

T.C.
GEBZE YÜKSEK TEKNOLOJİ ENSTİTÜSÜ
MÜHENDİSLİK VE FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

İYİ HABER, KÖTÜ HABER
VE
YATIRIMCI TEPKİLERİNİN FARKLILIĞI

Göker AKGÜN
YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI

GEBZE
1999

T.C.
GEBZE YÜKSEK TEKNOLOJİ ENSTİTÜSÜ
MÜHENDİSLİK VE FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

İYİ HABER, KÖTÜ HABER
VE
YATIRIMCI TEPKİLERİNİN FARKLILIĞI

Göker AKGÜN
YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI

TEZ DANIŞMANI
Yard.Doç.Dr.Gökhan ÖZER

GEBZE
1999

KABUL VE ONAY

Bu tez çalışması G.Y.T.E. Mühendislik ve Fen Bilimleri Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun tarih ve/ sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından, İşletme Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

JÜRİ

Üye (Tez Danışmanı): Yard.Doç.Dr.Gökhan ÖZER (G.Y.T.E.)

Üye : Doç.Dr.Oya ERDİL (G.Y.T.E.)

Üye :Yard.Doç.Dr.Ertuğrul KARAÇUHA (G.Y.T.E.)

ONAY

G.Y.T.E. Mühendislik ve Fen Bilimleri Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun tarih ve/ sayılı kararı

İmza Mühür

ÖZET

Çalışmamızda İMKB’da 1991-1995 yılları arasında işlem gören toplam 417 gözlemlili bir örnek ile beklenmeyen karlar ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin yanı sıra beklenmeyen karların işareti ve büyüklüğüne göre yatırımcıların tepkisinin farklılaşıp farklılaşmadığı incelenmiştir. Yapılan analizlerden elde edilen bulgular; beklenmeyen karlarla birikimli anormal getiriler arasında doğrusal bir ilişki olduğu, firma büyüklüğünün bu ilişkiyi olumsuz etkilemediği ancak ilave açıklama gücü sağladığı, yatırımcıların iki haber türüne verdikleri tepkilerin farklılaştığı ve bunun firma büyüklüğünden kaynaklanmadığı şeklindedir.

SUMMARY

We studied a sample of ISE stocks with 417 observations between 1991-1995 on relationship between unexpected earnings and stock prices and whether the reaction of the investors will differ in respect to the sign and the size of the unexpected earnings. According to our findings, there is a linear relationship between the unexpected earnings and cumulative abnormal returns; and the firm size does not effect this relationship in negative way but it produces an additional reason to make an explanation. Also, it was found that the investor's reaction to the different news fluctuate, but this has nothing to do with the size of the firms.

TEŞEKKÜR

Tez çalışmalarım esnasında bana her türlü desteği sağlayan, zaman boyutu düşünmeksizin her ortamda yardımcı olan, tez hocam Sayın Yard.Doç.Dr.Gökhan ÖZER'e , kaynak taraması ve araştırmalarım yardımcı olan araştırma görevlileri Rahmi YÜCEL, Murat ÖZCAN ve Selim AREN'e desteklerinden dolayı ve bu süre zarfında en az benim kadar fedakarlıkta bulunan eşim Nalan AKGÜN'e teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

Özet.....	V
Summary.....	VI
Teşekkür.....	VII
İçindekiler.....	VIII
Tablolar Dizini.....	X
Simgeler ve Kısaltmalar Dizini.....	XI
1. Giriş	1
Literatür Araştırmaları	3
1.1. Muhasebe Karları İle Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler	3
1.2. F/K Etkisi.....	4
1.3. Aşırı Tepki Verme (Overreaction) Hipotezi	5
1.4. Belirsiz Bilgi Hipotezi	9
1.5. Negatif Kazanç Etkisi	10
2. Araştırmanın Hipotezleri İle Test Yöntem ve Modelleri	11
2.1. Beklenmeyen Karlar ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkiler	11
3.2 Firma Büyüklüğü, Beklenmeyen Karlar ve BAG Arasındaki İlişkiler	12
3.3 Beklenmeyen Karlara Tepkilerin Farklılığı	13

3. Veri ve Değişkenlerin Tanımlanması	15
4.1 Veri	15
4.2 Değişkenlerin Tanımlanması	17
4.2.1 Anormal Getiri	17
4.2.1.1 Ölçüm Aralığı	17
4.2.1.2 Hisse Senedi Getirilerinin Hesaplanması	18
4.2.1.3 Endeks Seçimi ve Endeks Getirisinin Hesabı	18
4.2.1.4 Anormal Getirilerin Hesaplanması	19
4.2.1.5 Birikimli Anormal Getiriler	20
4.2.2 Beklenmeyen Karlar	21
4.2.3 Firma Büyüklüğü	22
3. Deneysel Bulgular	24
5.1 Beklenmeyen Karlar ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkiler	24
5.2 Firma Büyüklüğü, Beklenmeyen Karlar ve BAG Arasındaki İlişkiler	26
5.3 Beklenmeyen Karlara Tepkilerin Farklılığı	27
4. Sonuç	31
Kaynaklar	33
Özgeçmiş	40
Ekler	
Ek-A	41
Ek-B	42
Ek-C	43
Ek-D	44

TABLolar DİZİNİ

Tablo 4-1: Sektörel Bazda Firma Dağılımı	16
Tablo 4-2: BAG ile İlgili İstatistikler	21
Tablo 4-3: Beklenmeyen Karlarla İlgili Tanımlayıcı İstatistikler	22
Tablo 4-4: Firma Büyüklüğü ile İlgili Tanımlayıcı İstatistikler	23
Tablo 5-1: Beklenmeyen Karlar ile Hisse Senedi Getirileri ile İlgili Analiz Sonuçları	24
Tablo 5-2: Firma Büyüklüğü, Beklenmeyen Karlar ve BAG ile İlgili Analiz Sonuçları	26
Tablo 5-3: Beklenmeyen Karlara Tepkilerin Farklılığı ile İlgili Analiz Sonuçları	28

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

FB: Firma Büyüklüğü

FK: Faaliyet Karı

F/K: Fiyat Kazanç Oranı

HF: Hisse Fiyatı

HG: Hisse Getirisi

HSA: Hisse Senedi Sayısı

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KB: Firmanın Piyasa Değeri

KF: Kapanma Fiyatı

KP: Kar Payı

MDV: Maddi Duran Varlıklar

RB: Rüçhan Değeri

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

1. GİRİŞ

Muhasebe literatüründe Ball ve Brown (1969) ile Braver (1969) ile başlayan muhasebe karlarındaki beklenmeyen değişmelerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri ile ilgili araştırma alanı, günümüze kadar çok sayıdaki çalışma ile her yönü dikkate alınarak sürdürülmüştür. Braver ve Ryan'nın ifade ettiği gibi, hisse senedi fiyatları ile beklenmeyen karlar arasındaki doğrusal ilişki (ya da değerlendirme bağı) hisse senedi fiyat araştırmalarının belki de üzerinde en çok araştırma yapılmış ve sağlam bulgulara ulaşılmış alanlarından biridir (Beaver ve Ryan, 1985, s. 66).

Ancak öncelikle fiyat kazanç oranlarına dayalı olarak arkasından ise aşırı tepki verme hipotezi ile desteklenmiş olan daha yeni bulgular, getirilerdeki zıt hareketlere dikkat çekmektedir. Bu zıtlık hareketleri, De Bondt ve Thaler'in (1985,1987) araştırmaları ile doruğa ulaşmıştır. Bu araştırmacılara göre kötü habere sahip firmalar iyi habere sahip firmalardan daha çok kazandırmaktadır ve bu sonuç öncelikle firma büyüklüğünden kaynaklanmamaktadır.

Daha yeni tarihli araştırmalarıyla Ettredge ve Fuller (1991), zararda olan firmaların bir sonraki yıl pozitif getiri sağladıklarını ifade etmektedirler.

Bununla birlikte çalışmamızda biz, her yıl açıklanan yıllık finansal tablolardan elde edilen karların yatırımcıların fiyatları değiştirmek şeklinde verdikleri kararlarda çok önemli bir rol oynadıkları, her yıl açıklanan karların kendileriyle doğru orantılı olarak fiyatlarda bir hareket sağladıkları ve aslında iddia edilenin tersine iyi haberli firmaların kötü haberli firmalardan daha çok kazandırdıklarını tahmin etmekteyiz.

Bu erevede İMKB’da 1991-1995 yılları arasında 417 gözlemle yaptığımız analiz, durumun tahmin ettiğimiz biçimde olduğunu göstermektedir. Yaptığımız analiz, literatürü yaygın olarak elde edilmiş ilişkilerin farklı bir değişkenle de elde edilebileceğini göstermesinin yanı sıra, yukarıda adı geçen araştırmacıların kötü haberli (negatif kazançlı ya da karlı) firmalardan daha çok kazandırdığı yönündeki bulgularının aksini göstermektedir.

2.LİTERATÜR ARAŞTIRMALARI

Bu bölümde araştırmamızla doğrudan ya da dolaylı bir şekilde bağlantısı kurulabilecek araştırmalar hakkında kısaca bilgiler verilecektir

2.1.Muhasebe Karları ile Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler

Muhasebe literatüründe, finansal tablolar yolu ile yapılan kar ilanlarının bilgi içeriği hususunda yapılmış olan çok sayıdaki araştırma, hisse senedi fiyatlarının ilanların piyasaya sunduğu yeni bilgi ile doğrusal bir biçimde hareket ettiğini ortaya koymaktadır. Karlardaki beklenmeyen değişmelerin (yeni bilgi-sürpriz), yatırımcıların beklentilerinin olasılık dağılımı ile ilgili kanılarını etkilediği ve hisse senedi fiyatlarında değişmelerin tutarı ve işaretiyle doğru orantılı bir farklılaşmaya yol açtığı hususu, yapılan çok sayıdaki araştırma ve çeşitli araştırma yöntemleri çerçevesinde ortaya konmuştur. Bu araştırmalar, hisse senedi verimleriyle karların işaretleri ve tutarları arasındaki ilişkinin yanı sıra, kar ilanları ile hisse senedi verimlerinin değişkenliği ve işlem hacmi arasındaki ilişkilerle açık bir biçimde ortaya konmuştur (bkz. Özer, 1996, s.49-67). Bu çalışmalarda ölçüm aralıkları yıl, ay, hafta ve günlük olarak sıralanabilir.

Hisse senedi araştırmalarında gözlemlenen en sağlam deneysel sonuçlardan biri olan bu bulgu, firmalarla ilgili olarak beklenen gelecekteki kazanma gücü ve nakit akımlarında meydana gelen değişmeler hakkında kârların bilgi sağladığı (Beaver ve Ryan, 1985. S. 66) görüşünü desteklemektedir.

Ancak bu bulgular, yatırımcıların beklenmeyen karların türlerini aynı biçimde fiyatlandırdığı anlamına gelmemektedir.

2.2.F/K Etkisi

McWilliams (1966), Nicholson (1968), Dreman (1977) ve özellikle de Basu (1977, 1978, 1983) tarafından yapılan çalışmalar, düşük F/K oranlı hisse senetlerinin getiri avantajı üzerine odaklanmıştır. Yukarıda ifade edilen araştırmalarda yatırımcıların F/K oranına dayalı olarak gelecekteki gelir ve kâr büyümeleri hususundaki beklentilerinin firmalara göre farklılaştığı, bu çerçevede gelir ve kar beklentilerinin yüksek F/K oranlı grup için aşırı iyimserliğe ve düşük F/K oranlı grup için aşırı kötümserliğe dönüşerek abartıldığı tartışmaktadırlar. Dreman (1979) ise, bu bulguları temel alarak düşük F/K oranına sahip firmaların hisse senetlerinin fiyat hareketlerine dayalı olarak geliştirdiğı hipotezde; yatırımcıların farklı F/K oranına sahip firmalardan yapılan açıklamalara

aşırı tepki verdiği sonucuna ulaşmış ve bulgularını izah etmek için bir davranışsal model önermiştir.

Jaffe, Keim ve Westerfield (1989) ise firma büyüklüğü (küçük firma) etkisi ve düşük fiyat kazanç etkisini araştırdıkları çalışmalarında; zarar eden firmaların piyasa değerleri ne olursa olsun yüksek getiriler sağladıkları sonucuna ulaşmışlardır.

Bununla birlikte ulaşılan bu sonuçlar, seksenli yılların ortasına kadar akademik çevrelerde geniş bir kabul görmemiştir. Bunun sebebi ise, bir çok araştırmacının, düşük F/K etkisinin gerçekte açıklanamayan, **risk primi** veya **büyüklik etkisinden** ya da **kusurlu araştırma tasarımı**ndan kaynaklandığını, bu yüzden gerçekte sağlam olmayan bulgulara dayandırıldığını düşünmüş olmasıdır (Bkz., Reinganum 1981; Banz ve Breen 1986; Fama ve French 1995). Ancak özellikle aşırı tepki verme hipotezi ile birlikte bu alana da ilgi artışı sağlanabilmiştir.

2.3.Aşırı Tepki Verme (Overreaction) Hipotezi

De Bondt ve Thaler (1985,1987), portföy oluşturma zamanından önceki dönem içerisinde, en düşük (en yüksek) getiri elde edilmesine neden olan hisse senetlerinin sonraki dönemde, piyasanın geneline oranla yüksek (düşük) bir performans gösterdiğini ortaya koymaktadır. Araştırmacılara göre yatırımcılar, anormal kâr değişimlerini (yani çok iyi

ve kötü haber açıklanmasını), olması gerektiğinden daha yüksek ya da düşük fiyatlandırılmakta ve bu fiyatlandırma davranışını takip eden üç ya da 5 yıl gibi uzun bir sürede, önceden aşırı bir biçimde yüksek fiyatlandırılmış hisse senetlerine oranla % 5-10'a varan daha yüksek bir getiri sağlamaktadır. De Bondt ve Thaler'e göre bu etki, mutlak bir zıtlığa sahiptir.

De Bondt ve Thaler, etkin piyasalar hipotezini ihlal eden böyle bir olayın, yatırımcıların ilk dönemde aşırı tepki vermelerini ve sonradan yanlış fiyatlandıklarını anladıkları hisse senetlerinin fiyatlarını, gerçek değerlerine doğru uzunca bir sürede çekerek hatalarını gidermeye çalıştıkları tezini savunmaları yüzünden, **aşırı tepki verme hipotezi (overreaction Hypothesis)** olarak isimlendirmişlerdir.

Yukarıdaki ifadelerden de anlaşılacağı gibi De Bondt ve Thaler'in hipotezi temelde iki önermeden oluşmaktadır. Yatırımcılar (1) kendilerinde büyük ilgi ya da kaygı yaratan yeni bilgiye, fiyatlarda abartılı bir değişiklik karşılık verirler ve (2) yeni bilgiyi dikkatli bir biçimde değerlendirdikten sonra hisse senedi fiyatlarını zıt yönde hareket ettirerek düzeltirler (Ferri ve Min, 1996, s. 71)

De Bondt ve Thaler'e göre, yüksek tepki vermenin nedeni, piyasanın kârlar yoluyla yansıtılan bilgiyi rasyonel olarak değerlendirmeyerek, etkin olmayan bir tepki göstermesidir. Nitekim

muhasabe bilgi sisteminden sağlanan bilgilerle ilgili olarak elde edilen kanıtlar, piyasanın genelde, finansal bilginin anlaşılması ve yorumlanmasında sınırlı yeteneğe sahip ve nispeten tecrübesiz bireysel yatırımcılardan oluştuğu (Dyckman ve Morse, s. 8) şeklindeki yaygın kanaati güçlendirmektedir.

Gerçekten de piyasada bulunan firmaların her yıl açıkladıkları kârların zaman serisi davranışını izlediğimizde, trendin çok dışında olağanüstü kâr artış ya da azalışlarına rastlamak mümkün olabilmektedir. Yine firmaların kâr serileri dikkatle incelendiğinde, bu anormal kâr değişimlerinin genelde (kısmen ya da tamamen) geçici olduğu, daha sonraki yıllarda kâr serisinin daha durağan bir eğilim gösterdiği gözlenebilir. Ancak piyasa katılımcıları bu tür firmaların anormal kâr değişimlerinin sürekliliğini olması gerekenden yanlış algılayarak, firma ile ilgili beklentilerini düzeltirken aşırı iyimser ya da kötümser davranmışlarsa, bu durumda çok iyi (kötü) performans gösteren firmaların hisse senetlerini gerçek değerinin çok üstünde (altında) değerlendirerek aşırı tepki vermeleri söz konusu olabilir. Kârlarla ilgili olarak sonradan yapılacak ve bu anormal değişimi teyit etmeyen bilgi açıklamaları çerçevesinde piyasa, fiyatlandırmada yaptığı yanlışlığı görecektir ve hisse senedi fiyatlarını düzeltecektir.

Uzun süreli aşırı tepki verme davranışı ile ilgili araştırmalar yalnız De Bondt ve Thaler'in çalışmalarından ibaret değildir. Howe (1986)

yaptığı analizde, iyi ve kötü haberli olarak sınıflandırdığı hisse senetlerinin 50 haftalık piyasaya ayarlanmış getirilerinin davranışını izlemiştir. Elde ettiği kanıtlar, genel olarak aşırı tepki verme hipotezini desteklemektedir ve aşırı tepki verme nedeniyle ortaya çıkan getiriler ekonomik olarak da önemlidir. Brown ve Harlow'da (1988), özellikle önceden kaybettiren hisse senetlerinden oluşan portföy için, De Bondt ve Thaler'i destekleyici kanıtları literatüre sunmaktadır. Pettengill ve Jordan (1990) ise, aşırı tepki vermenin örneklerinden elde edilebildiğini ortaya koymaktadır. Araştırma yönteminde bazı olası problemler düzeltildikten sonra Chopra, Lakonishok ve Ritter (1992) tarafından yapılan aşırı tepki vermeyle ilgili daha yeni tarihli bir çalışmada, önceden aşırı kaybettirenlerin sonraki beş yıl süresince önceden aşırı kazandıranlara oranla %5-10 daha yüksek performans gösterdiklerini ortaya koymaktadır.

Amerika dışındaki hisse senedi piyasalarında da aşırı tepki verme hipotezini destekleyen araştırma bulgularına da rastlanmaktadır. Alanso ve Rubio (1990), İspanya sermaye piyasasında; portföy oluşturduktan sonraki on iki ayda iyi haberli firmalara (kazandıranlara) oranla kötü haberli firmaların %24.5 daha fazla kazandırdıkları sonucuna ulaştıkları çalışmaları ile aşırı tepki verme hipotezinin genelliğine katkıda bulunmuşlardır. Stock (1990) Almanya'da, 41 firmalık bir gözlemle yaptığı analizlerde uzun vadeli bir aşırı tepki verme davranışının varlığını ortaya koymuştur.

Japonya’da ise Kato, yaptığı ilk çalışmasında (1990a) 1952-1989 dönemi içerisinde elde ettiği sonuçların Amerikan hisse senedi piyasasında elde edilen sonuçlara benzer olduğunu ifade etmektedir. Kato bu çalışmasında örneği 1970 öncesi ve sonrası olmak üzere ikiye bölerek yaptığı analizde 70 öncesi dönemde yalnız kaybettiren portföyü için aşırı tepki vermenin kanıtını bulmuştur. 70 sonrası dönemde ise, aşırı tepki verme etkisi bulunmaktadır. Kato yaptığı ikinci çalışmasında (1990 b) 70 sonrası veriyi ikiye bölerek analizlerini derinleştirdiğinde, 70’li yıllarda yalnız kaybettiren portföyünün pozitif performansı istatistiki olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşmıştır.

2.4.Belirsiz Bilgi Hipotezi

Brown, Harlow ve Tinic (1988) belirsiz bilgi hipotezi olarak isimlendirdikleri bir hipotez geliştirmişlerdir. Bu hipoteze göre bir hisse senediyle ilgili olan yeni bilginin tüm içeriği belirsiz olduğunda, yatırımcılar hisse senedi ile ilgili kanılarını “riskin yükseldiğini düşünerek” tekrar gözden geçirerek düzeltirler. Bu durum, bir hisseden yatırımcıların beklediği getirinin oranında bir artışa sebep olur (risk yüksekse beklenen getiri de buna değecek oranda yüksek olmalıdır).

Bir olay firmadan beklentiler hakkında açık bir biçimde iyi ya da kötü haber taşıyorsa, bu olayın hisse senedi fiyatları üzerinde tam olarak ne oranda bir etki sağlaması gerektiği hala belirsiz olabilir. Belirsizlik çözüldükçe algılanan risk azalır ve haber açık bir biçimde

kötü haber olsa bile, olayı izleyen fiyat değişimleri pozitif olma eğilimine girer. Bu hipoteze göre, olaydan sonraki fiyat değişimleri, iyi haberden daha çok kötü haber için daha yüksek olacaktır.

2.5.Negatif Kazanç Etkisi

Michael Ettredge ve Rusel J. Fuller (1991) tarafından yapılan çalışmalarda genel olarak bir yılda negatif kazanç rapor eden şirketlerin hisselerinin takip eden yılda pozitif ve beklenmedik getiriler sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Araştırmacıların ana fikri, “pozitif getiriler zararları takip eder” şeklindedir. Daha açık bir ifade ile bir yıl zarar edilirse bu yılı takiben pozitif getiriler elde edileceği ileri sürülmektedir.

Ancak Ali ve Klein (1994) yaptıkları ve çok sayıda yöntem denedikleri araştırmada Ettredge ve Fuller’in (1991) sonuçlarının kullandıkları değişken belirleme yöntemlerine özgü olduğunu Ettredge ve Fuller’in tüm itirazlarına karşın (1994)-, değişkenler başka şekilde belirlendiğinde pozitif getirilerin zararları izlemediği sonucuna ulaşmışlardır.

3. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ İLE TEST YÖNTEM VE MODELLERİ

Araştırmamızda toplam 3 adet hipotez test edilecektir. Parametrelerin ve açıklanan varyansların anlamlılığının sınanmasında çift taraflı testler kullanılacaktır. Sıfır hipotezinin ret sınırı %5 anlamlılık düzeyi ve altındaki alan olarak belirlenmiştir. Test edilecek bu hipotezler, temel dayanaklarının yanı sıra sınanmaları esnasında kullanılacak test yöntem ve modelleriyle birlikte aşağıda açıklanmıştır.

3.1. Beklenmeyen Karlar ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkiler

Daha önce muhasebe literatüründe de ifade edildiği gibi firmaların piyasaya açıkladıkları sürpriz-beklenmeyen (iyi ya da kötü haber) bilgi, genelde piyasa tarafından açıklanan bilgilerin işaretleri ve büyüklüğüyle doğru orantılı olarak hisse senedi fiyatlarına aktarılmaktadır.

H1 : Beklenmeyen karlarla hisse senedi getirileri arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır.

Bu hipotezi test etmek için kullanacağımız model aşağıdaki gibi olacaktır.

$$BAG_{it} = b_0 + b_1 \Delta\left(\frac{FK}{MDV}\right) + e_{it} \quad (3.1)$$

BAG_{it} = i firmasının t dönemindeki birikimli anormal getirileri (t : -3.... 0 +3)

$$\Delta\left(\frac{FK}{MDV}\right) = \left(\frac{FK_{it}}{MDV_{it}}\right) - \left(\frac{FK_{it-1}}{MDV_{it-1}}\right)$$

FK_{it} = i firmasının t yılını faaliyet Karı,

MDV_{it} = i firmasının t yılı maddi duran varlıklar toplamı.

3.2. Firma Büyüklüğü, Beklenmeyen Karlar ve BAG Arasındaki İlişkiler

Ülkemizde Özer (1996), Yücel (1998) ve Özcan (1999) tarafından yapılan araştırmalarda dünya literatüründeki bulgularla paralel bir biçimde ortaya çıktığı gibi birikimli anormal getirilerle beklenmeyen karlar arasında zıt yönlü bir ilişki olduğunu tahmin etmekteyiz. Ancak beklentimiz, firma büyüklüğünün beklenmeyen karlar ile birikimli anormal getiriler arasındaki ilişkiyi etkilemeksizin ilave açıklama sağlaması yönündedir.

H₂ : Firma büyüklüğü ile hisse senedi getirileri arasında zıt yönlü önemli bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişki,

beklenmeyen karlar ile birikimli anormal getiriler arasındaki ilişkiyi etkilememekte ancak ilave açıklama gücü sağlamaktadır.

İMKB’da 1991-1995 yılları arasında beklenmeyen karlar, hisse senedi getirileri ve firma büyüklüğü arasındaki ilişkileri incelemede kullanılacak olan test modeli aşağıdaki gibidir.

$$BAG_{it} = b_0 + b_1 \Delta\left(\frac{FK}{MDV}\right) - b_2 FB_{it} + e_{it} \quad (3.2)$$

3.3. Beklenmeyen Karlara Tepkilerin Farklılığı

Beklenmeyen karlarla birikimli anormal verimler arasındaki ilişkinin doğrusal olduğunu tahmin etmekle birlikte, literatürdeki kanıtların tersine kötü haberli (negatif beklenmeyen karlı) firmalara verilen tepkinin değil, iyi haberli (pozitif beklenmeyen karlı) firmalara verilen tepkilerin daha yüksek olduğunu tahmin etmekteyiz. Çünkü İMKB’daki yatırımcılarda gözlediğimiz genel davranış, iyi haber açıklayan firmanın hisse senetlerini biraz da psikolojik bir etki ile çok yüksek fiyatlandırmak (yani, fiyatları yükselen kağıtların daha da yüksek prim sağlayacağı), buna karşın kötü haber alarak fiyatların düşmesi nedeniyle zarara uğradığı hisse senedini, yükseleceği ana kadar elde tutmak hatta

alış ortalamasını düşürmek için, düşük fiyattan alım yapmak ve tahtayı destekleyerek düşüşlerin etkisini azaltmak şeklindedir.

Bu çerçevede aşağıdaki H3 hipotezi, negatif ve pozitif beklenmeyen karlara tepkilerin farklılaştığı ve pozitif beklenmeyen karlara hisse senedi fiyatları yoluyla verilen tepkinin negatif beklenmeyen karlara verilen tepkiden daha yüksek olduğunu ifade etmektedir.

H₃ : Beklenmeyen karlara hisse senedi fiyatları yolu ile gösterilen tepki farklılaşmaktadır. Pozitif beklenmeyen karlara hisse senedi fiyatı yolu ile verilen tepki, negatif beklenmeyen karlara verilen tepkiden daha yüksektir ve bu durum firmaların piyasa değerlerinden kaynaklanmamaktadır.

İMKB’da 1991-1995 yılları arasında beklenmeyen karlar ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkilerdeki farklılaşmayı ve bu farklılaşmanın firma büyüklüğünden kaynaklanıp kaynaklanmadığını incelemede kullanılacak olan test modeli aşağıdaki gibidir.

$$BAG_{it} = b_0 + b_1 \Delta\left(\frac{FK}{MDV}\right) + b_2 (D_1) + e_{it} \quad (3.3)$$

$$BAG_{it} = b_0 + b_1 \Delta\left(\frac{FK}{MDV}\right) + b_2 (D_1) - b_3 FB_{it} + e_{it} \quad (3.4)$$

4. VERİ VE DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI

Alt başlıklarda ve değişkenlerin tanımlanması sırasında kullanılan yöntem, usul ve prosedürler açıklanacaktır.

4.1. Veri

Araştırmamızda kullanılan 1991-1995 yıllarına ait geriye doğru düzeltilmiş aylık kapanış fiyatları, aylık getiriler, İMKB endeks değerine ait veriler ve firmaların finansal tabloları; İMKB Eğitim Müdürlüğü'nden bilgisayar ortamında ve İMKB şirket yayınlarından elde edilmiştir. Firma büyüklüğünü ayarlamak için kullanılacak olan ABD Dolar satış kurları verisi ise, TCMB' dan temin edilmiştir.

Bilgisayar disketleri halinde ham olarak temin edilen veri Microsoft Access programında veri tabanına dönüştürüldükten sonra Microsoft Excel ve SPSS for Windows 8.0 programlarında işlenerek analize tabi tutulmuştur. 1991-1995 tarihleri arasında işlem görmüş birinci ve ikinci pazardaki firmalar ait gözlemler örnek seçimine dahil edilmiştir. Bu yolla belirlenen ana kütleden aşağıdaki seçim ve eleme kriterleri kullanılarak, araştırmanın örnekleme elde edilmiştir.

1. Mali dönemi, 31 Aralıkta bitmeyen firmalara ait gözlemler örnekten çıkartılmışlardır.

2. Finansal tablolarına ulaşamayan firmalar örnekten çıkartılmıştır.
3. Diğer şartlar yerine getirilmiş olsa bile, hisse senedi fiyatlarının ayarlanması için gerekli olan bilgilere (bedelli ve bedelsiz hisse senedi dağıtım miktar ve oranları ile tutarları, hisse senedi başına kar payı tutarları) ulaşamayan firmalara ait gözlemler, örnekten çıkartılmıştır.
4. Üç standart sapmalı kontrol sınırları dışında kalan gözlemler anormal (outliers) gözlemler örnekten çıkartılmıştır.

Bu kriterlere göre yapılan seçimden toplam 417 adet gözlem, çalışmamızın örnekleme olarak belirlenmiştir.

Tablo 4.1. Örnekteki Firmaların Sektörel Dağılımları

SEKTÖR	N	Firma Sayısı
Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	44	12
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	37	11
Metal Eşya, makine ve Gereç Yapım	45	14
Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama	17	4
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	94	22
Metal Ana Sanayi	41	11
Elektrik, Gaz ve Su	24	5
Gıda, içki ve Tütün	61	14
Kağıt, Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	24	7
Lokanta, Oteller ve Turizm	16	4
Orman Ürünleri ve Mobilya	13	3
İnşaat ve İnşaat malzemeleri	1	1
Toplam	417	108

4.2. Değişkenlerin Tanımlanması

Belirlenen hipotezlerin test yöntem ve modelleri çerçevesinde test edilebilmesi için öncelikle kullanılacak değişkenlerin tanımlanarak ölçülmesi gerekmektedir.

4.2.1. Anormal Getiri

Anormal getirilerin hesaplanabilmesi için öncelikle ölçüm aralığının belirlenerek, hisse ve endeks bazında getirilerin ölçülmesi gerekmektedir. Ancak bu temel ölçümler yapıldıktan sonra tercih edilecek bir yöntem çerçevesinde anormal getiriler ve ortalaması hesaplanabilir.

4.2.1.1. Ölçüm Aralığı

Literatürde getirilerin ölçüm aralığı üzerinde yapılmış çalışmalarda, bilginin etkisini daha iyi ortaya koyması bakımından günlük ölçümlerin haftalık, aylık ve yıllık ölçümlere göre daha üstün olduğu ifade edilmektedir. (Morse 1984; Brown ve Warner (1980) ile Dyckman (1985), Philbrich ve Stephen (1984)). Bununla birlikte çalışmamızda yıllık gözlemler kullanılması, anormal verim hesaplama metodolojisinin kendisinden kaynaklanan nedenler ve hesaplama kolaylığı gibi nedenlerden ötürü aylık ölçüm aralıkları kullanılacaktır.

4.2.1.2. Hisse Senedi Getirilerinin Hesaplanması

Anormal hisse senedi getirisinin hesaplanmasında endeks getirisi ile birlikte kullanılacak olan hisse senedi getirilerinin hesabı oldukça kolaydır. Bununla birlikte hisse senedi ihraç tarihinin içinde bulunduğu ay getirilerinin sağlıklı hesaplanabilmesi amacıyla t ayı i hisse senedi fiyatı için bir düzeltme yapmak gerekmektedir. Bu şartlar altında hisse senedi getirisi, aşağıdaki formül aracılığıyla hesaplanmıştır.

$$HG_{i,t} = \frac{(HF_{i,t} - HF_{i,t-1}) + KP_{i,t}}{HF_{i,t-1} + RB_{i,t}} \quad (4.1)$$

$HG_{i,t}$: t ayındaki i hissesinin getirisi,

$HF_{i,t}$: t ayındaki i hissesinin düzeltilmiş kapanış fiyatı,

$HF_{i,t-1}$: t-1 ayındaki i hissesinin kapanış fiyatı,

$KP_{i,t}$: t ayındaki i hissesine verilen nakit kâr payı,

$RB_{i,t}$: t ayındaki i hissesi için ödenen rüçhan bedeli,

4.2.1.3. Endeks Seçimi ve Endeks Getirisinin

Hesabı

Ülkemizde çeşitli kurum ve kuruluşların hazırladığı gerek hesap yöntemi gerekse endeks kapsamı farklı endeksler bulunmaktadır. Buna ek olarak son yıllarda İMKB, İMKB-30, İMKB-100 gibi endeksleri de

hesaplayarak yayınlamaktadır. Çalışmada geçmiş dönemlerde de hesaplanan ve sürekli olarak bulunması en kolay endeks olan İMKB bileşik endeksi, endeks getirilerinin ölçümünde kullanılacaktır. Bu çerçevede endeks getirilerinin ölçümü aşağıdaki gibi yapılmıştır.

$$EG_t = \frac{ED_t - ED_{t-1}}{ED_{t-1}} \quad (4.2)$$

EG_t : t ayının bileşik endeks getirisi,

ED_t : t ayının son günündeki bileşik endeksin kapanış değeri,

ED_{t-1} : t-1 ayının son günündeki bileşik endeksin kapanış değeri.

4.2.1.4. Anormal Getirilerin Hesaplanması

Anormal getirilerin hesaplanmasında en yaygın olarak kullanılan yöntemin piyasa modeli (Bkz.Özer 1996) olmasına karşın son zamanlarda, bu yönteme Epstein ve Turabull (1980), Chan (1988), Ball ve Kothari (1989), Conrad ve Kaul (1993) tarafından yapılan eleştiriler, olay çalışmalarda kullanımı sınırlandırmıştır. Yapılan karşılaştırmalı çalışmalarda piyasa modeline oranla olayın etkili olduğu dönemde daha iyi sonuçlar veren ve hesaplanması da oldukça kolay olan “Piyasaya Ayarlanmış Getiriler” (Strong, 1992, s.536.) yönteminin kullanılmasına karar verilmiştir.

Bu yöntemde, olay anındaki beklenen piyasa getirisinin tüm hisse senedi getirileriyle arasındaki ilişkinin aynı olduğu varsayımı temeldir. Bu nedenle herhangi bir dönem için beklenen hisse getirisinin aşağıda da görüldüğü gibi piyasanın getirisine eşit olduğu kabul edilir.

$$E(\overline{HG}_i) = E(\overline{EG}), \quad i \text{ piyasadaki tüm hisse senetleri} \quad (4.3)$$

Bu durum piyasanın getirisinin beklenen getiri olarak kabul edilmesi anlamına geldiği için herhangi bir t ayındaki i hisse senedinin anormal hisse getirisi, aşağıdaki biçimde hesaplanır.

$$AHG_{it} = HG_{it} - EG_t \quad (4.4)$$

$AHG_{i,t}$: t ayındaki i hissesinin anormal getirisi.

4.2.1.5. Birikimli Anormal Getiriler

Artırım tarihi ve etrafındaki hisse senedi getirilerinin davranışını açıklamak için kullanılacak olan anormal getirilerin biriktirilmesinde Fama, Fisher, Jansen ve Rool'un (1969) birikimli anormal verim yöntemi esas alınacaktır.

$$BAHG_{it} = \sum_{t=1}^T AHG_{i,t} \quad (T = -3 \dots 0 \dots +2)$$

(4.6)

Biriktirme aralığının (-3 ...+2) şeklinde seçiminde, bilanço ve getiri tablosu açıklamalarının genellikle Şubat ayının sonunda yoğunlaşması etkili olmuştur.

Tablo 4.2. BAG ile İlgili Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
BAG	0,400091	0,732189	-0,91502	3,222063

4.2.1. Beklenmeyen Karlar

Beklenmeyen karların bir göstergesi olarak daha önce gerek dünya literatürü gerekse Ülkemiz literatüründe kullanılmayan bir değişken belirlenmiştir. Bu değişken; $\Delta(\frac{FK}{MDV})$ 'dir. Bu değeri beklenmeyen karlar değişkeni olarak kabul etmemizin nedeni, ülkemizdeki enflasyonu da değişken belirleme yönteminde bir parametre olarak kullanarak daha doğru sonuçlar elde etmeye çalışmaktır. Bu çerçevede beklenmeyen karlar değişkeni aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.

$$\Delta(\frac{FK}{MDV}) = (\frac{FK_{it}}{MDV_{it}}) - (\frac{FK_{it-1}}{MDV_{it-1}}) \quad (4.7)$$

FK_{it} = i firmasının t yılı faaliyet Karı,

MDV_{it} = i firmasının t yılı maddi duran varlıklar toplamı.

Tablo 4.3. Beklenmeyen Karlarla İlgili Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
$\Delta(\frac{FK}{MDV})$	0,07309	1,009456	-4,31885	7,3002

4.2.3. Firma Büyüklüğü

Firma büyüklüğü değişkeni, firmaların piyasa değerlerini ifade etmektedir. Ancak bu değişkeni belirlemeye çalışılırken enflasyon nedeniyle bazı sorunlarla karşı karşıya kalınmıştır. Bu sorunları aşmak için, firmaların piyasa değerleri firmaların birikimli getirilerinin belirlendiği dönemden önceki ilk işlem günü itibariyle belirlendikten sonra, aynı günün ABD doları satış kuruna ayarlanmıştır. Bu şartlar çerçevesinde firma büyüklüğü değişkeni aşağıdaki gibi bir formül aracılığıyla belirlenmiştir.

$$FB_{it} = \frac{HSA_{it} \times KF_{it}}{ABD \$_{it}}$$

$FB_{i,t}$: t gününde (şubat ayı son işlem günü) i firmasının piyasa değeri,

$HSA_{i,t}$: i firmasının t günündeki toplam hisse senedi sayısı,

$KF_{i,t}$: i firmasının t (şubat) ayındaki kapanış fiyatı,

$ABD \$_{it}$: t (şubat ayı son işlem günü) ayındaki 1 ABD Doları Merkez Bankası satış kuru.

Gerek beklenmeyen koşullar, gerekse BAV'ler için her yıl firma başına bir gözlem yapıldığı için her yıl Şubat ayının son işlem günü firma büyüklüğü için hesap tarihi olarak dikkate alınmıştır.

Tablo 4.4. Firma Büyüklüğü ile İlgili Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Ln FB	12,178304	2,45494551	5,24107113	18,1962446

5. DENEYSEL BULGULAR

Ocak etkisi ile ilgili olarak ileri sürülen hipotezler ile bunların analizi için kurulmuş olan modellerden elde edilen bulgular aşağıda tablolar halinde verilerek gerekli yorumlar yapılacaktır.

5.1. Beklenmeyen Karlar ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkiler

Beklenmeyen karlara yatırımcıların hisse senedi fiyatları yolu ile verdikleri tepkinin İMKB'daki varlığını ortaya koymak amacıyla kullanılan 3.1 numaralı test modellerinden elde edilen sonuçlar tablo 5.1'de gösterilmiştir.

Tablo 5.1. Beklenmeyen Karlar ile Hisse Senedi Getirileri ile İlgili Analiz Sonuçları

Parametreler	Eşitlik
	3.1
N	417
b_0 (t/p)	0,38417 (11,2035/0,0001)
b_1 (t/p)	0,21782 (6,4217/0,0001)
F (p)	41,2385 (0.0001)

Yukarıdaki tablodan görülebileceği gibi 3.1 nolu eşitliğin çalıştırılması sonucu elde edilen F değeri, 41,2384'dür. Bu sonuç 3.1 eşitliğinin 0.0001 düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır. Parametreler üzerinde yapılan inceleme sonucu; b_0 parametresinin t değeri 11,2035 olarak hesaplanmıştır ve bu değer 0.0001 düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Asıl üzerinde durmamız gereken b_1 parametresinde ise, t değeri 6,4217'dir ve bu değer 0.0001 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı göstermektedir.

Gerek modelin gerekse b_1 parametresinin istatistiki olarak anlamlı olması; firmaların piyasaya açıkladıkları sürpriz-beklenmeyen (iyi ya da kötü haber) bilginin, genelde açıklanan bilgilerin işaretleri ve büyüklüğüyle doğru orantılı olarak hisse senedi fiyatlarına aktarılmakta olduğunu ifade eden H1 hipotezinin kabulünü, buna karşın alternatif hipotezin (yokluk denencesinin) reddini gerektirmektedir.

Bu çerçevede, gerek dünya gerekse ülkemiz literatüründe karlar ile hisse senedi fiyatları arasındaki olumlu ve doğrusal ilişkinin varlığı daha önce kullanılmamış bir değişkenle bir kez daha doğrulanmış olduğunu da söylemek mümkündür.

5.2. Firma Büyüklüğü, Beklenmeyen Karlar ve BAG

Arasındaki İlişkiler

Firma büyüklüğü, beklenmeyen karlar ve BAG arasındaki ilişkileri ortaya koymak üzere kullandığımız 3.2 nolu eşitlikten elde edilen sonuçlar aşağıda tablo 5.2’de gösterilmiştir.

5.2. Firma Büyüklüğü, Beklenmeyen Karlar ve BAG ile İlgili Analiz

Sonuçları

Parametreler	Eşitlik 3.2
N	416
b_0 (t/p)	0.8979448 (5,2202/0,0001)
b_1 (t/p)	0,2095748 (6,2287/0,0001)
b_2 (t/p)	-0,041882 (-3,0291/0,0026)
F (p)	25,0056 (0,0001)

Yukarıdaki tablodan da görülebileceği gibi, 3.2 nolu eşitliğin çalıştırılması sonucu elde edilen F değeri, 25,0056’dır. Bu sonuç, 3.2 eşitliğinin 0.0001 düzeyinde anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır. Parametreler üzerinde yapılan inceleme sonucu; b_0 parametresinin t

değeri, 5,2202 olarak hesaplanmış ve bu değer 0.0001 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Hipotezlerimizde ilgili olarak asıl üzerinde durmamız gereken parametreler b_1 ve b_2 parametreleridir. Bu parametrelerden ilki olan b_1 için t değeri 6,2287'dir ve bu değer 0,0001 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı ifade etmektedir. İkincisi olan b_2 'nin t değeri ise, -3,0291'dir ve bu değer, 0,0026 düzeyinde anlamlılığı işaret etmektedir.

Bu şartlar altında firma büyüklüğü ile hisse senedi getirileri arasında zıt yönlü istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunduğunu ve bu ilişkinin beklenmeyen karlar ile birikimli anormal getiriler arasındaki ilişkiyi etkilememekte ancak ilave açıklama gücü sağlamakta olduğunu ifade eden H2 hipotezi kabul edilirken, alternatif hipotez (yokluk denencesi) reddedilmiştir.

5.3. Beklenmeyen Karlara Tepkilerin Farklılığı

Beklenmeyen karlara yatırımcıların verdikleri tepkilerin farklılığı ortaya koymak üzere kullanılan eşitlik 3.3 ve 3.4'den elde edilen sonuçlar, tablo 5.3'den görülebilir.

Tablo 5.3. Beklenmeyen Karlara Tepkilerin Farklılığı İle İlgili**Analiz Sonuçları**

Parametreler	Eşitlik 3.3	Eşitlik 3.4
N	417	417
b_0 (t/p)	0,268587 (4,9457/0,0001)	0,728866 (4,0422/0,0001)
b_1 (t/p)	0,153568 (3,8249/0,0002)	0,157025 (3,9380/0,0001)
b_2 (t/p)	0,2269 (2,7945/0,0054)	0,209199 (2,5819/0,0102)
b_3 (t/p)	--	-0,03725 (-2,6986/0,0072)
F (p)	24,2565 (0,0001)	19,3183 (0,0001)

Tablodan da izlenebileceği gibi 3.3 ve 3.4 nolu eşitliklerden elde edilen F değerleri sırası ile, 24,2565 ve 19,3183'dür. Her iki F değeri de 0,0001 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığa işaret etmektedir.

3.3 nolu eşitliğin parametreleri üzerinde yapılan inceleme sonucunda; b_0 parametresinin t değerinin 4,9457 ve p değerinin 0,0001 düzeyinde anlamlı, b_1 parametresinin t değerinin 3,8249 ve p değerinin 0,0002 düzeyinde anlamlı, son olarak b_2 parametresinin t değerinin 2,7945 ve p değerinin 0,0054 düzeyinde anlamlı olduğu görülmüştür.

Eşitlik 3.3'ün yukarıda özetlenen sonuçları çerçevesinde – özellikle b_2 parametresinin gösterdiği gibi- beklenmeyen karlara hisse senedi fiyatları yolu ile gösterilen tepkinin farklılaştığı şeklindeki hipotez kabul edilmiştir. Özellikle b_2 parametresinin işaretinin pozitif olması, pozitif işaretli beklenmeyen karlara hisse senedi yolu ile yatırımcıların verdiği tepkinin, negatif işaretli beklenmeyen karlara yatırımcıların verdiği tepkiden daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Daha açık bir ifade ile hisse senedi getirileri beklenmeyen karların işaretiyle doğru orantılı olarak bağlantılı olmakla birlikte, iyi haberli (pozitif beklenmeyen karlı) firmaların hisse senetlerinin tepki verme derecesi , kötü haberli (negatif beklenmeyen karlı) firmaların hisse senetlerinin göstermiş oldukları tepkiden daha yüksektir.

3.4 nolu eşitliğin parametreleri üzerinde yapılan inceleme sonucunda; b_0 parametresinin t değerinin 4,0422 ve p değerinin 0,0001 düzeyinde anlamlı, b_1 parametresinin t değerinin 3,9380 ve p değerinin 0,0001 düzeyinde anlamlı, b_2 parametresinin t değerinin 2,5819 ve p değerinin 0,0102 düzeyinde anlamlı ve son olarak ; b_3 parametresinin t değerinin -2,6986 ve p değerinin 0,0072 düzeyinde anlamlı olduğu görülmüştür.

Yukarıdaki bulgulardan anlaşıldığı üzere 3.3 nolu eşitliğe firma büyüklüğü değişkeni ek bir açıklayıcı değişken olarak ilave edildiğinde, gerek beklenmeyen karlar gerekse ikili değişken olan D_1 'in işaretlerinde

ve anlamlılıklarında bir değişme olmamaktadır. Bu durumda pozitif beklenmeyen karlara verilen tepkinin negatif beklenmeyen karlara verilen tepkiden daha yüksek olduğu ve bu durumun firmaların piyasa değerlerinden kaynaklanmadığı hipotezini kabul ederek, alternatif hipotezi reddedilecektir.

6. SONUÇ

Araştırmamızda 1991-1995 yılları arasındaki toplam 417 gözlemle hisse senedi getirileri ve beklenmeyen karların arasındaki ilişkiler ile yatırımcıların beklenmeyen karlara tepkilerinin haberin iyi haber olup olmadığına ve tutarına göre değişip değişmediği ve bu ilişki üzerine firma büyüklüğünün etkisi incelemeye tabi tutulmuştur.

Analizimizde elde ettiğimiz bulgular ;

1. Beklenmeyen karlar ile hisse senedi getirileri arasında doğrusal ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunduğ,ı,
2. Firma büyüklüğünün yukarıdaki ilişkiyi etkilemekle birlikte ilk modele ilave bir açıklama gücü sağladığı ve
3. Beklenmeyen karlara yatırımcıların işaretleriyle bağlantılı olarak farklı bir tepki verdiği ve bu tepkinin olumlu beklenmeyen karlara tepkinin olumsuz beklenmeyen karlara verilen tepkiden daha yüksek olduğu şeklinde ifade edilebilir.

Araştırmamızın en önemli yönlerinden birisi, beklenmeyen karların bir ölçüsü olarak literatürde şu ana kadar kullanılmamış bir değişken olan $\Delta(\frac{FK}{MDV})$ 'i kullanmamızdır. Bu değişkeni kullanmamızın

nedeni, ülkemizdeki yüksek enflasyonun etkisini kısmen de olsa izole etmektir. İkinci yönü ise, diğer araştırmacıların tersine beklenmeyen negatif karların daha yüksek hisse senedi tepkisine yol açtığı yönündeki genel bulgunun tersi yönünde bir bulgu elde edilmesidir.

KAYNAKLAR

Alonsa, Aurora ve Gonzola Rubio: *“Overreaction in the Spanish Equity Market”* **Journal of Banking and Finance**, August 1990, s.469-484.

Ashiq Ali and April Klein. *“A Second Look at the Negative Earnings Effect”*, **Journal Portfolio Management**, Summer 1994, pp.41-46.

Ball, Ray ve Philip Brown: *“An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”* **Journal of Accounting Research**, Autumn 1968, s.159-178.

Ball, Ray and S.P. Kothari. *“Nonstationary Expected Returns: Implications for Serial Correlation in Returns, Apparent Price Reversals, and Tests of Market Efficiency”*. **Journal of Financial Economics**. Vol. 25. 1989 . s.51-74.

Banz, R.W. ve W Breen, *“Sample Dependent Results Using Accounting and Market Data: Some Evidence”*, **The Journal of Finance**, September 1986, s.779-794.

Basu, S. *"Investment Performance of Common Stock in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Markets Hypothesis"*. **The Journal of Finance**, June 1977, s.663-682.

Basu, S. *The Effect of Earnings Yield on Assessments of the Association Between Annual Accounting Income Numbers and Security Prices*", **The Accounting Review**, July 1978, s.599-625.

Basu, Sanjog: *"The Relationship Between Earnings' Yield Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence"* **Journal of Financial Economics**, 12 1983, s.129-156.

Beaver, William H. ve Stephen G. Ryan: *"How Well do Statement No:33 Earnings Explain Stock Returns?"*, **Financial Analysts Journal**, September-October 1985, s.66-71.

Brown, Stephen J. and Jerold B. Warner. *"Measuring Security Price Performance"*. **Journal of Financial Economics**. 1980. S.205-258.

Brown, K.C. and W.V. Harlow. *"Market Overreaction: Magnitude and Intensity"* **Journal of Portfolio Management**, 14, 1988, pp. 6-13.

Brown, K.C., W.V. Harlow and S.M. Tinic. *Risk Aversion, Uncertain Information, and Market Efficiency*". **Journal of Financial Economics**. 22, 1988, pp.355-385.

Chan, K. "On the Contrarian Investment Strategy" **Journal of Business**. 61 1988. S.147-163.

Chopra, Havin, Josef Lakonishok ve Joy R.Ritter: "Measuring Abnormal Performance: Do Stock Overreact?" **Journal of Accounting and Economics** , 9 1992, s.235-268.

Conrad, Jenifer and Gautam Kaul. "Long-Term Overreaction or Biases in Computed Returns ?". **Journal of Finance**. March 1993. S.39-63.

De Bondt, W., and R. Thaler. "Does the Stock Market Overreact ?" **Journal of Finance**, 40. 1985, pp.793-805.

De Bondt, Warner F.M. ve Richard H.Thaler: "Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality" **Journal of Finance**, July 1987, s.557-581.

Dreman, David, **Psychology and the Stock Market Investment Strategy Beyond Random Walk**, Amacom, New York 1977.

Dreman N. David and Michael. A. Berry. "Overreaction, Underreaction, and the Low-P/E Effect", **Financial Analysts Journal** , July-August 1995, pp. 21-30.

Dyckman, Thomas R. Ve Dale Morse: **Efficient Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis**, Second Edition, Prentice-Hall, 1986.

Dyckman, Thomas, Donna Philibrick and Jeens Stephan. "A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach." **Journal of Accounting Research**. Vol.22 1984. S.1-30.

Epstein, L. And S. Turnbull. "Capital Asset Prices and Temporal Resolution of Un-certainty". **Journal of Finance**. June 1980. S.627-643.

Ettredge, M., and R.J. Fuller. "The Negative Earning Effect". **Journal Portfolio Management**, Spring 1991, pp.27-33.

Ettredge, M., and R.J. Fuller. "Negative Earnings Re-Examined", **Journal Portfolio Management**, Summer 1994, pp.47-51.

Fama, E.F. ve K. French, *"The Cross-Section of Expected Stock Returns"*, **The Journal of Finance**, June 1992, s.427-465.

Ferri, Michael G. Ve Chung-ki Min, *Evidence that the Stock Market Overreacts and Adjusts*", **The Journal of Portfolio Management**, Spring 1996, s.71-76.

Howe, John S. *"Evidence on Stock Market Overreaction"*, **Financial Analysts Journal**, July/August 1986, s.74-77.

Jaffe, Jeffrey, Donald B.Keim ve Randolph Westerfield: *"Earnings Yields, Market Values, and Stock Returns"*, **The Journal of Finance**, March 1989, s.135-148.

Kato, K. *"Behavior of Japanese Stock Price and Anomalies"*, **Japanese Economic Journal**, 1990 a, 36, 1031-1044.

Kato, K. *"Being a Winner in the Tokyo Stock Market"*, **Journal of Portfolio Management** , Summer 1990 b, 52-56.

Klein, April ve James Rosenfeld: *"P/E Ratios, Earnings Expectations, and Abnormal Returns"*, **Journal of Financial Research**, Spring 1991, s.51-64.

McWilliams, J.D. *"Prices and Price/Earnings Ratios"*, **Financial Analysts Journal**, May/June 1966, s.137-142.

Nicholson, Francis, *"Price-Earnings in Relation to Investment Results"*, **Financial Analysts Journal**, July/August 1968, s.105-109.

Morse, Dale. *"An Econometric Analysis of the Choice of Versus Monthly Returns in Test of Information Content"*. **Journal of Accounting Research**. Autumn 1984. S.605-623.

Özcan, Murat. *"Hisse Senetleri Piyasasında Ocak Ayı Etkisi: İMKB'nda Uygulamalı Bir Analiz"*, 1999, G.Y.T.E.

Özer, Gökhan. **Muhasebe Karları İle Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler: İMKB'da Deneysel Analiz**. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu . No: 31 1996, s.49-152.

Pettengill, Glenn N. Ve Bradford D. Jordan, *"The Overreaction Hypothesis, Firm Size, and Stock Market Seasonality"*, **The Journal of Portfolio Management**, Spring 1990, s.60-64.

Yücel, Rahmi. **Hisse Senedi İhraç Tarihi Etrafındaki Anormal Fiyat Hareketleri: İMKB'de Deneysel Bir Araştırma**, 1999, G.Y.T.E.

Reinganum, M.R: *Misspecification of Capital Asset Pricing : Empirical Anomalies Based on Earnings' Yields and Market Values*", **Journal of Financial Economics**, March 1981, s.19-46.

See J.D. McWilliams , "*Prices and Price/Earnings Ratios*", **Financial Analysts Journal**, vol.22, no.3 (May/June 1966): 137-142.

Strong, Norman. "*Modelling Abnormal Returns: A Review Article*". **Journal of Business Finance & Accounting** . Vol. 19. No:4 (June 1992). Ss.533-553.

Stock, Detlev: "*Winner and Loser Anomalies in the German Stock' Market*", **Journal of Institutional and Theoretical Economics**, September 1990, s.518-529.

Zarowin, P. "*Does the Stock Market Overreact to Corporate Earnings Information ?* **Journal of Finance**. 44, December 1989, pp. 1385-1400.

ÖZGEÇMİŞ

1963 yılında İzmir’de doğdu. Orta öğrenimini sırasıyla İzmir, Diyarbakır ve Bursa Işıklar Askeri Lisesi’nde tamamladı. 1981 yılında Kara Harp Okulu’na girip, öğrenimini 1985 yılında tamamlayıp teğmen nasp edildi. Sırasıyla Kahramanmaraş, Diyarbakır, Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti’nde çeşitli görevlerde bulundu. Halen 15. nci Kolordu İstihkam Savaş Taburu Darıca’da görev yapmakta olup, evli ve iki çocuk babasıdır.

EK D
Eşitlik 3.4. İle İlgili Analiz Sonuçları

	Mean	Std. dev.	Min	Max
KÜM ARTI	0,400091	0,732189	-0,915021	3,222063
DUMMY	0,54067	0,49894	0	1
LN(FB)	12,17196	2,455431	5,241071	18,19624
FK/MDV	0,07309	1,009456	-4,318848	7,3002

Correlation coefficient r : 0,3504

Determination coefficient r^2 : 0,1228

Adjusted determination coefficient : 0,1164

Evaluating significance of information carried by variables ($H_0 = Y = \text{Mean}(Y)$):

	DF	Sum of sq	Mean of sq	Fisher's F	Pr > F
Model	3	27,4518	9,1506	19,3183	0,0001
Residuals	414	196,1019	0,4737		
Total	417	223,5537			

Model analysis (Type I SS) :

Source	DF	Type I SS	Mean Squar	Fisher's F	Pr. >F
DUMMY	1	16,7725	16,7725	35,4092	0,0001
LN(FB)	1	3,3338	3,3338	7,0381	0,0083
FK/MDV	1	7,3456	7,3456	15,5076	0,0001

Regression parameters and corresponding statistics :

	Value	Std dev.	Student's t	ponding pr	over 95% bo	over 95% bound
Intercept	0,728866	0,1803	4,0422	0,0001	0,3744	1,0833
DUMMY	0,209199	0,0810	2,5819	0,0102	0,0499	0,3685
LN(FB)	-0,037246	0,0138	-2,6986	0,0072	-0,0644	-0,0101
FK/MDV	0,157025	0,0399	3,9380	0,0001	0,0786	0,2354
