

Hisse Senedi Gruplandırma Duyurularının Piyasa Fiyatına Etkisi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama

Fatih Konak | ORCID 0000-0002-6917-5082 | fatihkonak@hitit.edu.tr

Hitit Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Çorum, Türkiye

ROR ID: <https://ror.org/01x8m3269>

Kemal Şakrak | ORCID 0000-0001-8659-154X | kemalsakrak@outlook.com

Hitit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Çorum, Türkiye

ROR ID: <https://ror.org/01x8m3269>

Öz

Etkin piyasa kavramı ilk olarak Fama (1970) tarafından ortaya konulurken, ekin bir piyasada menkul kıymetlerle ilgili tüm bilgilerin eş anlık olarak fiyatlara yansdığı iddia edilmiştir. Bu perspektifte, etkin olan bir piyasada ortalamanın üzerinde getiri elde etmek için herhangi bir teknik veya temel analiz yöntemi kullanılmasının katkı sağlamayacağı öngörülmektedir. Diğer taraftan, piyasa katılımcılarının karar alma süreçlerinde bilgiyi ne derece etkili kullandığı, verilen kararlarda yatırımcının nelerden etkilendiği, hangi faktörlerin karar alma sürecini belirlediği ve yatırımcının finansal kararlarda nasıl davrandığı davranışsal finans ile ortaya konulmaktadır. Bu yaklaşıma göre, piyasa hareketlerinin tahmin edilebilir olmasında belli yanılabilirlik ve trendlerin kullanılabileceği ifade edilmektedir. Bu çerçevede çalışmanın amacı Borsa İstanbul bünyesinde 01.07.2021–03.01.2022 tarihleri arasında hisse senedi gruplandırma duyurularının piyasa fiyatına olası etkisini ortaya çıkarmaktır. Belirlenen tarih aralığında farklı pay gruplarına geçiş yapan ve veri devamlılığı sağlayan 110 şirkete ait günlük kapanış fiyatları Olay Çalışması yöntemi ile analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, yukarı yönlü ilgili pazarı değişen hisse senetlerinde, duyuru günü %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ortalama anormal getiri tespit edilirken, aşağı yönlü pazar hareketleri gösteren hisse senetlerinin duyuru günü negatif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan Ortalama Anormal Geriti (AAR) gözlemlenmiştir. Diğer taraftan, farklı inceleme pencerelerinde negatif ve pozitif yönlü kümülatif değerlerin bir trend takip etmediği ortaya çıkarken, toplam inceleme dönemindeki negatif kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) dikkat çekmiştir. Tüm sonuçları birlikte değerlendirdiğimizde, istatistiksel olarak anlamlı değerlerin varlığı piyasanın bu duyurular noktasında etkin olmadığı sonucunu ortaya çıkartmıştır. Ayrıca, piyasa katılımcıları tarafından yukarı veya aşağı yönlü pazar değişimlerinin hisse senedi fiyatları üzerinde bir etkisinin varlığı dikkate alınabilir bir bilgi seti olarak

değerlendirilebilir.

Anahtar Kelimeler

Hisse Senedi Gruplandırma, Borsa İstanbul, Piyasa Anomalileri, Olay Çalışması

Atıf Bilgisi

Konak, Fatih. Şakrak, Kemal. “Hisse Senedi Gruplandırma Duyurularının Piyasa Fiyatına Etkisi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama”. Hitit Ekonomi ve Politika Dergisi Cilt No 3/Sayı No 1 (Haziran 2023), 14-33

Geliş Tarihi	30.12.2022
Kabul Tarihi	21.06.2023
Yayın Tarihi	30.06.2023
Değerlendirme	İki Dış Hakem / Çift Taraflı Körleme Bu çalışma Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı'nda “Hisse Senedi Gruplandırma Duyurularının Hisse Senedi Piyasa Fiyatına Etkisi Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama” başlığı ile hazırlanan Yüksek Lisans tezinden türetilmiştir. Bu çalışmanın hazırlanma sürecinde bilimsel ve etik ilkelere uyulduğu ve yararlanılan tüm çalışmaların kaynakçada belirtildiği beyan olunur.
Etik Beyan	
Benzerlik Taraması	Yapıldı – iThenticate
Yazar Katkı Oranları	%50-%50
Etik Bildirim	hepdergi@hitit.edu.tr
Çıkar Çatışması	Çıkar çatışması beyan edilmemiştir.
Finansman	Bu araştırmayı desteklemek için dış fon kullanılmamıştır.
Telif Hakkı & Lisans	Yazarlar dergide yayınlanan çalışmalarının telif hakkına sahiptirler ve çalışmaları CC BY-NC 4.0 lisansı altında yayımlanmaktadır.

The Effect of Stock Grouping Announcements On the Market Price: An Application On Borsa İstanbul

Fatih Konak | ORCID 0000-0002-6917-5082 | fatihkonak@hitit.edu.tr

Hitit University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Business Administration, Çorum, Türkiye

ROR ID: <https://ror.org/01x8m3269>

Kemal Şakrak | ORCID 0000-0001-8659-154X | kemalsakrak@outlook.com

Hitit University, Graduate School of Social Sciences, Department of Business Administration, Çorum, Türkiye

ROR ID: <https://ror.org/01x8m3269>

Abstract

The concept of an efficient market was first introduced by Fama and it was claimed that all relevant information was reflected in prices simultaneously. In this perspective, it is not possible to obtain above-average returns in an efficient market using any technical or fundamental analysis method. On the other hand, behavioral finance reveals how effectively the market participants use information in their decision-making processes, what affects the investor in the decisions made, which factors determine the decision-making process, and how the investor behaves in financial decisions. According to this approach, it is possible to predict market movements by following certain errors and trends. In this context, the aim of the study is to reveal the possible effect of stock grouping announcements on the market price between 01.07.2021 and 03.01.2022 in Borsa İstanbul. The daily closing prices of 110 companies that switched to different share groups and provided data continuity within the specified date range were analyzed by the Event Study method. According to the vapors obtained, statistically significant average abnormal return at the level of 5% was detected in the stocks that moved to the next up market, while a negative but statistically insignificant AAR was observed in the stocks that moved to the lower market on the day of the announcement. On the other hand, negative and positive cumulative values in different review windows did not follow a trend, while negative cumulative mean abnormal returns (CAAR) in the total review period drew attention. When we evaluate all the results together, the existence of statistically significant values revealed that the market was not efficient in these announcements. In addition, the existence of an effect on the stock prices of the upstream or downstream transitions by the market participants can be considered as an information set that can be

considered.

Keywords

Stock Grouping, Borsa Istanbul, Market Anomalies, Event Study

Citation

Konak, Fatih, Şakrak, Kemal. "The Effect of Stock Grouping Announcements On the Market Price: An Application On Borsa İstanbul". Hitit Journal of Economics and Politics Volume 3/Issue 1 (June 2023), 14-33.

Date of Submission	30.12.2022
Date of Acceptance	21.06.2023
Date of Publication	30.06.2023
Peer-Review	Double anonymized - Two External This study is derived from the Master's thesis titled "The Effect of Stock Grouping Announcements on Stock Market Price, An Application on Borsa Istanbul" at Hitit University, Institute of Social Sciences, Department of Business Administration.
Ethical Statement	It is declared that scientific and ethical principles have been followed while carrying out and writing this study and that all the sources used have been properly cited.
Plagiarism Checks	Yes - iThenticate
Author Contribution Rate	50%-50%
Conflicts of Interest	The author(s) has no conflict of interest to declare.
Complaints	hepdergi@hitit.edu.tr
Grant Support	The author(s) acknowledge that they received no external funding in support of this research.
Copyright & License	Authors publishing with the journal retain the copyright to their work licensed under the CC BY-NC 4.0 .

Giriş

Şüphesiz ki kar amacı gütmeyen organizasyonlar tarafından yapılanları hariç tutmak üzere, yatırımların tamamı belli bir getiri hedefi çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Bu kapsamda, piyasa katılımcıları belirsiz bir gelecek ortamında risk seviyesini olabildiğince aşağı çekebilmek için teknik- temel analizlerden yararlanmaktadırlar. Şirkete özgü veya makro düzeyde piyasalarda yaşanacak herhangi bir değişiklik, bilgi girişi, duyuru yapılması gibi etkiler yatırımcıların tarafından takip edilmesi gereken ve finansal kararları doğrudan etkileyebilecek faktörlerdir. Diğer taraftan, Fama (1970) etkin bir piyasada ilgili tüm bilgilerin eş anlamlı şekilde fiyatlara yansımından dolayı ortalama üzerinde bir getiri sağlamanın veya kayıptan kaçınmanın mümkün olmayacağını ifade etmektedir. Geleceği öngörme, var olan durumu doğru analiz ve tespit edebilme veya farklı bakış açıları ile piyasa katılımcıları karar verme mekanizmaları çalıştırmaktadırlar. Ancak, bu süreç her ne kadar etkin bir piyasada çalışmayacak gibi görünse de bireylerin karar verme süreçlerinde etkilendikleri faktörlerin farklılaşması başka bir yaklaşımı gündeme getirmektedir. Bu noktada, bahsi geçen farklılaşma, bireyleri irrasyonel birer varlık olarak ele alan ve tahmin edilebilir fiyat hareketlerinin oluşumunda teorik perspektifler geliştiren Davranışsal Finans olarak ifade edilmektedir. Davranışçı yaklaşımda, Etkin Piyasalar Hipotezi' nin tersi şekilde belli trendlerin oluşabileceği ve bunların piyasa tarafından tahmin edilebilir kılınacağı ortaya konmaktadır. Diğer bir ifadeyle, farklı teknik ve yöntemlerle birlikte kullanılan bilgi setlerinin ortalama üzerinde getiri elde etmek için kullanılabilmesi iddia edilmektedir. Finansal piyasalarda, belirginleşen tahmin edilebilir durumlar veya ortalamadan sapma halleri 'piyasa anomalisi' şeklinde tanımlanmaktadır. Bu noktada, bilginin önemi kadar doğru yorumlanmasının da karar verme sürecini etkileyen önemli bir olgu olarak ortaya çıktığı söylenebilir.

Menkul kıymet fiyatları üzerinde çok farklı değişkenlerin etkisinin varlığı ilgili yazının genişliğinden de anlaşılabilir. Üzere araştırmacıların odak noktasını oluşturmaktadır. Etkin piyasalar hipotezi ve davranışsal finans çerçevesinde ise, firma veya piyasa ile ilgili bir olay (bilgi girişi, duyuru yapılması, vb.) gerçekleştiğinde piyasanın ilgili olaya ne şekilde tepki vereceğini ölçebilmek, takip eden aşamada bu bilgi setini kullanarak pozisyon almak önem arz etmektedir. Piyasalarda oluşan bu tahmin edilebilir hareketlerden- anomalilerden- genel geçerlerinden ocak ayı anomalisi, haftanın günleri etkisi, momentum etkisi, temettü ödemelerinin piyasa fiyatına etkisi, ay dönümü etkisi, ve benzeri bir çok anomali sıralanabilir. Borsa İstanbul özelinde, piyasa anomalilerinin varlığı ve piyasanın farklı formlarda (zayıf, yarı-güçlü ve güçlü) etkinliği üzerine uluslararası çalışmalara paralellik göstererek ciddi araştırmalar yapılmıştır. Anomali kavramı üzerine menkul kıymet piyasalarında yapılan hisse senetlerinin pazar yapılarının değişmesinin, hisse senedi fiyatının üzerine etkisi kapsamında ulusal ya da uluslararası literatürde çok fazla çalışmaya rastlanmamakla birlikte Etkin Piyasalar Hipotezi'nin yarı etkin formunda, piyasa etkinliğinin test edilmesi yönünde yapılan çalışmalar çalışmamızın amacı ve çıkan bulguların değerlendirilmesi yönünde fikir elde edilmesine katkı sağlayacaktır. Bunlardan bazıları; Sakarya (2009) ilk kez İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan firmaların duyurulan derece notu ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi incelemek için kurumsal derecelendirmesi yeterli olan 11 şirketi çalışmasına dahil etmiştir. Elde edilen bulgulara göre, kurumsal yönetim derecelendirmesi ile piyasa fiyatı arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Ek olarak, Aydın ve Altay (2019) , endeksten çıkış ve giriş duyurularının hisse senedi üzerindeki etkilerini araştırdıkları çalışma neticesinde, endeksten çıkış duyurusunun hisse fiyatı üzerinde negatif, endekse giriş duyurusunun ise hisse fiyatı üzerinde pozitif bir etkisi olduğu ortaya konulmuştur. Ayrıca, Kaderli (2007), BİST' te işlem gören, gıda sektörüne ait üç firmanın, ihracatta iş birliği yapma kararları ile piyasa fiyatları arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışma neticesinde, bu bilgi setinin anormal getiri elde edilebilmesi için kullanılabilir nitelikte olduğunu öne sürülmüştür. Benzer şekilde, Kaderli ve Demir (2009), firmaların yatırım kararlarının duyurulmasının etkisini inceledikleri çalışmada, dikkate alınan 5 sektörden 4 tanesi pozitif 1 tanesinin ise negatif anormal getiri çıktısı gösterdiği bulgusuna ulaşırlarken, piyasanın yarı güçlü formda olmadığı tespit edilmiştir. İlaveten, Jones , Danbolt ve Hirst (2004), FTSE' de 1991 ile 1996 yılları

arasında işlem gören 402 şirket için yapılan yatırım duyurularının tepkisini incelemişler ve bu incelemede genellikle duyuruların anormal getiriyi arttırdığını, yenilikçi yatırım duyurularının daha çok ilgi gördüğünü ve getirinin arttığını tespit edilmiştir. Chi ve Tang (2007), yeniden yapılanma başvuru duyurusu etkisi kapsamında, başvurusu onaylanan firmalar ile alakalı olarak onay tarihi itibarıyla, duyurunun hisse senetlerine anlamlı bir etkisi olduğu ve anormal getiri elde edilebileceğini ortaya koymuşlardır. Diğer taraftan, Makro göstergelerin hisse fiyatlarına etkisi çerçevesinde, Shah vd. (2007), Pakistan borsasının aylık enflasyon duyurusuna olan tepkisi araştırılmıştır. Bu çalışmada enflasyon etkisini ölçmek adına iyi haber, kötü haber ve haber yok olmak üzere üç şekilde kategorize edilmiş ve sonuç olarak enflasyon duyurularının yapıldığı tarihler etrafında kümülatif anormal getirilerin sıfırdan farklı olmadığı, piyasaların iyi ve kötü habere tepki verirken, haber olmaması durumunda bir değişiklik olmadığı gözlemlenmiştir. Makro düzeyde duyurulara tersi istikamette tepki veren çalışmalardan biri olan Kandır ve Soner (2012)'ın araştırmasında kurumlar vergisinde olacak olan indirimin açıklanmasının ardından hisse senedi getirilerine olan etkisi incelenmiş ve bu haberlerin duyurulduğu olay günü itibarıyla anormal bir getiriye sebep verdiği tespit edilmiştir. Kar payı politikalarının uygulanması perspektifinde, Beyazıtılı, Beyazıtılı vd. (2008), piyasa katılımcılarının kar payı dağıtımının yanında firmaların kar payı dağıtımındaki istikrarlarını da göz önünde bulundurduğu, önceki yıla göre kar dağıtım oranını arttıran firmaların duyuru yapıldığı tarih itibarıyla pozitif olarak hızlı bir yükselişe geçtiğini iddia etmişlerdir. Jain (1987) ve Chakrabarti vd. (2005), borsa içerisinde bir endekse dahil olmanın veya endeks dışı kalmanın etkisine baktıkları farklı çalışmalarda, benzer sonuçlar elde ederek, endekse eklenen firmaların hisse fiyatlarında olumlu yönde tahmin edilebilir fiyat hareketinin varlığına rastlamışlardır.

Borsa İstanbul bünyesinde oluşturulan Yıldız Pazar, Ana Pazar, Alt Pazar ve Yakın İzleme Pazarları arasında firmaların bir üst pazara veya bir alt pazara geçişlerine dair değerlendirme ve duyurularının ilgili hisselerin fiyatları üzerinde etkisi olabileceği öngörüsü bu çalışmanın temel motivasyonunu oluşturmuştur. Bu pazarlar arası geçişler belli dönemlerde, borsa tarafından geliştirilen değerlendirme kriterleri kapsamında firmaların incelenmesi ile belirlenmekte ve piyasa katılımcılarına duyurulmaktadır. Yukarıda bahsi geçen 4 Pazar arasında, farklı kriterlerde mevcut olmakla beraber, en yüksek piyasa değerine sahip hisselerden aşağı doğru bir sıralama söz konusudur. Ayrıca, Yakın İzleme Pazarı'nda kotasyon şartları doğrultusunda Yıldız, Ana ve Alt pazarlardan çıkarılan paylar listelenmektedir. Bu teorik, teknik altyapı ve araştırma motivasyonu kapsamında, bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul bünyesinde 01.07.2021 – 03.01.2022 tarihleri arasında hisse senedi gruplandırma duyurularının piyasa fiyatına olası etkisini ortaya çıkarmaktır. Belirlenen tarih aralığında farklı pay gruplarına geçiş yapan ve veri devamlılığı sağlayan 110 şirkete ait günlük kapanış fiyatları Olay Çalışması (Event Study) yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışmanın amacı doğrultusunda, öncelik Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finans üzerine teorik açıklamalar getirilmiştir. Takip eden aşamalarda, veri seti, metodoloji bölümlerini takiben elde edilen bulgular analiz edilerek, sonuç bölümünde nihai değerlendirmeler yapılmıştır.

1. Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finans

Etkin piyasa kavramı ilk olarak Fama' ya (1970) tarafından öne çıkarılırken, bu hipoteze göre bir menkul kıymet hakkında piyasaya ulaşan her türlü bilginin eş anlı ve adil bir fiyat oluşturacak şekilde fiyatlarla yansıtıldığı iddia edilmektedir. Piyasaya ulaşan bilgi ve bu bilginin menkul kıymetin fiyatına yansması, piyasa katılımcıları tarafından menkul kıymetin ortalama getirisi üzerinde ek bir kazanç veya kayba neden olmuyorsa piyasanın etkinliğinde söz edilebilir. Bahsi geçen bu durum, Etkin Piyasa Hipotezi (EPH)' nin temel varsayımını ve odak noktasını oluşturmaktadır (Fama, 1970, s.383). Farklı bir anlatımla, EPH içinde bulunulan zamanın herhangi bir anında mevcut durumda menkul kıymetlerin piyasada var olan bütün bilgiyi yansıttığı ancak piyasaya yeni bir bilgi girişi halinde menkul kıymet fiyatlarında bir değişiklik yaşanabileceğini savunmaktadır. Ayrıca, bu yeni bilginin tüm piyasa aktörleri tarafından eş anlı olarak ulaşılabilir olması, anormal getiri elde etmeyi imkansız kılmaktadır. Etkin piyasada denge sabit değil, sürekli

değişken bir biçimdedir (Ross, vd. 2002). Piyasaya giren her yeni bilgiye menkul kıymet tarafından verilen bir tepki vardır. Menkul kıymet piyasası yeni bilgiye tepki vererek kendini dengeler ve piyasa mekanizması içinde yeni fiyatlar oluşur. Piyasa ne kadar etkinse dengelenmesi de o denli hızlı olacaktır. Bu çerçevede, tam etkin bir piyasada fiyatların her zaman reel değere eşit ve dengede olduğu söylenebilir, aksi durumda piyasanın etkin olmadığı ve dengesiz fiyat hareketlerinin varlığından söz edilebilir (Özçam, 1996, s. 115-116).

Etkin piyasalar hipotezinde, menkul kıymetin fiyatının piyasaya giren bir bilgi ile yükseliyor ya da azalıyor olması, piyasa katılımcıları için olması gereken kazancın üzerinde bir kazanç elde etmesi mümkün olmayacaktır. Piyasalar sadece yeni bir bilgiye tepki vermesi, bu bilginin ne zaman piyasaya gireceği bilinmediği için piyasadaki menkul kıymetin de getireceği kazanç önceden tahmin edilir değildir. Bu durumu açıklayabilmek için random walk (rassal yürüyüş) teorisi geliştirilmiştir. Gelecek için fiyat tahminin yapılamayacağından en iyi fiyat cari fiyat olup, beklenen getirinin sıfır olacağını ifade edilmektedir (Dobbins vd., 1994, s. 84-89). Etkin piyasalar ve random walk hipotezleri ampirik olarak sürekli test edilmiş ve sonuçları bu hipotezleri doğrular niteliktedir. Fama (1970) kademeli bilgi kümesi kavramını geliştirerek etkin piyasalar hipotezini, bazı alt kümelerle ayırıp, piyasaların etkinliğini bu alt kümelerle bağlı olarak değerlendirmeyi amaçlamıştır. Üç grupta toplanan alt kümeler şu şekildedir (Kıyılar, 1997, s.16): (i) Menkul kıymetin geçmiş fiyatlarına ait bilgiler; (ii) Hisse senedi bölünmeleri, sermaye artışı, ekonomi politikalarındaki değişim, faiz oranları değişimi v.b gibi piyasaya ulaşan ve halka açık olan tüm bilgiler; (iii) Şirket ve borsa içi ile alakalı tüm bilgiler. Fama (1970) sermaye piyasaları ve fiyatların piyasaya yansımalarının ne derece olduğunu ölçebilmek adına bu testleri zayıf formda etkinlik, yarı güçlü formda etkinlik ve güçlü formda etkinlik olarak üç gruba ayırmaktadır.

Zayıf Formda Etkinlik (Weak-Form Efficiency): Zayıf formda etkinlik, hipotezin en eski hali olarak da bilinen Rassal Yürüyüş Hipotezi ile paralellik göstermektedir. Zayıf formda etkinlik geçmiş fiyat ve geçmişteki oluşan getiri bilgileri ile aşırı kazançla ulaşmanın imkânsız olduğu görüşüne dayanmaktadır (Shleifer, 2000, s. 6). Eğer piyasadaki yatırımcı geçmiş fiyat bilgileri ile kazancını arttırabiliyor ya da arttırma fırsatı elde ediyorsa, bu piyasanın zayıf formda etkin olmadığı söylenebilir (Berk, 2005, s. 428). Menkul kıymetlerin fiyatları tamamen geçmişten bağımsız ve tesadüfen belirlendiği çatısı altında, özetle, piyasada geçmiş fiyat hareketleri incelenerek normal üzerinde kazanç sağlanamaması zayıf formda etkin piyasa olduğunu belirtmektedir.

Yarı Güçlü Formda Etkinlik (Semi - Strong Form Efficiency): Yarı güçlü formda etkin piyasa, geçmiş fiyat bilgileri yanında kamuya açık bilgilerin tümü menkul kıymetin fiyatına eş anlı olarak yansıdığı piyasalardır. Yarı güçlü formda etkin piyasalarda, yatırımcının kamu tarafından bilinen bilgiler ile normal üstü getiri elde edemeyeceğini, bilginin piyasaya ulaşmasıyla beraber fiyatlara yansıtacağı ve yine yatırımcısının geleceğe yönelik tahminle kendisine anormal getiri imkanı sağlayamayacağı iddiası savunulmaktadır (Shleifer, 2000, s. 6).

Güçlü Formda Etkinlik (Strong Form Efficiency): Güçlü formda etkinlik, hisse senedi fiyatının bir firma ile alakalı, geçmiş fiyatları, halka açık veya kapalı tüm bilgileri yansıttığı etkinlik türüdür. Piyasanın güçlü formda etkin olması, piyasadaki katılımcıların herhangi bir özel bilgiye sahip olarak getirisini ortalama üzerine yükseltmeyeceği piyasa etkinliği çeşididir. Güçlü formda etkinlikte, piyasa etkin durumdaysa menkul kıymetlerin fiyatları tüm bilgiyi yansıtır ve özel bir bilgiye sahip olmak anormal getiri imkanı sağlamaz (Eken, 2002, s.6).

Piyasa katılımcılarının rasyonel oldukları temel varsayımından hareketle kurgulanan Etkin Piyasa Hipotezi' ne karşı farklı bakış açıları da geliştirilmiştir. İnsanlar gündelik hayatlarında karar alırken çeşitli psikolojik ve sosyolojik faktörlerin etkisi altında kalmaktadır. Finans alanındaki karar alma süreçlerinde bu psikolojik ve sosyolojik etmenlerin yanı sıra ekonomik faktörlerin etkisi yüksektir. Bu minvalde ortaya çıkan Davranışsal Finans, yatırımcı davranışlarının hangi etki altında şekillendiği, yatırımcının karar alırken hangi

bilgileri dikkate aldığını, yatırımda bulunacağı hisse için hangi bilgileri dikkate alıp ne kadar doğru yorumlayabildiği ve yatırım kararında etkili olan diğer faktörlerin neler olduğu ile ilgilenmektedir. Davranışsal finans genel itibarıyla finansal kararlarda insanların ne şekilde davrandıklarını ortaya koyar. Yatırımcıların, yatırım kararlarını verirken dikkat ettikleri noktalar incelendiğinde, yatırımdaki risk ve getiri değişkenlerinin yanı sıra başka değişkenleri de göz önüne alarak karar verdiklerini ve bu karar verme sürecinin kusursuz bir süreç olmadığı gibi yatırımcı için kazanılacak faydayı arttıran değil fakat yatırımcının verdiği karardan tatmin olduğu varsayımı davranışsal finans konusunun çıkış noktasını oluşturmaktadır (Bostancı, 2003, s. 1). Geleneksel finans araştırmaları ile ortaya koyulan bir finans modelinin, yapılan deneysel çalışmalar ile test edilip modelin doğru çalışıp çalışmadığı incelenirken, davranışsal finans ise, öncelikle piyasadaki davranış şekilleri gözlemlenir, yapılan gözlemlerin neticesinde piyasadaki davranışı açıklayan bir model oluşturulur. Davranışsal finans, finansal piyasalardaki yatırımcıların nasıl hareket etmesinden çok gerçekte nasıl hareket ettiği ile ilgilidir (Bostancı, 2003, s. 10). Yatırımcılar aldığı yatırım kararları ile; karını arttırmak, riskten kaçınmak ya da minimal seviyeye indirmek ve portföyünü genişletmek istemelerine rağmen, yapılan araştırmalar bu amaçların yeterince açıklayıcı olmadığı savını ortaya koymuştur. Bu durumun nedeni olarak da bilişsel hatalar değerlendirilmektedir. Yatırımcıların psikolojik ön yargılarla hareket ederek, yaptığı yatırımlarda değeri yükselen hisse senetlerini kısa süre içerisinde elden çıkartıp, değer yitiren hisse senetlerini ise daha uzun süre ellerinde tutmaları, aşırı güven duygusuna kapılarak kısa aralıklarla ve zarara girerek işlem yapmaları, kendi bilgilerini doğrulayan bilgiye yanaşma ve piyasada ki diğer bilgileri reddetmeleri, piyasaya düşük reaksiyon göstermeleri, bildikleri hisse senetlerine karşı duygusal bağ geliştirmeleri yatırımcıyı rasyonel davranmaktan uzaklaştırıp, sezgisel ve duygusal çerçevede karar almasına sebep olmaktadır (Döm, 2003, s. 14).

Yatırım karar süreçlerinde yatırımcı psikolojisi ve karar vermeyi etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. İnsanların belirsizlik faktörü altında rasyonel karar vermelerinin zor olduğu, karar alırlarken bir takım zihinsel kısa yollar kullandıkları tespit edilmiştir. Zihinsel kısa yollar, insanın karar verirken herhangi bir hesap yapmadan zihninde daha önce oluşturduğu ve karar eğilimi ortaya çıkartan kestirme yollar olarak ifade edilebilir. Bu zihinsel kısa yollar herhangi bir hesaplama yapmadan karar almaya etki ettiği için, karar vericilerin yanlış kararlar almasına neden olabilmektedir. Zihinsel kısa yollar insanların karar verirken akıl yürütmeye ihtiyacı hissetmeden, önceki deneyimlerinden yola çıkarak karar vermeleri olarak tanımlanabileceken, kullanılan zihinsel kısa yollar bireye zaman avantajı sağlarken yanlış karar vermesine sebep olabilmektedir (Değer ve Ertan, 2008, s. 176). Aşırı güven, kendine inanma ön yargısının sebep olduğu bir durumdur. Yatırımcıların sıklıkla yaşadığı bu durum, başarılı sonuçlar aldıklarında kendi öngörülerine, başarısız sonuçlarda ise şanssızlıklarına yorumlamaktadır. Bu gelişmeler neticesinde yatırımcı aşırı güven ve kendisini zeki hissetme güdüsüne kapılmış ve beklentilerinin gerçekleşme ihtimalinin yüksek olduğuna inanmaktadır (Karan, 2013, s. 694). Yapılan çalışmalar ile aşırı güvenin; insanların kendilerine aşırı güvenmeleri, kontrol yanlılığına girmeleri ve değerlendirmelerinde çoğunlukla olumlu ve iyimser davranışlar sergilemeleri olarak üç farklı şekilde kendini gösterdiğini ortaya koymuştur (Turan, 2010, s. 24-25). Aşırı iyimserlik ile olayların daha önceden öngörülebileceğine olan inanç ve iyi neticelenen olayları kendimize bağlı olduğunu, kötü sonuçlananların ise talihe bağlı olduğu eğilimi ile alakalıdır (Tufan, 2008, s. 60). Başarıyı sahiplenme, başarısızlığı ise kendisinde aramaması ya da başarısızlığa kendisinin sebep olmayacağını düşünmesi insanların yanlışlarını görmezden gelerek elde ettikleri başarıyı abartmalarına sebep olmaktadır. Kendini doğrulatma, bireylerin oluşturduğu hipotezleri için destekleyici aramasıdır. İnsanlar kendince güçlü olan hipotezlerine karşı negatif görüşte olan ya da destekleyici olmayan bilgi ve durumlara daha az ilgi göstermektedir. Eğer bir yatırımcı aldığı yatırım kararının kendisi için daha karlı olduğuna inanıyorsa, yatırım fikri için diğer düşüncelerin ya da alternatif yatırım kararlarının önemi kalmamaktadır (Rabin, 1998, s. 31; Taner ve Akkaya, 2009, s. 219). İnsanlar bilmedikleri ama tahmin etmeleri gereken değerler için zihinlerinde oluşturdukları bir ön değeri, sonradan edindikleri çeşitli bilgi ve analizler sonucu arttırıp ya da azaltarak tahminlerini oluşturmaya çalışırlar. Başlangıç değerini çeşitli bilgi setleri ile formüle ederek veya kısıtlı bir hesaplama yöntemi ile belirlenebilir, fakat her farklı bilgi başlangıç ya da ön

değerin yönünü farklılaştıracaktır. Bu duruma çıpalama adı verilmektedir (Kahneman ve Tversky, 1974, s. 1128). Kısaca çıpalama etkisi; insanların daha önceden edindikleri bazı değerleri kullanarak tahmin değerini oluşturmaya çalışmasıdır. Akılsal muhasebe ise insanların parayı çeşitli şekillerde ve zihinsel olarak kategorize ettiğini belirtmektedir. Bu yaklaşımda insanlar paranın nereden geldiği, nerede saklanacağı, ne şekilde harcanacağına göre çeşitli kategorilere ayırmaktadır (Thaler, 1985; Karan, 2013, s.730). Temsil edicilik, insanların olasılıklara, bir başka ifadeyle, örneğin, A'nın B'ye ne kadar benzediğine bakarak karar verdikleri yanılı olarak ifade edilmektedir (Kahneman ve Tversky, 1974, s. 1124-1131). Hisse senetlerinin geçmiş performansın gelecekteki performansı tahmin etmek açısından yetersiz bir veri olmasına karşın, hisse senetlerine olan ilgi ve yoğun para girişi temsilcilik ile açıklanabilmektedir (Barberis, 2007, s.2). Pişmanlıktan kaçınmak, hisse senedi piyasalarında yatırımcıların zarar eden hisseleri satmakta isteksiz ya da geç satmasına neden olmaktadır. Yatırımcıların hisse senedi piyasalarında kar eden hisseleri elden çıkartmakta aceleci fakat zarar edenleri satmak için daha yavaş aksiyon almaları pişman olmamaya çalışmak ile alakalıdır (Bostancı, 2003, s.20). Batık maliyetler genel olarak bir firmanın mevcut faaliyetlerini sona erdirerek piyasadan ayrılması halinde geri alınamayacak harcamaları ifade eder (Bailey ve Baumol, 1984, s. 113- 114; Çermikli, 2002, s. 114). Ekonomik olarak bir yatırım kararının alınmasında en önemli unsur yatırımla ilgili gerçekleşecek harcamalar ve bu yatırımdan elde edilebilecek gelirlerdir. Ekonomik olarak verilecek bu kararda daha önce yapılan harcamaların etkisi kararı etkilememelidir (Thaler, 1980, s. 47). Finansal piyasalarda sürü davranışı ise, bir takım yatırımcının eş zamanlı olarak aynı hisse senedini alması ya da satması olarak tanımlanabilir. Bilgi asimetrisi hipotezi ile daha az bilgiye sahip olan yatırımcıların kendilerinden daha bilgili ve dominant yatırımcıları izleyerek, eş zamanlı aynı işlemleri yapmalarıyla alakalıdır (Tufan, 2008, s. 68).Sürü davranışında, yatırımcılar piyasa koşullarına ve piyasaya ait gerekli bilgilere hakim olmak yerine birbirlerini taklit etmektedirler. Yatırımcıların taklit ile sürü davranışı geliştirmeleri için bir yatırımcının yatırım kararını, diğer yatırımcıların kararına göre yeniden güncellemesi gerekmektedir ve bu şekilde sürü davranışından bahsedilebilir. Bahsedilen ön koşul olmadığı sürece benzer davranışta bulunan yatırımcılar için sürü davranışından bahsedilemez (Decamps, ve Lovo, 2002, s.3).

Yukarıda bahsi geçen psikolojik ve sosyolojik yanılıklar ile birlikte, piyasalarda farklı bilgi setleri kullanılarak teknik veya temel analizin geçerliliğini koruduğu, bir başka ifadeyle tahmin edilebilir fiyat hareketlerinin ortaya çıktığı durumlar söz konusu olabilir. Bu tahmin edilebilir hareketler, irrasyonel piyasa katılımcısı hareketleriyle açıklanabilirken, terminolojik olarak piyasa anomalisi şeklinde ifade edilmektedir. Araştırmamızın odak noktası çerçevesinde, incelenen durum bir ortalamadan sapma, anomali, olarak söylenebilir. Bu noktada, fiyat hareketlerinin tahmin edilebilir düzeyde olması, ortalama üzerinde getiri imkanını beraberinde getirecektir.

2. Veri Seti ve Metodoloji

Çalışmanın amacı doğrultusunda Borsa İstanbul' da bulunan Yıldız Pazar, Ana Pazar, Alt Pazar ve Yakın İzleme Pazarları arasında firmaların bir üst pazara veya bir alt pazara geçişlerine dair duyuruların hisse senedi fiyatı üzerindeki olası etkisi analiz edilecektir. Farklı kriterlin söz konusu olduğu Pazar yapıları dikkate alındığında, 01.07.2021 - 03.01.2022 tarihleri arasında pazarları değişen paylara ilişkin ve veri devamlılığı olan 110 şirkete ait duyuru analize dahil edilirken olası etki tespiti için literatürde sıkça kullanılan Olay Çalışması (Event Study) yönteminden faydalanılmıştır¹. Olay çalışmasının amacı, bir olayın piyasaya ilk duyurulduğu tarih etrafında elde edilen getirinin normal üstü olup olmadığını

¹ Çalışmada kullanılan verilere Datastream veri tabanı, Borsa İstanbul resmî web sitesi ve şirketlerin kendi sitelerinden ulaşılmıştır. Ayrıca, Event Study yöntemi içeriğinde, yalnızca şirketlere ait günlük kapanış fiyatları ve Borsa İstanbul 100 Endeksi' ne ait kapanış verileri dikkate alınırken, işlem hacmi ve diğer etki edebilecek faktörlerin sabit olduğu varsayılmıştır.

değerlendirilmesidir. Olay sonucu ortaya çıkan etkinin hisse senedi fiyatına hemen yansımaları, olay çalışması tekniğinin kullanışlı bir teknik olarak ön plana çıkmasını sağlamıştır. Bir şirket ile ilgili yayınlanan haberlerin o şirketin hisse senedi fiyatlarına pozitif ya da negatif olarak yansıdığı, hangi hızla yansıdığı, haberin yayılması ile birlikte oluşan gelir ya da kaybın normal mi ya da anormal mi olduğu bu yöntem ile saptanabilmektedir (Bekçioğlu vd., 2004, s. 44). Normal üstü getiriler, genellikle araştırmaya konu olan olay tarihindeki toplam pazar endeksi getirisinin performansı ile ilişkilendirilir ve "Anormal Getiriler" (Abnormal Return – AR) olarak adlandırılır (Mutan ve Topcu, 2009, s.1; Seans ve Sandoval, 2005, s.310–315). Olay Çalışmasının metodolojik aşamaları aşağıda gösterilmektedir (Campbell vd., 1997, s. 150-152; Konak ve Özkahveci, 2021; Tong, 2010):

İlk aşamada hem Pazarın hem de ilgili hisse senedine ait getiriler aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$R_{it} = \ln(P_{it} / P_{it-1}) \quad (1)$$

Yukarıdaki eşitliğe göre; i " Hisse senedi ve t " zaman olmak üzere, R_{it} = hisse senedinin t günündeki logaritmik getirisini, P_{it} = hisse senedinin t günündeki fiyatını; P_{it-1} = hisse senedinin $t-1$ günündeki fiyatını göstermektedir.

İkinci aşamada, Finansal varlık fiyatlama modeli/ tek faktör getiri modeli ile beklenen getiriler oluşturulmaktadır (Markowitz, 1952; Sharpe, 1963).

$$E_{it} = a_i + \beta_i * [R]_{it} + \epsilon_i \quad (2)$$

Yukarıdaki eşitliğe göre; a_i = Herhangi bir hisse senedinin, piyasa tarafından açıklanamayan, ortalama getirisini, β_i = Herhangi bir hisse senedinin piyasa hareketlerine karşı olan duyarlılığını, $[R]_{it}$ = Piyasa endeksinin t günündeki getirisini, ϵ_i = Hata terimi ifade etmektedir.

Üçüncü aşamada, beklenen getirilerin bulunmasını takiben anormal getiriler "abnormal returns" (AR) ortaya çıkarılmaktadır.

$$AR_{it} = R_{it} - [E(r)]_{it} \quad (3)$$

Yukarıdaki eşitliğe göre; AR_{it} = bir hisse senedinin t anındaki anormal getirisini, R_{it} = bir hisse senedinin t anındaki fiili getirisini, $[E(r)]_{it}$ = bir hisse senedinin t anındaki beklenen getirisini belirlemektedir.

Dördüncü aşamada, Anormal getiri hesaplaması sonrasında anormal getirilerin ortalaması "Average Abnormal Returns" (AAR) bulunmaktadır.

$$AAR_{it} = AR_{1t} + AR_{2t} + \dots + AR_{it} + \dots + AR_{nt} / n \quad (4)$$

Yukarıdaki eşitliğe göre; AAR_{it} = Anormal Getirilerin Ortalaması, n = hesaplama yapılan hisse senedi sayısını göstermektedir.

Beşinci aşamada, Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler "Cumulative Average Abnormal Returns" (CAAR) hesaplaması yapılmaktadır. Bu hesaplama ile, tahmin edilen ortalama anormal getirilerdeki herhangi bir düzensizliği ortadan kaldırmış olmaktadır.

$$CAAR_{(-t,t)} = AAR_t + AAR_{(t-1)} + \dots + AAR_n \quad (5)$$

Yukarıdaki eşitliğe göre; elde edilen tüm AAR değerleri toplanarak Kümülatif Ortalama Anormal Getirisini göstermektedir.

Ayrıca, olay çalışması bünyesinde kullanılan regresyon artık değerlerinin normal dağıldığı varsayımı dikkate alınıp, test istatistiğinin referans değerleriyle birlikte ortaya çıkan bulguların istatistiksel olarak anlamlılık gösterip göstermediği incelenmiştir (Tong, 2010). İstatistiksel olarak anlamlı sonuçlar, piyasanın bu

araştırma kapsamında etkin olmadığını gösterecektir. İlave olarak, tahmin edilebilir fiyat hareketlerinin ortaya çıkması, piyasa katılımcıları tarafından kullanılabilir. Uygulanan yöntem, çalışmanın amacı ve temel motivasyonu çerçevesinde araştırma hipotezi ve alternatif hipotez şu şekilde belirlenmiştir:

H0: Dahil olduğu yeni pazarı bir öncekine göre farklılık gösteren şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerinde bu duyuruların etkisi yoktur.

H1: Dahil olduğu yeni pazarı bir öncekine göre farklılık gösteren şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerinde bu duyuruların etkisi vardır.

3. Analiz ve Değerlendirme

Borsa İstanbul içerisinde dahil olduğu pazarları duyurulan firmaların hisse senetleri üzerinde, yapılan duyuruya istinaden, oluşan piyasa fiyatı etkisini gözlemek amacıyla; öncelikle çalışmamızda yukarı yönlü pazar yapısı değişen 56 şirkete ait, aşağı yönlü pazar yapısı değişen 54 şirkete ait veriler bahsedilen metodoloji kapsamında ele alınmıştır. Dahil olduğu yeni pazarı bir öncekine göre yukarı yönlü hareket eden hisse senetlerine ilişkin Ortalama Anormal Getiri (AAR) bulguları Tablo 1’de sunulmaktadır. Not olarak eklemek gerekirse, elde edilen çıktılar yorumlanırken hem Ortalama Anormal Getiri ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiri Değerleri dikkate alınmış hem de ilgili P-Değerleri yorumlanmıştır.

Tablo 1. Dahil Olduğu Yeni Pazarı Bir Öncekine Göre Yukarı Yönlü Hareket Eden Paylara İlişkin AAR Sonuçları

Gün	AAR	Standart Sapma	P-Değeri	Negatif AARs (%)
-20	0.0081	0.0303	0.2098	0.4643
-19	0.0046	0.0230	0.1578	0.5179
-18	-0.0058	0.0227	0.2019	0.7143
-17	-0.0034	0.0179	0.1517	0.6964
-16	0.0066	0.0210	0.2453	0.3036
-15	-0.0122	0.0233	0.3979	0.6964
-14	-0.0085	0.0223	0.2964	0.7143
-13	-0.0016	0.0255	0,0501*	0.5357
-12	-0.0030	0.0207	0.1143	0.6250
-11	-0.0073	0.0212	0.2661	0.7500
-10	-0.0065	0.0264	0.1923	0.6607
-9	-0.0049	0.0197	0.1957	0.6786
-8	-0.0118	0.0235	0.3816	0.8036
-7	0.0089	0.0254	0.2728	0.3214
-6	0.0057	0.0287	0.1580	0.3750
-5	0.0017	0.0260	0,0503*	0.5536

-4	-0.0032	0.0363	0,0705*	0.6786
-3	-0.0099	0.0294	0.2623	0.7143
-2	-0.0060	0.0242	0.1940	0.6607
-1	0.0009	0.0219	0,0339**	0.4643
0	0.0009	0.0274	0,0253**	0.5179
1	-0.0103	0.0234	0.3391	0.7679
2	-0.0048	0.0236	0.1598	0.7679
3	-0.0001	0.0185	0,0055***	0.5179
4	0.0070	0.0263	0.2097	0.3750
5	-0.0076	0.0340	0.1754	0.6607
6	-0.0069	0.0224	0.2398	0.6250
7	-0.0112	0.0203	0.4152	0.7857
8	0.0013	0.0193	0,0532*	0.5357
9	0.0002	0.0230	0,0070***	0.6607
10	-0.0004	0.0274	0,0116**	0.6607
11	0.0000	0.0151	0,0019***	0.5000
12	-0.0048	0.0291	0.1304	0.5893
13	-0.0080	0.0252	0.2484	0.7321
14	-0.0111	0.0198	0.4223	0.8393
15	-0.0074	0.0252	0.2301	0.7500
16	-0.0091	0.0164	0.4178	0.7321
17	-0.0029	0.0202	0.1146	0.6607
18	0.0005	0.0202	0,0214**	0.5536
19	-0.0066	0.0285	0.1817	0.5893
20	-0.0092	0.0287	0.2489	0.6964

*, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Elde edilen bulgulara göre duyurunun yapıldığı gün %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif ortalama anormal getirinin (AAR) varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca - 20, + 20 inceleme periyodunda farklı

günlerde, farklı istatistiksel olarak anlamlı anormal getiriler gözlemlenmiştir. Örneğin; duyuru yapıldıktan sonraki üçüncü günde % 1 düzeyinde negatif istatistiksel olarak anlamlı ortalama anormal getiri tespit edilirken, takip eden günlerde özellikle 9., 11. ve 18. günlerde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ortalama anormal getirilerin varlığı göze çarpmaktadır. Diğer taraftan duyuru öncesi ilk gün (-1. Günde) duyurunun yapıldığı güne benzer şekilde pozitif ortalama anormal getiri tespit edilmişken, duyuru öncesi geriye kalan günlerde negatif ve pozitif ortalama anormal getirilerin belli bir yol izlemedikleri dikkat çekmektedir.

Tablo 2. Dahil Olduğu Yeni Pazarı Bir Öncekine Göre Yukarı Yönlü Hareket Eden Paylara İlişkin CAAR Sonuçları

Gün	CAAR	Standart Sapma	P-Değeri	Negatif CAARs (%)
[-20,20]	-0.1379	0.1992	0.5085	0.7679
[-15,15]	-0.1207	0.1776	0.5006	0.8214
[-10,10]	-0.0568	0.1168	0.3714	0.6964
[-5,5]	-0.0314	0.0914	0.2674	0.6250
[-1,1]	-0.0085	0.0535	0.1259	0.5179
[-20,0]	-0.0475	0.1567	0.2373	0.7143
[-15,0]	-0.0567	0.1303	0.3347	0.7500
[-10,0]	-0.0241	0.0732	0.2564	0.6429
[-5,0]	-0.0156	0.0741	0.1661	0.6250
[0,2]	-0.0142	0.0572	0.1955	0.6964
[0,5]	-0.0149	0.0586	0.2000	0.6071
[0,10]	-0.0318	0.0781	0.3151	0.6607
[0,15]	-0.0632	0.0870	0.5293	0.7857
[0,20]	-0.0904	0.1055	0.6045	0.8214

*, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 2’de dahil olduğu yeni pazarı bir öncekine göre yukarı yönlü hareket eden hisse senetlerine ait kümülatif ortalama anormal getiri (CAAR) sonuçları gösterilmektedir. Bu kümülatif ortalama anormal getirilerin hesaplanmasının yegâne sebebi, farklı inceleme pencerelerinde kümülatif anlamda piyasa hareketinin tahmin edilebilir olup olmadığını ortaya çıkarılabilmektir. Dolayısıyla, bu kapsamda 14 farklı pencere analiz edilmiş, inceleme aralıklarının hiçbirinde istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç gözlemlenmemiştir. Diğer taraftan kümülatif anlamda baktığımızda tüm inceleme pencerelerinde negatif kümülatif ortalama anormal getiri sonuçları öne çıkmaktadır.

Tablo 3. Dahil Olduğu Yeni Pazarı Bir Öncekine Göre Aşağı Yönlü Hareket Eden Paylara İlişkin AAR Sonuçları

Gün	AAR	Standart Sapma	P-Değeri	Negatif AARs (%)
-20	-0.0038	0.0266	0.1140	55.6%
-19	0.0034	0.0243	0.1101	51.9%
-18	-0.0057	0.0268	0.1686	70.4%
-17	-0.0033	0.0237	0.1112	61.1%
-16	-0.0141	0.0344	0.3173	79.6%
-15	-0.0008	0.0410	0,0160**	55.6%
-14	0.0025	0.0416	0,0476**	64.8%
-13	-0.0001	0.0334	0,0016***	53.7%
-12	0.0007	0.0475	0,0124**	63.0%
-11	0.0153	0.0448	0.2659	42.6%
-10	0.0145	0.0535	0.2123	53.7%
-9	0.0079	0.0400	0.1559	46.3%
-8	-0.0137	0.0359	0.2947	70.4%
-7	-0.0016	0.0291	0,0424**	51.9%
-6	0.0033	0.0358	0,072*	40.7%
-5	0.0077	0.0287	0.2113	35.2%
-4	-0.0072	0.0307	0.1854	68.5%
-3	0.0090	0.0289	0.2443	40.7%
-2	0.0172	0.0302	0.4296	20.4%
-1	0.0000	0.0350	0,0009***	55.6%
0	-0.0070	0.0317	0.1741	59.3%
1	-0.0068	0.0303	0.1759	55.6%
2	0.0019	0.0249	0,0599*	51.9%
3	-0.0064	0.0234	0.2155	72.2%
4	-0.0099	0.0269	0.2857	74.1%
5	-0.0091	0.0307	0.2313	74.1%
6	-0.0104	0.0258	0.3102	74.1%
7	-0.0071	0.0244	0.2270	74.1%
8	0.0045	0.0266	0.1330	55.6%

9	0.0098	0.0254	0.3001	37.0%
10	0.0091	0.0283	0.2504	31.5%
11	-0.0034	0.0379	0,0721*	61.1%
12	-0.0018	0.0303	0.0466	59.3%
13	0.0069	0.0298	0.1823	48.1%
14	-0.0053	0.0298	0.1407	61.1%
15	-0.0112	0.0321	0.2716	70.4%
16	-0.0031	0.0361	0,0678*	57.4%
17	-0.0011	0.0322	0,0265**	68.5%
18	0.0027	0.0298	0,0727*	50.0%
19	-0.0037	0.0401	0,0725*	63.0%
20	-0.0096	0.0313	0.2404	64.8%

*,** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Dahil olduğu yeni pazarı bir öncesine göre aşağı yönlü hareket eden paylara ilişkin ortalama anormal getiri çıktıları Tablo 3'te ifade edilmektedir. Elde edilen bulgulara göre, yukarı yönlü hareket eden paylarda ortaya çıkan bulguların tersine, duyurunun yapıldığı gün negatif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan ortalama anormal getiri ortaya çıkmıştır. Takip eden günlerde ise, yalnızca 18. günde pozitif ortalama anormal getiri görülmüşken, duyuru sonrasında 20 günde ortaya çıkan istatistiksel anlamlı günlerin tamamı negatiftir. Ayrıca duyuru yapılmadan önceki en yakın pencere olarak dikkate aldığımız ilk 3 güne baktığımızda pozitif ortalama anormal getirilen varlığı göze çarpmaktadır. Önceki 20 gün içerisinde ise, benzer şekilde negatif ve pozitif ortalama anormal getirilerin farklı günlerde istatistiksel olarak anlamlılık gösterdiği gözlemlenebilir.

Tablo 4. Dahil Olduğu Yeni Pazarı Bir Öncesine Göre Aşağı Yönlü Hareket Eden Paylara İlişkin CAAR Sonuçları

Gün	CAAR	Standart Sapma	P-Değeri	Negatif CAARs (%)
<i>[-20,20]</i>	-0.0297	0.2766	0,0851*	57.4%
<i>[-15,15]</i>	0.0086	0.2221	0,0307**	46.3%
<i>[-10,10]</i>	0.0058	0.1591	0,0289**	44.4%
<i>[-5,5]</i>	-0.0106	0.1048	0,0799*	55.6%
<i>[-1,1]</i>	-0.0138	0.0686	0.1590	53.7%
<i>[-20,0]</i>	0.0312	0.1627	0.1513	44.4%
<i>[-15,0]</i>	0.0478	0.1346	0.2761	35.2%
<i>[-10,0]</i>	0.0301	0.1096	0.2155	38.9%
<i>[-5,0]</i>	0.0197	0.0768	0.2016	44.4%
<i>[0,2]</i>	-0.0119	0.0598	0.1568	53.7%

[0,5]	-0.0373	0.0715	0.3955	77.8%
[0,10]	-0.0313	0.0986	0.2481	64.8%
[0,15]	-0.0462	0.1624	0.2228	61.1%
[0,20]	-0.0609	0.2242	0.2131	66.7%

*,** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Dahil olduğu yeni pazarı bir öncekine göre aşağı yönde hareket eden paylara ilişkin kümülatif ortalama anormal getiri sonuçları Tablo 4'te gösterilmektedir. Bu sonuçlara baktığımızda, yukarı yöndeki hareketlerin tersine [-15,15], [-10,10] gibi duyuru öncesi ve sonrası kısa dönemi dikkate alan pencerelerde pozitif kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlılık gösterdiği bulunmuştur. Ancak duyurunun yapıldığı ve duyuru öncesi ve sonrası için en kısa periyot olarak dikkate aldığımız [-5,5] ve [-1,1] pencerelerinde ise negatif kümülatif ortalama anormal getiri tespit edilmiş, bunlardan yalnızca [-5,5] penceresinin %10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Diğer taraftan, kümülatif ortalama anormal getiri pencereleri detaylı bir şekilde incelendiğinde [-20,0], [-15,0], [-10,0], [-5,0] yani duyuru yapılmadan önceki günleri dikkate alan inceleme aralıklarına bakıldığında, pozitif kümülatif ortalama anormal getiriler tespit edilmiş olup, istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Ancak, duyuru sonrasındaki günlere dikkate aldığımız farklı inceleme pencerelerinde baktığımızda [0,2], [0,5], [0,10], [0,15], [0,20] gibi hepsinin istatistiksel olarak anlamlı olmamasına rağmen negatif bir kümülatif değer ortaya koyduğu dikkat çekmektedir.

Elde edilen tüm bulguları birlikte değerlendirdiğimizde Borsa İstanbul pay piyasasında bulunan paylara ait pazar yapılarındaki farklılaşmanın, hisse senetleri fiyatları üzerinde bir etkisinin varlığı tespit edilmiştir. Bu etkileşimin belli bir yol, belli bir trend izlemediği görülse de özellikle aşağı yönlü hareketlenmedeki istatistiksel olarak anlamlı olmayan ve kümülatif inceleme aralıklarındaki yoğun negatif duruş hisse senetlerinin pazar yapılarındaki aşağı yönlü değişiminin piyasa tarafından negatif algılanabileceği yönünde bize bilgi sunmaktadır. Diğer taraftan yukarı yönlü hareketlerin duyurulduğu 0. günde pozitif, esas olarak anlamlı değer, bu yöndeki hareketin piyasa tarafından pozitif algılandığı şeklinde yorumlanabilir. Ancak unutulmamalıdır ki elde edilen bu bulgular kullanılan metot veri setinin kısıtları dahilinde ortaya çıkartılmıştır, hisse senetlerinin ya da payların piyasa fiyatına etki eden diğer değişkenlerin sabit olduğu varsayımı altında bu analiz gerçekleştirilmiştir. Ayrıca, yarı güçlü formada etkinliğin var olmadığı şeklindeki bulgularımız, literatürde çalışmamızla tam anlamıyla benzer bir araştırmaya rastlanmamış olsa dahi, birçok farklı çalışmayla benzerlik göstermektedir. Bunlardan bazıları; Kaderli (2007), Sakarya (2009), Aydınler ve Altay (2019).

Sonuç

Menkul kıymet fiyatları üzerinde birbirinden farklı faktörlerin etkisi bilinen bir gerçek olmakla birlikte, teknik ve temel analizler ile bu faktörlerin belirginleştirilmesi araştırmacıların ve piyasa katılımcıların her zaman dikkate alınan bir amacı ifade etmektedir. Etkin piyasalar Hipotezi' ne göre, bir menkul kıymet hakkında piyasaya ulaşan her türlü bilginin eş anlı ve adil bir fiyat oluşturacak şekilde fiyatlara yansıtıldığı iddia edilmektedir. Diğer taraftan, Davranışsal finans, finansal piyasalardaki yatırımcıların nasıl hareket etmesinden çok gerçekte nasıl hareket ettiği ile ilgilenmektedir. Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finans çerçevesinde, firma veya piyasa ile ilgili bir olay gerçekleştiğinde piyasanın ilgili olaya ne şekilde tepki vereceğini ölçebilmek, takip eden aşamada bu bilgi setini kullanarak pozisyon almak önem arz etmektedir.

Bu çalışmada, Borsa İstanbul' da bulunan Yıldız Pazar, Ana Pazar, Alt Pazar ve Yakın İzleme Pazarları arasında firmaların bir üst pazara veya bir alt pazara geçişlerine dair 01.07.2021 - 03.01.2022 arasındaki 110

duyurunun hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi Olay Çalışması yöntemiyle incelenmiştir. Elde edilen tüm bulguları birlikte değerlendirdiğimizde Borsa İstanbul pay piyasasında bulunan paylara ait pazar yapılarındaki farklılaşmanın, hisse senetleri fiyatları üzerinde bir etkisinin varlığı tespit edilmiştir. Bu etkileşimin belli bir yol, belli bir trend izlemediği görülse de özellikle aşağı yönlü hareketlenmedeki istatistiksel olarak anlamlı olmayan ve kümülatif inceleme aralıklarındaki yoğun negatif duruş hisse senetlerinin pazar yapılarındaki aşağı yönlü değişiminin piyasa tarafından negatif algılanabileceği yönünde bize bilgi sunmaktadır. Diğer taraftan, yukarı yönlü hareketlerin duyurulduğu 0. günde pozitif, esas olarak anlamlı değer, bu yöndeki hareketin piyasa tarafından pozitif algılandığı şeklinde yorumlanabilir. Çıkan sonuçları araştırma için kurgulanan hipotezler bağlamında değerlendirdiğimizde, alternatif hipotezin her iki durum için de kabul edilebilir olduğu görülmüştür. Bu netice, ilgili duyuru kapsamında piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı şeklinde yorumlamayı mümkün kılmaktadır. Ancak unutulmamalıdır ki elde edilen bu bulgular kullanılan metot, veri setinin kısıtları ve hisse senetlerinin piyasa fiyatına etki eden diğer değişkenlerin sabit olduğu varsayımı altında bu analiz gerçekleştirilmiştir. Ayrıca, elde edilen çıktılar piyasa etkinliği çerçevesinde literatürde sıkça rastlanan etkin olmama durumu ile paralellik göstermektedir. Gelecekte yapılacak çalışmalarda şirket bazında vaka analizlerinin yapılmasının, şirketlerin piyasa performanslarını etkileyen diğer etkenlerin de dikkate alınmasının ve kullanılan veri setinin genişletilerek farklı modellerle benzer araştırmalar yapılmasının ilgili yazına katkı sağlayabileceği düşünülmektedir.

Kaynakça

- Aydiner, H. E. & Erdinç A. (2019), Endeks Etkisi: Getiri Oranlarının Endeks Değişimlerine Olan Reaksiyonunun Borsa İstanbul'da Analizi, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, Cilt 75, No.4, ss. 1347 – 1382.
- Bailey, E.E. & Baumol J.W. (1984), Deregulation and the Theory of Contestable Markets, Yale Journal On Regulation(1), Ss.111 – 137.
- Bekçioğlu, S., Öztürk, M. & Kaderli, Y. (2004), Kurulan İşbirliklerinin İMKB' ye Kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Etüdü Denemesi, MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, 21, ss. 43–48.
- Berk, N. (2005). Finansal Yönetim. İstanbul. Türkmen Kitapevi.
- Bayazıtlı, E., Kaderli, Y. & Eymen Gürel (2008), Kar Payı Dağıtım Duyurularının Firmaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB' ye Kayıtlı Taş Toprağa Dayalı Sanayide Faaliyet Gösteren Bazı Firmalar Üzerinde Bir Olay Etüdü Çalışması, Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi, Sayı 26, ss. 1–16.
- Bostancı, F. (2003), Davranışçı Finans. İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & Mackinlay, A. C. (1997), The Econometrics of Financial Markets. New Jersey, Princeton University Press.
- Chi, L. C., & Tang, T. C. (2007). Impact of Reorganization Announcements on Distressed-stock returns, Economic Modelling, 24(5), ss.749-767.
- Çermikli, H. (2002). Piyasa Gücü ve Firma Davranışları, Atlas Yayın Dağıtım, Ankara.
- Decamps, J.P. & Lovo, S. (2002), Risk Aversion and Herd Behavior in Financial Markets. Erişim Tarihi: 15 Nisan 2021. [Http://Ssrn.Com/Abstract=301962](http://Ssrn.Com/Abstract=301962)
- Değer, A., & Ertan, Y. (2008), Yatırım Fonu Seçim Kararlarında Çerçeveleme Etkisi, Muhasebe ve Finansman Dergisi, ss.174-184.
- Dobbins, R., Witt, S., & Fielding, J. (1994), Portfolio Theory and Investment Management.

- Oxford. England.
- Döm, S. (2003), Yatırımcı Psikolojisi. İstanbul, Değişim Yayınları.
- Eken, M. H. (2002), Temel Yatırım Analizi ve Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri, İstanbul, Marmara Üniversitesi Ders Notları.
- Fama, E. F. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance, 383-417.
- Günel, M. (2006), Para Banka ve Finansal Sistem, Ankara, Yeni Dönem.
- Hull, J. C. (2002), Options, Futures, & Other Derivatives, New Jersey, Prentice Hall.
- Jain, P. C. (1987), The Effect on Stock Price of Inclusion in or Exclusion from the S&P 500, Financial Analysts Journal, 43 (1), ss.58-65.
- Jones, E., Danbolt, J., & Hirst, I. (2004), Company Investment Announcements and the Market Value of the Firm, The European Journal of Finance, 10(5), ss.437-452.
- Kaderli, Y. (2007), Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü ile İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 36, ss 144-154.
- Kaderli, Y. & Demir, S. (2009), Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi, SMMMO Mali Çözüm Dergisi, Sayı 91, ss. 45-65.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1974), Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases, Science, Vol. 185, No: 4157, ss. 1124-1131,
- Kandır, S. Y. & Soner Y. (2012), Kurumlar Vergisi Oranındaki Değişikliğin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi, Maliye Dergisi, Sayı 163, ss. 170-186.
- Karan, M. B. (2013), Yatırım Analizi ve Portföy Yönetim, 4. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Kiyılar, M. (1997), Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İrdelenmesi- Test Edilmesi, İstanbul, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Konak, F. & Özkahveci, E. (2021), İslami Finans Perspektifinin Finansal Piyasalara Etkisi: Katılım 50 Endeksi Üzerine Bir Uygulama, Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, ss.217-239.
- Markowitz, H. (1952), The utility of wealth, Journal of political Economy, 60(2), ss.151-158.
- Mutan, Oya C. & Topcu, A. (2009), Türkiye Hisse Senedi Piyasasının 1990-2009 Tarihleri Arasında Yaşanan Beklenmedik Olaylara Tepkisi, SPK Araştırma Raporu, Ankara.
- Özçam, F. (1996), Teknik Analiz ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası Kurulu, 115-116.
- Parasız, İ. & Yıldırım, K. (1994), Uluslararası Finansman ve Teori Uygulaması. Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Rabin, M. (1998), Psychology and Economics, Journal of Economic Literature, Vol. 36i, No. 1
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2002), Corporate Finance, Newyork, Mcgraw Hill. Inc.
- Sakarya, Ş. (2009), İmkb Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Göstergeleri Arasındaki İlişkinin Olay

- Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 7, Sayı 13, ss. 147-162.
- Shah, S.Z.Ali., Hasan M. & Muhammad S. A. (2007), Impact of Macroeconomic Announcement on the Stock Prices: An Empirical Study on the Pakistani Stock Market, The Business Review, Cambridge, Vol. 9, No. 1, December.
- Sharpe, W. F. (1963), A Simplified Model for Portfolio Analysis. Management Science, 9(2), ss.277-293.
- Taner, B. & Akkaya, C. (2009), Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Ankara, 2009.
- Thaler, R. (1980), Toward A Positive Theory of Consumer Choice, Journal of Economic Behavior and Organization 1.
- Tong, L. (2010), Event Study Analysis of Share Price and Stock Market Index Data, Department of Computing Science and Mathematics, University of Stirling.
- Tufan, E. (2008), Davranışsal Finans, Ankara, İmaj Yayıncılık.
- Turan, Ş. (2010), Davranışsal Finans Perspektifinden Döviz Piyasasında Etkin Piyasalar Hipotezinin Test Edilmesi, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 2010.