devamı

Hisse Kodu	Finansal Tablo Dönemi	Finansal Tablo Açıklama Tarihi	Olay Günü	Tahmin Penceresi	
				İlk Tarih	Son Tarih
QNBFB	2013	27 Şubat 2014 18:31	28.02.2014	23.10.2013	13.02.2014
QNBFB	2014	5 Şubat 2015 19:32	06.02.2015	29.09.2014	22.01.2015
QNBFB	2015	19 Şubat 2016 18:18	22.02.2016	15.10.2015	05.02.2016
QNBFB	2016	3 Şubat 2017 18:10	06.02.2017	03.10.2016	20.01.2017
QNBFB	2017	2 Şubat 2018 19:28	05.02.2018	29.09.2017	19.01.2018
QNBFB	2018	4 Şubat 2019 21:37	05.02.2019	28.09.2018	21.01.2019
SKBNK	2013	20 Şubat 2014 17:44	21.02.2014	10.10.2013	06.02.2014
SKBNK	2014	25 Şubat 2015 17:55	26.02.2015	21.10.2014	11.02.2015
SKBNK	2015	12 Şubat 2016 18:26	15.02.2016	08.10.2015	29.01.2016
SKBNK	2016	23 Şubat 2017 18:18	24.02.2017	21.10.2016	09.02.2017
SKBNK	2017	28 Şubat 2018 18:23	01.03.2018	25.10.2017	14.02.2018
SKBNK	2018	28 Şubat 2019 19:21	01.03.2019	24.10.2018	14.02.2019
TSKB	2013	4 Şubat 2014 18:54	05.02.2014	24.09.2013	21.01.2014
TSKB	2014	29 Ocak 2015 17:48	30.01.2015	22.09.2014	15.01.2015
TSKB	2015	28 Ocak 2016 17:43	29.01.2016	21.09.2015	14.01.2016
TSKB	2016	1 Şubat 2017 18:44	02.02.2017	29.09.2016	18.01.2017
TSKB	2017	30 Ocak 2018 18:11	31.01.2018	26.09.2017	16.01.2018
TSKB	2018	1 Şubat 2019 19:12	04.02.2019	27.09.2018	18.01.2019
VAKBN	2013	13 Şubat 2014 17:45	14.02.2014	03.10.2013	30.01.2014
VAKBN	2014	16 Şubat 2015 17:45	17.02.2015	10.10.2014	02.02.2015
VAKBN	2015	11 Şubat 2016 17:45	12.02.2016	07.10.2015	28.01.2016
VAKBN	2016	20 Şubat 2017 18:27	21.02.2017	18.10.2016	06.02.2017
VAKBN	2017	13 Şubat 2018 18:29	14.02.2018	10.10.2017	30.01.2018
VAKBN	2018	26 Şubat 2019 19:41	27.02.2019	22.10.2018	12.02.2019
YKBNK	2013	10 Şubat 2014 17:44	11.02.2014	30.09.2013	27.01.2014
YKBNK	2014	2 Şubat 2015 17:43	03.02.2015	24.09.2014	19.01.2015
YKBNK	2015	2 Şubat 2016 18:57	03.02.2016	28.09.2015	19.01.2016
YKBNK	2016	2 Şubat 2017 18:13	03.02.2017	30.09.2016	19.01.2017
YKBNK	2017	6 Şubat 2018 18:12	07.02.2018	03.10.2017	23.01.2018
YKBNK	2018	1 Şubat 2019 18:13	04.02.2019	27.09.2018	18.01.2019