

POLİTİK SEÇİM TARİHLERİ ETRAFINDA ANORMAL GETİRİ HAREKETLERİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ (*)

Yunus YILMAZ (**)

Bekir ELMAS (***)

Öz

Ülkemiz uzun yıllar koalisyon hükümetleri ile yönetilmiş ve bu hükümetlerin birçoğunun yaşam süreleri oldukça kısa olmuştur. Sık hükümet değişimleri özellikle ekonomi politikalarının sürdürülmesini engellemektedir. Ayrıca hükümet değişiklikleri, hisse senedi piyasalarında doğrudan bir etkiye sahiptir. Hisse senetleri alternatiflerine göre daha riskli yatırım araçlarıdır. Bu nedenle yatırımcıların hisse senedi fiyatlarını ve getirilerini etkileyen faktörleri yakından takip etmeleri gerekmektedir. Literatürde, seçim tarihleri etrafındaki günlerde hisse senetleri üzerinde anormal getiriler elde edildiği ortaya konmuştur. Bu çalışmada, 1990-2015 döneminde Türkiye’de yapılan Politik Seçimler ile BIST-100 endeks getirisi arasındaki ilişki incelenmiştir. İlgili dönemde sekiz Milletvekili Genel Seçimi, dört Yerel Seçim, üç Referandum ve bir Cumhurbaşkanlığı seçimi yapılmıştır. Olay çalışması yöntemi kullanılarak, politik seçim tarihleri etrafındaki günlerde, BIST-100 endeksinde anormal getiriler elde edildiği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Genel Seçimler, Olay Çalışması, BIST-100, Getiri, Anormal Getiri.

JEL Sınıflaması: G12, G14, G18

*) Bu çalışma “Hisse Senedi Getirileri Üzerinde Beklenmedik Olaylar ve Politik Seçimlerin Etkilerinin Araştırılması: BIST’te Bir Uygulama” başlıklı doktora tezinden türetilmiştir.

**) Dr. Öğr. Üyesi, Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman Ana Bilim Dalı
(e-posta: yunus.yilmaz@dicle.edu.tr) ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6142-2923>

***) Prof. Dr., Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü Muhasebe ve Finans Ana Bilim Dalı
(e-posta: belmas@atauni.edu.tr) ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-2094-2180>

Anormal Return Movements Around Political Election Dates: Case of ISE

Abstract

Our country has been governed by coalition governments for many years and the life span of many of these governments has been quite short. Frequent government changes, in particular, prevent the continuation of economic policies. In addition, government changes have a direct impact on stock markets. Equities are more risky investment instruments than alternatives. For this reason, investors should closely follow the factors affecting stock prices and returns. In the literature, it is indicated that there are abnormal returns in shares the days closer to general elections. In this study, it is aimed to analyze the relation between ISE 100 return index and the political elections between 1990 and 2015. In the relevant period, there were eight deputies general elections, four local elections, three referendums and one presidential election. Using the event study method, it has been found that abnormal returns are obtained in the ISE 100 index in the days around the political election dates.

Keywords: General Elections, Event Study, ISE 100, Return, Abnormal Return.

Jel Classification: G12, G14, G18

1. Giriş

Alıcı ve satıcıların piyasadaki tüm bilgilere zamanında ve maliyetsiz ulaşması piyasanın etkin olup olmadığı ile ilgilidir. Fama, Fisher, Jensen ve Roll (1969), yeni bir bilgiye hızlıca adapte olan piyasaları “Etkin Piyasa” kavramı ile ifade etmişlerdir. Daha sonraki bir çalışmasında Fama, piyasa etkinliğini, menkul kıymet fiyatlarının piyasadaki mevcut tüm bilgileri tam olarak yansıtması şeklinde tanımlamıştır (Fama, 1991). Etkin bir piyasada, bütün bilgiler tüm yatırımcılar tarafından serbestçe elde edilebilmekte, aynı şekilde işlem gören bütün finansal araçlar istenilen miktar ve hacimde alınıp satılabilmektedir (Madura, 2015). Piyasa etkinliği; Zayıf Form, Yarı Kuvvetli Form ve Kuvvetli Form olmak üzere üç grupta ele alınır. Zayıf form piyasa etkinliğinde, hiçbir yatırımcının geçmişteki fiyat hareketlerine bakarak normalin üstünde bir getiri elde edemeyeceği kabul edilir. Bu nedenle teknik analiz gibi benzer hiçbir analizin fiyatları tahmin etmede yararı yoktur (Fama, 1970). Yarı kuvvetli form etkin bir piyasada, geçmiş fiyat hareketlerinin yanında, kamuya açıklanmış bilgilerle normalin üstünde getiri sağlanamayacağı varsayılır. Dolayısıyla şirketle ilgili kamuya açıklanan tüm bilgiler ve finansal tablolar yatırım kararı için etkili olmamalıdır (Taner ve Kayalidere, 2002: 3). Kuvvetli form etkin piyasada ise yatırımcılar, kamuya açıklanmamış özel bilgilerle dahi normalin üstünde getiri elde edemeyecekleri kabul edilmektedir. Fakat uzun yıllardan beri yapılan bazı araştırmalar, çeşitli teknikleri kullanarak yatırımcıların belirli borsalarda normalin üzerinde bir getiri elde edebildiklerini ortaya koymuştur (Karan, 2013: 279).

Şirketler, yatırım kararlarını vermeden önce yatırım yapmayı planladıkları ülkenin politik koşullarını, yatırımın belirleyicisi olarak değerlendirirler. Politik açıdan hüküme-

tin istikrarlılığı ve sağlamlığı yatırımı çekmede önemli bir faktördür. Hiçbir şirket, faaliyet göstereceği ülkedeki politik çevreyi göz ardı ederek hayatiyetini sürdüremez (Moura vd, 2011: 289). Sermaye yatırımlarında özellikle hesap edilmesi gereken politik risk, yatırımdan sağlanacak nakit akımlarını olumsuz etkileyebilecek hükümet faaliyetlerini ifade etmektedir (Bekaert vd., 2016). Politik risk, bir şirketi yatırım yapmaktan caydırabilir; başka bir deyişle, bir ülkenin siyasi ortamındaki belirsizlik düzeyinin yüksekliği, yatırımların ülkeye çekilmesinde zorluk oluşturabilir (Keegan ve Green, 2015: 129).

Politik iklim kavramı, akla ilk olarak siyasi sistemin istikrarını getirmektedir. Sık hükümet değişimlerinin olduğu bir ülkede, bu değişimler beraberinde radikal politikaları getiriyor ya da şiddetli toplumsal çatışmaları yansıtıyorsa, bu durum işletme faaliyetleri için güvensiz bir ortamın göstergesidir (Annett, 2001: 564-565). Bir hükümetin aşırı sağ ya da aşırı sol eğilimli olma derecesi, muhafazakâr ya da liberal olması, yasamadaki sosyalist sandalyeler, radikal partilerin durumu ve politik süreç içerisinde ordunun rolü ülkedeki politik iklimin göstergesidir. Bu nedenle söz konusu işletmelerin politik manzarayı her yönüyle araştırmaları gerekmektedir (Gegey vd., 2003: 159).

Uluslararası ticari ilişkilerde hükümetler önemli birer oyuncudurlar. Her hükümet, ülkesinin üretim ve ticaret alanlarında gelişmesini ve büyümesini desteklemelidir (Khat-tab vd., 2007: 734). Ülkemizde 1960-1971 yılları arasındaki hükümetlerin ömrü 1 yıl 3 ay; 1971-1980 yılları arasında 7 ay; 1980-1989 yılları arasında 1 yıl 6 ay, 1990'lı yıllarda ise ortalama hükümet ömrü 8 aydır. Sık sık değişen hükümetler, diğer politikalar gibi ekonomi politikalarının da sürdürülmesine engeldir. Çünkü her hükümet kendi anlayışı çerçevesinde politikaları yürütmek istemektedir. Dolayısıyla bir hükümetin yaşam süresini aşacak vadelerde sonuç verecek politikalar uygulanamaz durumda kalmaktadır. Ayrıca sıklaşan seçimler seçim giderlerini sürekli hale getiriyor ve bunun sonucunda ise seçimlere yapılan harcamaların artması nedeniyle devlete yüklenen giderlerin payı yükselmektedir (Kazgan, 2009: 287).

Finansal piyasaları etkileyebilecek en kritik risklerin başında politik seçimler gelmektedir. Finans literatüründe, döviz kuru, faiz oranları, enflasyon, GSMH gibi makroekonomik değişkenlerin sermaye piyasasına etkisini araştıran birçok çalışma mevcuttur. Ancak politik seçimlerin borsadaki etkilerini inceleyen çalışma sayısı nispeten sınırlıdır. Bu nedenle bu çalışmada, 1990-2015 yılları arasında yapılan politik seçimler ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkinin araştırılması amaçlanmıştır. İlgili dönem içerisinde sekiz Milletvekili Genel Seçimi, dört Yerel Seçim, üç Referandum ve bir Cumhurbaşkanlığı seçimi yapılmıştır.

2. Literatür Taraması

Politik seçimler ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların çoğunluğunun yurtdışında yapıldığı, yurtiçi literatürde bu konuda çok az sayıda çalışma olduğu dikkati çekmektedir.

Lobo (1999) ABD’de yaptığı çalışmada, seçimlerin yapıldığı yılda hisse senedi getirilerinin çoğunlukla negatif, takip eden yıllarda ise pozitif olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca seçimlerin sermaye piyasaları için önemli bir belirsizlik oluşturduğunu ve yine seçim dönemlerinde volatilitenin oldukça yüksek olduğunu belirlemiştir.

Pantzalis ve diğ. (2000) ise 33 ülkede 1974-1995 yılları arasında yapılan genel seçim tarihleri etrafında hisse senedi piyasa endekslerinin hareketlerini incelemişlerdir. Sonuç olarak seçim haftasından önceki iki hafta boyunca pozitif anormal getiriler ortaya çıktığını tespit etmişlerdir.

Santa-Clara ve Valkonov ise (2003) ABD’de hisse senedi getirileri ile başkanlık seçimleri arasında karşılıklı bir ilişkinin olup olmadığını araştırmışlardır. Bu çalışmanın sonunda, Demokrat ve Cumhuriyetçi parti dönemlerindeki hisse senedi getirileri arasındaki farklılıkların istatistiksel anlamlılığa sahip olduğunu bulmalarına karşın, seçim dönemlerinden hemen önce, seçimler esnasında ve seçimlerden hemen sonra hisse senedi fiyat değişimlerinin istatistiksel anlamlılığa sahip olmadığını gözlemlemişlerdir.

Mandacı (2003) Türkiye’de yapılan dört genel seçimin İMKB-100 endeksi üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemi ile araştırmışlardır. Otuz günlük olay penceresinin kullanıldığı çalışmada 1991, 1995 ve 1999 seçimlerinden bir gün önce pozitif anormal getiri ortaya çıkmış, seçimlerden bir gün sonra ise negatif anormal getiri ortaya çıkmıştır. Fakat 2002 seçimlerinden bir gün önce negatif getiri elde edilirken, bir gün sonra pozitif getiri elde edilmiştir. Anormal kümülatif ortalama getiriler ise olay sonrası dönemde istatistiksel anlamlılığa sahipken olay öncesi dönemde bu anlamlılık söz konusu değildir.

Bialkowski ve diğ. (2008) çalışmalarında, 27 OECD ülkesinde yapılan seçimler ile bu ülkelerin hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırma sonucunda, hisse senedi fiyatlarının seçim sonuçlarına pozitif yönde ve güçlü bir şekilde tepki verdiği sonucuna ulaşmışlardır.

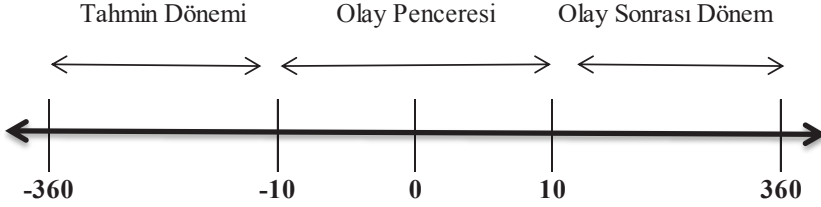
Furio ve Pardo (2010) ise çalışmalarında, İspanya hisse senedi piyasalarında politik olayların etkilerini araştırmışlardır. Seçim dönemlerinde görevdeki kişinin değiştiği ve sağ ya da sol hangi taraf seçimleri kazanırsa kazansın anormal getiri oluşmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Ada ve diğ. (2013) çalışmalarında, 1988-2011 döneminde Türkiye’de yapılan politik seçimler ve referandumlar ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi olay çalışması yöntemiyle araştırmışlardır. Seçim tarihlerinden 15 gün önce ve sonrasının olay penceresi olarak alındığı çalışmada, BIST-100 endeksinde anormal getiriler elde edildiği bulgusuna ulaşılmıştır. Kümülatif ortalama anormal getiriler incelendiğinde özellikle seçimlerden sonra istatistiki anlamlılığa sahip anormal getirilerin olduğu tespit edilmiştir.

3. Araştırma Yöntemi

Politik seçimler gibi nitel olaylar ile hisse senedi getirisi gibi nicel değişkenler arasındaki ilişkinin analiz edilmesinde, genellikle olay çalışması (event study) yöntemi kullanılmaktadır. Bu yöntemin amacı, bir olayın gerçekleştiği tarih etrafında piyasada

anormal bir getirinin sağlanıp sağlanmadığının tespit edilmesidir. Anormal getiriler, genellikle olay tarihindeki toplam piyasa endeksi getirisinin performansı ile ilişkilendirilir (Sakarya, 2011: 154). Bu çalışmada, ülkemizde 1990-2015 yılları arasında yapılan politik seçimlerin hisse senedi fiyatlarında anormal getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığının analizi amacıyla, her bir olay tarihi için (-10, +10) olmak üzere toplam 21 günlük olay penceresi belirlenmiştir.



Şekil 1. Tahmin dönemi, olay penceresi ve olay sonrası dönem.

Genel seçim tarihleri olay günü olarak alındığından (-10, +10) olay aralığı olay penceresi olarak seçilmiştir. Olay penceresi içerisinde anormal getiri olup olmadığını test etmek amacıyla öncelikle anormal getiri değerleri hesaplanmıştır. Bu nedenle ortalama düzeltilmiş getiri yöntemine göre, olay öncesi ve sonrası günler için anormal getiriler aşağıdaki formül (1) yardımıyla hesaplanmıştır (Chen ve Siems, 2004: 352):

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_i \quad (1)$$

Formüldeki AR_{it} , herhangi bir t günündeki anormal getiriyi; R_{it} , t gününde gözlenen mevcut endeks getirisini; \bar{R}_i ise tahmin dönemi olan (-360, -11) periyodundaki endeks getirilerinin ortalamasını temsil etmektedir.

Daha sonra hesaplanan AR değerleri, ilgili dönemin standart sapmasına bölünerek standartlaştırılmış ve t değerlerine ulaşılmıştır (Ada vd., 2013: 27).

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\sigma_i} \quad (2)$$

Örnekleme büyüklüğü 30'dan küçük olduğu için, olay penceresi günlerinde anormal getiriler t testi ile hesaplanmıştır. Hesaplanan "t" skoru, bu çalışma için kritik değer ile karşılaştırılmıştır. Buna göre %95 güven aralığı için, t skoru 2,086'dan büyükse veya -2,086'dan küçükse fark istatistiksel olarak anlamlı ve söz konusu gün için anormal getiri ortaya çıktığı değerlendirilmiştir.

AR'lerin standartlaştırılmasından sonra, olay penceresi içerisinde (-10, +10), (-10, 0), (-5, 0), (0,+5), (0, +10) farklı dönem aralıklarında kümülatif ortalama anormal getiri(CAAR) olup olmadığını ölçmek için anormal getiriler kullanılarak, kümülatif ortalama anormal getiriler formül (3) yardımıyla hesaplanmıştır.

$$CAAR = \sum_{t=T_1}^{T_2} \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (3)$$

Kümülatif ortalama anormal getirilerin istatistiki olarak anlamlı olup olmadığının tespiti aşağıdaki formül (6) ile bulunan t-testi sonucuna göre yapılmıştır (Hendricks ve Singhal, 2008: 782).

$$t(CAAR) = \sqrt{\frac{1}{n.k}} \sum_{t=T_1}^{T_2} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{\sigma_i} \quad (4)$$

Yukarıdaki (4) numaralı formül kümülatif ortalama anormal getirilerin anlamlılığını belirlemede kullandığımız t-testi değerini ifade etmektedir.

4. Araştırma Bulguları

Tablo 1 ve 2’de olay penceresi içerisinde, genel seçimlerden önce ve sonraki 10 güne ait anormal getiriler ve bu getirilere ait t testi değerleri gösterilmiştir.

Tablo 1. 01.11.2015, 07.06.2015, 12.06.2011 ve 22.07.2007 Genel Seçimlerinin Olay Penceresindeki Anormal Getiri Değerleri

Gün	01.11.2015		07.06.2015		12.06.2011		22.07.2007	
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	-0,010	-0,783	-0,015	-1,064	-0,016	-1,092	0,027	1,570
t-9	0,016	1,235	-0,011	-0,815	0,024	1,685	-0,014	-0,822
t-8	0,009	0,729	0,007	0,522	0,002	0,142	-0,010	-0,577
t-7	-0,009	-0,727	-0,009	-0,656	-0,003	-0,175	0,038	2,205
t-6	0,006	0,465	-0,008	-0,544	-0,006	-0,381	0,002	0,086
t-5	-0,002	-0,138	-0,032	-2,293	0,011	0,737	-0,006	-0,353
t-4	-0,011	-0,860	0,012	0,853	0,014	0,982	-0,003	-0,156
t-3	-0,008	-0,607	0,023	1,695	-0,007	-0,475	-0,011	-0,605
t-2	-0,002	-0,135	-0,011	-0,817	-0,007	-0,473	0,042	2,413
t-1	0,011	0,854	-0,007	-0,520	0,000	-0,008	-0,008	-0,439
t	0,052	4,100	-0,052	-3,775	-0,003	-0,231	0,049	2,826
t+1	-0,009	-0,739	0,004	0,287	-0,022	-1,505	-0,013	-0,741
t+2	0,009	0,710	0,020	1,464	-0,021	-1,432	-0,002	-0,126
t+3	-0,009	-0,694	0,013	0,975	0,002	0,162	-0,044	-2,493
t+4	-0,013	-0,983	-0,004	-0,326	0,009	0,635	-0,019	-1,062
t+5	0,001	0,099	-0,020	-1,520	-0,012	-0,832	-0,002	-0,140
t+6	-0,011	-0,850	0,015	1,116	0,016	1,115	0,026	1,465
t+7	0,007	0,513	0,006	0,451	-0,014	-0,948	-0,030	-1,696
t+8	0,005	0,405	0,014	1,074	0,006	0,386	0,002	0,086
t+9	-0,003	-0,254	0,006	0,424	0,007	0,509	-0,014	-0,777
t+10	-0,010	-0,802	0,011	0,867	-0,002	-0,161	-0,006	-0,342

Tablo 1'e göre genel seçimler arasında olay günü itibariyle; 01.11.2015 seçimi, 07.06.2015 seçimi ve 22.07.2007 seçimi etrafında, istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri ortaya çıkmıştır.

1 Kasım 2015 genel seçiminde olay günü %95 güven aralığında anlamlı bir farklılık gözlenmekte, %5,2 oranında pozitif yönde anormal getiri ortaya çıktığı görülmektedir. 7 Haziran 2015 genel seçiminde ise olay günü, yine istatistiki anlamlılık mevcut olmakla birlikte negatif yönde %-5,2 oranında anormal getiri değeri gözlenmektedir. Bu seçimden önceki beşinci günde de negatif yönlü ve istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri değeri belirlenmiştir. 12 Haziran 2011 genel seçiminde olay günü dâhil, olay penceresi içerisindeki hiçbir günde istatistiki anlamlılık tespit edilmemiştir. 22 Temmuz 2007 genel seçiminde ise istatistiki anlamlılığa sahip pozitif anormal getiri değeri hesaplanmıştır. Olay günü %4,9 oranında AR değeri bulunmakta, seçimden önceki ikinci ve yedinci günlerde pozitif, seçimden sonraki üçüncü günde ise negatif yönlü anlamlı farklılıklar gözlenmektedir.

Tablo 2. 03.11.2002, 18.04.1999, 24.12.1995 ve 20.10.1991 Genel Seçimlerinin Olay Penceresindeki Anormal Getiri Değerleri

Gün	03.11.2002 Genel Seçimi		18.04.1999 Genel Seçimi		24.12.1995 Genel Seçimi		20.10.1991 Genel Seçimi	
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	0,022	0,769	0,032	0,807	-0,048	-2,036	0,008	0,279
t-9	0,010	0,362	0,038	0,982	-0,007	-0,294	0,007	0,216
t-8	0,015	0,531	0,005	0,127	-0,028	-1,146	-0,010	-0,322
t-7	-0,018	-0,653	-0,040	-1,031	0,021	0,855	-0,046	-1,420
t-6	0,044	1,572	-0,029	-0,747	-0,001	-0,034	-0,005	-0,162
t-5	0,004	0,126	-0,053	-1,345	0,018	0,765	-0,004	-0,136
t-4	0,003	0,117	-0,094	-2,409	-0,025	-1,046	0,024	0,768
t-3	-0,028	-1,010	0,093	2,385	0,037	1,515	0,009	0,287
t-2	0,012	0,421	-0,008	-0,207	0,003	0,139	0,003	0,100
t-1	-0,003	-0,096	0,051	1,297	0,020	0,820	0,034	1,124
t	0,060	2,139	-0,006	-0,142	-0,069	-2,900	-0,018	-0,596
t+1	0,097	3,489	0,094	2,398	0,050	2,087	0,032	1,055
t+2	0,003	0,099	-0,009	-0,219	-0,023	-0,946	0,053	1,772
t+3	0,119	4,248	0,033	0,841	-0,031	-1,311	-0,006	-0,236
t+4	-0,018	-0,648	0,028	0,709	0,011	0,460	0,011	0,496
t+5	-0,034	-1,211	-0,003	-0,069	-0,033	-1,381	0,008	0,420
t+6	-0,054	-1,935	0,034	0,871	0,003	0,125	-0,009	-0,518

t+7	0,026	0,948	-0,008	-0,209	0,021	0,860	-0,018	-0,973
t+8	0,044	1,585	-0,017	-0,415	0,011	0,472	-0,001	-0,027
t+9	0,047	1,717	0,007	0,168	-0,015	-0,617	0,007	0,356
t+10	0,034	1,215	0,010	0,249	0,002	0,082	0,021	1,032

Tablo 2'ye göre genel seçimler arasında olay günü itibariyle; 03.11.2002 seçimi ve 24.12.1995 seçimi etrafında, istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri ortaya çıkmıştır.

3 Kasım 2002 genel seçiminin olay günü %6,0 oranında pozitif ve anlamlı anormal getiri ortaya çıkmıştır. Aynı seçimden sonraki birinci ve üçüncü günlerde de anlamlı farklılığa sahip pozitif anormal getiri değerleri görülmektedir. 18 Nisan 1999 genel geçiminde ise olay günü istatistiki anlamlılık bulunmazken, seçimden önceki üçüncü ve dördüncü günler ile seçimden sonraki birinci günlerde anlamlı farklılıklar gözlenmektedir. 24 Aralık 1995 genel seçiminde olay günü anlamlı farklılığa sahip ve negatif yönde %-6,9 anormal getiri gözlenmekte, aynı şekilde seçimden sonraki birinci günde de istatistiki anlamlılığa sahip ancak pozitif yönde anormal getiri ortaya çıkmıştır. 20 Ekim 1991 genel seçiminde olay günü dâhil olmak üzere olay penceresi içerisinde hiçbir günde anlamlı farklılığa sahip anormal getiri değerine ulaşamamıştır.

Tablo 3. 30.03.2014, 29.03.2009, 28.03.2004 ve 27.03.1994 Yerel Seçimlerinin Olay Penceresindeki Anormal Getiri Değerleri

Gün	30.03.2014 Yerel Seçimi		29.03.2009 Yerel Seçimi		28.03.2004 Yerel Seçimi		27.03.1994 Yerel Seçimi	
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	0,015	0,851	0,002	0,097	0,006	0,231	-0,002	-0,057
t-9	0,021	1,245	-0,005	-0,192	-0,013	-0,461	0,051	1,674
t-8	-0,001	-0,064	0,004	0,165	-0,003	-0,127	0,038	1,237
t-7	-0,003	-0,192	0,022	0,877	0,014	0,525	-0,003	-0,103
t-6	-0,010	-0,600	0,005	0,210	0,019	0,692	-0,017	-0,558
t-5	-0,013	-0,774	0,038	1,521	0,005	0,188	0,040	1,279
t-4	0,016	0,897	0,006	0,225	-0,001	-0,042	-0,053	-1,687
t-3	0,046	2,659	0,024	0,933	0,006	0,218	-0,087	-2,766
t-2	-0,010	-0,576	-0,003	-0,103	0,004	0,148	-0,054	-1,735
t-1	0,031	1,765	0,014	0,538	0,016	0,572	0,038	1,223
t	0,009	0,526	-0,019	-0,771	0,000	0,012	0,046	1,442
t+1	0,016	0,929	0,027	1,068	-0,044	-1,619	-0,030	-0,949
t+2	-0,003	-0,165	0,009	0,372	0,006	0,215	-0,018	-0,554

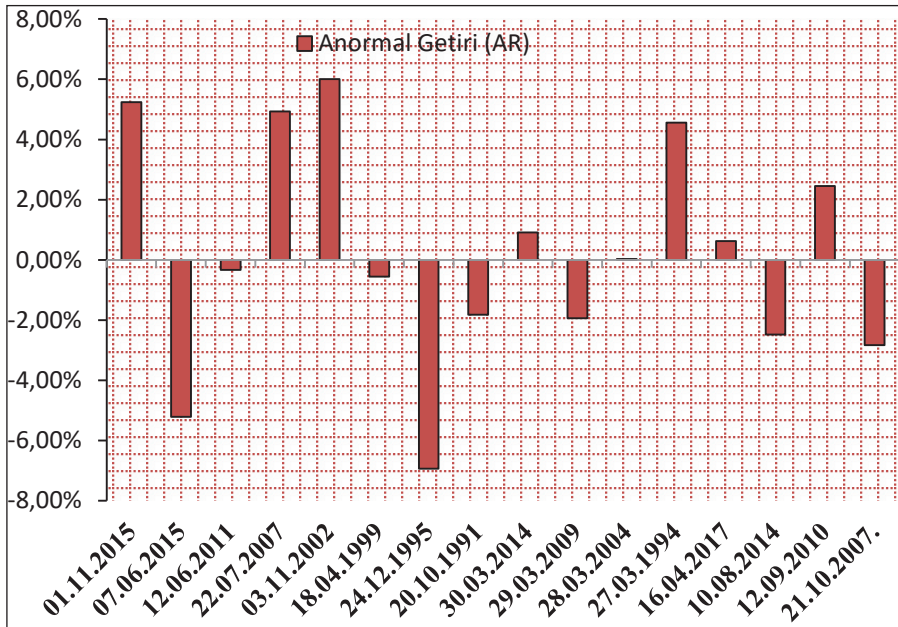
t+3	0,013	0,734	0,034	1,352	0,004	0,159	0,024	0,766
t+4	0,015	0,842	-0,003	-0,112	0,006	0,213	0,064	2,033
t+5	-0,001	-0,063	0,003	0,127	-0,010	-0,360	0,081	2,555
t+6	0,020	1,162	-0,008	-0,315	-0,005	-0,188	0,064	2,007
t+7	-0,021	-1,182	0,050	1,967	-0,014	-0,510	0,071	2,228
t+8	0,010	0,572	0,034	1,351	-0,034	-1,244	-0,017	-0,522
t+9	-0,006	-0,316	0,012	0,492	0,002	0,077	0,070	2,177
t+10	0,014	0,809	-0,012	-0,458	-0,015	-0,555	0,019	0,591

Tablo 3 ve 4'te görüldüğü gibi, yerel seçim ve referandumların hiçbirinde olay günü anlamlı farklılığa sahip anormal getiri değeri gözlenmemiştir. Söz konusu bu seçimlere piyasanın en azından olay günü için anlamlı düzeyde tepki vermediği ifade edilebilir. Olay penceresi içerisinde; 30.03.2014 yerel seçiminde seçimden önceki üçüncü gün, 27.03.1994 yerel seçiminde seçimden önceki üçüncü gün, seçimden sonraki beşinci, yedinci ve dokuzuncu günlerde, 16.04.2017 halk oylamasında ise olay tarihinden önce beşinci gün istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiriler ortaya çıkmıştır.

Tablo 4. 16.04.2017, 10.08.2014, 12.09.2010 ve 21.10.2007 Tarihli Seçimlerin Olay Penceresindeki Anormal Getiri Değerleri

Gün	16.04.2017		10.08.2014		12.09.2010		21.10.2007	
	Halk Oylaması	Cumhur. Seçimi	Halk Oylaması	Cumhur. Seçimi	Halk Oylaması	Cumhur. Seçimi	Halk Oylaması	Cumhur. Seçimi
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	-0,003	-0,266	0,004	0,222	-0,008	-0,509	0,033	1,765
t-9	-0,001	-0,080	0,012	0,660	0,011	0,644	-0,010	-0,513
t-8	0,004	0,337	0,005	0,270	0,002	0,140	0,028	1,505
t-7	-0,004	-0,330	-0,025	-1,406	0,008	0,483	-0,009	-0,480
t-6	-0,002	-0,181	-0,001	-0,044	0,009	0,562	0,010	0,559
t-5	0,030	2,301	-0,002	-0,141	0,000	0,024	0,002	0,132
t-4	-0,004	-0,305	-0,016	-0,884	0,000	-0,024	-0,019	-1,002
t-3	0,000	0,013	-0,015	-0,866	-0,001	-0,053	0,012	0,663
t-2	-0,012	-0,938	-0,008	-0,434	-0,008	-0,504	-0,030	-1,590
t-1	0,002	0,136	0,004	0,249	-0,005	-0,290	-0,015	-0,777
t	0,006	0,474	-0,025	-1,414	0,025	1,496	-0,028	-1,514
t+1	0,008	0,604	0,007	0,398	0,001	0,071	0,032	1,693
t+2	-0,006	-0,502	-0,003	-0,164	0,012	0,750	-0,003	-0,142

t+3	0,013	1,042	-0,001	-0,048	0,003	0,178	0,001	0,047
t+4	0,004	0,311	-0,012	-0,654	0,000	-0,020	0,012	0,640
t+5	0,015	1,142	0,008	0,473	0,004	0,259	0,005	0,266
t+6	0,009	0,663	0,025	1,397	-0,005	-0,305	0,014	0,739
t+7	-0,002	-0,117	-0,005	-0,304	0,003	0,193	-0,005	-0,281
t+8	-0,003	-0,221	0,001	0,060	-0,007	-0,417	-0,010	-0,539
t+9	0,004	0,287	0,000	-0,023	-0,002	-0,095	-0,015	-0,802
t+10	-0,003	-0,267	0,004	0,238	0,004	0,229	0,014	0,752



Grafik 1. Politik seçimlerin olay gününde anormal getirileri

Genel seçimler için olay günü anormal getiriyi gösteren Grafik 1’de görüldüğü gibi, seçimlerin yarısından fazlasında negatif anormal getiri ortaya çıkmıştır. Hisse senedi getirilerini en fazla 24.12.1995 genel seçimleri negatif yönde, 03.11.2002 genel seçimleri ise pozitif yönde etkilediği gözlenmektedir.

Tablo 5. Politik Seçimler İçin Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri (CAAR)

Olay Aralığı	01.11.2015		07.06.2015		12.06.2011		22.07.2007	
	Genel Seçimi		Genel Seçimi		Genel Seçimi		Genel Seçimi	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	0,442	4,093*	-1,178	-12,243*	0,073	0,718	0,838	7,351*
(-10, 0)	0,216	1,21	-1,451	-8,873*	0,352	2,400**	1,383	6,424*
(-5, 0)	-0,288	-0,778	-1,132	-2,31	0,642	4,777*	0,256	0,655
(0,+5)	2,368	4,561*	-1,588	-3,038**	-1,112	-5,200*	0,658	1,135
(0, +10)	1,654	4,488*	-0,907	-2,461**	-0,928	-7,013*	0,098	0,269
Olay Aralığı	03.11.2002		18.04.1999		24.12.1995		20.10.1991	
	Genel Seçimi		Genel Seçimi		Genel Seçimi		Genel Seçimi	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	-1,601	-8,117*	0,517	3,458*	-0,7	-5,878*	0,517	4,773*
(-10, 0)	-1,089	-11,081*	0,208	0,61	-0,875	-4,437*	0,831	5,652*
(-5, 0)	0,026	0,128	-1,264	-2,391	0,54	2,709**	-0,318	-1,536
(0,+5)	-4,477	-9,245*	1,12	4,465*	-1,131	-4,025*	-0,628	-1,633
(0, +10)	-4,048	-11,577*	1,207	8,738*	-0,942	-5,681*	-0,464	-2,18
Olay Aralığı	30.03.2014		29.03.2009		28.03.2004		27.03.1994	
	Yerel Seçimi		Yerel Seçimi		Yerel Seçimi		Yerel Seçimi	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	-1,458	-11,415*	-0,924	-7,390*	0,389	6,291*	1,075	4,848*
(-10, 0)	-1,241	-6,849*	-0,763	-3,656*	0,719	4,789*	0,372	2,951**
(-5, 0)	-1,113	-2,137	-2,349	-11,249*	0,854	5,459*	-0,48	-1,454
(0,+5)	-0,949	-8,451*	-0,411	-0,982	-0,977	-2,946**	0,757	3,184**
(0, +10)	-1,031	-13,324*	-1,063	-3,101*	-1,2	-5,697*	1,524	5,124*
Olay Aralığı	16.04.2017		10.08.2014		12.09.2010		21.10.2007	
	Halk Oylaması		Cumhurbaş. Seç.		Halk Oylaması		Halk Oylaması	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	0,53	5,277*	-0,508	-4,481*	0,983	10,001*	0,671	5,702*
(-10, 0)	0,386	1,895	-0,51	-1,478	1,318	5,344*	0,991	4,980*
(-5, 0)	2,877	4,199*	-1,617	-5,029*	0,428	2,215	-0,649	-2,495
(0,+5)	1,132	5,932*	-1,309	-6,129*	3,211	30,980*	-0,036	-0,107
(0, +10)	1,442	9,518*	-0,74	-3,450*	2,944	25,539*	0,232	1,117

*0,01, **0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 5’te genel seçimlerin farklı olay aralıkları için verilen CAAR değerlerine bakıldığında, olay penceresinin tamamını kapsayan (-10, +10) olay aralığında 12.06.2011 tarihli seçim hariç, diğer tüm seçimlerde %1 düzeyinde anlamlı farklılık olduğu görülmektedir. Özellikle seçimlerden sonraki dönemi kapsayan (0, +5) ve (0, +10) olay aralığında yoğun bir şekilde istatistiki anlamlılık olduğu ve CAAR değerlerinin diğer aralıklara göre daha yüksek olduğu gözlenmektedir.

5. Sonuç

Bu çalışmada 1990-2015 döneminde politik seçim tarihleri etrafındaki günlerde Borsa İstanbul’da anormal getiri elde edilip edilmediği ayrıca etkin piyasalar hipotezine göre BIST’in yarı kuvvetli formda etkin olup olmadığı test edilmeye çalışılmıştır. İlgili dönem içerisinde sekiz Milletvekili Genel Seçimi, dört Yerel Seçim, üç Referandum ve bir Cumhurbaşkanlığı Seçimi yapılmış ve bu seçim tarihlerinden önce ve sonra 10 günlük dönemde anormal getirilerin anlamlılığı test edilmeye çalışılmıştır. Olay penceresindeki her bir gün için tahmin döneminin (-360, -11) ortalama getirileri kullanılarak, beklenen getiriler hesaplanmış ve ilgili günün endeks getirisinden çıkarılarak anormal getiriler elde edilmiştir. Daha sonra ise anormal getiriler t testine tabi tutularak anormal getirilerin var olup olmadığı analiz edilmiştir.

Elde edilen bulgulara göre, 1991 ve 2011 genel seçimleri dışındaki diğer seçimler etrafında istatistiki anlamlılığa sahip anormal getirilerin varlığına ulaşılmıştır. Bu sonuç Ada ve diğ.’nin (2013) ulaştığı sonuç ile paralellik göstermektedir. 3 Kasım 2002 seçimlerinden önceki üç seçimde koalisyon hükümetleri iktidara gelmiş, özellikle olay günü negatif anormal getiri değerleri ortaya çıkmıştır. Bu seçim tarihinde ise %6 oranında pozitif ve anlamlı anormal getiri ortaya çıkmıştır. Pozitif anormal getiri, uzun zaman sonra tek partinin iktidara gelmesi ile piyasada, belirsizlik ve istikrarsızlığın giderileceği yönündeki güçlü beklentiden kaynaklanmış olabilir. Zaten tek partinin seçildiği diğer seçimlerde de pozitif anormal getiri değerleri gözlenmektedir.

Hükümetin kurulmadığı ve kısa bir süre sonra tekrar seçim kararının alındığı 7 Haziran 2015 genel seçiminde ise olay günü, anlamlı farklılığa sahip %5,2 oranında anormal getiri değeri gözlenmektedir. Aynı zamanda seçimden önceki beşinci günde de negatif yönlü ve istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri değeri belirlenmiştir. Hükümetin kurulamaması ile piyasada bir belirsizlik söz konusu olmuş ve borsa endeksi bu duruma negatif bir tepki ile karşılık vermiştir. Ancak beş ay sonra yapılan 1 Kasım 2015 genel seçiminde ise olay günü anlamlı farklılığa sahip, %5,2 oranında pozitif anormal getiri ortaya çıktığı görülmektedir. Bu seçim sonucunda yeniden tek parti iktidara gelmiş ve piyasada görece belirsizlik ortadan kalkmıştır.

Genel seçimlerin aksine yerel seçim ve referandumların hiçbirinde olay günü anlamlı farklılığa sahip anormal getiri değeri gözlenmemiştir. Söz konusu bu seçimlere endeksin en azından olay günü için anlamlı düzeyde tepki vermediği ifade edilebilir.

Kümülatif ortalama anormal getiriler değerlendirildiğinde ise, özellikle seçimlerden sonraki dönemi kapsayan (0, +5) ve (0, +10) olay aralığında anormal getirilerin elde edildiği ve bu olay aralıklarında CAAR değerlerinin diğer aralıklara göre daha yüksek olduğu gözlenmiştir. Dolayısıyla yukarıda ifade edilen test sonuçları ile benzerlik göstermektedir.

Sonuç olarak, piyasada ilgili dönem içerisindeki genel seçim tarihlerinin bazılarında anormal getiri ortaya çıktığı belirlenmiştir. Koalisyon hükümeti ile sonuçlanan seçimlerde piyasanın negatif tepki verdiği, tek parti ile sonuçlanan seçimlerde ise daha çok pozitif tepki verdiği ifade edilebilir. Bazı seçim tarihleri etrafında anormal getiri ortaya çıkması ile Borsa İstanbul'un yarı kuvvetli formda etkin olmadığı da elde edilen sonuçlar arasındadır.

Kaynakça

- Ada, S.S., Bolak, M. ve Süer, Ö. (2013). Politik seçimler, referandumlar ve hisse senedi getirileri: İMKB örneği, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 50(579), 23-40.
- Anthony, A. (2001). Social fractionalization, political instability, and the size of the government, *IMF Staff Papers*, 48, (3/4), 564-565.
- Bekaert, G., Harvey, C.R., Lundblad, C.T. ve Siegel, S. (2016). Political risk and international valuation, *Journal of Corporate Finance*, 37, 1-23.
- Bento, J.L. (1999). Jump risk in the US stock market: Evidence using political information, *Review of Financial Economics*, 8, 149-163.
- Chen, A.H. ve Siems, T.F. (2004). The effects of terrorism on global capital markets, *European Journal of Political Economy*, 20, 349-366.
- Christos, P., Stangeland, D.A. ve Turtle, H.J. (2000). Political elections and resolution of uncertainty: The international evidence, *Journal of Banking and Finance*, 24(10), 1575-1604.
- Diogo, F.M. (2011). An analysis of the political risks environment in American developing countries, *International Journal of Academic Research*, 3 (4,) 287-291.
- Dolores, F., ve Pardo, A. (2012). Partisan politics theory and stock market performance: Evidence for Spain, *Spanish Journal of Finance and Accounting*, XLI(155), 371-392.
- Fama, E.F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E.F. (1991). Efficient capital markets: II, *The Journal of Finance*, XLVI(5), 1575-1617.
- Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C. ve Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review*, 10 (1), 1-21

- Gegez, E., Arslan, M., Cengiz, E. ve Uydacı, M. (2003). *Uluslararası pazarlama çevresi*. (1.Baskı). İstanbul: Der Yayınları.
- Hendricks, K.B. ve Vinod, S.R. (2008). The effect of supply chain disruptions on shareholder value, *Total Quality Management*, 19(7), 777-791.
- Jedrzej, B., Gottschalk, K. ve Wisniewski, T.P. (2008). Stock market volatility around national elections, *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1941-1593.
- Karan, M.B. (2013). *Yatırım analizi ve portföy yönetimi*. (4.Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kazgan, G. (2009). *Tanzimat'tan 21. yüzyıla Türkiye ekonomisi*. (4. Baskı). İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Keegan, W.J. ve Green, M.C. (2015). *Küresel pazarlama*. (Çev. R. Tatlıdil). Ankara: Nobel yayınları.
- Khatab, A.A., Anchor, J. ve Davies, E. (2007). Managerial perceptions of political risk in international projects, *International Journal of Project Management*, (25), 734-743.
- Madura, J. (2015). *Financial markets and institutions*. (11.Baskı). Stamford: Cengage Learning.
- Mandacı, P.E. (2003). İMKB'de genel seçimler öncesi ve sonrasında anormal fiyat hareketleri, *İMKB Dergisi*, 7(27), 1-16.
- Pedro, S.C. ve Valkanov, R. (2003). The presidential puzzle: Political cycles and the stock market, *Journal of Finance*, 58, 1841-1872.
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay çalışması yöntemi ile analizi, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 147-162.
- Taner, T. ve Kayalidere, K. (2002). 1995-2000 döneminde İMKB'de anomali araştırması, *Yönetim ve Ekonomi*, 9 (1-2), 1-24.