Kazanç Açıklamaları ve Şirket Değeri İlişkisi: BIST100 Şirketleri Üzerine Bir Olay Analizi[1]

Ali GÜVERCİN
Yrd.Doç.Dr.,İstanbul Gelişim Üniversitesi
İ.İ.S.B.F. İşletme Bölümü

Yusuf DEMİR
Prof. Dr., Süleyman Demirel Üniversitesi
İ.İ.B.F., İşletme Bölümü

Kazanç Açıklamaları ve Şirket Değeri İlişkisi: BIST100 Şirketleri Üzerine Bir Olay Analizi

Özet

Bu çalışma kazanç açıklamalarının şirket değeri üzerindeki rolünü incelemektedir. Çalışmada kullanılan veriler 2009 ve 2013 yılları arasında Borsa İstanbul BIST100 endeksinde listelenen 78 şirketi içermektedir. Finansal değerler 3-aylık dönemler için elde edilmiştir. Kazanç açıklamalarının şirket değeri üzerindeki kısa dönem etkileri olay analizi yöntemiyle incelenmiştir.

Beklentilerin aksine ama diğer bazı çalışmalarla tutarlı olarak, olay analizi kazanç açıklaması sonrası şirket değerinin düştüğünü göstermektedir. Üstelik bulgular negatif kazanç sürprizlerinin yatırımcı için daha önemli olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Kazanç Açıklamaları, Şirket Değeri, Yeni Bilgi, Finansal Yapı, Olay Analizi

The Relationship Between Earnings Announcements And Firm Value: An Event Study On BIST100 Firms

Abstract

The study investigates the role of earnings announcements on firm value. The data used in the analysis includes 78 firms listed in BIST 100 index of Borsa Istanbul for the period between 2009 and 2013. Financial values are obtained quarterly. To analyze the effect of earnings announcements on firm value in the short run, we use an event study methodology.

Contrary to expectations but consistent with some other studies,event-study analysis reveals that firm value declines around the announcement day. Moreover, findings show that negative earnings surprises are more important for investors.

Keywords: *Earnings Announcements, Firm Value, The New Knowledge, Financial Statements, Event-Study Analysis.*

1. Giriş

Kazanç kavramı şirketler ve hissedarlar açısından önemli olarak görülse de tek başına şirketlerin amacı olarak görülmemektedir. Çağdaş dünyada şirket genel yönetimi içerisinde finansal yönetim ve finans fonksiyonunun önemi gittikçe artan bir öneme sahiptir. Finans yöneticisinin temel amaçlarından en önemlisi, şirketin piyasa değerinin yükseltilmesi ve pay sahiplerinin servetinin en üst seviyeye çıkarılması olarak ifade edilmektedir. Buna ilave olarak, devletin, tüketicilerin,

[1] Bu Makale Ali Güvercin' in " Kazanç Açıklamaları ve Kazanç İstikrarının Şirket Değeri Üzerine Etkileri: BIST 100 Uygulaması" adlı Doktora Tezinden türetilmiştir.

çalışanların ve toplumun faydasının gözetilmesi de şirketin diğer amaçları (sosyal amaçlar) arasında görülmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2008:1-15).

Bu çalışma ile amacımız kazanç açıklamalarının yatırımcılar tarafından takip edilip edilmediğini ve gelen açıklamanın şirket değeri üzerinde bir etkisi olup olmadığını incelemektir. Kısa dönemli etkileri incelemek için olay analizi (event study) yöntemi kullanılmış ve olay öncesi ve sonrası 10 günlük bir pencere içinde şirket değerindeki değişmeler analiz edilmiştir. Olay analizi yöntemi açıklama günü, öncesi ve sonrasında yatırımcıların beklenenden farklarını ölçmekte ve yatırımcının yapılan açıklamaya bir tepkisi var ise bu farklar beklenenden farklı çıkmaktadır.

Olay analizi sonuçlarında önemli olan kazanç açıklamasının sağladığı bilginin ne yönde geliştiğinin belirlenmesidir. Yatırımcıların, pozitif sürpriz oluşumuna göre değil, negatif sürprizlerin gerçekleşmesi durumuna göre tepki verdikleri gözlemlenmiştir. Borsa trendleri raporlarının gösterdiği gibi yerli yatırımcılar özellikle kısa dönem pay senedini elinde tutmakta, yani beklentisine göre pozisyon almaktadır. Kazanç açıklamaları, kısa dönem pay senedini elinde tutan yerli yatırımcılar için önemli bilgiler sunmamaktadır. Bunun nedeni olarak yatırımcıların firma düzeyinde temel analiz yerine teknik analize ağırlık verdikleri düşünülmektedir. Bununla birlikte olay analizi sonuçları genel olarak kazanç açıklama tarihi etrafında şirket değerinde bir düşüş olduğunu göstermektedir.

Bu çalışma kazanç açıklamalarının şirket değeri üzerindeki etkilerini bütün zaman ve bütün şirketler için incelemekle kalmamakta, farklı gruplandırmalar içinde aynı analizi tekrar etmektedir. Ekonomik koşulların etkisini ayrıştırmak için 2009 ve 2013 yılları için analiz tekrarlanırken, aynı analiz farklı sektörler içinde yapılmaktadır. Kazanç açıklamalarının sürpriz olması ve sürprizin yönü de çalışmada dikkate alınan bir başka gruplandırmadır.

Çalışmanın ikinci bölümü bu konu ile ilgili ulusal ve uluslararası literatürde yapılan çalışmalar hakkında kısa bilgi vermektedir. Araştırma verilerinin kaynağı, kapsamı, ve sektörel dağılımı ile ilgili bilgiler ise üçüncü bölümde yer almaktadır. Dördüncü bölüm olay analizi sonuçlarını farklı gruplandırmalar altında yorumlarken, çalışmanın sonuçları beşinci ve son bölüm olarak düzenlenmiştir.

2. Literatür İncelemesi

Finansal piyasalarının etkinliği, finans teorisinin kabul gören temel ilkelerinden birisi olarak kabul edilmektedir. Finansal varlık fiyatları, etkin piyasalarda en dar tanım olarak finansal varlık fiyatlarının kamuya açık bütün bilgileri taşımaktadırlar. Diğer bir anlatımla, etkin piyasa hipotezinin geçerli olduğu finansal piyasalarda, finansal varlıkların geçmiş fiyat bilgileri kullanılarak gelecekteki değerlerinin tespit edilmesi mümkün olmayacaktır (Fama, 1970).

Etkin piyasaların geçerli olduğu piyasa ortamında, finansal varlık fiyatlarının yeni bilgiye tepki göstermesi beklenir. Piyasanın beklentisine göre veya beklentilerin aksine olarak, bu yeni bilgi bazen sadece yeni bilgi, bazen ise beklenmeyen yeni bilgi olarak ortaya çıkmaktadır. Bu varsayım altında, finansal bilgilerin yeni bilgi olarak piyasalara gelmesinin etkisiyle finansal varlık fiyatları değişmesi beklenen bir sonuçtur. Gelen bilginin etkisiyle yatırımcıların gelecekteki varlık getirisi ve risk ile ilgili beklentileri değiştiği zaman, böyle bir durum ortaya çıkacaktır. Bu etki sebebiyle yeni bilgi akışı, şirket değeri ve getiri oynaklığı üzerinde etkili olmakta ve şirketin piyasa değerini oluşturmaktadır (Berry ve Howe, 1994; French ve Roll, 1986).

Kamuya açıklanan yeni bilgilerin, borçlanma ve özkaynak maliyetlerini olumlu yönde etkileyerek tasarrufa neden olduğu görülmektedir. Bunun pozitif etkisiyle kamuyu zamanında bilgilendiren ve şeffaflık ilkesini benimseyen şirketler yatırımcılar tarafından tercih edilerek ödüllendirilmektedir. Yatırımın geri dönüşünde sorun yaşanmaması ve sermaye maliyetlerinin minimize edilmesinde yeni bilgilerle kamunun aydınlatılmasının etkisi büyük olacaktır (Mazumdar ve Sengupta, 2005: 83).

Yatırımcılara bilgi akışını ölçen yöntemlerin üç grupta toplanarak incelenmesi mümkündür ve bunlar aşağıda sıralanmıştır.

Birinci grup çalışmalar, gelen haber sayısı ile yeni bilgi akışını ölçme yöntemini kullanan çalışmalardan oluşmaktadır. Bu konuda İlk çalışmalardan olan Berry ve Howe (1994) çalışması, Reuters Kuzey Amerika'nın yayınladığı günlük haber sayılarını kullanarak bilgi akışını temsili olarak ölçümlemişlerdir. Bir başka çalışmada Mitchell ve Mulherin (1994) ise Dow Jones tarafından sağlanan günlük haber başlıklarını kullanarak getiri oynaklığı ve yeni haber akışı arasındaki ilişkiyi ölçümlemişlerdir. Türkiye'de ise buna örnek olarak, firma düzeyinde yapılan ve bilgi akışını gelen haber sayısı ile ölçen Baklacı v.d. (2011) çalışması gösterilebilir.

İkinci grup çalışmalar, makroekonomik değişkenlerin açıklanmaları ile bilgi akışını inceleyen ve olay analizi (event study) yöntemlerini kullanan çalışmalardan oluşmaktadır. Bu çalışmalar etkin piyasa hipotezi altında gün içi verilerini kullanarak sadece beklenmeyen, sürpriz bilginin etkisini inceleyen çalışmalardır. Özellikle hisse ve döviz piyasasında yoğun bir şekilde bulunan bu çalışmalara: Ederington ve Lee, 1993; Andersen ve Bollerslev, 1998; Almeida, Goodhart ve Payne, 1998; Pearce ve Roley, 1985; Pearce ve Solakoglu, 2007 çalışmaları örnek olarak verilebilir.

Üçüncü ve son grup çalışmalar ise hisse getirisi ve oynaklığı arasındaki ilişkiyi mali tabloların açıklanmaları ile ilişkilendiren çalışmalardır. Bu alandaki çalışmalar şirketin mali durumu ile ilgili her türlü açıklamanın bir bilgi içerdiği varsayımı

altında incelenebilir. Önemli olan, yapılan açıklamanın yatırımcıların gelecek getiri ve risk dağılımlarını etkilemesi ve bu etkilemenin yatırımcıların portföy dağılımını değiştirecek kadar büyük olmasıdır (Beaver, 1968).

Ball ve Brown (1968) kazanç açıklamalarının yapıldığı tarihte beklenen kâr ile gerçekleşen kâr arasındaki farkın hisse senetlerinin fiyatı üzerindeki etkisi üzerine çalışma yapmışlardır. Sonuçta iyi haberlerin şirket hisselerinin piyasa fiyatını artırmakta olduğunu, buna karşılık kötü haberlerin (negatif kazançlar) ise şirket hisse senetlerinin piyasa fiyatını düşürdüğünü ortaya koymuşlardır.

Aharony ve Swary (1980:1-12) kâr dağıtımı açıklamalarının yapılacağı tarihlerin şirket değerine etkisini araştırmışlardır. Açıklamanın yapılmasından önce ve açıklama tarihlerinde şirketlerin hisse senetleri değerlerine baktıklarında, bir grup hisse senedi değerinin azaldığını, diğer bir grup şirketin hisse senedi değerinin yükseldiğini gözlemlemişlerdir.

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

Tatari (1999:37) kâr dağıtımının şirket değerine etkisi konusunda yaptığı çalışmada, nakit kâr dağıtımının şirket değerine etki yaptığını belirlemiştir. 1995-1997 yılları arasında, İMKB' da işlem gören şirketlerin temettü ilan tarihlerini olay günü olarak almış ve hisse senedi getiri verilerini kullanmıştır. Olaydan önceki son üç güne kadar yukarı yönlü, olay gününü takip eden günlerde ise aşağı yönlü değişme olduğu ifade edilmektedir. Sonuç olarak, nakit temettü dağıtılmasıyla, olay günü öncesindeki son 3. gün piyasa değerinin en yüksek değere ulaşacağını, olay sonrasında fiyatta düşme olacağını ve piyasanın yeni bir denge fiyatına ulaşana kadar bunun devam edeceğini ifade etmiştir.

Wayne ve Maydew (2002) çalışmalarında 3 ayda bir yapılan kazanç açıklamaları bilgilerinin içeriklerindeki değişimleri inceleyerek analizlerini gerçekleştirmişlerdir. Çalışmalarında, normal olmayan işlem hacmi (abnormal rading volume) ve normal olmayan getiri oynaklığını (abnormal return volatility) kullanmışlardır. Çalışma dönemi için 1972-1998 yılları arasında 3 günlük olay aralığı penceresi kullanmışlardır. Çalışmaları sonucunda kazanç açıklamalarının bilgi içeriğinde bir azalma olmadığını aksine zaman içinde bilgi içeriğinde bir artış olduğunu gözlemlemişlerdir. Bununla birlikte şirketlere özel bazı bilgilerin (büyüklük, kazanç tahmin edilebilirliği vb.) bu sonucu değiştirici bir etkisinin bulunmadığını ifade etmektedirler.

Kalev vd. (2004) yaptıkları çalışmalarında firma düzeyinde yapılan açıklamaların hisse senedi getirilerinin oynaklığı üzerindeki etkisini GARCH modelini kullanarak

incelemişlerdir. Sonuç olarak gelen haber ile oynaklık arasında pozitif ve istatistikî olarak anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir.

Jansen (2004) çalışmasında günlük piyasa oynaklığı ile kamuya açık bilgi akışı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Faiz oranı ile ilgili haberlerin en önemli haber grubu olarak ortaya çıktığını, gelen haberlerin çoğunlukla bir gün içinde oynaklığa etki ettiğini ve oynaklığın ısrarlı (volatility persistence) olması nedeniyle gelen haberlerin GARCH modeli kullanılarak incelendiğinde ciddi anlamda azalma gösterdiğini tespit etmiştir.

Kothari ve Warner (2006) çalışmalarında toplam kazanç açıklamalarına hisse senedi piyasasının verdiği tepkileri araştırmışlardır. Beklentilerin aksine, toplam getirilerin kazanç açıklamalarına pozitif tepki vermesini beklerken, bu çalışmada toplam getiriler ve kazanç büyümesi arasında negatif korelâsyon bulunmuştur.

Pekkaya (2006) regresyon analizi yöntemini kullanarak, kâr payı dağıtımıyla karın sermayeye ilave edilmesinin şirket değerini nasıl etkilediğini ölçümlemeye çalışmıştır. Kâr payını dağıtmayıp şirkette bırakmanın şirket değerini olumlu etkilediği sonucuna varmıştır. Kâr dağıtımının ise şirket değerini etkilemede değişkenlik arz ettiği, bir kısım şirketleri pozitif etkilerken diğer bazı kısım şirketleri ise olumsuz etkilediğini tespit etmiştir.

Özaltın (2006) şirketlerin sermaye yapıları ile piyasa değeri arasındaki ilişkiyi korelâsyon analizi yöntemini kullanarak araştırmıştır. BIST 100 endeksindeki araştırma yapılan yaklaşık 85 şirketin sermaye yapıları ile piyasa değerleri arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmadığını gözlemlemiştir.

Düzer (2008) BIST100 Endeksinde yer alan 58 şirket üzerinde, panel veri analizini kullanarak, finansal analizde kullanılan oranlar ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Firma değeri ile oran analizinde kullanılan oranlar arasında önemli derecede anlamlı ilişkinin var olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Baldemir ve Süslü (2008:259-268), İMKB100 endeksine dâhil olan 75 firmanın verilerini kullanarak şirketlerin hisse senedi değeri ile kısa vadeli borçları arasında oluşan değişim ilişkisini incelemişlerdir. En küçük kareler yöntemini kullanarak yaptıkları regresyon analizi sonucunda değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemediğini ve bununla birlikte Modigliani-Miller yaklaşımının Türkiye için geçerli bir yaklaşım olmadığını belirtmektedirler.

Louhichi (2008:102-115) gün-içi hisse senedi verilerini kullanarak Paris Borsası'nda kazanç açıklamalarının hisse fiyatlarını nasıl etkilediğini araştırmıştır. Gelen açıklamalar olumlu, olumsuz ve nötr olarak üç grupta incelenmiş ve olumlu haberlerin fiyatları pozitif, olumsuz haberlerin ise negatif yönde etkilediği

gözlemlenmiştir. Ancak bu etkinin 15 dakika kadar sürdüğünü ve 15 dakika içinde ortadan kalktığını tespit etmiştir.

Kaba (2009) kâr dağıtımının şirket değeri üzerine etkisini Borsa İstanbul'da işlem gören ve kâr dağıtımı yapan 222 şirketin verileriyle 2000-2007 arasını temel alarak araştırmıştır. Kâr dağıtim oranı arttıkça şirket değerinin arttığını, kâr dağıtımını nakit olarak yapan şirketlerin şirket değerinin, kâr dağıtımını hisse senedi vererek yapan şirketlere oranla daha yüksek olduğunu tespit etmiştir

Cready ve Gürün (2010:289-334) firmaların kazanç açıklamalarının toplam piyasa getirisini doğrudan etkilediğini belirtmektedirler. Ancak, bu çalışmada beklentilerin aksine, yüksek kazanç açıklamalarının piyasa değerlerinde düşüş meydana getirdiğini gözlemlemişlerdir. Kısaca, yüksek kazanç açıklamasının gelecek nakit akışlarına uygulanacak iskonto oranının da arttığı bilgisi taşıdığını ortaya koymuşlardır.

Altan ve Arkan (2011), BIST Sınaî Endeksi'nde bulunan 127 firmanın 2004-2007 yılları arasındaki ara dönem üç aylık verilerini kullanarak şirketin finansal yapısının firma değeri üzerindeki etkisini çoklu regresyon analizi metoduyla incelemişlerdir. Kısa vadeli borç, uzun vadeli borç ve özsermayenin firma değeri üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif olduğunu tespit etmişlerdir.

Baklacı v.d. (2011) firma düzeyinde gelen haberlerin bilgi içeriğini incelemiş, yaptıkları analiz sonucunda oynaklığın ısrarlılığında istatistikî olarak anlamlı bir azalma olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Yücel (2012) çalışmasında, firma çeşitlendirmesinin firma değeri, performansı ve riski üzerine etkilerini İstanbul Borsasına kayıtlı firmalar için panel veri analiz yöntemini kullanarak test etmiştir. Büyüklükleri birbirine yakın çeşitlendirilmiş firmaların kârlılıklarının, çeşitlendirilmiş firmaların kârlılıklarına göre daha yüksek olduğu sonucunu elde etmiştir. Ayrıca çeşitlendirme sonucu kârlılık ıdüzeyinin arttığını, firma risklerinin, borçlanma seviyelerinin azaldığını ve çeşitlendirilmiş firmalarda çeşitlendirme primi adı altında firma değeri oluştuğunu ortaya koymuştur.

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

Goel ve Thakor (2003:151-192) yatırımcılar için kazanç istikrarının hisse getirisi ve oynaklığına etkisini incelemişlerdir. Kazançlarda belirli bir istikrarın sağlanması özellikle bilgi sahibi olmayan yatırımcıları etkileyecektir. Kazanç istatistiklerinin oynaklık gösterdiği piyasalarda bilgi sahibi olmayan yatırımcıların beklenen kayıpları, bilgi sahibi yatırımcılara oranla daha yüksek olacaktır. Bu nedenle, kazanç istikrarının hisse getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisi önemli olacak ve bu önem piyasadaki yatırımcıların bilgi sahibi veya bilgi sahibi olmayan yatırımcılar olarak dağılımından da etkilenecektir.

3. Araştırma Verileri

Türkiye'de faaliyet gösteren Borsa İstanbul 100 endeksine kayıtlı firmalar analize dahil edilmiş ve seçilen firmaların üçer aylık kazanç açıklama tarihleri elde edilmiştir. Analiz verileri 2009-2013 yılları arasında, Borsa İstanbul'a kayıtlı 78 adet farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlere ait veriler olup, kamuyu aydınlatma platformundan elde edilmiştir. Borsa İstanbul 100 endeksinde bulunan bankalar ve sigorta şirketleri finansal tablolarındaki farklılıklar nedeniyle analiz dışı bırakılmışlardır. Şirket değeri için piyasa değeri alınmış ve günlük düzeltilmiş hisse fiyatları Datastream veritabanından elde edilmiştir.

Veri setinin sektörlere göre dağılımı incelendiğinde, İmalat Sanayi şirketleri 34 şirketle en fazla verisi kullanılan sektör olarak çalışmada yer almaktadır.İkinci olarak ise, 19 şirketle mali kuruluşlar yer almaktadır. Üçüncü sırada toplam 8 şirketle Toptan ve Perakende Ticaret bulunmaktadır. Daha sonra sırasıyla, ulaştırma ve haberleşme 5 şirketle, madencilik 3 şirketic, eğitim-sağlık-spor, enerji, inşaat ve bayındırlık 2 şirketle temsil edilmektedir. Elektrik-su-gaz, Teknoloji-bilişim ve üretim sektörleri de 1' er şirketle çalışmada yer almışlardır

4. Analiz Sonuçları

4.1. Olay Analizi Bulguları ve Yorumları

Çalışmanın bu kısmında kazanç açıklamalarının firma değeri üzerindeki kısa dönem etkileri bir olay analizi kullanılarak incelenmiştir. Olay analizi için kazanç açıklama tarihleri kamuyu aydınlatma platformunda ilan edilen şirket gelir tabloları kaynağı kullanılarak derlenmiş, her bir firma için günlük düzeltilmiş[2] kapanış fiyatları Datastream veri tabanı kullanılarak elde edilmiştir. Analiz için 2009-2013 yılları içinde yapılan 1388 kazanç açıklaması kullanılmıştır.

[2]Sermaye artışları ve temettü ödemelerinin etkisi dikkate alınmaktadır.

Standart olay analizi tekniğinde eğer kazanç açıklamalarının yatırımcı gözünde bir değeri varsa beklenen getiri ve gerçekleşen getiri arasındaki farkın, normal olmayan getirinin (AR: Abnormal Return), sıfırdan farklı olması beklenir. Beklenen getiriyi hesaplamak için açıklama tarihinden önce bir model penceresi belirlenmekte ve piyasa modeli beklenen getiriyi tahmin etmekte kullanılmaktadır. Bu çalışmada açıklama öncesi ve sonrası 10 gün açıklamanın firma değeri üzerindeki etkisini ölçmede kullanılmış, model Için ise bu tarihlerden önceki 90 gün modeli geliştirme süresi olarak değerlendirilmiştir. Kullanılan model şu şekildedir.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \qquad \text{t=-101 ile -11 arası}$$

Bu modelde R_{it} bir hissenin fiyatının günlük getirisini, R_{mt} ise piyasa portföyünün günlük getirisini göstermektedir. Getiri hesaplamasında ise aşağıda belirtilen eşitlik kullanılarak getirilerin logaritmik değerleri hesaplanmıştır.

$$R_{it}=ln(P_{i,t})-ln(P_{i,t-1})$$

Bu eşitlikte $P_{i,t}$ bir şirket pay senedinin t tarihindeki düzeltilmiş kapanış fiyatını ifade etmektedir. Eşitlik 90 günlük getiriler için [-101,-11] veri penceresi için tahmin edilmiş ve tahmin edilen parametreler kullanılarak [-10,+10] penceresi için öngörüde bulunulmuştur. Bu tahminlerde piyasa portföyü için BİST100 endeksi kullanılmıştır. Her bir şirket için normal olmayan getiriler aşağıdaki eşitlik yöntemiyle hesaplanmıştır.

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

Bu eşitlikte AR_{it} i şirketi için t zamanındaki normal olmayan getiriyi göstermektedir. $\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$ ise olay penceresi öncesi verilerek kullanılarak EKK (En Küçük Kareler) yöntemiyle elde edilmiş parametre tahminleridir. Sonuçların daha güvenilir olması için normal olmayan getiriler [-10, +10] penceresi için bütün şirketlerin ortalaması alınarak ortalama normal olmayan getiri, AAR_t (AverageAbnormal Return) hesaplanmış ve analizlerde kullanılmıştır. Matematiksel olarak yapılan hesaplama aşağıda gösterilmektedir[3].

$$AAR_{it} = \frac{\sum_i AR_{it}}{N}$$

Bu eşitlikte N toplam açıklama sayısını göstermektedir. Açıklamanın etkisini analiz etmek için kümülâtif normal olmayan getiri de, CAR (CumulativeAbnormalReturns), farklı olay pencereleri için hesaplanmaktadır.

[3] Kısaca bu denklem 1388 kazanç açıklaması için ayrı hesaplanmış ve bize 1388 AR değerleri (-10, +10) olay penceresini vermiştir.

Kümülâtif normal olmayan getiriyi kullanmamızın nedeni ise açıklamanın etkisi günlük olmasa bile birkaç güne yayılması durumunda bu etkiyi yakalamak içindir. Bu nedenle, kümülâtif etkiyi hesaplarken açıklama öncesi, sonrası ve açıklama etrafında farklı olay aralıkları kullanılmıştır. Bu aralıklar: CAR(-5, +5), CAR(-5, -1), CAR(+1, +5), CAR(-1, +1), CAR(-1, 0) ve CAR(0, +1) olarak belirlenmiştir.

(Bu aralıklar neye göre belirlenmiştir diyor eleştiri-)

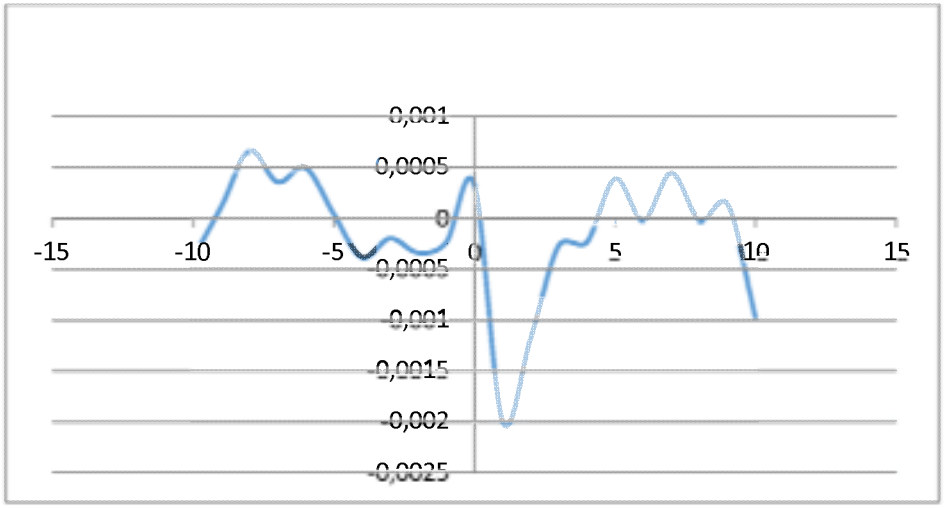
4.2. Bütün Zamanlar ve Bütün Şirketler

Olay analizinin ilk uygulamasında bütün açıklamalar ve bütün şirketler analize dâhil edilmiştir. Test ettiğimiz ilk hipotez ise aşağıda belirtilmiştir.

Hipotez 1: Kazanç açıklamalarının firma değeri üzerinde bir etkisi yoktur.

Eğer kazanç açıklamalarının şirket değeri üzerinde bir etkisi yoksa ki Etkin Piyasa Hipotezi doğru ise ve kazanç açıklamaları bir sürpriz durumu yansıtmıyorsa kazanç açıklamalarının bir etkisinin olması beklenemez, AAR ve CAR değerlerinin hiçbir zaman aralığında sıfırdan farklı olması beklenmez.

Şekil 1: Ortalama Normal Olmayan Getiri.



Şekil 1 tüm zaman ve firmalar için AAR değerlerini (-10,+10) penceresi için göstermektedir. Çalışmada olay penceresi olarak (-10, +10) penceresi analiz için, ancak tablolarda (-5, +5) penceresi yorumlamak için kullanılmıştır. Bunun nedeni literatürde yapılmış olay analizlerinde genelde bu olay penceresinin kullanılmış olunmasıdır. Bununla birlikte olayın etkisinin uzun süreli değil, kısa süreli olması ve

analizde de kısa dönem etki incelendiği için bu pencerenin çalışmanın amacına daha uygun olduğu düşünülmektedir.

Kazanç açıklamalarının etkisi olmadığı durumda AAR değerinin 0 etrafında salınımda bulunması beklenir. Şekil 1' de bu salınım açıklama tarihine kadar gelmekte ve açıklama tarihinden sonraki iki gün şirket değerinde bir düşüş olduğu görülmektedir. Diğer bir deyişle, ortalama gerçekleşen getiri beklenen getirinin altında olmakta ve ortalama firma değeri bu açıklama sonucu düşmektedir.

Tablo 1 açıklama tarihinin etrafında daha kısa bir zaman aralığı için AAR ve CAR değerlerini ve t-istatistiklerini raporlamaktadır. Olay öncesi ve sonrası -5 ve +5 gün için Ho:AAR_t=0 hipotez testinin t-değerleri AAR değerlerinin açıklama sonrası +1 ve +2 günlerinde % 1 anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı olduğunu göstermektedir.

Tablo 1: Ortalama Normal Olmayan Getiri (AAR), Kümülâtif Normal Olmayan Getiri (CAR)

Pencere	AAR	t-değeri		CAR(-t, +t)	t-değeri
-5	0. 0000	0. 1795	CAR(-5, +5)	-0. 0041	-1. 79723
-4	-0. 0004	-1. 3917	CAR(-5, -1)	-0. 0011	-2. 67053
-3	-0. 0002	-0. 7093	CAR(+1, +5)	-0. 0033	-1. 44046
-2	-0. 0003	-1. 1977	CAR(-1, +1)	-0. 0019	-0. 90033
-1	-0. 0002	-0. 8458	CAR(-1, 0)	0. 0001	0. 180077
0	0. 0003	0. 2890	CAR(0, +1)	-0. 0017	-0. 71429
1	-0. 0020	-5. 7692			
2	-0. 0012	-4. 2494			
3	-0. 0003	-0. 8548			
4	-0. 0002	-0. 8388			
5	0. 0004	1.2825.			

Kümülatif etki incelendiğinde ise özellikle açıklama öncesi (-5,-1) aralığında şirket değerinde istatistiki olarak anlamlı bir azalma olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar hipotez 1'deki beklentimizle uyuşmadığı için hipotez 1 reddedilmektedir. Bununla birlikte, elde edilen bu bulgu beklentilerimizin dışında ve Etkin Piyasa Hipotezi'ne ters bile olsa, Afego[4] (2013: 141-149) çalışmasının bulguları ile uyuşmakta ve tutarlılık göstermektedir.

4.3. Yıllara Göre Olay Analizi

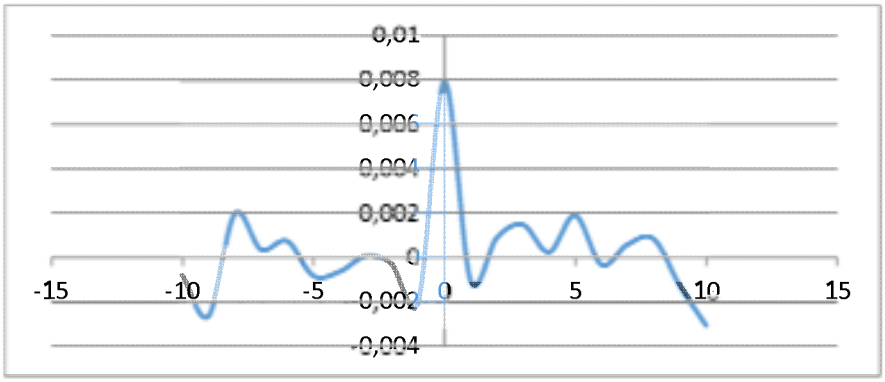
Şekil 1 ve Tablo 1 sonuçları bütün yılları ve bütün dönemleri kapsamaktadır. Ancak, kullanılan veriler 2009-2013 yıllarını kapsadığından ve 2009 küresel bir

[4]Afego *(2013: 141-149)* Nijerya Menkul Kıymetler Borsasında yaptığı analizi sonucunda sürpriz kazanç açıklamalarının şirket değerini, beklenenin tersi yönünde etkilediği sonucuna ulaşmıştır.

krizin son zamanlarına denk geldiğinden[5] Örneklem içinde 2009 ve 2013 yıllarına ait verilerin olması çıkan sonuçlar üzerinde yanıltıcı sonuçlara yol açabileceği düşünüldüğünden, aynı analizi 2009 ve 2013 yılları için de tekrarlamak daha doğru olacaktır. Şekil 2 de 2009 yılı için normal olmayan getiriyi ifade etmektedir.

Normal olmayan getiriler olay gününe kadar sıfır değeri etrafında salınım göstermekte ve olay gününde şirket değeri üzerinde pozitif bir etki oluşturmaktadır. Ancak, Tablo 2'de görüldüğü üzere bu pozitif etki istatistikî olarak sıfırdan farklı değildir. Kümülâtif olarak bakıldığında ise özellikle [-5,-1] penceresinde kazanç açıklamaları beklentilerinin şirket değeri üzerinde negatif bir etki yaptığı görülmektedir. Kazanç açıklamasından bir gün önce ise AAR değerinin istatistikî olarak sıfırdan farklı ve negatif olduğu Tablo 2'de gösterilmektedir.

Şekil 2: Ortalama Normal Olmayan Getiri (AAR) 2009



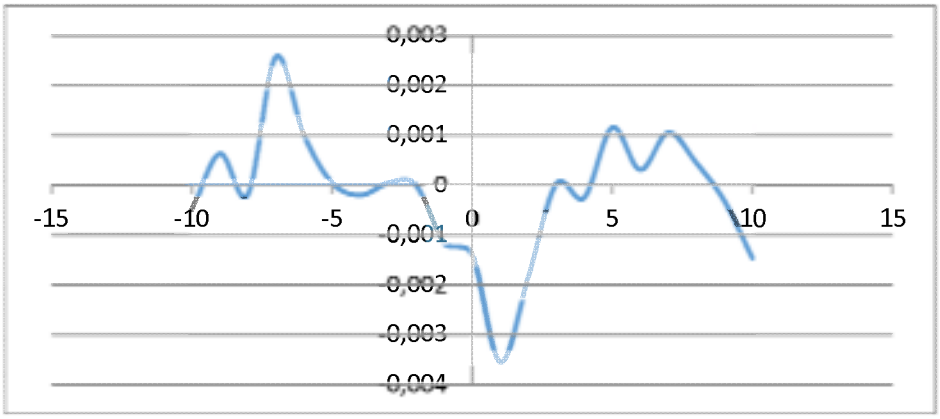
Tablo 2: 2009 Yılına Ait Ortalama ve Kümülatif Normal Olmayan Getiri

Pencere	AAR	t-değeri		CAR(-t, +t)	t-değeri
-5	-0. 0008	-1. 0607	CAR(-5, +5)	0. 0076	0. 8613
-4	-0. 0006	-0. 6910	CAR(-5, -1)	-0. 0038	-1. 9318
-3	0. 0001	0. 0525	CAR(+1, +5)	0. 0035	212209
-2	-0. 0003	-0. 3720	CAR(-1, +1)	0. 0048	0. 5054
-1	-0. 0021	-2. 3362	CAR(-1, 0)	0. 0058	0. 5827
0	0. 0079	1. 0044	CAR(0, +1)	0. 0069	0. 7717
1	-0. 0010	-0. 8018			
2	0. 0009	0. 9706			
3	0. 0015	1. 0276			
4	0. 0003	0. 2461			
5	0. 0019	1.7615.			

[5]NBER ABD için krizin bitiş tarihini Mayıs 2009 olarak belirlemektedir. Küresel kriz Amerika'daki sub-prime krizi ile başladığı için bu tarih aynı zamanda küresel krizin bitiş tarihi olarak da kullanılmaktadır.

2013 yılı için normal olmayan getirilerin değerinin kazanç açıklama tarihi etrafındaki davranışı Şekil 3'de gösterilmiştir. Aynı yıl için örneklem içinde bulunan şirketlerin ne çok hızlı büyüyen bir küresel ekonomi ile, ne de bir kriz ile karşı karşıya olmadığı bilinmektedir.

Şekil 3: Ortalama Normal Olmayan Getiri (AAR, 2013)



2013 yılı için hem Şekil 3, hem de Tablo 3 kazanç açıklama sonrası şirket değerindeki değişmelerin çok farklı olmadığı görülmektedir. Şirket değerinde araştırma hipoteziyle tutarlı olmayan şekilde bir azalma olduğu ve bu azalmanın özellikle açıklama tarihinden bir gün önce ortaya çıktığı görülmektedir.

4.4. Sektörlere Göre Olay Analizi

Bu bölümde şirkete özel olan ve yatırımcı için önemli olabilecek bir değişken şirketin faaliyetlerini sürdürdüğü sektör olacaktır. Bu nedenle, olay analizi, dönemsel ve yıllara göre analiz farklı sonuç vermediğinden, bütün dönemler ve yıllar için ama farklı sektörler için tekrar edilmiştir. Olay analizinin sonuçları Tablo 3'de sunulmuştur. Analizdeki ilk sektör "mali kuruluşlar" sektörüdür. AAR değerleri açıklama tarihinden 5 gün önce ve 5 gün sonra şirket değerinde bir artış göstermekte, ancak olaydan 1 gün sonrası için azalış göstermektedir. Kümülatif değerlere bakıldığında ise istatistiki olarak anlamlı olan olay aralığının (0, +1) zaman aralığı olmakta ve şirket değerinde bir azalma olduğunu göstermektedir. Madencilik sektöründe ise olay öncesi ve sonrası şirket değerinde genelde artışlar görülmekte, sadece açıklama tarihinden bir gün sonra şirket değerinde bir azalma olduğu gözlemlenmektedir. Açıklama öncesi fiyatlara yansıyan bu beklentinin, açıklama sonrası özellikle spekülatör yatırımcı için kâr realizasyonuna yol açması ile bu düşüş açıklanabilir. CAR değerleri ise (-1, 0) aralığında, yani açıklamadan bir gün önce ve açıklama günü, şirket değerinin istatistikî olarak arttığını göstermektedir.

Tablo 3: Ortalama Normal Olmayan Getiri (AAR) - Sektörler

	Mali Kuruluşlar		Madencilik		Eğitim, sağlık, spor		Enerji	
Pencere	**AAR**	**t-değeri**	**AAR**	**t-değeri**	**AAR**	**t-değeri**	**AAR**	**t-değeri**
-5	0,001	2,084	-0,002	-0,963	-0,001	-0,793	0,001	0,513
-4	0,000	0,363	-0,003	-1,557	0,002	0,674	0,002	1,343
-3	-0,001	-0,924	0,003	1,782	-0,001	-0,613	0,000	-0,168
-2	-0,001	-1,021	0,004	2,128	0,002	0,822	-0,003	-2,594
-1	0,000	0,089	0,002	0,775	0,000	-0,106	0,000	0,131
0	-0,001	-1,420	0,004	2,028	-0,001	-0,709	-0,002	-2,155
1	-0,002	-3,502	-0,005	-2,819	-0,005	-2,367	-0,004	-1,847
2	-0,001	-1,240	-0,004	-1,826	0,000	0,077	0,002	0,928
3	0,000	-0,325	0,005	2,292	-0,001	-0,602	0,001	0,620
4	0,000	0,335	-0,001	-0,500	-0,002	-1,433	0,000	0,218
5	0,001	2,016	0,005	2,125	0,000	-0,099	-0,002	-0,936

Ortalama Normal Olmayan Getiri (AAR) - Sektörler Devamı

	İmalat Sanayi		İnşaat ve Bayındırlık		Toptan ve Perakende Ticaret		Ulaştırma ve Haberleşme	
Pencere	**AAR**	**t-değeri**	**AAR**	**t-değeri**	**AAR**	**t-değeri**	**AAR**	**t-değeri**
-5	0,000	-0,856	-0,002	-1,581	0,001	1,523	-0,001	-0,877
-4	0,000	-1,016	-0,002	-1,354	-0,001	-1,004	-0,001	-1,871
-3	0,000	-0,259	0,000	-0,241	-0,001	-1,332	0,000	-0,302
-2	0,000	-0,330	-0,003	-2,019	-0,001	-1,836	-0,002	-1,682
-1	-0,001	-1,253	0,000	-0,124	0,000	-0,435	0,000	0,036
0	0,001	0,362	0,000	-0,217	0,001	0,836	0,000	-0,255
1	-0,002	-3,821	-0,002	-1,344	0,000	-0,364	0,000	-0,180
2	-0,001	-3,018	0,000	0,342	-0,003	-2,648	-0,002	-2,325
3	-0,001	-1,488	0,002	1,187	0,000	-0,311	-0,001	-1,042
4	-0,001	-1,593	0,000	0,099	0,001	1,075	0,000	-0,039
5	0,000	0,356	0,001	1,145	0,000	-0,520	-0,001	-0,969

Tablo 4: Kümülâtif Normal Olmayan Getiri (CAR) - Sektörler

	Mali Kuruluşlar		Madencilik		Eğitim, sağlık, spor		Enerji	
Pencere	**AAR**	**t-değeri**	**AAR**	**t-değeri**	**AAR**	**t-değeri**	**AAR**	**t-değeri**
CAR (-5,5)	-0,002	-0,641	0,009	0,746	-0,008	-1,319	-0,005	-0,773
CAR (-5,-1)	0,000	0,216	0,004	0,553	0,002	0,372	0,000	-0,103
CAR (1,5)	-0,001	-0,526	0,001	0,051	-0,008	-1,807	-0,002	-0,375
CAR (-1,1)	-0,003	-1,572	0,001	0,157	-0,006	-1,608	-0,006	-1,737
CAR (-1,0)	-0,001	-0,897	0,006	2,107	-0,002	-1,326	-0,002	-0,860
CAR (0,1)	-0,003	-2,444	0,000	-0,033	-0,006	-1,952	-0,006	-4,902

Kümülâtif Normal Olmayan Getiri (CAR) - Sektörler Devamı

	İmalat Sanayi		İnşaat ve Bayındırlık		Toptan ve Perakende Ticaret		Ulaştırma ve Haberleşme	
Pencere	**AAR**	**t-değeri**	**AAR**	**t-değeri**	**AAR**	**t-değeri**	**AAR**	**t-değeri**
CAR(-5,5)	-0,005	-2,031	-0,007	-1,321	-0,005	-1,294	-0,009	-3,719
CAR(-5,-1)	-0,001	-3,478	-0,007	-2,544	-0,002	-1,055	-0,004	-2,285
CAR(1,5)	-0,005	-2,231	0,001	0,247	-0,003	-0,947	-0,004	-2,202
CAR(-1,1)	-0,002	-0,673	-0,003	-1,339	0,000	-0,040	-0,001	-1,590
CAR(-1,0)	0,000	0,264	-0,001	-2,667	0,000	0,361	0,000	-0,769
CAR(0,1)	-0,001	-0,411	-0,003	-1,328	0,000	0,257	-0,001	-8,200

Eğitim, Sağlık ve Spor Sektörü'nde, AAR açıklama tarihinden bir gün sonra şirket değerinde bir azalış olduğu görülmektedir. Kümülâtif analiz ise şirket değerinde azalmanın (0, +1) ve özellikle (+1, +5) aralığında gerçekleştiğini göstermektedir. Enerji sektöründe ise açıklamanın etkisinin açıklama tarihinin 1 gün etrafında yoğunlaştığı ve şirket değerinin azaldığı Tablo 4'te görülmektedir. AAR imalat sanayinde kısa dönemli etkinin negatif olduğunu açıklama tarihinden bir ve iki gün sonra göstermektedir.

Kümülatif olarak ise (-5, +5) aralığında istatistiki olarak anlamlı ve negatif olduğunu göstermektedir. İnşaat ve bayındırlık sektöründe de açıklamanın şirket değerinde olumsuz etki oluşturduğu ve bu etkinin (-1, 0) aralığında yoğunlaştığını ortaya koymaktadır. Toptan ve Perakende Ticaret Sektörü için ise AAR kısa dönemli ve negatif etki gösterse de, kümülâtif bir etkinin olmadığı CAR sonuçlarından görülmektedir. Kazanç açıklamalarının, Ulaştırma ve Haberleşme

Sektörü'nde bulunan şirketler için de olumsuz bir etki oluşturduğu ortaya konmaktadır.

4.5. Kazanç Açıklaması Sürprizleri ve Olay Analizi

Şirket değerinin kazanç açıklamalarına verdiği tepkiler önce genel olarak ele alınmış (bütün açıklamalar, bütün dönemler ve bütün şirketler), sonra olası küresel krizin etkisinden arındırılması nedeniyle 2009 ve 2013 yılları için tekrarlanmış ve daha sonra da yatırımcı için önemli olabileceği için sektörel bazda analizlere tabi tutulmuştur. Bu analiz için yapılabilecek en büyük eleştiri ise kazanç açıklamasının pozitif veya negatif olması değil, beklenenden iyi ya da kötü olup olmadığı yönünde olacaktır. Bu geçerli bir eleştiridir ve analize dâhil edilmesi gerekir. Özellikle, gelen yeni bilginin incelenmesinde etkin piyasa hipotezi altında gelen bilgiden daha çok bilginin yeni olması, yani sürpriz olması, önemlidir ve bu durum geçmiş çalışmalar tarafından da gösterilmiştir (Örneğin, Pearce ve Solakoglu, 2007). Bu çalışmalar çoğu zaman sürprizleri belirlemek için önce beklentileri ölçmekte ve gerçekleşen ile beklenti arasındaki fark sürpriz olan açıklamaları ortaya çıkarmaktadır. Ne var ki, bu çalışmalarda kullanılan beklentiler ya bir anket sonucu ortaya çıkmakta (MMS İnternational Şirketi tarafından Amerikan makro değişkenleri için yapılan anket), ya bilgi sağlayan şirketler tarafından verilmekte (Örneğin, Foreks veri sağlayıcı) ya da şirket kazançları ile ilgili analiz yapan kuruluşların tahminleri kullanılmaktadır. Alternatif olarak istatistikî yöntemler kullanılarak (zaman serisi veya yapısal bir model) tahmin ve dolayısıyla beklenti oluşturmak da mümkün olacaktır. Ancak, bu çalışmada kullanılan veriler zaman serisi için yeteri sayıda gözleme sahip değildir. Üstelik yapısal model için ise her şirket için ayrı bir modele ihtiyaç duyulabilir. Bu nedenle, basit yöntemin en doğrusu olduğu varsayımı altında, yatırımcıların kazanç açıklamalarını bir önceki yılın aynı çeyrek açıklaması ile karşılaştıracağı varsayılmış ve aradaki farkın bir sürprizi ifade ettiği düşünülmüştür. Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin kazanç açıklamaları öncelikle yıllık enflasyondan arındırılarak, reel kazanç açıklamaları elde edilmiştir. Pozitif ve negatif sürpriz kazanç açıklamaları ise şu şekilde elde edilmiştir:

$$kazanç_t - kazanç_{t-4} \geq 0 \ \rightarrow pozitif sürpriz$$

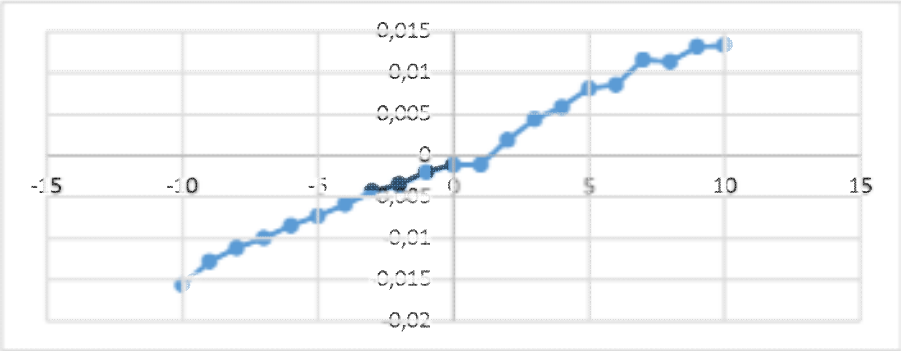
$$kazanç_t - kazanç_{t-4} < 0 \ \rightarrow negatif sürpriz$$

Çalışmada kullanılan kazanç açıklamaları yukarıda belirtilen kurallara göre 2 gruba ayrılmıştır. Kazanç açıklamalarının yeni bilgi sağlaması aşağıda belirtilen iki hipotezin test edilmesine olanak sağlamaktadır.

Hipotez 1: Eğer kazanç açıklaması pozitif bir sürpriz ise şirket değerinin açıklama sonrası artması beklenir.

Hipotez 2: Eğer kazanç açıklaması negatif bir sürpriz ise şirket değerinin açıklama sonrası azalması beklenir.

Şekil 4: Ortalama Normal Olmayan Getiri (AAR) ve Negatif Kazanç Sürprizi



Beklenenden daha düşük (önceki seneye göre daha kötü performansı yansıtan) kazanç açıklamalarının günlük şirket değeri üzerindeki etkileri Şekil 4'te gösterilmiştir. Normal-olmayan getiri pozitif bir eğim gösteriyor gibi gözükse de, Tablo 5'te görüldüğü üzere olay günü haricinde AAR değerleri istatistikî olarak sıfır değerinden farksız olmaktadır. Olay gününde ise şirket değerinde negatif ve istatistikî olarak anlamlı bir değişme görülmektedir. Diğer bir deyişle, beklenenden daha kötü kazanç açıklaması yatırımcıları açıklama gününde hisse fiyatlarını aşağı yönlü değiştirecek bir stratejiye yönlendirmektedir. Kümülâtif normal olmayan getiri davranışına bakıldığında ise olay öncesi ve olay sonrası şirket değerinde bir azalış görülmekte, (+1,+5) penceresinde ise şirket değerinin arttığı görülmektedir. Kümülâtif normal olmayan getirinin olay öncesi pencerede istatistikî olarak anlamlı bir düşüş göstermesi kazanç açıklamasının olay öncesi bir tarihte öğrenildiğini düşündürtmektedir.

Tablo 5: Negatif Kazanç Sürprizi ve Şirket Değeri

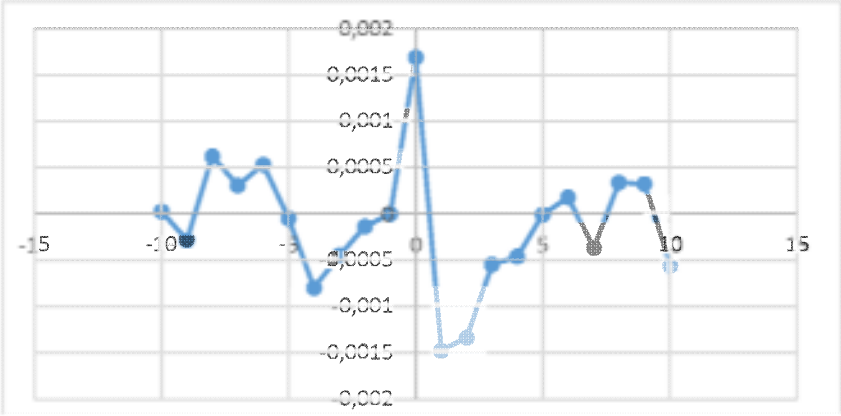
Pencere	AAR	t-değeri		CAR(-t, +t)	t-değeri
-5	-0. 00724	-0. 97920	CAR(-5, +5)	-0. 0046	-0. 2789
-4	-0. 00586	-0. 98954	CAR(-5, -1)	-0. 0229	-4. 5648
-3	-0. 00436	-0. 98113	CAR(+1,+5)	0. 0194	2.2182
-2	-0. 00350	-1. 17552	CAR(-1, +1)	-0. 0041	-4. 6993
-1	-0. 00196	-1. 27873	CAR(-1, 0)	-0. 0031	-3. 5769
0	-0. 00110	-2. 67301	CAR(0, +1)	-0. 0022	-52. 2857
1	-0. 00106	-0. 68324			
2	0. 00194	0. 64903			
3	0. 00446	1. 00190			
4	0. 00591	0. 99811			
5	0. 00817	1. 10497			

Olay sonrası artış ise yatırımcıların düşen fiyatlara tepki göstermesi ile açıklanabilir ve beklenenden düşük kazanç açıklamasının gelecek ile ilgili riskleri yatırımcı gözünde artırmadığının da bir göstergesi olabilir. Özellikle yerli yatırımcıların hisseleri elde tutma sürelerinin oldukça kısa olması yerli yatırımcıların uzun vadeli düşünmediğini gösterebilir[6]. Hipotez 2 olay günü öncesi reddedilmezken, olay gününden sonra ise artan şirket değeri bu hipotezin reddedilmesini gerektirmektedir.

Şekil 5'te aşağıda normal olmayan ortalama getirinin (AAR) pozitif sürpriz için zaman içinde olay günü çevresinde izlediği yolu göstermektedir. Bu şekle göre pozitif sürprizler olay gününden bir gün önce ve özellikle kazanç açıklama günü şirket değerinin pozitif olarak etkilendiğini göstermektedir. İlginç olan ise kazanç açıklamasından bir gün sonra bu artışın tersine döndüğü ve hatta negatif olduğu görülmektedir.

Kümülâtif etkilere bakıldığında ise şirket değerinin (-5,-1) penceresinde zayıf da olsa istatistikî olarak anlamlı bir şekilde azaldığı, ama asıl düşüşün olay sonrası gerçekleştiği de görülmektedir. Bu durumda Hipotez 1 AAR ve CAR verileri dikkate alındığında reddedilmektedir. Bunun çeşitli sebepleri olabilir. Birincisi yatırımcıların beklenti oluştururken farklı kıstaslar oluşturması ve bu nedenle bizim için pozitif sürpriz olan bir açıklamanın onlar için aslında negatif sürpriz olması. İkincisi ve daha önemli sebep ise yatırımcıların temel analiz yerine teknik analize daha önem vermeleri. Özellikle yerli yatırımcıların hisse senetlerini elde tutma sürelerinin daha çok önce bahsedildiği gibi kısa olması bunun bir göstergesi olarak kabul edilebilir.

Şekil 5: Ortalama Normal Olmayan Getiri (AAR) ve Pozitif Sürpriz



[6] Borsa trendleri raporu, http://www.tuyid.org. Örneğin, yerli yatırımcılar için 2011 yılı için ortalama elde tutma süresi 36 gün iken, yabancı yatırımcı için bile bu süre 326 gün olmaktadır.

Tablo 6' da (aşağıda) pozitif sürprizler için (-5,+5) penceresi için AAR değerlerini ve t-değerlerini vermektedir. Özellikle, olay sonrası 2 gün içinde AAR'de görülen negatif değişme istatistikî olarak anlamlı çıkmaktadır.

Tablo 6 : Pozitif Kazanç Sürprizi ve Şirket Değeri

Pencere	AAR	t-değeri		CAR(-t, t)	t-değeri
-5	-0. 00004	-0. 11656	CAR(-5, +5)	-0. 0035	-1. 2645
-4	-0. 00079	-1. 97046	CAR(-5, -1)	-0. 0014	-1. 7137
-3	-0. 00044	-1. 08488	CAR(+1, +5)	-0. 0038	-2. 4903
-2	-0. 00013	-0. 32372	CAR(-1, +1)	0. 0002	0. 0806
-1	0. 00001	0. 01518	CAR(-1, 0)	0. 0017	1. 0066
0	0. 00170	0. 76755	CAR(0, +1)	0. 0002	0. 0681
1	-0. 00148	-2. 90796			
2	-0. 00134	-3. 51972			
3	-0. 00054	-1. 12170			
4	-0. 00046	-1. 21855			
5	0. 00000	-0. 00702			

Olay analizi sonuçlarına bakıldığında, kazanç açıklamasının kendisinden daha çok bu açıklamanın sağladığı bilginin ne yönde olduğunun önemli olduğu görülmektedir. Yatırımcının pozitif bir sürpriz yerine özellikle negatif bir sürpriz karşısında tepki verdiği görülmektedir. Borsa trendleri raporlarının gösterdiği gibi yerli yatırımcının özellikle kısa dönem pay senedini elinde tutması, yani beklentisine göre pozisyon alması, kazanç açıklamalarının bu tür yatırımcı için önemli bilgiler sunmadığı ve firma düzeyinde temel analiz yerine daha çok teknik analize değer verdiği ortaya çıkmaktadır.

5. Sonuç

Bu çalışma kazanç açıklamalarının hisse getirisini etkileyip etkilemediğini, hangi koşullar altında etkilediğini, yönünü ve önemini gösterecektir. Bu bilgi yatırımcılara kazanç açıklamalarının bilgi taşıma gücünü göstereceği için, yatırım kararlarında ve portföy güncellemelerinde önemli bir fayda sağlayacaktır. Kısaca, bu çalışma finans ve muhasebe bilimini doğrudan etkileyecek ve bulguları kazanç açıklamalarının yatırımcılara bir faydası olup olmadığını gösterecektir. Uygulamada BIST100 Endeksi'ne kayıtlı 78 şirketin 2009-2013 yılları itibarı ile finansal verileri kullanılarak kazanç açıklamalarının şirket değerini etkileyip etkilemediği araştırılmıştır.

Analiz yöntemi olarak yatırımcının kazanç açıklamalarına kısa dönem tepkilerini ölçmek için olay analizi yöntemi kullanılmıştır.

Yapılan olay analizi sonuçları kazanç açıklamasının kendisinden daha çok bu açıklamanın sağladığı bilginin ne yönde olduğunun önemli olduğu gösterilmektedir. Yatırımcının pozitif bir sürpriz yerine özellikle negatif bir sürpriz karşısında tepki verdiği görülmektedir. Borsa trendleri raporlarının gösterdiği gibi yerli yatırımcılar özellikle kısa dönem pay senedini elinde tutmakta, yani beklentisine göre pozisyon almaktadır. Kazanç açıklamaları bu tür yatırımcılar için önemli bilgiler sunmamakta, bu yatırımcıların firma düzeyinde temel analiz yerine daha çok teknik analize değer verdikleri ortaya çıkmaktadır.

Olay analizi sonuçları genel olarak kazanç açıklama tarihi etrafında şirket değerinde bir azalışı göstermektedir. Bu sonuç analiz farklı yıllara, farklı dönemlere veya farklı sektörlere göre yeniden incelendiğinde farklı bulgulara yol açmamaktadır. Tek istisnası ise madencilik sektöründe ortaya çıkmaktadır. Bu durumda hipotez 1 (Eğer kazanç açıklaması pozitif bir sürpriz ise şirket değerinin açıklama sonrası artması beklenir) normal olmayan ortalama kazanç (AAR) ve kümülatif ortalama kazanç (CAR) verileri dikkate alındığında reddedilmektedir. Bunun çeşitli sebepleri olabilir. Birincisi, yatırımcıların beklenti oluştururken farklı kıstaslar oluşturması ve bu nedenle bir kısım yatırımcılar için pozitif sürpriz olan bir açıklamanın diğer bir kısım yatırımcılar için ise negatif sürpriz olması olabilir. İkinci ve daha önemli bir sebep ise, yatırımcıların temel analiz yerine teknik analize daha fazla önem vermeleri düşünülebilir. Özellikle yerli yatırımcıların hisse senetlerini elde tutma sürelerinin daha önce bahsedildiği gibi kısa olması bunun bir göstergesi olarak kabul edilebilir.

Olay analizinin kriz sonrası ve kriz etkisinin olmadığı bir zamanda incelenmesinin sonuçlar üzerinde etkili olduğu ve ekonomik koşullara göre yatırımcı beklentilerinin farklılığının kazanç açıklamalarının etkisini değiştirdiği görülmektedir.

Kaynaklar

Afego, N., Pyemo. (2013). "Stock Price Response to Earnings Announcements: Evidence from the Nigerian Stock Market" , Journal of African Business, Volume 14, Issue, 141-149.

Aharony, J. ve Swary, I. (1980). "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Return: An Empirical Analysis" , The Journal of Finance, Vol. 35, No. 1.

Almeida, A., Goodhart, C. ve Payne, R. (1998). "The Effects of Macroeconomic News on High Frequency Exchange Rate Behavior" , Journal of Financial and Quantitati and Analysis 33, 383-408.

Altan, M. ve Arkan, F. (2011). "Relationship Between Firm Value And Financial Structure: A Study On firms in ISE İndustrial İndex" , Journal of Business and Economics Research, Vol. 9, 61-65.

Andersen, T. G. ve Bollerslev, T. (1998). "Deutsche Mark–Dollar Volatility: Intraday Activity Patterns, Macroeconomic Announcements, and Longer Run Dependencies" , Journal of Finance 53, 219-265.

Baklacı, H. F. v.d. (2011). "The Impact of Firm-Specific Public News On Intraday Market Dynamics: Evidence From The Turkish Stock Market" , Emerging Markets Finance and Trade, Vol. 47, 99-119.

Baldemir, E. ve Süslü, B. (2008). "Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi: Modıglıanı-Mıller Teoremi" , Dokuz Eylül Üniversitesi İ. İ. B. F. Dergisi, İzmir. Cilt. 23, Sayı. 2, 259-268.

Ball, R. ve Brown, P. (1968). "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers" , Journal of Accounting Research, Vol. 6, No. 2, 159-178.

Beaver, W. H. (1968). "The Information Content of Annual Earnings Announcements" , Journal of Accounting Research, Vol. 6, 67–92.

Berry, T. D. ve Howe. K. M. (1994). Public Information Arrival, The Journal of Finance, Vol. 49, No 4, 1331-1346.

Ceylan, A.-Korkmaz,T., (2008), İşletmelerde Finansal Yönetim, 10. Basım, Bursa, Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Cready, W. M. ve Ümit, G. G. (2010). "Aggregate Market Reaction to Earnings Announcements" , Journal of Accounting Research, 289-334.

Düzer, M. (2008). "Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB'de Bir Uygulama" , SBE, Sakarya, Yüksek Lisans Tezi.

Ederington, L. H. ve Lee, J. H. (1993). "How Markets Process Information: News Releases and Volatility", Journal of Finance, Vol. 48, No. 4.

Epstein, L. ve Turnbull, S. (1980). "Capital Asset Prices and The Temporal Resolution of Uncertainty" , Journal of Finance, 627-643.

Fama, F. (1970). Efficent Capital Markets: A Review of The Ory and Empirical Work The Journal of Finance, Vol.25, Issuı.2.

French, K. R. ve Roll, R. (1986). Stock Return Variances The Arrival of Information and the Reaction of Traders, Journal of Financial Economics.17, pp. 5-26.

Goel, A., M. ve Thakor, A., V. (2003). Why do Firms Smooth Earnings, The Journal of Business, Vol. 76, No. 1, pp. 151-192 .

Jansen, G. (2004). "Public İnformation Arrival and Volatility Persistence in Financial Markets" , The European Journal of Finance, Volume. 10, 177-197.

Kalev, P., S., vd. (2004). "Public İnformation Arrival and Volatility of İntraday Stock Returns", Journal of Banking and Finance, Vol. 28, 1441-1467.

Kothari, S. P, Warner. J., B. (2006). "Stock Returns, Aggregate Earnings Surprises, and Behavioral Finance", Journal of Financial Economics, 79.

Louhichi, W. (2008). "Adjustment of Stock Pricesto Earnings Announcements: Evidence From Euronext Paris" , Review of Accounting and Finance, Vol. 7, Iss. 1, 102-115.

Mazumdar, C. S. ve Sengupta, P. (2005). "Disclosure and The Loan Spread On Private Debt", Financial Analysts Journal, No. 61, 83.

Mitchell, M. L. ve Mulherin, J. H. (1994). "The Impact of Public Information on Stock Market", Journal of Finance 49, Issue. 3, 923-950.

Pearce, D. K. ve Roley, V. V. (1985). "Stock Prices and Economic News" , Journal of Business, Vol. 58, Issue. 1, 49-67.

Pearce, D. K. ve Solakoğlu, M. N. (2007). "Macroeconomic News and Exchange Rates" , Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 17, 307-325. .

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

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

Yücel, E. (2012). "Firma Çeşitlendirmesinin Firma Değeri, Riski ve Performansına Etkileri: Türkiye Uygulaması" , Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, SBE, Adana.

http://www.tuyid.org, (Erişim:30.10.2014).