



AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



Abdullahi Mohamed NUR

KURUMSAL OLAYLARIN FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: FARKLI
KURUMSAL OLAYLARA UYGULANAN AMPİRİK ÇALIŞMA TESTLERİ

İşletme Ana Bilim Dalı
Doktora Tezi

Antalya, 2021



AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



Abdullahi Mohamed NUR

KURUMSAL OLAYLARIN FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: FARKLI
KURUMSAL OLAYLARA UYGULANAN AMPİRİK ÇALIŞMA TESTLERİ

Danışman

Prof. Dr. Aslıhan ERSOY BOZCUK

İşletme Ana Bilim Dalı

Doktora Tezi

Antalya, 2021

Akdeniz Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Abdullahi Mohamed NUR'un bu çalışması jürimiz tarafından İşletme Ana Bilim Dalı
Doktora Programı tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof. Dr. Mehmet ŞEN (İmza)

Üye (Danışmanı) : Prof. Dr. Aslıhan ERSOY BOZCUK (İmza)

Üye : Doç. Dr. Osman AKIN (İmza)

Üye : Doç. Dr. Ulaş ÜNLÜ (İmza)

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Zeynep TÜRCHAN (İmza)

Tez Başlığı: Kurumsal Olayların Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: Farklı Kurumsal Olaylara Uygulanan Ampirik Çalışma Testleri
--

Onay : Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Tez Savunma Tarihi : 12/07/2021

Mezuniyet Tarihi : 12/08/2021

(İmza)
Prof. Dr. Suat KOLUKIRIK
Müdür

AKADEMİK BEYAN

Doktora Tezi olarak sunduğum “Kurumsal Olayların Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: Farklı Kurumsal Olaylara Uygulanan Ampirik Çalışma Testleri” adlı bu çalışmanın, akademik kural ve etik değere uygun bir biçimde tarafımda yazıldığını, yararlandığım bütün eserlerin kaynakçada gösterildiğini ve çalışma içerisinde bu eserlere atıf yapıldığını belirtir; bunu şerefimle doğrularım.

Abdullahi Mohamed NUR





T.C.
AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



05 /08/ 2021

TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU BEYAN BELGESİ

Öğrenci Bilgileri	
Adı-Soyadı	Abdullahi Mohamed NUR
Öğrenci Numarası	20165213002
Anabilim Dalı	İşletme
Programı	Doktora
Danışman Öğretim Üyesi Bilgileri	
Unvanı, Adı-Soyadı	Prof. Dr. Aslıhan ERSOY BOZCUK
Doktora Tez Başlığı	Kurumsal Olayların Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: Farklı Kurumsal Olaylara Uygulanan Ampirik Çalışma Testleri
Turnitin Bilgileri	
Ödev Numarası	1627995639
Rapor Tarihi	05/08/2021
Benzerlik Oranı	Alıntılar hariç: %5 Alıntılar dahil: %5
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE, Yukarıda bilgileri bulunan öğrenciye ait tez çalışmasının a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana Bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 142 sayfalık kısmına ilişkin olarak Turnitin adlı intihal tespit programından Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esaslarında belirlenen filtrelemeler uygulanarak yukarıdaki detayları verilen ve ekte sunulan rapor alınmıştır. Danışman tarafından uygun olan seçenek işaretlenmelidir: (X) Benzerlik oranları belirlenen limitleri aşmıyor ise: Yukarıda yer alan beyanın ve ekte sunulan Tez Çalışması Orijinallik Raporunun doğruluğunu onaylarım. () Benzerlik oranları belirlenen limitleri aşıyor, ancak tez/dönem projesi danışmanı intihal yapılmadığı kanısında ise: Yukarıda yer alan beyanın ve ekte sunulan Tez Çalışması Orijinallik Raporunun doğruluğunu onaylar ve Uygulama Esaslarında öngörülen yüzdelik sınırlarının aşılmasına karşın, aşağıda belirtilen gerekçe ile intihal yapılmadığı kanısında olduğumu beyan ederim.	
Gerekçe:	
Benzerlik taraması yukarıda verilen ölçütlere uygun olarak tarafımca yapılmıştır. İlgili tezin orijinallik raporunun uygun olduğunu beyan ederim.	
Danışman Öğretim Üyesi Unvanı, Adı-Soyadı Prof. Dr. Aslıhan ERSOY BOZCUK İmza	

İÇİNDEKİLER

ŞEKİLLER LİSTESİ	vi
TABLOLAR LİSTESİ	viii
KISALTMALAR LİSTESİ	ix
ÖZET	x
SUMMARY	xi
ÖNSÖZ	xii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL VE KURUMSAL KARLILIĞI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

1.1. Çalışmanın Arkaplanı	3
1.1.1. Spesifik Faktörler	3
1.1.2. Endüstri Performansı	3
1.1.3. Yatırımcı Güveni	3
1.1.4. Ekonomik Faktörler	4
1.2. Çalışmanın Genel Amacı	6
1.3. Araştırma Yöntemi ve Veriler	6
1.4. Olay Çalışması	6
1.5. Regresyon Analizi	6
1.6. Araştırmanın Katkıları	7
1.7. Araştırmanın Yapısı	7

İKİNCİ BÖLÜM

BİRLEŞME VE DEVRALMA DUYURULARININ KURUMSAL FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

2.1. Birleşme ve Devralma Tanıtımı	9
2.1.1. Dünya Çapındaki Birleşme ve Satın Almaların Sayısı ve Değeri	9
2.1.2. Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Sayısı	10
2.1.3. Birleşme ve Satın Almaların Anlaşma Değerleri	11
2.2. Birleşme ve Devralma Çeşitleri ve Dalgaları	12
2.2.1. Birleşme Türleri	12
2.2.2. Birleşme ve Devralma Dalgaları	13
2.3. Birleşme ve Devralma Nedenleri	14
2.4. Birleşme ve Devralmanın Ödeme Yöntemleri	16
2.5. Araştırma Problemleri, Soruları ve Hipotezleri	17
2.5.1. Temel Araştırma Problemi	17

2.5.2.	Araştırma Soruları	17
2.5.3.	Araştırma Hipotezleri	18
2.6.	Literatür Taraması.....	18
2.7.	Araştırma Yöntemi ve Verileri	20
2.7.1.	Araştırma Verileri.....	20
2.7.2.	Veri Analizi Yöntemi	20
2.7.3.	Analitik Modeller	21
2.7.4.	Regresyon Analizi	23
2.7.4.1.	Regresyon Değişkenleri	23
2.8.	Ampirik Analiz Sonuçları.....	25
2.8.1.	Birleşme ve Devralmalar (Aylık Verilere Dayalı) Olay Çalışması Analizi Sonuçları	25
2.8.2.	Birleşme ve Devralmalar (Günlük Verilere Dayalı) Olay Çalışması Analiz Sonuçları	29
2.8.3.	Regresyon Analizi Sonuçları.....	33
2.8.3.1.	Durağanlık Testleri.....	33
2.8.3.2.	Çoklu Doğrusallık Testi	33
2.8.3.3.	Heteroskedastisite Testleri	33
2.8.3.4.	Model Spesifikasyon Testi.....	33
2.8.3.5.	Normallik Testi	34
2.8.3.6.	Regresyon Analizi Sonuçları.....	34
2.9.	Sonuç.....	35

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE İHRAÇ DUYURUSUNUN KURUMSAL FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

3.1.	Çalışmanın Arkaplanı	38
3.2.	İlk Halka Arzlar (IPO)	39
3.3.	Dönemsel Halka Arz Tanıtımı (SEO).....	39
3.3.1.	Rüçhan Hakkı	39
3.3.2.	İlk Halka Arz Süreci	40
3.3.3.	Halka Arz Sürecinde Yer Alan Adımlar	40
3.4.	İlk Halka Arzın Düşük Fiyatlandırılmasına Neden Olan Faktörler	41
3.5.	Teori ve Literatür Taraması	43
3.5.1.	Rassal Yürüyüş Hipotezi	43

3.5.2.	Etkin Piyasalar Hipotezi	43
3.5.3.	Sinyal Teorisi.....	44
3.5.4.	Fırsat Penceresi Teorisi	45
3.5.5.	Ampirik Çalışma İncelemesi	46
3.6.	Veri Örneği ve Veri Analiz Yöntemi.....	47
3.6.1.	Araştırma Verileri.....	47
3.6.2.	Veri Analizi Yöntemi	47
3.6.3.	Analitik Modeller	48
3.6.4.	Regresyon Analizi	50
3.6.4.1.	Regresyon Değişkenleri	50
3.7.	Ampirik Analiz Sonuçları	52
3.7.1.	Olay Çalışması Analiz Sonuçları.....	52
3.7.2.	Tanı Testleri.....	57
3.7.2.1.	Birim Kök Testi.....	57
3.7.2.2.	Regresyon Analizi Sonuçları.....	58
3.8.	Sonuç.....	60

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TEMETTÜ DEĞİŞİM DUYURUSUNUN KURUMSAL FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

4.1.	Giriş.....	62
4.1.1.	Temettü İlgisizlik Teorisi	62
4.1.2.	Temettü İlgili Teorisi.....	63
4.2.	Literatür İncelemesi	64
4.2.1.	Temettü Sinyali Teorisini Destekleyen Bazı Ampirik Çalışmalar	64
4.2.2.	Temettü Sinyali Teorisini Desteklemeyen Bazı Ampirik Çalışmalar	66
4.3.	Veri Örneği ve Veri Analizi Yöntemi.....	67
4.3.1.	Veri Örneği.....	67
4.3.2.	Veri Analizi Yöntemi	67
4.3.2.1.	Analitik Modeller	68
4.3.3.	Regresyon Analizi	71
4.3.3.1.	Regresyon Değişkenleri	71
4.4.	Ampirik Analiz Sonuçları	72
4.4.1.	Günlük Normal ÜstüGetirileri ve Kümülatif Normal ÜstüGetiriler	73

4.4.2.	Temettü Değişiminin Hisse Senedi Fiyatı Üzerindeki Etkisi, New York Borsası ve Nasdaq Borsası Arasındaki Karşılaştırma	77
4.4.2.1.	Temettü Artış Vakası	78
4.4.2.2.	Temettü Nötr Vakası	78
4.4.2.3.	Temettü Azaltma Vakası	79
4.4.3.	Temettü Duyurusunun Hisse Fiyatı Üzerindeki Etkisi: New York ve İstanbul Borsaları Arasında Bir Karşılaştırma Analizi	84
4.4.4.	Örnek Şirketin Kazanç Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi (Özkaynak Karlılığı ve Hisse Senedi Getirisi)	87
4.4.4.1.	Tanı Testleri	87
4.4.4.2.	Birim Kök Testi	87
4.4.5.	Regresyon Analizi Sonuçları	88
4.5.	Sonuç	91

BEŞİNCİ BÖLÜM

ÇEYREK KAZANÇ DUYURUSUNUN KURUMSAL FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

5.1.	Giriş	93
5.1.1.	Araştırmanın Amacı	94
5.1.2.	Araştırma Soruları	94
5.1.3.	Araştırma Hipotezleri	94
5.2.	Literatür Taraması	94
5.3.	Araştırma Metodolojisi	101
5.3.1.	Veri Örneği	101
5.3.2.	Veri Analizi Yöntemi	101
5.3.3.	Analitik Modeller	102
5.3.4.	Regresyon Analizi	104
5.4.	Ampirik Analiz Sonuçları	104
5.4.1.	Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler	105
5.4.2.	Kazanç Duyurusunun Hisse Fiyatına Etkisi: New York Borsasında İşlem Gören Şirketler ile İstanbul Borsasında İşlem Gören Şirketler Arasında Bir Karşılaştırma Analizi	109
5.4.3.	Kazanç ve Hisse Fiyatı Arasındaki İlişki	111
5.4.3.1.	Tanı Testleri	111
5.4.3.2.	Regresyon Analizi Sonuçları	111

5.5. Sonuç.....	112
SONUÇ	114
KAYNAKÇA.....	117
ÖZGEÇMİŞ.....	124



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1 Dünya Çapındaki Birleşme ve Satın Almaların Sayısı ve Değeri.....	10
Şekil 2.2 Birleşme ve Devralmalar, Anlaşma Sayısı.....	11
Şekil 2.3 Birleşme ve Satın Almaların Anlaşma Değerleri	11
Şekil 2.4 (a) Aylık Verilere Dayalı Olarak Alıcı Şirketlerden Normal Üstü Getiri	27
Şekil 2.4 (b) Aylık Verilere Dayalı Olarak Alıcı Şirketlerden Kümülatif Normal Üstü Getiri	27
Şekil 2.5 (a) Aylık Verilere Dayalı Olarak Alıcı Şirketlerin Normal Üstü Getirileri	29
Şekil 2.5 (b) Aylık Verilere Dayalı Olarak Alıcı Şirketlerin Kümülatif Normal Üstü Getirileri	29
Şekil 2.6 (a) Aylık Verilere Dayalı Olarak Alıcı Şirketlerin Normal Üstü Getirileri	31
Şekil 2.6 (b) Aylık Verilere Dayalı Olarak Alıcı Şirketlerin Kümülatif Normal Üstü Getirileri	31
Şekil 2.7 (a) Günlük Verilere Göre Hedef Şirketlerin Normal Üstü Getirileri	33
Şekil 2.7 (b) Günlük Verilere Göre Hedef Şirketlerin Kümülatif Normal Üstü Getirileri	33
Şekil 3.1 İlk Halka Arzlar (İPO) için Kümülatif Normal Üstü Getiriler	54
Şekil 3.2 Dönemsel Halka Arzları (SEO) İçin Kümülatif Normal Üstü Getiriler	57
Şekil 4.1 Temettü Artışına Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiri (CAR).....	75
Şekil 4.2 Temettü Nötr Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getirileri (CAR).....	76
Şekil 4.3 Temettü Azalışına Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiri (CAR)	76
Şekil 4.4 Üç Kümülatif Normal Üstü Getiri Kısaltmaları Göstermektedir	77
Şekil 4.5 (a) New York Borsası'nda Kote olan Şirketlerden Alınan Temettü Artış Örneğine Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler	82
Şekil 4.5 (b) NASDAQ Borsası'nda Kote olan Şirketlerden Alınan Temettü Artış Örneğine Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler	82
Şekil 4.6 (a) New York Borsası'nda Kote olan Şirketlerden Alınan Temettü Nötr Örneğine Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler	82
Şekil 4.6 (b) NASDAQ Borsası'nda Kote olan Şirketlerden Alınan Temettü Nötr Örneğine Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler	82
Şekil 4.7 (a) New York Borsası'nda Kote olan Şirketlerden Alınan Temettü Azaltma Örneğine Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiri	83
Şekil 4.7 (b) New York Borsası'nda Kote olan Şirketlerden Alınan Temettü Azaltma Örneğine Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiri	83
Şekil 4.8 Üç Kümülatif Normal Üstü Getiri Kısaltmaları Göstermektedir	83

Şekil 4.9 Üç Kümülatif Normal Üstü Getiri Kısaltmaları Göstermektedir	84
Şekil 4.10 Temettü Ödemesi Duyurusu için Normal Üstü Getiri.....	86
Şekil 4.11 Temettü Ödeme İlanına İlişkin Kümülatif Normal Üstü Getiriler	86
Şekil 5.1 İyi Haberlere (Pozitif Kazanç Duyurusu) Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler	107
Şekil 5.2 Haber Yok (Nötr Kazanç Duyurusu) Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler	108
Şekil 5.3 Kötü Haberlere (Negatif Kazançlar Duyurusu) Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler.....	108
Şekil 5.4 İyi Haberler (Pozitif Kazançlar), Haber Yok (Nötr Kazançlar) ve Kötü Haberler (Negatif Kazançlar) Kümülatif Normal Üstü Getiriler.....	109
Şekil 5.5 Kazanç Duyurusunun Kümülatif Normal Üstü Getirileri	111



TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 2.1 Regresyon ve Regresyon Analizinde Kullanılan Değişkenler	25
Tablo 2.2 Alıcı Şirketler İçin Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler	26
Tablo 2.3 Hedef Şirketler İçin Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler.....	28
Tablo 2.4 Alıcı Şirketler İçin Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler	30
Tablo 2.5 Hedef Şirketler İçin Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler.....	32
Tablo 2.6 Birim Kök Testi.....	33
Tablo 2.7 Regresyon Analiz Sonuçları.....	34
Tablo 3.1 İlk Halka Arz Süreci.....	40
Tablo 3.2 Halka Arz (IPO) - Olay Çalışması Zaman Çizelgesi Diyagramı	48
Tablo 3.3 İkincil Halka Arz (SEO) - Olay Çalışması Zaman Çizelgesi Diyagramı.....	48
Tablo 3.4 Regresyon ve Regresyon Analizinde Kullanılan Değişkenler	51
Tablo 3.5 İlk Halka Arz'ın Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getirileri.....	53
Tablo 3.6 Dönemsel Halka Arzların Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getirileri	56
Tablo 3.7 Birim Kök Testi.....	58
Tablo 3.8 Regresyon Analiz Sonuçları.....	58
Tablo 3.9 Regresyon Analiz Sonuçları.....	59
Tablo 4.1 Temettü Duyurusunun Olay Çalışma Zaman Çizelgesi Diyagramı.....	68
Tablo 4.2 Regresyon ve Regresyon Analizinde Kullanılan Değişkenler	72
Tablo 4.3 Temettü Duyuru Tarihleri Etrafındaki Günlerin Performans Ölçümleri	74
Tablo 4.4 New York Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Şirketler için Temettü Duyuru Tarihlerini Çevreleyen Günlere İlişkin Performans Ölçümleri.....	80
Tablo 4.5 NASDAQ Borsasında İşlem Gören Şirketler için Temettü Duyuru Tarihlerini Çevreleyen Günlere İlişkin Performans Ölçümleri	81
Table 4.6 Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler.....	85
Tablo 4.7 Birim Kök Testi.....	87
Tablo 4.8 Regresyon Analiz Sonuçları.....	88
Tablo 4.9 Regresyon Analiz Sonuçları.....	90
Tablo 5.1 Kazanç Duyurusunun Olay İncelemesi Zaman Çizelgesi Diyagramı.....	101
Tablo 5.2 Araştırmaya Katılan Şirketler Örnek Veri Özet Tablosu	104
Tablo 5.3 Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler	106
Tablo 5.4 Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler	110
Tablo 5.5 Regresyon Sonuçları	112

KISALTMALAR LİSTESİ

AAR	Ortalama Normal Üstü Getiri (Average Abnormal Return)
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AR	Normal Üstü Getiriler (Abnormal Returns)
ATR	Asit Test Oranı (Acid Test Ratio)
BIST	Borsa İstanbul
BSE	Bombay Borsası (Bombay Stock Exchange)
BVPS	Hisse senedi başına defter değeri (Book Value Per Share)
CAAR	Kümülatif Ortalama Normal Üstü Getiri (Cumulative Average Abnormal Return)
CAR	Kümülatif Normal Üstü Getiriler (Cumulative Abnormal Returns)
CARL	Cari Oran (Current Assets Ratio:Liquidity)
DAR	Borç-Varlık Oranı (Debt-Asset Ratio)
DER	Borç-Özsermaye Oranı (Debt-Equity Ratio)
DPS	Hisse Başına Temettü (Dividends Per Share)
EMH	Etkin Piyasalar Hipotezi (Efficient Markets Hypothesis)
EPS	Hisse Başına Kazanç (Earnings Per Share)
IPO	İlk Halka Arz (Initial Public Offerings)
IXIC	Nasdaq Kompozit Endeksi
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
LnASSET	Şirket Büyüklüğü ölçütü: toplam varlıklarının logaritmik dönüşümü
M&A	Birleşme ve Devralma (Merger & Acquisition)
MKV	Hisse Başına Piyasa Değeri (Market Value)
NSE	Nairobi Borsası (Nairobi Stock Exchange)
NYSE	New York Borsası (New York Stock Exchange)
OLS	Sıradan En Küçük Kareler
ROA	Aktif Karlılık Oranı (Return On Assets)
ROE	Özsermaye Karlılık Oranı (Return On Equity)
SEC	Menkul Kıymetler Komisyonu (Securities & Exchange Commission)
SEO	Dönemsel Halka Arz (Seasonal Equity Offerings)
SHRET	Hisse Senedi Getirileri (Share Returns)
VIF	Varyans Enflasyon Faktörü (Variance Inflation Factor)

ÖZET

Bu çalışmada birleşme, devralma, ilk ve ikincil halka arz, temettü ve çeyrek kazanç duyurularının halka açık şirketlerin finansal performansını etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Bu amaçla, çalışmada, 2013-2019 yılları için toplanan verilerle olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Normal üstü ve kümülatif normal üstü getirileri hesaplamak için piyasa modeli kullanılmıştır.

Tezin farklı bölümleri için örnekleme yer alan şirket sayısı ve verilerin kapsadığı dönem aşağıda sunulmuştur.

<u>Duyurular</u>	<u>Örneklemedeki Şirket Sayısı</u>			<u>Veri Dönemi</u>
	<u>Yurtdışı Piyasalar</u>	<u>BIST</u>	<u>Toplam</u>	
Birleşme ve Satın Alma	100	100	200	2015-2019
Sermaye İhracı	51	62	113	2018-2019
Temettü	321	146	467	2013-2019
Çeyrek Kazanç	<u>335</u>	<u>147</u>	<u>482</u>	2016-2019
Toplam	807	455	1,262	

Çalışmanın bulgularının yatırımcılar, yöneticiler, piyasa katılımcıları ve düzenleyicileri açısından iş insanlarına, analistlere, devlet düzenleyicilerine ve politika yapıcılara borsa için uygun politikalar oluşturma, verimli birleşme ve devralma anlaşmaları yapma, uygun hisse ihraç zamanını anlama, doğru temettü dağıtım politikaları yapma ve kazanç açıklamasının zamanlaması konusunda destek sağlayıp, yol göstermesi amaçlanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Birleşme ve Devralma, Sermaye İhracı, Temettü Değişikliği, Çeyrek Kazanç Duyuruları, Olay İnceleme Metodolojisi, Regresyon Yöntemleri, Kurumsal Finansal Performanslar.

SUMMARY

THE IMPACT OF CORPORATE EVENTS ON THE FINANCIAL PERFORMANCE: A SERIES EMPIRICAL STUDY TESTS ON DIFFERENT CORPORATE EVENTS

The aim of this study is to analyse the impact of various corporate events on corporate financial performance. The study specifically looks at announcements of merger, acquisitions (M&A), initial public offerings (IPO), seasoned equity offerings (SEO), dividends, quarterly earnings and their impact on market-based financial performance. For this purpose, data was collected for the 2013-2019 period and an event study methodology was used to inquire the impact of these announcements. The market model was used to measure the abnormal and cumulative abnormal returns.

The time period covered and the number of companies included in the dataset for each of the sections is outlined below.

	<u>Number of Companies in the Sample</u>				
<u>Announcements</u>	<u>Overseas Markets</u>	<u>BIST</u>	<u>Total</u>	<u>Data Period</u>	
M&A	100	100	200	2015-2019	
IPO & SEO	51	62	113	2018-2019	
Dividends	321	146	467	2013-2019	
Quarterly Earnings	<u>335</u>	<u>147</u>	<u>482</u>	2016-2019	
Total	807	455	1,262		

The findings of this study are relevant for current and potential investors, corporate executives, market participants, and regulators in aiding the decision making and timing involved in such decisions as implementing suitable policies and corporate strategies.

Keywords: Corporate events: Merger and Acquisition (M&A); Initial Public Offerings (IPO) and Seasoned Equity Offerings (SEO), Dividend Change Announcement Events; Event Study Methodology; OLS Regression Methods, and Corporate Financial Performance.

ÖNSÖZ

Kurumsal olay çalışmalarına olan tutkum, kurumsal olayların finansal performans üzerindeki etkisini tez başlığı olarak seçmeme neden olmuştur. Bu başlık altında birleşme, devralma, ilk ve ikincil halka arzları, temettü artışı, temettü azalma, temettü nötr, kazanç artışı, kazanç düşüşü ve kazanç nötr olay duyurularının kurumsal karlılık üzerindeki etkisi gibi birçok kurumsal olayı ele alınmıştır. Tezin amaçları gerçekleştirmek için, bu çalışma 2013-2019 yılları arasında yukarıda belirtilen olay duyurularını yapan 1.262 şirketten veri toplanmıştır. Olay duyurularının kurumsal karlılık üzerindeki etkilerini test etmek için, olay duyurularının oluşturduğu normal üstü ve kümülatif normal üstü getirileri analiz etmek için Fama (1969) tarafından önerilen olay çalışma metodolojisi kullanılmıştır. Çalışmada ayrıca kurumsal karlılığı etkileyen faktörleri belirlenmesi için regresyon analizleri yapılmıştır.

Araştırma bulguları, yukarıda bahsedilen olay duyurularının ortalama olarak kurumsal karlılık üzerinde önemli etkileri olduğunu göstermiştir. Çalışmanın bulgularının yatırımcılar, yöneticiler, piyasa katılımcıları ve düzenleyicileri açısından iş insanlarına, analistlere, devlet düzenleyicilerine ve politika yapıcılara borsa için uygun politikalar oluşturma, verimli birleşme ve devralma anlaşmaları yapma, uygun hisse ihraç zamanını anlama, doğru temettü dağıtım politikaları yapma ve kazanç açıklamasının zamanlaması konusunda destek sağlayıp, yol göstermesi amaçlanmaktadır. Bu konuya çok ilgi duymama rağmen ailemin, tez danışmanımın ve diğer tez komitesi üyelerimin desteği olmadan şu anki başarı düzeyime ulaşamazdım. Hepsine iyi tavsiyeleri, rehberlikleri ve sonsuz destekleri için teşekkürlerimi sunuyorum.

GİRİŞ

Bu çalışmada birleşme, devralma, ilk ve ikincil halka arz, temettü ve çeyrek kazanç duyurularının halka açık şirketlerin finansal performansını etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Birleşme veya devralma, yeni bir şirket oluşturmak için iki veya daha fazla şirketin birleşimi olarak tanımlanabilir. Birleşme ve devralma arasındaki temel fark şudur: Birleşme, yeni bir isimle yepyeni bir varlık oluşturmak için iki veya daha fazla şirketin birleştirilmesini ifade eder. Birleşme, iki veya daha fazla şirketin yeni bir güç oluşturması için kaynaklarını birleştirmesiyle gerçekleşmektedir. Birleşme, ticaret engellerinde ve rekabette bir azalmaya yol açmaktadır. Bir şirket hissedar değeri yaratma amacıyla veya pazar payını arttırmak için birleşme yoluna gidebilir.

Devralma veya devralma ise, bir şirketin başka bir şirket tarafından devralınması anlamına gelmektedir. Birleşme ve satın alma işlemleri verilerine dayanan KPMG (2020) raporuna göre, dünyadaki birleşme ve devralma işlemlerinin bir önceki yıla yakın performans gösterdiği ortaya çıkmıştır. Türkiye'de ise bu dönemde hem birleşme ve devralma hacmi hem de işlem sayısı artmıştır. Değeri açıklanan toplam işlem hacmi 6,9 milyar dolara ulaşmıştır. Bu raporda, değeri henüz açıklanmayan işlemlerle toplam işlem hacminin de 9 milyar dolar olduğu tahmin edilmiştir. Rapor ayrıca, işlem hacmi artışı ve kademeli ekonomik toparlanma ile 2021 için iyimser bir görünüm sunmuştur.

Genel olarak birleşme ve devralmalar, doğru koşullarda gerçekleştirildiği takdirde paydaşların serveti üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Ancak bazı durumlarda yöneticiler rasyonel olmayan nedenlerle birleşme ve devralma kararları alabilmektedirler. Bu sebepler, yöneticilerin, büyüme oranını bir prestij simgesi olarak görmesi ya da yaratılan serbest nakit üzerindeki kontrollerini yitirmemek için kâr payı dağıtmak istememeleri gibi çeşitlendirilebilir. Paydaşlar ile yöneticiler arasındaki bu çıkar çatışması, temsil maliyetlerini beraberinde getirmekte; söz konusu maliyetler, şirketin değer yaratma amacı ile ters düşmektedir (Ozan, 2018: 234).

Öte yandan, EY'nin Küresel Halka Arz Trendleri 2021 Raporunun ilk çeyrek sonuçlarına göre, likidite bolluğu ve bireysel yatırım platformlarının yaygınlaşması nedeniyle dünya genelinde halka arzlar yoluyla elde edilen halka arzların işlem sayısı ve geliri son 20 yılın en yüksek performansına ulaşmıştır. Bu dönemde 430 halka arz gerçekleştirilmiş ve 105,6 milyar dolar gelir elde edilmiştir (EY, 2021). Şirketler, paralarını yatırmak isteyen yatırımcılardan para toplamak için hisse ihraç etmektedir. Bu para daha sonra şirketler tarafından işletmelerinin gelişmesi ve büyümesi için kullanılmaktadırlar.

Bu para daha sonra şirketler tarafından işletmelerinin gelişmesi ve büyümesi için kullanılmaktadırlar. Bu yüzden gerekli finansmanı elde etmek için yaygın seçenekler şunlardır:

- Hisse senedi ihracı
- Tahvil ihracı ve
- Dağıtılmamış karlar

Bu nedenle finansal hiyerarşi teorisine göre, yöneticiler öncelikle içsel fonları (örneğin dağıtılmamış karlar), sonra piyasadan borç kullanımı ve en son olarak hisse senedi ihracına başvurmayı tercih etmektedirler. Bilgi asimetrisi hipotezine istinaden ise, iki taraftan biri ürün hakkında diğer taraftan daha fazla bilgiye sahip olduğunda bilgi asimetrisinin mevcut olduğunu söylemek mümkündür.

Ekonomik bir işlemde taraflardan biri işlem hakkında diğer tarafa göre daha fazla bilgiye sahip olduğunda asimetrik bilgi vardır. Finansal hiyerarşi teorisi düşük maliyetli finansmandan yüksek finansman maliyetine kadar giden bir finansman tablosudur. Örneğin, dağıtılmamış karlar bir iç finansmandır ve şirket maliyetsiz kullanabilir. Diğer iki finansman kaynağı tahvil bonosu ve hisse senedi ihraçları dıştan gelen bir finansman olduğu için elbette bir maliyeti (tahvil bono için faiz, hisse senedi için de kar payı veya temettü) vardır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL VE KURUMSAL KARLILIĞI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

1.1. Çalışmanın Arkaplanı

Kurumsal şirket, sahiplerinden bağımsız bir varlıktır. Şirketler, yasanın kendisine verdiği hak ve sorumluluklara sahiptir. Bireyler hak ve sorumluluklara sahip olduğu gibi, kurumsal şirketler de yasalar çerçevesinde tüzel kişi olarak adlandırılır. Bu hak ve sorumluluklara dayanarak, şirket yasal olarak sözleşme yapabilir ve sözleşmelerin şartlarına uyulmaması durumunda dava edilebilir. Buradaki kurumsal olaylar, şirketin kârlılığını etkileyebilecek faktörler anlamına gelmektedir.

Bu faktörler şu şekilde ayrılabilir: şirket ile ilgili spesifik faktörler, endüstri performans faktörleri, yatırımcı güveniyle ilgili faktörler ve makroekonomik faktörlerdir.

1.1.1. Spesifik Faktörler

Şirketin kârlılığını etkileyen faktörler şunları içermektedir: kâr veya gelecekte tahmin edilen kazançlar ile ilgili haberler, temettü ilanı ile ilgili haberler, yeni bir ürünün duyurulması veya ürün geri çağırma olayları, büyük bir sözleşmenin başarısı, çalışanların işten çıkarılması, devralma ve birleşmelerle ilgili haberler, şirket genel müdürü veya yönetiminin değiştirilmesi ile ilgili haberler, muhasebe ile ilgili hatalar, dolandırıcılık ve skandallar.

1.1.2. Endüstri Performansı

Endüstri, benzer faaliyetlerde bulunan bir grup şirketten oluşan ekonominin bir sektörüdür. Diğer şirketlerden kolayca izole edilebilir. Genel olarak bir şirketin performansı, hizmet verdiği endüstrinin genel performansı ile ilişkilidir. Piyasa koşulları belirli bir sektördeki tüm şirketleri yaklaşık olarak aynı şekilde etkilemektedir. Ancak, bir şirketin hisse senedi fiyatının, rakibine kötü bir haber veya olay nedeniyle avantaj sağlayacağı bazı durumlar vardır.

1.1.3. Yatırımcı Güveni

Yatırımcı güveni, bir şirketin hisse senedi fiyatının yukarı ve aşağı hareket etmesine neden olan önemli bir faktördür. Borsalarda iyi bilinen iki terim boğa ve ayı piyasasıdır. Boğa piyasası, borsa güçlü, agresif ve hisse senedi fiyatlarının yükseldiği ve yatırımcıların hisse senedi satın aldığı bir dönem için kullanılan bir terimdir. Boğa piyasasında borsa, yatırımcıların iyimserliği, güveni ve ekonomik patlamanın genel beklentileri nedeniyle

yükselir. Ayı piyasası, borsa boğa piyasası durumunun tersi olduğunda kullanılan bir terimdir. Ayı piyasası olduğu zaman piyasa zayıftır ve yatırımcılar gelecek konusunda kötümserdir.

1.1.4. Ekonomik Faktörler

i) Faiz Oranı

Faiz oranı, para politikasındaki ekonomik faktörlerden ve en önemli araçlardan biridir. Politikacılar, bazen ekonomiyi etkilemek ve sorunsuz çalışan sağlıklı bir ekonomi elde etmek için faiz oranını kullanırlar. Para politikasının hedefi, yüksek bir ekonomik büyümeyi sürdürmek, fiyatları ve ücretleri dengelemektir. Her bir ülkenin merkez bankası, ekonomideki herhangi bir düzensizliği düzeltmek için faiz oranı gibi para politika araçlarını kullanarak ekonomiye müdahale etme sorumluluğunasahiptir.

Sadece faiz oranını artırarak veya azaltarak merkez bankası bazı sorunları çözebilmek ve ekonomiyi stabilize edebilmektedir. Bu politikalar bireysel şirketleri de etkiler. Faiz oranı ne kadar yüksek olursa, borcun maliyeti de o kadar yüksek olmakta ve bu da şirket karlarını ve hissedarların temettü getirilerini azaltmaktadır (Holtrop, 1963: 7). Öte yandan, faiz oranı düşük olduğunda, şirketler ucuza borç para alabilmekte ve düşük faiz oranı borçların maliyetini de etkilemekte, bu da şirketin kârını ve hissedarlarına ödediği temettüleri artırmaktadır.

ii) Ekonomik Görünüm

Yatırımcılar gelecekte ekonomik karlılık ve ekonomik genişleme beklediklerinde, hisse senedi fiyatının artacağını düşünerek daha fazla hisse senedi almaya başlarlar. Ancak, eğer yatırımcılar gelecekte belirsiz bir beklentiyle doluysa hisse senedi fiyatlarını düşürürler ve elindeki hisse senetlerini satmaya başlarlar.

iii) Enflasyon

Enflasyon, tüketilen malların fiyatı daha yüksek olduğunda ortaya çıkmaktadır. Enflasyon, bir ekonomideki bir grup ürün ve hizmetin ortalama fiyat seviyesinin bir zaman dilimi içinde artmasıdır ve o ülkedeki tüketicilerin satın alma gücünü etkiler. Enflasyon dönemlerinde, tüketiciler enflasyondan önce satın aldıklarından daha az mal ve hizmet satın alabilirler. Enflasyon daha yüksek fiyatlar yaratır ve ciddi olduğunda ekonomik durumlara neden olabilir. Bu sorunu çözmek için merkez bankası piyasadan nakit çekmek ve piyasadaki nakit dolaşımını azaltmak için faiz oranını artırmaktadır.

iv) Deflasyon

Deflasyon, tüketici fiyat seviyesi düştüğünde ve ekonomik faaliyetlerin zayıflamasına neden olduğunda ortaya çıkar. Enflasyonda olduğu gibi merkez bankası ekonomiyi yeniden

aktif hale getirmek için faiz oranını düşürür. 1929-1939 yılları arasında, dünyanın tanık olduğu en kötü deflasyon olan “Büyük Buhran” Yaşanmıştır.

v) Politik Değişiklikler

Politik istikrar ekonomi için önemli bir faktördür çünkü bu yatırımcılara uzun vadede paralarını borsalara yatırım yapma konusunda güven verir. Öte yandan siyasi istikrarsızlık olduğunda yatırımcı güveni kötüleşir, belirsizlik artar ve piyasaya kötü etki etmektedir. Politik değişiklikler ve siyasi kararlar piyasaya doğrudan veya dolaylı olarak etki edebilir. Herhangi bir yeni hükümet iktidara geldiğinde farklı ekonomi politikaları uygulamaktadır. Bu yeni politikalar bazen ekonomi için iyi olabilirken, bazen de iyi olmayabilir. Yetkililer, ülke ekonomisini etkilemek için faiz oranı gibi parasal bir araç kullanırlar.

Enflasyonu düşürmek için hükümet piyasada dolaşan para birimini en aza indirmek için faiz oranını yükseltmektedir. Öte yandan, deflasyon dönemlerinde hükümet faiz oranını düşürür ve insanlar bankalardan daha düşük bir maliyetle borç alabilir, bu da piyasadaki para dolaşımını artırmaktadır. Ekonomi yeniden genişlemeye ve yeniden enerji vermeye başlar. Bu şekilde yetkililer ülke ekonomisini etkileyebilir ve ekonomik sorunları çözülebilmektedir.

Öte yandan, bazı araştırmacılar ayrıca kurumsal karlılığı (hisse senedi fiyatı) etkileyen olayları iç ve dış faktörler olarak iki gruba ayırmıştır. Yukarıda belirtilen bu faktörlerin kurumsal karlılık üzerinde büyük etkisi olduğu görülmüştür. Literatürden, hisse senedi fiyatının iç ve dış olaylarla ilgili haberlerle birlikte hareket etme eğiliminde olduğunu da doğrulamıştır (Al Qaisi, Tahtamouni ve AL-Qudah, 2016: 82).

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen olaylar ikiye ayrılır: iç faktörler, sermaye yapısı, beklenen kurumsal refah ve kurumsal değeri içermektedir. Bunlara iç faktörler denmesinin nedeni şirketin kontrolünde olmalarıdır. Dış faktörler arasında faiz oranı, gayri safi yurtiçi hasıla (GDP) büyüme oranı, enflasyon, deflasyon oranı, döviz kuru, petrol fiyatları yer almakta olup, bunlar şirketin kontrolü dışındadır (Subingve Kusumah, 2017: 178-180). Olay inceleme metodolojisi, bir olay duyurusunun etkisini araştırmak için kullanılan deneysel bir test analizidir. Olay duyurusu iyi bir haber ise etki olumludur. Olay duyurusu kötü haber ise etki olumsuzdur. Muhasebe ve finans alanlarındaki araştırmacıların dikkatini çeken önemli olaylardan bazıları şunlardır:

- Birleşme ve devralma duyuruları,
- Sermaye ihraç duyuruları,
- Temettü duyuruları,
- Kazanç duyuruları ve
- Hisse senedi bölünmeleri duyuruları

1.2. Çalışmanın Genel Amacı

Çalışmanın genel amacı, kurumsal olaylarla ilgili duyuruların kurumsal finansal performansı nasıl etkilediğini araştırmaktır.

Çalışmanın genel amacında ifade edilen kurumsal olaylar, birleşme ve devralma, ilk ve ikincil halka arz, temettü değişikliği ve çeyrek dönem kazancı ile ilgili duyurulardır. Bu dört farklı kurumsal olayın finansal performans üzerindeki etkilerini araştırmak amacıyla tez dört bölüme ayrılmıştır. Her bir bölümde farklı kurumsal olayın kurumsal performans üzerindeki etkisi, test ve analiz yöntemleriyle incelenmiş ve her bölümün sonunda elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

1.3. Araştırma Yöntemi ve Veriler

Araştırma, 2013-2019 yılları arasında 1,262 şirketin ikincil verilerine dayanmaktadır. Olay duyuru tarihleri ve şirket adları ile ilgili bilgiler ve veriler aşağıdaki veritabanlarından toplanmıştır: IPOscoop.com, Financial Times, The Globe and Mail, The American Lawyer, Forbes, Reuters News, The Wall Street Journal, South China Morning Post, Business Week, Fortune, Kamuyu Aydınlatma Platformu, Sermaye Piyasa Kurulu, The New York Times, Nasdaq Composite Index, Zephyr Week in Review, Trading Economics, Sacks Investment Research ve Thomson One Reuters. Hisse senedi fiyatlarına ait bilgiler ise yahoo finans ve investing.com web sitelerinden elde edilmiştir.

1.4. Olay Çalışması

Bu çalışma, yukarıda belirtilen konuları analiz etmek, tez hipotezlerini test etmek ve araştırma sorularını cevaplamak için olay çalışma metodolojisi uygulanacaktır. Normalüstü getiriler (AR) ve Kümülatif normalüstü getiriler (CAR) piyasa modeli kullanılarak hesaplanacaktır. Bir şirketin hisse senedi fiyat davranışını incelemek için birçok araştırmacı tarafından olay çalışma metodolojisi kullanılmıştır. Bu nedenle, olay çalışması yöntemiyle araştırmacılar finans alanında geniş bir literatüre katkıda bulunmuşlardır. Olay çalışması piyasa verimliliğini test etmek için de kullanılmaktadır (Khotari ve Warner, 2006: 6).

1.5. Regresyon Analizi

Uygulanan regresyon analizinde, aktif getiri oranı (ROA) bağımlı değişkendir. Cari oran (CARL), asit test oranı (ATR), borç/varlık oranı (DAR), borç/özsermaye oranı (DER), şirket büyüklüğü (LnASSET), hisse başına öz sermaye defter değeri (BVPS), hisse başına kazanç (EPS), hisse başına temettü (DPS) ve hisse başına piyasa değeri (MKV) bağımsız değişkenlerdir. Regresyon analizi yapılmadan önce, çalışma tanısal test analizi yapacaktır.

Regresyon analizi, 2000-2019 yılları arasında araştırmaya katılan şirketlerin finansal raporların da toplanan çeyrek verilere dayanmaktadır.

1.6. Araştırmanın Katkıları

Bu tez özellikle; birleşme ve devralma, ilk ve ikincil halka arzlar, temettü değişikliği ve çeyrek kazanç duyurularının şirket hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini inceleyerek literatüre katkıda bulunmaktadır. Bu alandaki araştırmacılar, öğrenciler ve profesyoneller bu çalışmanın literatürüne güvenebilir, çünkü bu çalışma olay çalışma metodolojisine uygulanan farklı konuları kapsadığı için literatüre kapsamlı ve geniş bir bakış açısı sunulabilmektedir. Çalışmanın bulgularından yatırımcılar, yöneticiler, iş insanları, analistler ve politikacılar faydalanabilir. Araştırma bulgularını kullanarak piyasa için uygun politikalar formüle edilebilecek, verimli birleşme ve satın alma anlaşmaları yapılabilecek, uygun hisse senedi ihraç zamanını anlayabilecek, teknik analize dayalı optimum portföy yatırımları yapabilecek, temettü dağıtımı ve şirket kazancı ile ilgili iyi bir strateji oluşturabilmektedir. Bu çalışma halihazırda var olan literatüre katkı sağlamayı amaçlamaktadır.

1.7. Araştırmanın Yapısı

Tezin geri kalanı aşağıdaki gibi yapılandırılmıştır:

İkinci Bölüm: Birleşme ve devralma ilanı ve bunun kurumsal finansal performans üzerindeki etkilerinin araştırılmasını içermektedir. Bu bölümde, birleşme ve devralmalara dayalı teoriler, birleşme ve devralma artışının ardındaki motifler ele alınacak ve açıklanacaktır. Bu çalışma, birleşme ve devralmaları teşvik eden bazı teorileri ve nedenleri ele alacaktır. Temel teorilerden bazıları, verimlilik teorisi, vekalet teorisi, serbest nakit akışı hipotezi, piyasa gücü hipotezi, çeşitlendirme hipotezi ve bilgi asimetrisi hipotezidir. Veri örneği, analiz yöntemi ve bulgular da bu bölümde sunulacaktır.

Üçüncü Bölüm: Hisse senedi ihraç duyurusu ve bunun kurumsal finansal performansa etkisinin araştırılmasını içermektedir. Bu bölüm, ilk ve ikincil halka arzları, halka arz sağlama süreçlerini ve halka arzın düşük fiyatlanmasının arkasındaki faktörleri ele alacaktır. Bu bölümün literatür kısmında, çalışma şu teorileri "Rassal yürüyüş hipotezi, etkin piyasalar hipotezi, sinyal teorisi, fırsat hipotezi penceresi" sunulacaktır. Aynı zamanda çalışma verileri örneği, analiz yöntemi ve çalışmanın bulguları da bu bölümde ele alınacaktır.

Dördüncü Bölüm: Temettü değişikliği duyurusu ve bunun kurumsal finansal performans üzerindeki etkisinin araştırılmasını içermektedir. Temettüye dair ilgisizlik teorisi, bilgi içeriği, asimetrik bilgi ve temettü sinyal hipotezi ile ilgili ampirik çalışma sonuçları bu

bölümde açıklanacaktır. Aynı zamanda, veri örneği, analiz yöntemi ve çalışma sonuçları da burada sunulacaktır.

Beşinci Bölüm:Çeyrek kazanç duyurusu ve kurumsal finansal performans üzerindeki etkisinin araştırılmasını içermektedir. Bu bölüm, farklı kazanç duyurularının hisse senedi getirilerini nasıl etkilediğini sunacaktır. Bilgi içeriği ve piyasa verimliliği hipotezleri bu bölüm içerisinde ele alınacaktır. Son olarak, ampirik test sonuçları da burada sunulacaktır.

Tez Genel Sonuçları: Her bölümün bulguları ilgili bölümünde sunulacak olsa da, bu çalışma aynı zamanda tezin genel sonucunu da sunacaktır.



İKİNCİ BÖLÜM

BİRLEŞME VE DEVRALMA DUYURULARININ KURUMSAL FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

2.1. Birleşme ve Devralma Tanıtımı

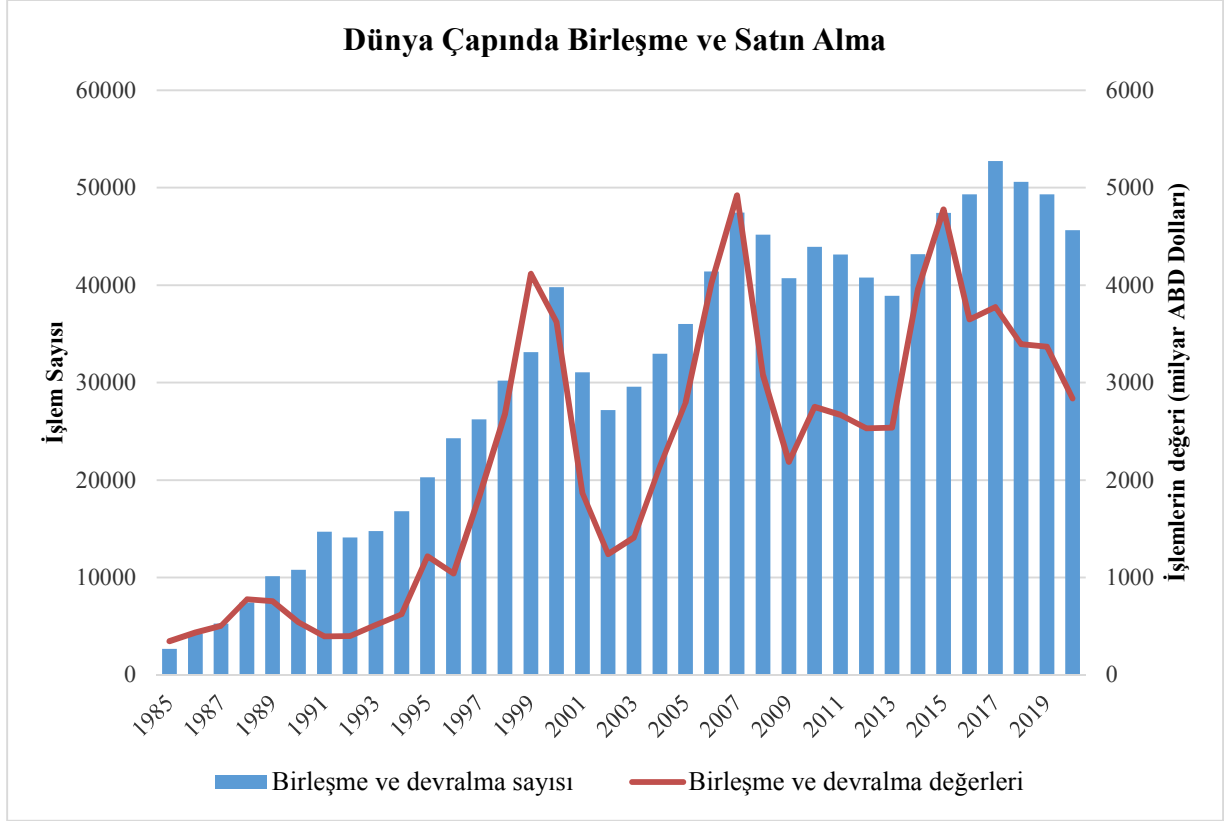
Birleşme veya devralma, yeni bir şirket oluşturmak için iki veya daha fazla şirketin birleşimi olarak tanımlanabilir. Birleşme ve devralma arasındaki temel fark şudur: Birleşme, yeni bir isimle yepyeni bir varlık oluşturmak için iki veya daha fazla şirketin birleştirilmesini ifade eder. Birleşme, iki veya daha fazla şirketin yeni bir güç oluşturması için kaynaklarını birleştirmesiyle gerçekleşmektedir. Birleşme, ticaret engellerinde ve rekabette bir azalmaya yol açmaktadır. Bir şirket hissedar değeri yaratma amacıyla veya pazar payını arttırmak için birleşme yoluna gidebilir. Devralma veya satın alma ise, bir şirketin başka bir şirket tarafından devralınması anlamına gelmektedir.

Devralmanın gerçekleşmesi için; güçlü ve finansal açıdan sağlam şirket, başka bir şirketin %50'sinden fazlasını satın almaktadır. Devralma, dostça veya düşmanca olabilir: Dostça satın almada, hedef firma satın almayı mevcut sorunlarının giderilmesi için bir strateji olarak görmektedir. Başarılı küçük firmalar, normal olarak genişleme hedefleri için ihtiyaç duydukları sermaye kaynaklarını elde etmek için daha büyük bir firmanın dostça satın almasını istemektedir. Düşmanca bir devralma, bir şirketin (hedef şirket olarak adlandırılan) bir başkası (alıcı şirket olarak adlandırılan) tarafından devralınmasının onaylanması için yönetim yerine ya da yönetimin karşı olmasına rağmen doğrudan şirket hissedarlarına giderek gerçekleştirilmesidir. Birleşme ve devralma sonrasında oluşan yeni organizasyon, finansal olarak öncekinden daha güçlüdür (Shim, 2013: 50).

2.1.1. Dünya Çapındaki Birleşme ve Satın Almaların Sayısı ve Değeri

Birleşme ve devralmalar günümüz iş dünyasında çok önemli bir disiplin haline gelmiştir. Bunu, iş dergilerine, medyaya bakarak görebiliriz. Birleşme veya devralma haberlerini duymadığımız hiçbir gün veya hafta geçmektedir. Teknolojik gelişme, serbestleşme ve küreselleşme faktörleri, birleşme ve satın alma faaliyetlerinin yükselişine de katkıda bulunmuştur. Şekil 2.1 dünya çapında birleşme ve satın alma ile ilgili finansal rakamların 1990'ların başlarında yaklaşık 500 milyar Amerikan Dolarından 2017'de 5000 milyar Amerikan Doları'nın üzerine çıktığını göstermektedir (Imaa, 2019).

Şekil 2.1 sonuçlarına göre, 1991 yılında, dünya genelinde birleşme ve devralma anlaşmaları sayısı yaklaşık 15.000 iken, 2018'de bu rakam yaklaşık 50.200'e ulaşmıştır. Dolayısıyla birleşme ve satın alma işlemlerinin sayısı 28 yılda %234.70 oranında artmıştır.

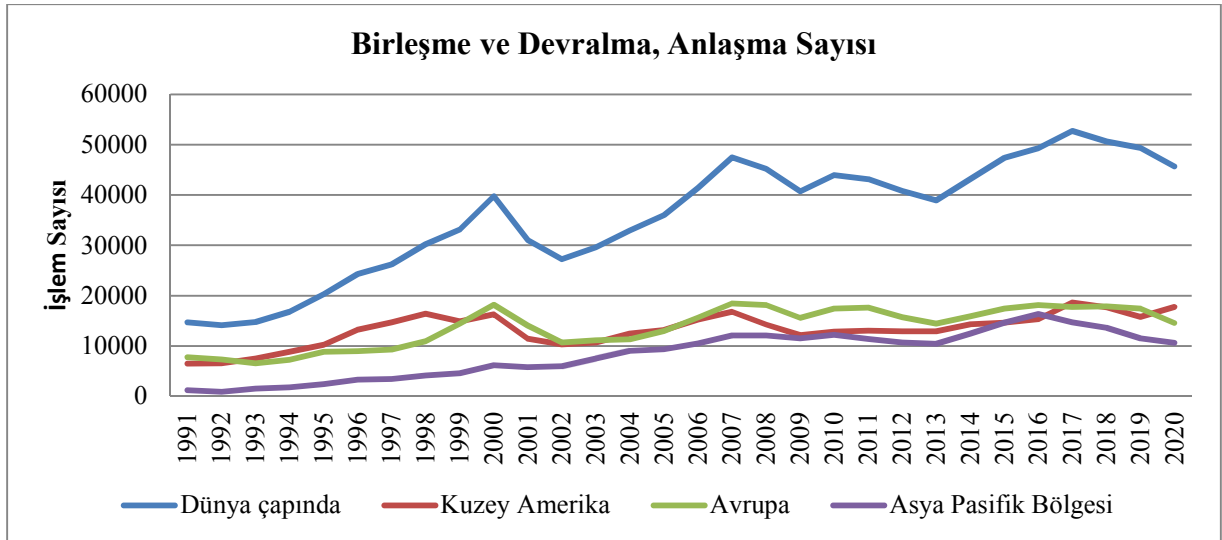


Şekil 2.1 Dünya Çapındaki Birleşme ve Satın Almaların Sayısı ve Değeri

Kaynak: IMAA, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> (erişim tarihi: 25.05.2021).

2.1.2. Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Sayısı

Şekil 2.2, Avrupa ve Kuzey Amerika'daki birleşme ve satın alma anlaşmalarının birbirleriyle arasında benzerlik gösterdiği ve aynı düzende aktığı, birlikte yukarı ve aşağı hareket ettiği görülmektedir. Bu durum bu iki kıtanın birbirine ekonomik ve sosyal olarak çok güçlü bağlı olduğunu göstermektedir. 1991'de birleşme ve devralmaların anlaşma sayısı 8.000 iken, 2018'de bu sayı 18.000'e ulaşmıştır. Değişim yüzdesi 125 bir artış olduğunu göstermektedir. Birleşme ve devralmaların Asya Pasifik bölgesindeki anlaşma sayısı, Avrupa ve Kuzey Amerika'nın birleşme ve devralma rakamlarına yakınlık göstermesine karşın; özellikle, bu yakınlık küreselleşme ve teknoloji gelişimi nedeniyle 2000 yılından sonra artmıştır. 2000 yılında birleşme ve devralmaların anlaşma sayısı 6.000 iken, 2018 yılında bu sayı 17.000'e ulaşmıştır; bu nedenle, değişim oranı %183,33'tür.

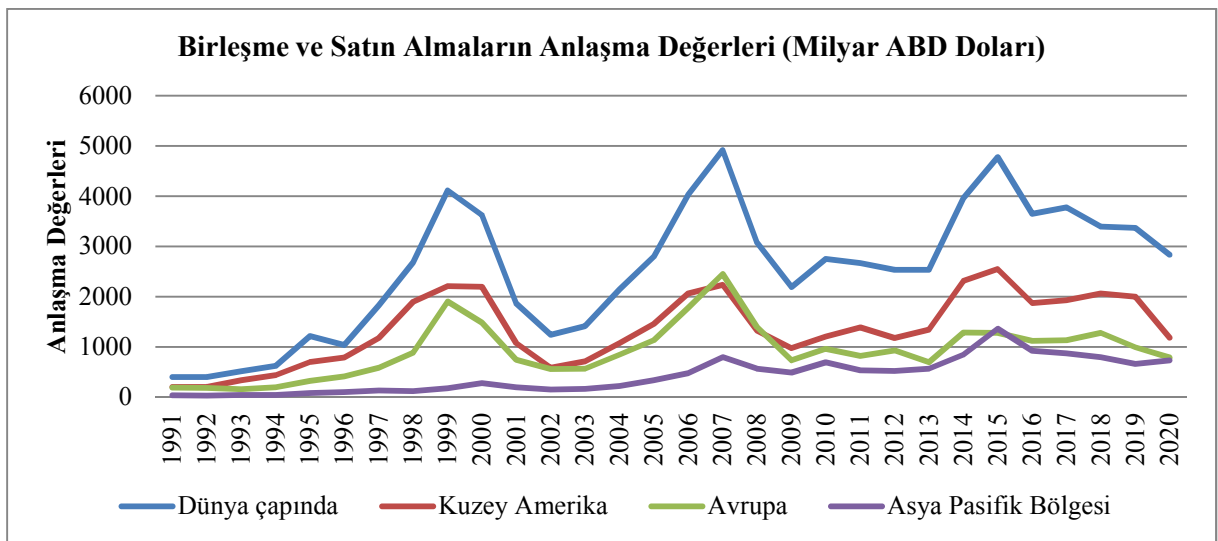


Şekil 2.2 Birleşme ve Devralmalar, Anlaşma Sayısı

Kaynak: IMAA, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> (erişim tarihi: 28.05.2021).

2.1.3. Birleşme ve Satın Almaların Anlaşma Değerleri

Şekil 2.3'teki sonuçlara göre, dünya çapındaki birleşme ve satın alma anlaşma değerleri 1991 yılında 400 milyar ABD dolarından 2018'de 4.000 milyar ABD dolarına yükselmiştir. 28 yıllık bir dönemde birleşme ve satın alma değerleri % 900 oranında artmıştır. Diğer yandan; Avrupa, Kuzey Amerika ve Asya Pasifik arasındaki birleşme ve satın alma değerlerinin 1991'den 2018'e kadar değişimi oranı sırasıyla % 450, % 900 ve % 2000'dir. Dünya çapındaki rakamın çizgi grafiği, 1998-2001 ve 2007-2008 arasında büyük bir türbülans ve dalgalanma göstermiştir. 1998-2001 arasındaki ilk dalgalanmanın nedeni, Asya Mali Krizlerinin ortaya çıkması ve ikinci dalgalanmanın nedeni de 11/9/2001 Dünya Ticaret Merkezi Olayı olarak yorumlanabilir.



Şekil 2.3 Birleşme ve Satın Almaların Anlaşma Değerleri

Kaynak: IMAA, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> (erişim tarihi: 28.05.2021).

Birleşme ve satın alma, firmaların yeni pazarlara açılmalarını, müşterilerini artırmalarını, yeni teknolojiler kazanmalarını ve işlerini çeşitlendirmelerini sağlama konusunda önemli bir stratejidir. Bu strateji hem alıcı hem de hedef firmaları daha rekabetçi, daha verimli ve daha etkili kılar çünkü maliyeti düşürür ve ölçek ekonomisi yaratır. Birleşme ve satın alma stratejisinde avantajların yanı sıra dezavantajlar (risk) da vardır. Dezavantajları; fazla ödeme, fırsatçı birleşme ve devralma ve zayıf entegrasyon olarak sayılabilir.

2.2. Birleşme ve Devralma Çeşitleri ve Dalgaları

2.2.1. Birleşme Türleri

Yatay birleşme; aynı sektörde faaliyet gösteren firmalar arasında gerçekleşen bir birleşmedir. Aynı alanda faaliyet gösteren şirketler arasında rekabet daha yüksek olma eğilimindedir, yani birleşme şirketleri için sinerjiler, ölçek ekonomileri yaratmak ve pazar payındaki potansiyel kazanımlar çok daha fazladır. Yatay bir birleşmeye örnek olarak, bir havayolu şirketi başka bir havayolu şirketi ile birleşir. Yatay birleşme bir şirketin rekabet avantajı kazanmasına yardımcı olabilir. Örneğin, bir şirket diğerine benzer ürünler satıyorsa, yatay bir birleşmenin birleşik satışları yeni şirkete pazardan daha büyük bir pay verecektir. Bir şirket diğerine tamamlayıcı ürünler üretiyorsa, yeni birleştirilen şirket müşterilere daha geniş bir ürün yelpazesi sunabilir. Pazarın farklı bir sektörüne farklı ürünler sunan bir şirketle birleşme, yeni şirketin tekliflerini çeşitlendirmesine ve yeni pazarlara girmesine yardımcı olur.

Dikey birleşme; ortak bir mal veya hizmet için tedarik zinciri sürecinde farklı aşamalarda yer alan iki veya daha fazla şirketin birleşmesidir. Çoğu zaman, birleşme sinerjileri artırma, tedarik zinciri sürecini daha fazla kontrol etme ve işi artırma amaçlıdır. Ayrıca, genellikle maliyetleri düşürür ve verimliliği artırır. Dikey bir birleşmenin bir örneği, bir lastik şirketi satın alan bir otomobil üreticisidir. Böyle bir dikey birleşme, otomobil üreticisinin lastik maliyetini düşürür ve rakip otomobil üreticilerine lastik tedarik etmesine izin vererek potansiyel olarak işini genişletir. Bu örnek, dikey bir birleşmenin entegrasyonu yürüten şirket için iki kat daha yararlı olabileceğini göstermektedir. Başlangıçta, firma artan karlara yol açan düşük maliyetlerden yararlanır.

Holding (Konglomera), yatay veya dikey olmayan herhangi bir birleşmedir. Genel olarak farklı sektörlerdeki firmaların veya farklı coğrafi bölgelerde faaliyet gösteren firmaların birleşimidir. Konglomera birleşmeleri, şirket alanlarını genişletmek ve bir ürün yelpazesini genişletmek dahil olmak üzere çeşitli amaçlara hizmet edebilir. İki tür konglomera birleşmesi vardır: saf ve karma. Saf holding birleşmeleri ortak hiçbir yanı olmayan firmaları

kapsarken, karma holding birleşmeleri ürün uzantıları veya pazar uzantıları arayan firmaları içermektedir.

2.2.2. Birleşme ve Devralma Dalgaları

Birleşme ve satın alma, çok uzun zamandan beri vardır ve iş dünyasında henüz tanıtılmamış yeni bir kavram değildir. Varlığını 1800'lerin ikinci yarısından itibaren göstermeye başlamış ve küresel iş ortamındaki rekabet gücünün artması yaygın olarak uygulanmasında büyük ölçüde etkili olmuştur. Birleşme ve devralmanın evrimi altı aşamaya veya dalgaya bölünmüştür (Nihat, 2017: 14-19).

İlk Dalga (1893-1904): Birleşme ve devralmanın ilk dalgası, ABD iş dünyasında, özellikle imalat sektöründe büyük birleşme hareketi olarak tanınmıştır. Bu dalga, aynı sektörde veya alanda faaliyet gösteren firmaların genellikle rakiplerin bir araya geldiği yatay birleşmelerle karakterize edilmiştir. Çelik ve diğer ilgili endüstrilerin ABD şehirlerinin altyapılarını geliştirip inşa ettikleri ve hükümetin bu ekonomilere ulusal ekonomiyi geliştirmek istediği için büyük bir öncelik ve olanak sağladığı bir dönemiydi. Sanayii, madencilik, petrol, çelik, telefon, ulaşım, demiryolu, askeri sanayi birleşmiş ve bu dalga yatay entegrasyon birleşmesi olarak tanımlanmıştır.

İkinci Dalga (1919-1929): Birinci Dünya Savaşı nedeniyle durmuş olan önceki ilk dalgayla birleştirilmiştir. Otomobil üreticileri çelik endüstrisi ile birleştiğinden, bu daha çok dikey bir entegrasyondur. Bu aynı zamanda otomobil dalgası olarak da adlandırılmıştır. Otomobillerin ortaya çıkışı, insanlara ülkenin geniş bir alanına ulaşma fırsatları yaratmış ve bu da onlara çalışma, mal satma veya satın alma konusunda büyük erişim sağlamıştır.

Üçüncü Dalga (1955-1973): Bu dönem bir holding dalgası dönemidir. Holding adı verilen bir ticari organizasyon oluşturmak için, alıcılar farklı şirketler eklemek istemiştir. Ne yatay ne de dikey entegrasyonlar bu büyük şirketlerin aradığı çözümleri sağlamayınca dikkatlerini konglomera birleşme ve satın almalara yöneltmiştir. Konglomera birleşme ve devralma genellikle birbirleriyle ilgisi olmayan çeşitli iş alanlarına ait şirketleri içermektedir. Aynı sektöre veya alana ait olmaları gerekmez ve ürünleri veya hizmetleri çok farklı olabilir. Holding şirketi, tek çatı altında farklı ve tamamlayıcı ürün veya hizmetler sunan bir işletmedir. Bu tür işletmeler, ölçek ekonomisi nedeniyle daha esnek ve daha kârlıdır.

Dördüncü Dalga (1980-1990): Bu dönem ekonomik patlama dönemidir çünkü ABD ulusal ekonomi politikası arz yönlü ekonomi teorisine dayanmıştır. Ekonomik politikayı uygulamak için hükümet, marjinal vergi oranı, faiz oranı ve birleşme karşıtı yasalarla ilgili politikaları değiştirmiştir. Bu politikaların amacı, girişimcileri ve yatırımcıları daha fazla yatırım yapmaya teşvik etmektir. Vergi indirimleri ve düşük faiz oranları da insanları karlı

projelere yatırım yapmaya teşvik etmiştir. Diğer yandan, ABD ve İngiltere hükümetlerinin yürüttüğü birleşme karşıtı yasaların gevşetilmesi ve bazı sektörlerin düzenlemelerinin kaldırılması da bir bütün olarak ekonominin canlandırılmasına katkıda bulunmuştur.

Beşinci Dalga (1994'ten günümüze): Bu dalga 1990'lı yıllarda başlamış ve şimdiye kadar devam etmektedir. Küreselleşme, malların, hizmetlerin, işgücünün ve teknolojinin serbest dolaşımı anlamına gelmektedir. Sermaye akışı ve iş hareketi, dünyanın bir köşesinden başka bir köşesine, önceki zamanlara kıyasla çok kolaylaşmıştır.

Küreselleşme dalgası döneminde, önceki milliyetçi sistemlerin serbestleştirilmesi nedeniyle birleşme ve devralmalar artmıştır. Dolayısıyla, bu tür rekabet ortamında hayatta kalmak için, birçok şirket güçlü ve rekabetçi olmak için diğer şirketlerle birleşmiştir.

2.3. Birleşme ve Devralma Nedenleri

Birleşme ve devralmalar artmıştır ve şu soruyu sormak 28 yıldır artıyordu. Neden birleşme ve devralmalar artmıştır? Birleşme ve satın almaların artmasının ardında yatan nedenler nelerdir? Bu tür soruları yanıtlamak için birleşme ve devralmaların artmasına neden olan bazı teoriler aşağıdaki gibi açıklanabilir:

Verimlilik Teorisi: Verimlilik Teorisi değer yaratma bir teorisidir ve ekonomi literatüründe verimlilik, “kaynakların optimum tahsisi” anlamına gelmektedir. Bir firma ancak başka yerlerde olumsuz kayıp olmadan kaynakları tahsis edebiliyorsa verimli olabilmektedir. Sinerji, parçalarının basit toplamından daha büyük olan bir bütünün yaratılmasıdır. Sinerji, verimlilikten veya optimal kaynak dağıtımından ve ölçek ekonomisinden kaynaklanmaktadır (Cheng ve Alice, 2013). Sinerji, birleşme ve devralma işletmelerinin en önemli sebeplerinden birisidir. Sinerji, iki birleşik işletmenin değerinin, bireysel şirketlerin toplam değerinden daha fazla olacağı anlamına gelmektedir. Genel fikir $2 + 2 = 5$, verimlilik ve performans artışının yanı sıra kapsam ekonomileri (economies of scope) yoluyla maliyetleri düşürmek mümkün olabilmektedir. Kapsam ekonomisi, sinerji sonrası elde edilen verimlilik faaliyetlerinden kaynaklanan ekonomik kazanç faydalarıdır. Kapsam ekonomileri kazancı, sinerjinin tek yararı değildir. Diğer yararları, yönetim yeteneği, yaratıcılık, yenilikçilik, araştırma & geliştirme ve diğer tamamlayıcı becerileri geliştirmesidir. Tüm bu faydalar işletmeye büyüme fırsatı vermektedir. Büyüme, işletmenin pazardaki payının artması anlamına gelmektedir. Bir şirket iki şekilde büyüebilir: (1) İç büyüme ve (2) Dış büyüme.

İç büyüme için işletmenin tesislerini geliştirmesi, pazar araştırması ve üretim yapması gerekmektedir. Bunlar ve maliyet gerektirdiği için kolay olmayabilir. Bu yüzden, birleşme ve devralma yoluyla gerçekleşen dış büyüme, bazen iç büyümeden daha çekicidir, çünkü daha az

maliyetlidir. Bununla birlikte, her yolun kendi artıları ve eksileri olduğunu hatırlamak da önemlidir. Bu nedenle, bir şirketin iç büyüme seçeneği seçmesi mümkünken, diğer bir şirket dış büyümeyi seçerek onun için iyi bir seçenek olabilmektedir.

Vekalet Teorisi: Vekalet Teorisi yöneticiler ile şirketin hissedarları arasındaki ilişkiyi açıklayan bir teoridir. “Kimse parayı, mülkü, mal sahibinden daha çok umursamaz” diyen bir atasözü vardır. Oysa bugün şirketlerin çoğunu şirket sahipleri yönetmez. Bunun nedeni şirket sahiplerinin işi yönetmek için zamanı ve gerekli yeteneğinin olmamasıdır. Bu yüzden paralarını işletmesini profesyonel yöneticilere teslim etmekte ve acente sorunu ortaya çıkmaktadır. Bir yönetici şirketin %100'üne sahip olmadığında, yöneticiler ve mal sahipleri (hissedarlar) arasında acentelik problemi riski vardır. Potansiyel risk şunları içermektedir:

- a) Pay sahiplerinin çıkarları ile çelişen kararlar almak
- b) Şirket sahipleri pahasına kendi avantajlarından yararlanması

Kurum yöneticilerine genel olarak acentelik sorunlarını kontrol etmeyi amaçlayan maddi ve manevi yardımlar veya tazminatlar verilir. Maddi avantajlar şunları içerir: (primler, özel araba, hisse senetleri, vb). Manevi olanlar şunları içerir: (peluş ofis, jetler, halılar, golf kulübü üyeliği). Bazen, vekalet problemini çözmenin diğer tüm alternatif yolları başarısız olduğunda, birleşme veya devralma, bu problemi çözmenin son seçeneği haline gelmektedir, çünkü alıcı şirket yöneticileri, hedef şirketi kontrol etme ve eski hedef şirket yöneticilerinden kurtulma yeni gücüne sahip olacaktır. Genel olarak devralma, hedef firmanın hissedarlarına fayda sağlamaktadır (Leepsa ve Mishra, 2016:187).

Serbest Nakit Akışı Hipotezi: Serbest nakit akışı, bugünkü değerde iskonto edildiğinde pozitif getirili tüm projelerden sonra kalan tüm nakit yatırımdır. Bu nedenle, hissedarların servetini en üst düzeye çıkarmak ve şirketin etkin kalabilmesi için fazla veya kalan nakit, şirket hissedarları arasında dağıtılmalıdır (Michael, 1987:112). Bununla birlikte, yöneticiler bazen şirket sahiplerinin veya hissedarlarının çıkarının en iyisi olamayacak kadar fazla nakit harcama planlarına sahiptir. Ancak yöneticilerin, şirket sahiplerinin çıkarlarına aykırı olabilecek fazla nakdi harcamak için bazen farklı projeleri vardır. Örneğin, bu projeler hissedarların servetine değer katmasa bile yeni projelere yatırım yaparlar, ancak yöneticilerin amacı, terfi ve ödül almak için sözde büyüme yoluyla güçlerini artırmaktır. Diğer yandan, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki aşırı nakit akışından kaynaklanan ihtilaflar, özellikle aşırı nakit fazlası olduğunda çok ciddidir. Fazla para neden olabilir, devralmalar iki şekilde gerçekleşir.

- (1) Yöneticilerin Desteklediği Devralmalar: Bazen yöneticiler, fazla parayı şirket hissedarlarının çıkarına aykırı biçimde harcamaktadır. Örneğin; şirket üzerindeki

kontrolünü genişletmek için yöneticiler şirket sahiplerinin çıkarları olmayabilecek bir devralımla şirketlerinin büyüklüğünü arttırmaktadır.

- (2) Hissedarlar Tarafından Desteklenen Devralmalar: Yöneticiler ve hissedarlar arasındaki aşırı nakit akışından kaynaklanan ihtilaflar çok ciddi olduğunda ve vekalet sorununu çözmenin diğer tüm yolları başarısız olunca hedef şirketin hissedarları son bir çözüm seçeneği olarak devralmayı desteklemektedir.

Piyasa Gücü Hipotezi: Bir firmanın ürün ve hizmetlerini yatay, dikey birleşme veya her ikisi ile yönetme, fiyat, kalite ve tedarik etme yeteneği olarak tanımlanabilir. Birleşme ve devralma, şirketlerin faaliyetlerini daha geniş bir coğrafi alanda genişletmelerini sağlayan stratejik bir büyümesidir. İktisat teorisi bağlamında tek el ve oligopol hizmet ettikleri pazarda gerçek gücü olan şirketlerin birleşmesi piyasa gücü hipotezine bir örnek olarak verilebilir (Fraunhofer, Freytag ve Schiereck, 2013: 31).

Çeşitlendirme Hipotezi: Çeşitlendirmenin arkasındaki nedenler şunlardır: (1) Çeşitlendirme yöntemini kullanarak sistematik olmayan riski azaltmak, (2) Gelecekteki gelir akışını dengelemek. Bu iki özellik modern rekabet ortamında hayatta kalmanın özüdür. Konglomera iyi çeşitlendirilmiş bir işletme için iyi bir örnektir. Bir holding farklı pazar segmentlerinde hizmet veren farklı ilişkisiz işlerden oluşan bir şirkettir. Markowitz'in ortalama varyans modeli teorisine dayanarak birleşen işletmelerin kazancıyla negatif korelasyon göstermesi durumunda risk büyük oranda azalmaktadır. Risk azaltma nedeninin yanı sıra, çeşitlendirme yapmanın bir başka nedeni de geniş bir pazar alanına hizmet etmektir.

Bilgi ve Sinyal Hipotezi: Bilgi sinyali, hedef firmaya yapılan ihale alım teklifinin yayılmasıyla ortaya çıkar, aynı zamanda bu bilgiler doğal olarak piyasaya bir sinyal göndermektedir ve yatırımcılar şu şekilde yorumlayabilir: Hedef firmanın hisse senedi değeri düşmüştür ve pazar yeniden değerlendirileceğini düşünerek yatırımcılar hemen hedef şirketin hisse senetlerini satın almaya başlamışlardır, bu yüzden fiyat yeniden yükselmeye başlayacaktır. Bu hipotez, hem ihalenin hem de hedef firmaların devralma sürecinde olumlu getiriler kazandığını belirten Ruback ve Jensen (1983: 5) dahil birçok deneysel çalışma ile desteklenmiştir.

2.4. Birleşme ve Devralmanın Ödeme Yöntemleri

Hedef bir şirket, nakit, hisse senedi veya her ikisi ile satın alınabilir. Hisse senedi değerinin yüksek veya düşük olup olmadığına ilişkin bilgi asimetrisi ve belirsizliği nedeniyle, birleşme ve satın alma ödeme yöntemi, şirketin hisse değeri hakkında çok önemli bir bilgi sağlamaktadır. Birleşme ve devralma ödemesi, teklif verme sürecinin en önemli ve son

kısmıdır. İhale firması yönetiminin seçmiş olduğu ödeme yöntemi, finansman yönteminin seçimini belirleyen yöntemdir. Bu nedenle, ödeme yöntemini dikkatlice seçmek çok önemlidir, çünkü farklı finansman yöntemlerinin teklif veren firmanın sermaye yapısı, finansal durumu ve kontrol yapısı üzerinde farklı etkileri vardır. Örneğin, yönetimin nakit ödeme yöntemini seçmesi, teklif veren firmadan yatırımcılara yönetimin hisse senedi değerinin geleceğine olan güvenini gösteren bir sinyaldir ve devraldıktan sonra hisse senedi fiyatının değer kazanacağını ve fiyatın yükseleceğini göstermektedir. Öte yandan, yönetim bir ödeme yöntemi olarak hisse senedi opsiyonunu seçerse, yönetimin bakış açısıyla hedef şirketin geleceğine yönelik ve hisse senedi fiyatı konusunda belirsizliklerle dolu olduğuna dair bir sinyal göndermektedir.

Nakit Ödeme Yöntemi: Şirket varlık ve stoklarının elde edilmesi için sıklıkla kullanılan ödeme türlerinden biridir. Nakit ödemenin avantajı, teklif veren firmanın kontrol yapısının ve mülkiyetinin değiştirilmemiş kalmasıdır. Ancak bu yöntemle bağlantılı acil vergi ödemesi, hedef şirket hissedarları için ana dezavantajdır (Sankar ve Leepsa, 2018: 170). Satın alınan şirket hissedarları birleşme ve devralma işleminin bir parçası olarak varlıklardan elde edilen sermaye kazançları ve hisse satışlarından dolayı derhal vergi ödeme formlarını almaktadır.

Stok Ödeme Yöntemi: Teklif veren şirket, hedef şirketi satın alması için hisse senedi ihraç etmektedir. Nakit ödeme yöntemiyle karşılaştırıldığında nakit olmayan ödeme yöntemi kolay değildir, çünkü adil bir kur oranı, fiyat-kazanç oranı ve diğer yasal faktörlerin belirlenmesi dezavantaj olan zaman alıcı bir işlemdir. Ancak, bu süreci tamamladıktan sonra hem alıcı hem de hedef şirket hissedarları birleşme ve devralma sonrası sonuçları paylaşacaklardır.

2.5. Araştırma Problemleri, Soruları ve Hipotezleri

2.5.1. Temel Araştırma Problemi

Birleşme ve devralma olay duyurusunun alıcı ve hedef firmaların hisse senedi fiyatları üzerinde bir etkisi olup olmadığını incelemektir.

2.5.2. Araştırma Soruları

Birleşme ve devralma konusu altında, aşağıdaki dört araştırma sorusuna cevap verilecektir:

- Birleşme ve devralmalar olay duyurusu şirketin finansal performansını etkiliyor mu?
- Birleşme ve devralmalar olay duyurusu alıcı ve hedef şirketlerin normalüstü getirileri üzerinde olumlu ve önemli bir etki yapıyor mu?

- Olay duyuru tarihi etrafında hedef şirketlerin hisse senedi fiyat oynaklığı, alıcı şirketlerden daha yüksek mi?
- Hedef şirketlerin hisse senedi fiyatları, olay duyurusu tarihinde alıcı şirketlerden daha iyi performans gösteriyor mu?

2.5.3. Araştırma Hipotezleri

Hipotez (1)

H_0 : Birleşme ve devralmalar olay duyurusu şirketin finansal performansını etkilemez.

H_1 : Birleşme ve devralmalar olay duyurusu şirketin finansal performansını etkiler.

Hipotez (2)

H_0 : Birleşme ve devralmalar olay duyurusu, alıcı ve hedef şirketlerin normalüstü getirileri üzerindeki olumlu ve önemli bir etkisi yoktur.

H_1 : Birleşme ve devralmalar olay duyurusu, alıcı ve hedef şirketlerin normalüstü getirileri üzerindeki olumlu ve önemli bir etkisi vardır.

Hipotez (3)

H_0 : Hedef şirketlerin hisse senedi fiyatlarındaki oynaklık, olay duyurusu tarihi civarında alıcı şirketlere göre daha yüksek değildir.

H_1 : Olay duyurusu tarihi civarında hedef şirketlerin hisse senedi fiyatlarındaki oynaklık, alıcı şirketlere göre daha yüksektir.

Hipotez (4)

H_0 : Hedef şirketlerin hisse senedi fiyatı, olay duyurusu tarihi civarında alıcı şirketlerden daha iyi performans göstermiyor.

H_1 : Hedef şirketlerin hisse senedi fiyatı, etkinlik duyurusu tarihi civarında alıcı şirketlerden daha iyi performans gösteriyor.

2.6. Literatür Taraması

Thomson Reuters'e (2018:18) göre, dünya çapındaki birleşme ve satın almaların değeri 2018'in ilk çeyreğinde 2,5 trilyon dolara ulaşmıştır. 2018 yılının ilk yarısında dünya çapında toplam birleşme ve satın alma anlaşması 23.050 adettir (Thomson Reuters, 2017: 1-24). Birleşme ve satın alma, "Hem alıcı hem de hedef firmaların hisse senedi fiyatı üzerinde etkisi olup olmadığını" üzerine yapılan birçok ampirik analizleri farklı sonuçlar vermiştir. Aşağıda, bazı birleşme ve satın alma araştırma sonuçlarının özeti bulunmaktadır.

Bradley, Desai ve Kim (1988:3) tarafından yapılan araştırmalar, başarılı teklif sırasında hem hedef hem de teklif veren firmaların hisse senetlerinde %7.4'lük bir pozitif ortalama değer artışı kazandığını ortaya koymuştur. Dodd ve Ruback (1977), hem başarılı hem

de başarısız ihale tekliflerine borsa tepkisini incelemiştir. Bu araştırmadan elde edilen kanıtlar, yalnızca başarılı ihale tekliflerinin, teklif veren firmanın hissedarları için olumlu ve önemli bir normalüstü getiri yarattığını göstermiştir. Başarılı ve başarısız ihale teklifleri, hedef şirketin hissedarları için olumlu ve önemli bir normalüstü getiri sağlamıştır.

Öte yandan, “Kurumsal Kontrol Piyasası” başlıklı Jensen ve Ruback (1983a: 351) tarafından yapılan ve kurumsal pazar kontrolü ile ilgili çalışma, ampirik literatürün çoğunu inceleyen bir makaledir. Elde ettiği sonuçlara göre, hedef şirketin hissedarlarının birleşme veya satın alma işlemlerinden, alıcı firma hissedarlarına göre, daha çok faydalandığını göstermiştir. Voesenek, (2014), dünyadaki birleşme ve devralmaların etkisini analiz etmiş ve devralma duyurularının hem hedef hem de alıcı firmanın üzerindeki olumlu bir etkisi olduğu sonucuna vermiştir, ancak hedef şirket hissedarlarının servet etkisinin, alıcı şirket hissedarlarından daha fazla olduğunu tespit etmiştir. Kriz döneminde birleşme ve devralma etkisi, krizin olmadığı zamanlarda gerçekleşen birleşme ve devralma etkisinden daha büyüktür.

Samitas & Kenourgios (2007: 327), tramp denizcilik endüstrisinin birleşme ve satın alma üzerine ampirik bir analiz çalışması gerçekleştirmiştir. Bu çalışmanın amacı, gemi nakliyeciliği endüstrisindeki birleşme ve satın almalarda hisse senedi getirilerinin tepkisinin incelenmesidir. Araştırma sonuçlarındagösterildiği gibi, birleşme ve devralma duyurusunun tramp kargo şirketi üzerinde olumlu bir etki yarattığı tespit edilmiştir. Avrupa Birliği birleşme ve satın alma duyurularının, hedef ve alıcı şirketler üzerinde kısa vadeli servet etkisi yaratıp yaratmadığı üzerine bir araştırma yapılmıştır. Bu araştırmanın sonuçlarına göre, satın alma duyurularının hem hedef hem de alıcı hissedarlar için olumlu bir değer yarattığı ortaya çıkmıştır.

Önceki araştırmaların aksine aşağıdaki araştırmalar sonucunda, hedef şirketlerin çoğunun birleşme ve satın alma duyurularının anlaşmalarından olumlu normalüstü kazanımlar elde ettiğini tespit edilmiştir. Asya-Pasifik bölgesinde yapılan beş aylık dönem örnekleminin birleşme ve devralma duyurularını inceleyen bir araştırma sonucuna göre, hedef şirket hissedarların olumlu ve istatistiksel olarak önemli bir getiri elde ettiği, diğer taraftan teklif veren firma hissedarlarının ise olumlu bir sonuç almadığı tespit edilmiştir (Sah ve Arora, 2014: 170).

Angeliki (2015) tarafından yapılan “Birleşme ve devralma olay duyurusu ve hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisinin olup olmadığı” konulu araştırmanın sonucuna göre, hedef firmaların duyuru tarihinde olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı bir normalüstü getiri elde ettikleri tespit edilmiştir. Alıcı firmanın olay penceresi boyunca düşük ve istatistiksel olarak

önemsiz normalüstü getiri elde ettiğini göstermiştir. Sugiarto, A. (2000:10) tarafından yapılan araştırma sonuçlarına göre, “Birleşme ve satın alma olaylarının duyurulması sırasında”, ihale firmalarının normalüstü getirilerinin kötüleştiğini göstermektedir. Diğer yandan, hedef firmaların normalüstü getirilerinin, olay duyuru tarihinde daha iyi hale geldiğini ve önemli ölçüde düzeldiğini göstermektedir.

Jensen ve Ruback (1983b: 5-50)'in çalışmasında, şirket devralma anlaşmalarında en fazla kazanan tarafının hedef şirketler olduğu belirtilmiştir. Priyanka S. & Parvinder A. (2014), Asya-Pasifik bölgesinde birleşme ve devralma olay duyuruları hakkında bir araştırma yapmıştır. Araştırmanın sonucunda, hedef firmaların hisse senedi fiyatlarının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir kümülatif ortalama normalüstü getiri sağladığını göstermiştir. Hedef firmaların aksine, teklif veren firmalar olay penceresinden önemli bir kümülatif ortalama normalüstü getiri göstermemiştir. Kraller (2014), ayrıca birleşme ve devralmaların altında yatan stratejik motivasyonların, hem hedef hem de alıcı şirketin hissedarlarını elde etmenin normalüstü getirileri istatistiksel olarak önemli bir etkisi olmadığını tespit etmiştir.

2.7. Araştırma Yöntemi ve Verileri

2.7.1. Araştırma Verileri

Araştırmada, farklı ülke borsalarında listelenen 200 şirketin ikincil verileri kullanılmıştır. Olay duyuru tarihleri, şirket isimleri, anlaşma hacmi ve şirket bazında ülke ile ilgili bilgi ve verileri Thomson One Reuters, Kamuyu Aydınlatma Platformu, Sermaye Piyasa Kurulu veritabanlarından toplanmıştır. Hisse senedi getirisi ile ilgili veriler yahoo finans ve tr.investing.com internet sitelerinden alınmıştır.

2.7.2. Veri Analizi Yöntemi

Veri analizi sırasında, verileri anlaşılır bir şekilde sunmak için bu tez hem tanımlayıcı hem de çıkarımsal istatistiksel analiz kullanılacaktır, sonra da bir regresyon analizi yapılacaktır. Olay duyurusunun hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini hesaplamak ve analiz etmek için Fama (1969: 2-27) tarafından önerilen olay çalışması metodolojisi uygulanacaktır. Bir olay incelemesi metodolojisi yürütmek için araştırmacılar aşağıdaki üç adımı tanımlamalıdır: (i) Tahmin penceresi, (ii) Olay penceresi ve (iii) Olay tarihi. Bu araştırma, uzun (aylık) ve kısa (günlük) vadeli bir olay penceresi kullanacaktır. Veri analizinde, Spss, Eviews ve Microsoft Spread Sheet'teki Data Analysis Tool gibi yazılım programları kullanılmaktadır.

2.7.3. Analitik Modeller

Hisse senedinin aylık ve günlük getirileri şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \times 100 \quad (1)$$

$R_{i,t}$ = i Şirketin hisse senedinin t zamanı gerçekleşen getirisini,

$P_{i,t}$ = i Şirketin hisse senedinin t zamanı piyasa fiyatını,

$P_{i,t-1}$ = i Şirketin hisse senedinin t-1 zamanı piyasa fiyatını göstermektedir.

Bu çalışmada, normal getiri belirlenirken kullanılan istatistiksel modellerden biri olan piyasa modeli kullanılacaktır.

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

$R_{i,t}$ = i hisse senedinin t zamanı gerçekleşen getirisini,

$R_{m,t}$ = t zamanı borsa endeksin getirisini,

α_i ve β_i = katsayılarını

$e_{i,t}$ = t zamanı hisse senedinin hata terimini göstermektedir.

Piyasa modeli yöntemi ile beklenen getiriyi hesaplayabilmek için tahmin penceresindeki veriler kullanılacaktır. Söz konusu dönemdeki hisse senedi ve endeks getirileri kullanılarak, basit doğrusal regresyon analizi ile her bir şirketin α ve β katsayıları tahmin edilecektir. Elde edilecek katsayılar piyasa modeli denkleminde yerine konularak aylık veya günlük beklenen getiriler hesaplanacaktır.

Regresyon denklemi şu şekilde ifade edilebilir:

$$ER_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_m + e_{i,t} \quad (3)$$

$E[R_{i,t}]$ = i hisse senedinin t zamanı beklenen getirisini,

$R_{m,t}$ = seçilen piyasanın veya endeksin t zamanı getirisini,

α_i = regresyonun sabiti ve i hisse senedinin piyasa getirisi ile açıklanamayan kısmını,

β_i = regresyonun eğimi ve i hisse senedinin piyasa getirisine duyarlılığını,

$e_{i,t}$ = regresyonun hata terimini göstermektedir.

Normalüstü getirilerin hesaplanması için beklenen getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki fark alınacaktır:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - ER_{i,t} \quad (4)$$

$AR_{i,t}$ =t zamanı ortalama aşırı getiriyi,

$R_{i,t}$ = i hisse senedinin t zamanı gerçekleşen getirisini,

$E[R_{i,t}]$ =i hisse senedinin t zamanı beklenen getirisini göstermektedir.

Ortalama normalüstü getiri (MAR) şöyle hesaplanır:

$$MAR_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n AR_{i,t} \quad (5)$$

$MAR_{i,t}$ = t zamanı ortalama normalüstü getirisi

i hissesi için standart sapma şöyle tahmin edilmektedir:

$$S_i = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (AR_i - AAR_i)^2} \quad (6)$$

Tahmin edilen standart sapma kullanılarak standardize normalüstü getiri ($SAR_{i,t}$) şöyle bulunmaktadır:

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{S_i} \quad (7)$$

Bulunan $AR_{i,t}$ değerlerinden i hissesinin kümülatif normalüstü getirisi ($CAR_{i,t}$) ve standardize edilmiş değeri, $AR_{i,t}$ için gösterilen formüllere göre kümülatif normalüstü getiri (MCAR) ve s değerleri bulunarak şöyle hesaplanmaktadır:-

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^N AR_{i,t} \quad (8)$$

$$MCAR_i = \sum_{t=1}^k CAR_i \quad (9)$$

Burada:

$CAR_{i,t}$ = kümülatif normalüstü getirisini,

$AR_{i,t}$ = t zamanı normalüstü getirisini,

n= olay aralığındaki time sayısını

$MCAR_{i,t}$ = ortalama kümülatif normalüstü getirisini göstermektedir.

Bu formüller kullanılarak her bir hissenin olay dönemi sonundaki kümülatif normalüstü getirisi (CAR)'ı hesaplanmış ve standardize kümülatif normalüstü getiri (SCAR) değerleri ile de t tablosundaki %5 anlamlılık seviyesinde anlamlılığı test edilmiştir.

$$SCAR_{i,t} = \frac{CAR_{i,t}}{S_i} \quad (10)$$

Hesaplanan bu ortalama normalüstü getirisi (MAR) ve ortalama kümülatif normalüstü getirisi (MCAR) değerleri %5 anlamlılık seviyesinde tek örneklem t-testine tabi tutularak anlamlılıkları incelenecektir. Ortalamaları incelenen bu değerlerin anlamlılığını ölçmek için kullanılan t test istatistiği ise şöyle hesaplanmaktadır:

$$t_{(MCAR)} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i}{\sqrt{\sigma^2_{CAR_i}/N}} \text{ or } t_{(MCAR)} = \frac{MCAR_i}{S(MCAR)_i} \quad (11)$$

2.7.4. Regresyon Analizi

Bu çalışma, karlılık performans değişkenini (ROA) bağımlı değişken olarak kullanan çok değişkenli regresyon analizi yapacaktır. Bağımsız değişkenler ise finansal oranlardan gelen bazı faktörlerin bir kombinasyonudur. Ancak, regresyon analizi yapılmadan önce, tanı testi analizleri yapılacaktır. Model bu testleri geçtikten sonra, regresyon analizi uygulanacaktır.

2.7.4.1. Regresyon Değişkenleri

a) Bağımsız Değişkenler

Cari Oranı (CARL), şirketin likiditesine dair bir ipucu verir ve cari varlıklar ile cari borçlar arasında nicel bir ilişki sağlamaktadır. Bu oran, işletme likidite pozisyonunun bir ölçüsüdür. Bu orana bakıldığında, işletmenin mevcut varlıklarının bir yıl içinde ödenmesi durumunda borçlarını ödeyip ödemeyeceğini anlayabilirsiniz. Mevcut oran, bir işletmenin, sahip olduğu her 1 ABD Doları için sahip olduğu para tutarı göstermektedir. Örneğin, bir işletmenin şu an 1.4: 1 ABD Doları oranı varsa, bu işletmenin her 1 ABD doları için 1.4 ABD doları değerinde cari varlığı olduğu anlamına gelmektedir.

Asit Test Oranı (ATR), cari orandan daha likittir. Asit test oranı şirketin mevcut yükümlülüklerinin ödenmesi için nakit, nakit benzeri değerler ve menkul kıymetler gibi hazır varlıklarını kullanma yeteneğini ölçmektedir. Asit test oranı daha likittir çünkü alacaktır bilinmeyenleri ortadan kaldırır.

Borç/Varlık Oranı(DAR), şirketin finansal kaldıraç oranını göstermektedir. Firmanın, alacaklılar tarafından finanse edilen toplam varlık yüzdesini açıklar. Kaldıraç oranı, şirketin nasıl büyüdüğünü ve dönem boyunca varlıklarını nereden aldığını göstermektedir. Yatırımcılar borç/varlık oranını, şirketin yatırımlarının getirileri ödeyip ödeyemeyeceklerini değerlendirmek için kullanmaktadır.

Borç/Özkaynak Oranı(DER), bir şirketin finansal kaldıraç oranını değerlendirmek için kullanılmaktadır. Borcun özsermaye oranı, bir şirketin nasıl finanse edildiğini derecesidir.

Tamamen sahip olduğu fonlara karşı borçlanma yoluyla işlem yapmak üzere test etmek için önemli bir ölçektir. Borç/özkaynak oranı, hissedarların özkaynak kabiliyetlerini işletme zorlukları veya gerilemeleri sırasında tüm ödenmemiş borçları karşılama testinde kullanılabilmektedir.

Şirket Büyüklüğü(LnASSETS), faktörü toplam varlıkların doğal logaritması kullanılarak hesaplanmıştır.

Hisse Başına Özkaynakların Defter Değeri(BVPS), defter değerinin normalde iki kullanımı vardır:

a. Tasfiye edilecek ise, şirketin hissedarlarının teorik olarak alacağı toplam değeri göstermektedir.

b. Ayrıca, şirketin hisse senedi fiyatının değerinin düşük veya aşırı olduğunu bilmesi için yatırımcılar tarafından kullanılan bir ölçüdür.

Örneğin, bir şirketin hisse başına defter değeri hisse başına piyasa değerinden yüksekse, hisse değerinin düşük olduğunu veya bir şirketin hisse başına piyasa değerinin hisse başına defter değerinden yüksek olduğunu belirtirse, payın değerinin yüksek olduğunu göstermektedir.

Hisse Başına Kazanç(EPS), şirketin net karını hisse senetlerinin payına bölerek hesaplanır. Ortaya çıkan sayı bir şirketin karlılığının bir göstergesi olarak kullanılabilmektedir. Bir şirketin hisse başına kazancı ne kadar yüksek olursa, o kadar karlı olur. Hisse başına kazanç tüm karların yıl sonunda ödenmemiş hisse senetlerine dağıtılması durumunda, hisse senetlerinin her birinin alacağı para miktarıdır. Hisse başına kazanç, aynı zamanda bir şirketin hissedar bazında ne kadar karlı olduğunu gösteren bir hesaplamaadır.

Hisse Başına Temettü(DPS), yatırımcılar için önemli bir ölçümdür çünkü bir şirketin temettü olarak ödediği tutar hissedarlar için gelirdir ve hisse başına temettü bir yatırımcının temettü ödemelerini hesaplamak için kullanabileceği en kolay rakamdır.

Hisse Başına Piyasa Değeri (MKV), mevcut piyasadan bir hisse senedinin kolayca alınabileceği veya satılabileceği fiyattır.

b. Bağımlı Değişken

Aktif Karlılığı(ROA), bir şirketin varlıklarından ne kadar kâr elde edebileceğini sağlayan bir orandır. Ekonomik kaynaklarından kazanç elde etme konusunda bir şirketin yönetiminin ne kadar verimli olduğunu ölçmektedir.

Tablo 2.1 Regresyon ve Regresyon Analizinde Kullanılan Değişkenler

Değişkenler	Tanımı	Semboller
Bağımsız değişkenler		
Cari Oranı	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar	CARL
Asit Test Oranı	(Dönen Varlıklar -Stoklar) / Kısa Vadeli Borçlar	ATR
Borç -Varlık Oranı	Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar	DAR
Borç-Özkaynak Oranı	Toplam Borç / Özsermaye	DER
Şirket büyüklüğü	Toplam Varlıkların Doğal Logaritması	LnAsset
Defter Değeri Oranı	Özsermaye / Hisse senedi Sayısı	BVPS
Hisse Başına Kazanç	Net Kar / Hisse Senedi Sayısı	EPS
Hisse Başına Temettü	Ödenmiş temettü/Ödenmemiş hisse senedi sayısı	DPS
Piyasa Değeri	Hisse başına fiyatı*Hisse senedi sayısı	MKV
Bağımlı Değişken		
Aktif Kârlılık Oranı	Net Dönem Kârı/ Aktif Toplamı	ROA

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \beta_9 X_9 + e_{i,t}$$

$Y_{i,t}$ = Bağımlı değişken (ROA)

α_i = Firma sabit etkisi (Kesişim katsayısı)

β_i = Beta katsayısı

$X_{i,t}$ =Bağımsız değişkenler (CARL, ATR, DAR, DER, LnASSET, BVPS, EPS, DPS ve MKV)

$e_{i,t}$ = Hata terimi

2.8. Ampirik Analiz Sonuçları

2.8.1. Birleşme ve Devralmalar (Aylık Verilere Dayalı) Olay Çalışması Analizi Sonuçları

Tablo 2.2’de,Bölüm A, gelişmiş piyasalardaki alıcı şirketler için normal üstü getiri (AR) ve t-istatistiklerinin değerini göstermektedir. Bölüm A'daki sonuçlara göre, olay penceresi dönemleri boyunca on pozitif normal üstü getiri ve yedi negatif normal üstü getiri bulunmuştur, ancak hiçbiri istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Tablo 2.2, olay penceresi dönemi boyunca alıcı şirketler için kümülatif normal üstü getiri (CAR) ve t-istatistiklerinin değerini göstermektedir. Alıcı şirketlerden kümülatif normal üstü getiri değerlerinin tümü olay öncesi ve sonrası duyuru penceresi dönemlerinde pozitifdir. Bununla birlikte, kümülatif normal üstü getirilerin hiçbiri de istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Tablo 2.2’de, Bölüm B, gelişmekte olan piyasalarda (BIST) alıcı şirketler için normal üstü getirisi (AR) ve t-istatistiklerinin değerini göstermektedir. Bölüm B’deki sonuçlara göre, alıcı şirketlerin sonraki aylardaki normal üstü getirileri (t_{-2} :%6.749**; t_{+3} :%12.192*** ve t_{+6} :%6.228**) %1 ve %5 düzeylerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Ancak olay tarihinden sonraki dördüncü ay negatif (t_{+4} :%-13.44**) ve %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Ancak, sonraki ayların kümülatif normal üstü getirileri (t_{-2} :%12.785**; t_{+3} :%23.582***; t_{+4} :%10.152*** ve t_{+6} :%16.305**) %1 ve %5 düzeylerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Buna ek olarak, bu bölümdeki tüm kümülatif normal üstü getirilerin de olay penceresi dönemi boyunca pozitif olduğu görülmüştür.

Tablo 2.2 Alıcı Şirketler İçin Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Bölüm A Gelişmiş piyasalar				Bölüm B Gelişmekte olan piyasa (BIST)		
Pencere	AR	T-Stat	CAR	AR	T-Stat	CAR
8	-1.3750	-0.7255	3.7450	2.4989	0.93260	17.19442
7	-2.3020	-1.2147	5.1200	-1.60942	-0.60070	14.69555
6	0.9760	0.5151	7.4220	6.228**	2.32420	16.305**
5	-2.2650	-1.1954	6.4460	-0.06240	-0.02330	10.07744
4	-1.0300	-0.5437	8.7120	-13.44***	-5.01640	10.15***
3	-0.1670	-0.0881	9.7420	12.19***	4.54840	23.58***
2	1.8450	0.9736	9.9090	-2.40481	-0.89750	11.39388
1	-1.6240	-0.8569	8.0640	1.42037	0.53020	13.79869
0	1.5230	0.8036	9.6880	-1.87517	-0.69980	12.37824
-1	1.4700	0.7756	8.1650	1.46788	0.54780	14.25345
-2	-0.1720	-0.0906	6.6950	6.749**	2.51860	12.785**
-3	0.2370	0.1252	6.8670	2.08375	0.77770	6.03690
-4	1.6920	0.8927	6.6300	0.22951	0.08570	3.95310
-5	1.4910	0.7867	4.9380	0.99840	0.37260	3.72360
-6	2.0330	1.0725	3.4470	-0.30675	-0.11450	2.72520
-7	0.3600	0.1898	1.4140	3.48334	1.29990	3.03200
-8	1.0550	0.5565	1.0550	-0.45137	-0.16850	0.45140

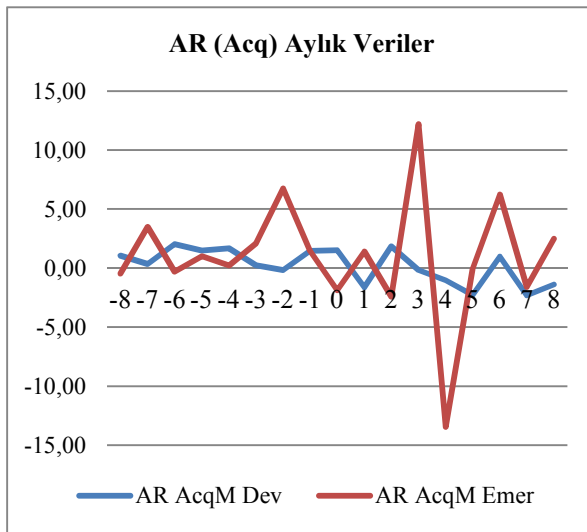
i) Alıcı Şirketler İçin Aylık Verilere Göre Normal Üstü Getiriler

Şekil 2.4 (a) hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalardan normal üstü getirileri (AR) göstermektedir. Şekil 2.4 (a)'nın gösterdiği gibi, gelişmekte olan piyasalardan (AR AcqM Emer) normal üstü getiri dalgalanmaları, özellikle olay duyuru tarihinden sonra, gelişmiş piyasalardan (AR AcqM Dev) gelen normal üstü getiri dalgalanmalarından daha

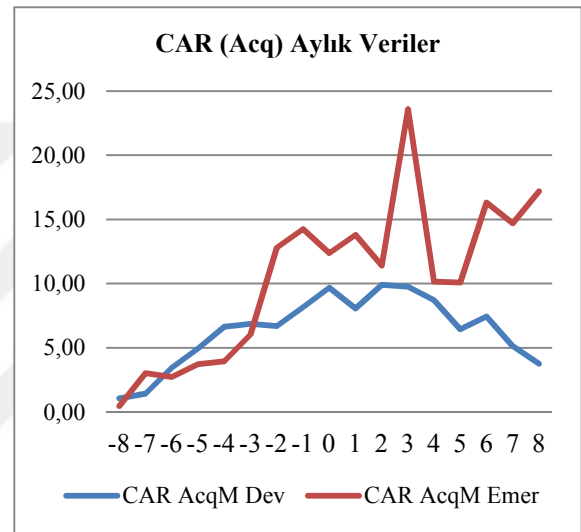
yüksektir. Öte yandan, gelişmiş piyasalardan gelen normal üstü getirilerin, gelişmekte olan piyasalardan gelen normal üstü getirilere göre daha istikrarlı ve durağan olduğu görülmüştür.

ii) Alıcı Şirketler İçin Aylık Verilere Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Şekil 2.4 (b) alıcı şirketlerin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalardan kümülatif normal üstü getirilerini (CAR) göstermektedir. Bu grafikte sunulan sonuçlara göre, gelişmekte olan piyasalardan (BIST) kümülatif normal üstü getiri dalgalanmaları, gelişmiş piyasalardan elde edilen kümülatif normal üstü getirilerden daha yüksektir. Gelişmiş piyasa fiyatlarının kümülatif normal üstü getirileri, ilan öncesi dönemde artmakta, ancak çoğu zaman ilan sonrası tarihlerde fiyat düşmektedir.



Şekil 2.4 (a) Aylık Verilere Dayalı Olarak Alıcı Şirketlerden Normal Üstü Getiri



Şekil 2.4 (b) Aylık Verilere Dayalı Olarak Alıcı Şirketlerden Kümülatif Normal Üstü Getiri

Bölüm C: Gelişmiş Piyasalardan Hedef Şirketler için Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Tablo 2.3'ün C bölümündeki sonuçlara göre, hedef firmaların sonraki aylardaki normalüstü getirileri (t_{-6} :%4,497*; t_{-1} :%4,080**; t_0 :%10,400*** t_{+1} :%5,358**) sırasıyla%1,%5 ve%10 düzeylerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Ancak olay tarihinden sonraki ikinci ayda, %10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olan negatif bir getiri (t_{+2} :%-4,570*) gözlenmiştir. Dolayısıyla bu sonuçla boş hipotez reddedilmiş ve birleşme ve devralma olay duyurusunun hedef firmaların finansal performansını etkilediğini söyleyen alternatif hipotez kabul edilmiştir. Kümülatif normal üstü getiriler (CAR) da C bölümünde sunulmuştur. Hedef firmanın sonraki aylarda kümülatif normal üstü getirileri (t_{-1} :%2,36*, t_0 :%12,80***, t_{+1} : %18,13** ve t_{+2} : %13,56*) pozitif ve %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Ancak olay öncesi dönemin altıncı

ayında (t_6), %10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olan negatif kümülatif normal üstü getiri göstermiştir.

Bölüm D: Gelişmekte Olan Piyasalardan Hedef Şirketler için Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Tablo 2.3'ün D bölümünde gösterildiği gibi, hedef şirketlerin 17 normal üstü getirisinden 11'i pozitif ve 17 normal üstü getiriden 6'sı negatif olarak bulunmuştur. Olay duyuru tarihinin normal üstü getirisi dışında, olay pencere dönemindeki normal üstü getirilerin geri kalanı istatistiksel olarak önemli bulunmamıştır. Ancak olay ilan tarihinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı normalüstü getiri (t_0 : %-9.146**) bulunmuştur. D bölümündeki hedef şirketler için kümülatif normal üstü getirileri pozitif bulunmuştur. Olay duyuru tarihinin kümülatif normal üstü getirisi dışında, olay penceresi dönemindeki kümülatif normal üstü getirilerin geri kalanı istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Ancak olay duyuru tarihindeki kümülatif normal üstü getiri (t_0 :%10.972**) pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Tablo 2.3 Hedef Şirketler İçin Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler

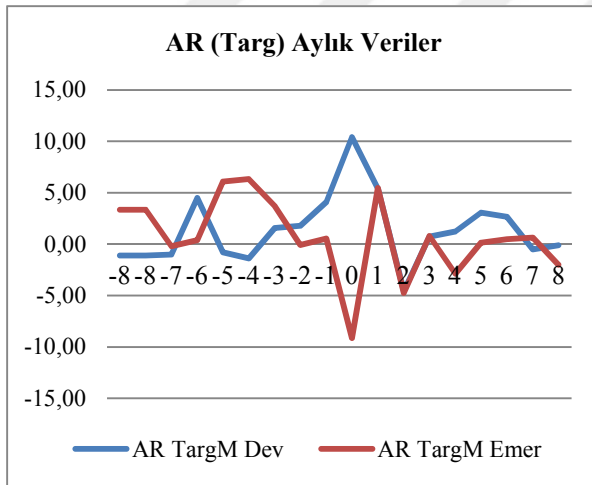
Bölüm C Gelişmiş piyasalar				Bölüm D Gelişmekte olan piyasa (BIST)		
Pencere	AR	T-Stat	CAR	AR	T-Stat	CAR
8	-0.12500	-0.05100	20.5700	-1.99990	-0.52890	8.758922
7	-0.52800	-0.21800	20.7000	0.62440	0.16510	10.75880
6	2.65400	1.09500	21.2300	0.47370	0.12530	10.13440
5	3.07200	1.26700	18.5700	0.12520	0.03310	9.660732
4	1.20900	0.49900	15.5000	-2.88830	-0.76390	9.535522
3	0.72800	0.30100	14.2900	0.77300	0.20440	12.42380
2	-4.5720*	-1.88300	13.560*	-4.75930	-1.25880	11.65080
1	5.423**	2.21000	18.10**	5.44330	1.43970	16.41010
0	10.4***	4.29300	12.8***	-9.146**	-2.41630	10.972**
-1	4.0825*	1.68300	2.3600*	0.53490	0.14150	20.10260
-2	1.78700	0.73700	-1.72000	-0.07060	-0.01870	19.56770
-3	1.55920	0.64300	-3.51000	3.71770	0.98330	19.63830
-4	-1.38120	-0.56900	-5.06000	6.33760	1.67620	15.92070
-5	-0.80420	-0.33200	-3.68000	6.08800	1.61020	9.583100
-6	4.4976*	1.85500	-2.8800*	0.38280	0.10120	3.495100
-7	-1.00430	-0.41400	-7.38000	-0.21450	-0.05670	3.112300
-8	-1.11320	-0.45900	-6.37000	3.32680	0.87990	3.326800

iii) Aylık Verilere Dayalı Hedef Şirketler İçin Normal Üstü Getiriler

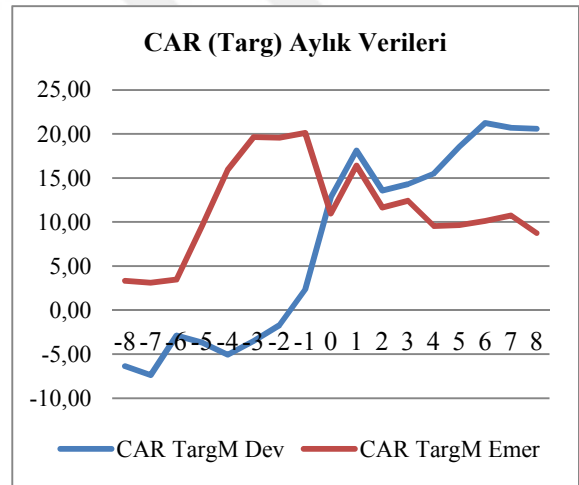
Şekil 2.5 (a), hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalardaki hedef şirketler için normal üstü getirileri göstermektedir. Şekil 2.5 (a)'nın gösterdiği gibi, her iki grup şirketi de özellikle olay duyuru tarihi civarında dalgalanmalar ve zıt tepkiler göstermiştir. Olay duyuru tarihinde, gelişmiş piyasalarda (AR TargM Dev) hedef şirketler için pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı normal üstü getiri ($t_0: \%10.972^{**}$) bulunmuştur. Gelişmekte olan piyasalardaki hedef şirketler için (AR TargM Emer) olay duyuru tarihinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı normal üstü getiri ($t_0: \% -9.146^{**}$) bulunmuştur.

iv) Aylık Verilere Dayalı Hedef Şirketler İçin Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Şekil 2.5 (b), hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda hedef şirketler için kümülatif normal üstü getirileri göstermektedir. Şekil 2.5 (b)'nin gösterdiği gibi, gelişmekte olan piyasalarda (AR TargM Dev) hedef şirketler için kümülatif normal üstü getiriler, olay duyuru tarihinden önceki altıncı ayda artmaya başlamış ve olay duyuru tarihinden önceki ilk aya kadar artmaya devam etmiştir. Öte yandan, gelişmiş piyasalardaki hedef şirketler için kümülatif normal üstü getiriler, olay duyuru tarihinden önceki dördüncü aydan itibaren artmaya başlamış ve olay pencere dönemleri boyunca artmaya devam etmiştir.



Şekil 2.5 (a) Aylık Verilere Dayalı Olarak Alıcı Şirketlerin Normal Üstü Getirileri



Şekil 2.5 (b) Aylık Verilere Dayalı Olarak Alıcı Şirketlerin Kümülatif Normal Üstü Getirileri

2.8.2. Birleşme ve Devralmalar (Günlük Verilere Dayalı) Olay Çalışması Analiz Sonuçları

Bölüm E: Gelişmiş Piyasalardan Alıcı Şirketler için Normal Üstü (AR) ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler (CAR)

Tablo 2.4 E Bölümü, gelişmiş piyasalarda alıcı şirketler için normal üstü getirilerin ve t-istatistiklerinin değerini göstermektedir. Bölüm E'deki sonuçlara göre, olay penceresi

dönemleri boyunca 10 pozitif normalüstü getiri ve 7 negatif normal üstü getiri (AR) bulunmuştur. Çalışmada, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olan normal üstü getiriler ($t_{.5}:\% 1.96^{**}$ ve $t_0:\% -1.45^*$) bulunmuştur. Bölüm E'de sunulan sonuçlar, olay penceresi dönemi boyunca alıcı şirketler için kümülatif normal üstü getiri (CAR) ve t-istatistiklerini de göstermektedir. Olay penceresindeki kümülatif normal üstü getirilerin çoğunun pozitif olduğu ve yalnızca iki kümülatif normal üstü getiri ($t_{.5}:\%2,095^{**}$ ve $t_0:\%1,490^*$) %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu bulunmuştur.

Bölüm F: Alıcı Şirketler için Gelişmekte Olan Piyasalardan Normal Üstü (AR) ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler (CAR)

Tablo 2.4'ün F Bölümü, gelişmekte olan piyasalardan alıcı şirketler için normal üstü getiri ve t-istatistiklerinin değerini sunmuştur. Bu bölümdeki sonuçlara göre olay penceresinde 12 normal üstü getiri pozitif, 5 tanesi negatif olduğunu bulunmuştur. Aşağıdaki normal üstü getiriler ($t_{+1}:\%1,760^{**}$ ve $t_{+2}:\%1,192^{**}$) %1 ve %5 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Öte yandan, takip eden günlerin F bölümünde sunulan kümülatif normal üstü getiriler ($t_{+1}:\%2.850^{***}$ ve $t_{+2}:\%4.043^{**}$) %1 ve %5 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduğubulunmuştur.

Tablo 2.4 Alıcı Şirketler İçin Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler

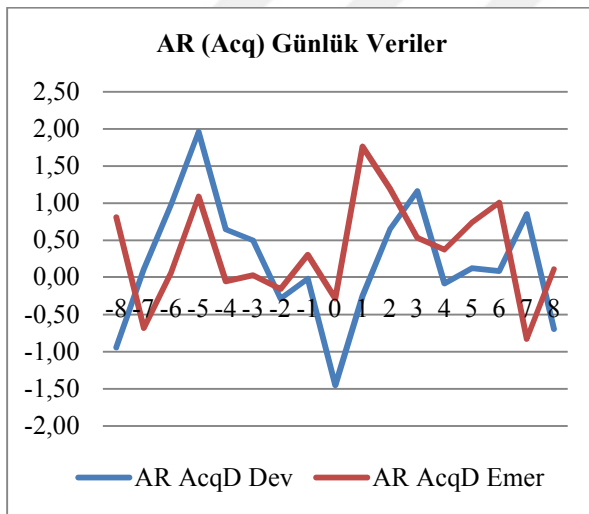
Bölüm E Gelişmiş piyasalar				Bölüm F Gelişmekte olan piyasa (BIST)		
Pencere	AR	T-Stat	CAR	AR	T-Stat	CAR
8	-0.6950	-0.9050	3.3408	0.11207	0.18972	5.98372
7	0.8510	1.1070	4.0362	-0.82780	-1.40133	5.87173
6	0.0850	0.1100	3.1856	1.00807	1.70650	6.69952
5	0.1230	0.1590	3.1010	0.74023	1.25309	5.69145
4	-0.0830	-0.1080	2.9785	0.37520	0.63516	4.95122
3	1.1640	1.5140	3.0614	0.53498	0.90564	4.57602
2	0.6510	0.8470	1.8977	1.192**	2.01609	4.043**
1	-0.2510	-0.3260	1.2465	1.76***	2.91645	2.85***
0	-1.450*	-1.8790	1.497*	-0.28536	-0.48306	1.12722
-1	-0.0160	-0.0210	2.9419	0.30628	0.51849	1.41264
-2	-0.2840	-0.3690	2.9577	-0.15386	-0.26046	1.10633
-3	0.5010	0.6510	3.2418	0.02900	0.04910	1.26022
-4	0.6460	0.8410	2.7412	-0.05087	-0.08612	1.23124
-5	1.96**	2.5470	2.095**	1.08938	1.84415	1.28203
-6	0.9760	1.2700	0.1376	0.06473	0.10958	0.19274
-7	0.1070	0.1390	-0.8390	-0.68035	-1.15173	0.12793
-8	-0.9450	-1.2300	-0.9450	0.80828	1.36829	0.80834

i) Alıcı Şirketler İçin Günlük Verilere Dayalı Normal Üstü Getiriler

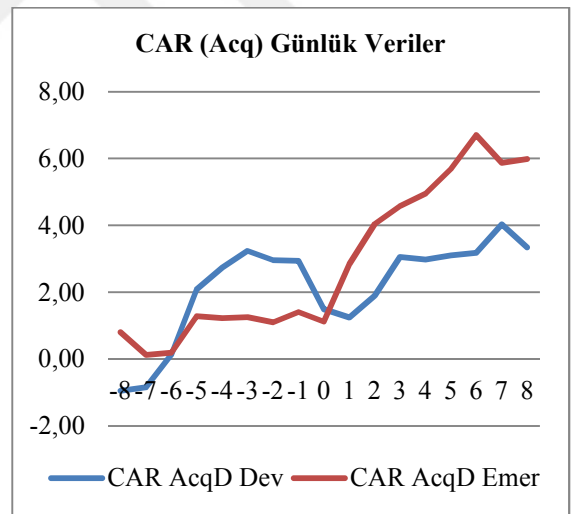
Şekil 2.6 (a), hem gelişmiş (AR AcqD Dev) hem de gelişmekte olan piyasalardan (AR AcqD Emer) alıcı şirketler için yüksek normal üstü getiri dalgalanmalarını göstermektedir. Grafikten de görebileceğiniz gibi, normalüstü getiriler çoğu zaman birlikte hareket eder ve bu, iki piyasa arasında yakın bir bağlantı olduğu şeklinde yorumlanabilir. Gelişmiş piyasalardan (AR AcqD Dev) alıcı şirketler için olay duyuru tarihinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı normal üstü getiri bulunmuştur. Gelişmekte olan (AR AcqD Emer) piyasadan alıcı şirketler için olay duyuru tarihinde olumsuz ve istatistiksel olarak önemsiz normalüstü getiri bulunmuştur.

ii) Alıcı Şirketler İçin Günlük Verilere Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Şekil 2.6 (b) alıcı şirketlerin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalardan kümülatif normal üstü getirilerini göstermektedir. Bu şekilde sunulan sonuçlara göre, her iki piyasadan da birikimli normal üstü getiriler, özellikle olay duyuru tarihinden sonra artarak aynı yönde hareket etmiştir ve bu iki piyasa arasındaki güçlü bir bağlantısı var olduğunu göstermektedir.



Şekil 2.6 (a) Aylık Verilere Dayalı Olarak Alıcı Şirketlerin Normal Üstü Getirileri



Şekil 2.6 (b) Aylık Verilere Dayalı Olarak Alıcı Şirketlerin Kümülatif Normal Üstü Getirileri

Bölüm G: Gelişmiş Piyasalardan Hedef Şirketler için Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Tablo 2.5'in G bölümündeki sonuçlara dayanılarak, aşağıdaki normalüstü getirilerin (t_{-6} : %1,19**; t_{-4} : %1,01*; t_{-2} : %1,06** ve t_{+3} : %2,20***) sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. Öte yandan, aşağıdaki kümülatif normal üstü getirilerin (t_{-6} : %0,38**; t_{-4} : %1,32*; t_{-2} : %2,36** ve t_{+3} : % 4,45**) aynı şekilde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur.

pozitif olduğu ve %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur.

Bölüm H: Gelişmekte Olan Piyasalardan Hedef Şirketler için Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Tablo 2.5'te gösterilen Bölüm H'de, hedef şirketlerin 6 normal üstü getirisinin pozitif, 11 normal üstü getirisinin de negatif olduğu bulunmuştur. Olay duyuru tarihinin normal üstü getirisi (t_0 : %-3.11**) dışında, olay penceresindeki normalüstü getirilerin geri kalanı istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Hedef şirketler için kümülatif normal üstü getiriler Bölüm H'de sunulmuştur. Hedef şirketler için kümülatif normal üstü getiri değerlerinin tümü negatiftir. Aşağıdaki kümülatif normal üstü getiriler (t_0 : %-5.80**; t_{+2} : %-2.409** ve t_{+5} : % 2.644**) istatistiksel olarak anlamlı bulunan tek kümülatif normal üstü getirilerdir.

Tablo 2.5 Hedef Şirketler İçin Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Bölüm G Gelişmiş piyasa				Bölüm H Gelişmekte olan piyasa		
Pencere	AR	T-Stat	CAR	AR	T-Stat	CAR
8	0.2008	0.37290	6.37370	-0.48340	-0.34020	-4.5965
7	0.3960	0.73550	6.17290	-0.60580	-0.42640	-4.1132
6	0.6353	1.17990	5.77690	0.98460	0.69290	-3.5073
5	0.5769	1.07130	5.14150	2.6440*	1.86080	-4.492*
4	0.0167	0.03100	4.56460	0.80510	0.56670	-7.1358
3	2.20***	4.07240	4.55***	2.05830	1.44860	-7.941
2	1.060**	1.96170	2.3550**	-2.4090*	-1.69550	-9.999*
1	0.0678	0.12580	1.29870	-1.78520	-1.25640	-7.5902
0	-0.1820	-0.33900	1.23090	-3.114**	-2.19140	-5.805**
-1	-0.2290	-0.42500	1.41320	1.39990	0.98530	-2.6914
-2	0.5870	1.08970	1.64230	-1.96010	-1.37950	-4.0913
-3	-0.2660	-0.49300	1.05550	-0.56010	-0.39420	-2.1312
-4	1.010*	1.88250	1.3211*	-0.85380	-0.60090	-1.5711
-5	-0.0730	-0.13600	0.30750	-0.38770	-0.27280	-0.7173
-6	1.190**	2.22060	0.381**	-0.00520	-0.00370	-0.3296
-7	-0.1830	-0.34100	-0.81500	0.30180	0.21240	-0.3244
-8	-0.6320	-1.17300	-0.63100	-0.62620	-0.44070	-0.6262

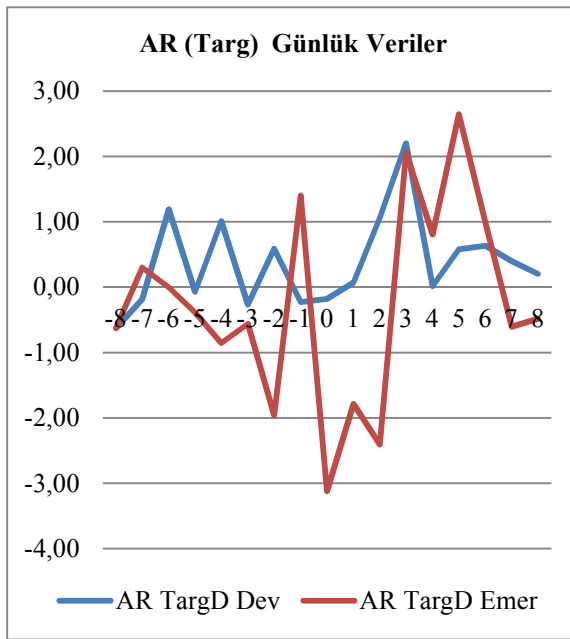
iii) Günlük Verilere Dayalı Hedef Şirketler İçin Normal Üstü Getiriler

Şekil 2.7 (a), hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalardan hedef şirketler için normal üstü getiriler sunmaktadır. Şekil 2.7 (a)'nın gösterdiği gibi, gelişmekte olan piyasadaki hedef şirketlerin (AR TargD Emer) dalgalanmaları, gelişmiş piyasalardaki hedef şirketlerin (AR TargD Emer) normal üstü getiri dalgalanmalarından daha fazladır. Olay duyurusu

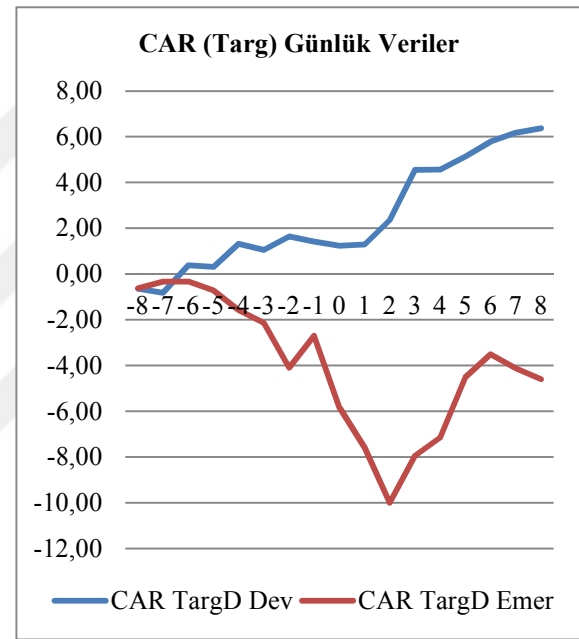
tarihinde, gelişmekte olan piyasalardan hedef şirketlerin yüksek bir normal üstü getiri düşüşü gözlemlenmiştir.

iv) Günlük Verilere Dayalı Hedef Şirketler İçin Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Şekil 2.7 (b), hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalardan hedef şirketler için kümülatif normal üstü getirileri (CAR) göstermektedir. Şekil 2.7(b)'nin gösterdiği gibi, gelişmekte olan piyasadaki (CAR TargM Emer) hedef şirketler için kümülatif normal üstü getiriler, olay duyuru tarihinden önceki altıncı günde düşüşe başlamış ve olaydan sonraki ikinci güne kadar düşmeye devam etmiştir.



Şekil 2.7 (a) Günlük Verilere Göre Hedef Şirketlerin Normal Üstü Getirileri



Şekil 2.7 (b) Günlük Verilere Göre Hedef Şirketlerin Kümülatif Normal Üstü Getiriler

2.8.3. Regresyon Analizi Sonuçları

Durağan verileri kullanmak regresyonda objektif sonuçlar elde etmek için, çok önemlidir. Dolayısıyla, regresyonu çalıştırmadan önce, modelin sağlamlığını ve sağlıklılığını doğrulamak için (birim kök testi, normallik testi, seri korelasyon testi ve heteroskedasticity testi) gibi birkaç tanısal test yapılması gerekmektedir. Çalışmada, öncelikle bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu veya başka bir sorun olup olmadığına yönelik olarak yukarıdaki bahsettiğim tane testleri gerçekleştirilecektir.

2.8.3.1. Durağanlık Testleri

Tablo 2.6'daki birim kök test sonuçlarına göre, test edilen tüm değişkenler seviyede durağan değildi, ancak ilk farkta hepsi durağan hale gelmiştir.

Tablo 2.6 Birim Kök Testi

Augmented Dicky Fuller Test			Augmented Dicky Fuller Test		
Sıfır derece (At Level)			Birinci derece (1 st difference)		
Değişkenler	T-istatistik	P-değeri	Değişkenler	T-istatistik	P-değeri
ROA	-1.015043	0.92880	ROA	-9.698679	0.00000
CARL	0.003325	0.67730	CARL	-9.465544	0.00000
ATR	-0.57879	0.46000	ATR	-8.747741	0.00000
DAR	-0.298744	0.57110	DAR	-7.173182	0.00000
DER	-3.10771	0.11950	DER	-5.943195	0.00010
LnASSET	-1.624319	0.46020	LnASSET	-8.287694	0.00000
BVPS	-0.204342	0.60570	BVPS	-7.424308	0.00000
EPS	-0.491905	0.49570	EPS	-6.179007	0.00010
DPS	-2.328088	0.40950	DPS	-6.557329	0.00000
MKV	-2.834111	0.19460	MKV	-6.008457	0.00010

2.8.3.2. Çoklu Doğrusallık Testi

Değer enflasyon faktörü testi (VIF), regresyondaki değişkenlerin eşdoğrusallığını ölçer. Değer enflasyon faktör testi, modelin güvenilirliğini etkileyebilecek faktörlerin birbirleriyle ilişkili olup olmadığını göstermektedir. Tablo 2.7'deki değer enflasyon faktörü test sonuçlarına (mean VIF = 2.80) dayanarak, çalışma modelde çoklu-eş-doğrusallık sorunu olmadığını söyleyen sıfır hipotezini kabul etmiştir.

2.8.3.3. Heteroskedastisite Testleri

Heteroskedastisite testinin Breusch-Pagan-Godfrey'i, varyans hatalarının homoskedastisite (eş varyanslık) veya heteroskedastisite (değişen varyans) olup olmadığını doğrulamak için kullanılmaktadır. Homoskedastisite, varyans hatalarının aynı saçılımı olduğu anlamına gelmektedir. Heteroskedastisite, varyans hataları farklı şekilde dağıldığı anlamına gelmektedir. Tablo 2.7'deki heteroskedastisite test sonuçlarına göre, olasılıkların %5'ten fazla olduğu bulunmuştur. Bu nedenle çalışmada, varyans hatalarının sürekli olarak dağıldığını veya varyans hatasının aynı dağıtıma sahip olduğunu söyleyen sıfır hipotezini kabul etmiştir.

2.8.3.4. Model Spesifikasyon Testi

Model spesifikasyon hatası, regresyonda ilgili bir faktörün ihmalinden kaynaklanır ya da alakasız faktörler dahil edildiğinde, bağımlı değişkendeki varyanslar dahil edilen değişkenlerle yanlış ilişkilendirilebilir. Model spesifikasyon problemi, bağımsız hataları şişirdiği ve tahmini katsayıları bozduğu için regresyon sonuçlarını güvenilmez kılar. Bu nedenle çalışma model spesifikasyon testleri yapmıştır. Tablo 2.7'de sunulan test

sonuçlarına ($p=0.781>0.05$) dayanarak, bu regresyonun model spesifikasyon problemi olmadığını söyleyebiliriz.

2.8.3.5. Normallik Testi

Tablo 2.7'den kalıntı sonuçları test etmesi için, Shapiro-Wilk Normallik Testinde ($p\text{-değeri} = 0.837>0.05$) dayanarak, veri kalıntılarının normal bir dağılım izlediğini belirten sıfır hipotezi (H_0) kabul edilmiştir.

2.8.3.6. Regresyon Analizi Sonuçları

Yaptığımız regresyon analizi, Aktif Karlılığı (ROA) bağımlı değişken iken, Cari Oran (CARL), Asit Test Oranı (ATR), Borç-Varlık Oranı (DAR), Borç-Özsermaye Oranı (DER), Şirket Büyüklüğü (LnASSET), Hisse Başına Defter Değeri (BVPS), Hisse Başına Kazanç (EPS), Hisse Başına Temettü (DPS) ve Hisse Başına Piyasa Değeri (MKV) bağımsız değişkenlerdir.

Tablo 2.7 Regresyon Analiz Sonuçları

Bağımlı değişkeni: ROA				
Değişkenler	Katsayıları	Robust Std. hata	T-Stat	P-değer
Cons	0.0000397	0.002566	0.020000	0.98800
CARL	-0.0067916	0.015509	-0.440000	0.66500
ATR	0.0016337	0.021758	0.080000	0.94400
DAR	0.0597000	0.017877	3.341000	0.00200
DER	0.0116644	0.012636	0.920000	0.36400
LnASSET	0.0525000	0.011333	4.630000	0.00000
BVPS	5.54e0800	1.34e060	0.040000	0.96700
EPS	-8.24e062	0.000010	-0.630000	0.53400
DPS	-0.223106	0.190050	-1.172000	0.25000
MKV	1.09e0820	3.18e080	0.342000	0.73400
R-kare	0.2780			
F (3, 39)	6.2920			
Olasılık > F	0.0000			
Gözlem sayısı	38			

Çoklu doğrusallık, varyans enflasyon faktörü testi VIF= 2.80

Değişen varyans, Breusch-Pagan / Cook-Weisberge testi, $P = 0.4236 > 0.10$

Model özellikleri, model özellikleri için RESET testi, $P = 0.781 > 0.10$

Normallik testi, Kalıntılar için Shapiro-Wilk Normallik testi, $P = 0.837 > 0.05$

Not: ***, **, * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 seviyelerinde istatistiksel önemi ifade eder

$$ROA = 0.000397 - 0.006792CARL + 0.001634ATR + 0.059685DAR + 0.0116644DER + 0.0524599LnASSET + 0.00000005246BVPS - 0.00000825EPS - 0.022310DPS + 0.0000000109MKV + e_i$$

Tablo 2.7'de sunulan regresyon analiz sonuçları, borç-varlık oranının (DAR) ve varlıkların doğal logaritmasının (LnASSET) %1 düzeyinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu saptanan sadece iki bağımsız değişken olduğunu göstermiştir ve geriye kalan bağımsız değişkenler (CARL, ATR, DER, BVPS, EPS, DPS and MKV) istatistiksel olarak anlamlı olmadığını tespit edilmiştir. Borç/varlık oranı (DAR), şirketin finansal kaldıraç oranını göstermektedir. Firmanın alacaklılar tarafından finanse edilen toplam varlık yüzdesini açıklar. Kaldıraç oranı, şirketin nasıl büyüdüğünü ve dönem boyunca varlıklarını nereden aldığını göstermektedir. Yatırımcılar bu oran, şirketin yatırımlarının getirileri ödeyip ödeyemeyeceklerini değerlendirmek için kullanmaktadır.

Borç/varlık oranı, bağımlı değişken üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir. İstatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı olan 0.059685 katsayısına sahiptir. Dolayısıyla, borç/varlık oranı (DAR) her dolarlık artış için bağımlı değişkene % 5.969 oranında artacaktır. Şirket büyüklüğü faktörü (LnASSET), bağımlı değişkene olumlu katkıda bulunur. Şirket büyüklüğü katsayısı 0,0525'tir ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlıdır. Toplam varlıklardaki her dolarlık artış için bağımlı değişkenin %5,25 artacağı yorumlanmaktadır.

2.9. Sonuç

Bu çalışmanın amacı, birleşme ve devralma olay duyurusunun alıcı ve hedef firmaların hisse senedin fiyat getirisini etkilemekte olup olmadığını incelemektir. Bu çalışmada, farklı ülkelerde 16 borsadaki listelenen 200 şirketten oluşturmaktadır. Çalışmada, iki farklı analizi uygulanmıştır: (1) Olay çalışma metodolojisi, ve (2) Regresyon analiz yöntemi. Olay çalışması yukarıda belirtilen şirketlerden gelen 2015-2019 yılları arasındaki verilere dayanırken, regresyon analizinde kullanılan veriler şirket bilançosundan 2018-2000 yılları arasında toplanan çeyrek verilere dayanmıştır.

Aylık Verilere Dayalı Olay Çalışma Sonuçları: Çalışma bulgularının gösterdiği gibi, olay duyurusu tarihinde alıcı şirketlerin normalüstü (AR) ve kümülatif normal üstü getirilerinden (CAR) her iki piyasanın da istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Alıcı şirketlerin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalardan ortalama normal üstü getirileri (AR) sırasıyla %0,22 ve %1,01 olarak bulunurken, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda listelenen alıcı şirketlerin ortalama kümülatif normal üstü getirileri (CAR)

sırasıyla %6,36 ve %10,38 olarak bulunmuştur. Bununla birlikte, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda listelenen alıcı şirketler için tüm pencere döneminin ortalama normal üstü getirileri (AAR) sırasıyla %0,22 ve %1,01 iken, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda listelenen şirketler için tüm pencerede ortalama kümülatif normal üstü getiriler (MCAR) sırasıyla %6,36 ve %10,38 olarak bulunmuştur.

Öte yandan, hedef şirketlerden olay çalışması sonuçları değerlendirildiğinde, olay duyurusu tarihinde her iki piyasada işlem gören hedef şirketler için normal üstü ve kümülatif normal üstü getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Gelişmiş borsalarda işlem gören hedef şirketler için olay ilan tarihinde pozitif normal üstü getiri (%10,40) bulunurken, gelişmekte olan borsalarda listelenen hedef şirketler için olay ilan tarihinde negatif normal üstü getiri (%-9,15) bulunmuştur. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda listelenen hedef şirketler için tüm pencere döneminin ortalama normal üstü getirileri (AR) sırasıyla %1,523 ve %0,515 iken, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde listelenen hedef şirketler için tüm pencerenin kümülatif normal üstü getirileri sırasıyla %7.477 ve %11.474 olarak bulunmuştur.

Günlük verilere dayalı olay çalışma sonuçları: Bu çalışmada ayrıca günlük verilere dayalı bir olay çalışması analizi yapılmıştır. Çalışma bulguları, olay ilan tarihinde, gelişmiş borsalarda işlem gören alıcı şirketler için istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlı olan normal üstü ve kümülatif normal üstü getiri tespit edilmiştir. Ancak, olay duyurusu tarihinde gelişmekte olan piyasalarda işlem gören alıcı şirketler için normal üstü ve kümülatif normal üstü getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu bulunmuştur. Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda listelenen alıcı şirketler için tüm pencere döneminin ortalama normal üstü getirileri sırasıyla %0,196 ve %0,354 iken, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde listelenen alıcı şirketler için tüm pencerenin ortalama kümülatif normal üstü getirileri sırasıyla %2,157 ve %2,895 olarak bulunmuştur.

Ancak, gelişmiş piyasalarda listelenen hedef şirketler için normal üstü getiri (AR), olay duyuru tarihinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Gelişmekte olan piyasalarda listelenen hedef şirketler için normal üstü getiri (AR) olay duyuru tarihinde istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda listelenen hedef şirketler için tüm olay penceresinin ortalama normal üstü getirileri (AR) sırasıyla %0,375 ve %-0,271'dir. Öte yandan, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda işlem gören alıcı şirketler için tüm olay penceresinin kümülatif ortalama normal üstü getirileri sırasıyla %2,479 ve %-3,982 olarak bulunmuştur.

Regresyon Analiz Sonuçları: Tablo 2.7'deki sunulan regresyon analizi sonucu, r-kare katsayısının 0.278 olduğunu, yani bağımlı değişkendeki varyansın %27.80'inin çalışmaya dahil edilen bağımsız değişkenlerle açıklandığını göstermektedir. Modelin f-istatistiği ve p-değeri sırasıyla 6.292 ve 0.0000'dir. Bu modelin %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ve bu modelin kabul edilebilir olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, tüm bağımsız değişken katsayılarının birlikte sıfıra eşit olduğunu söyleyen sıfır hipotezini reddedilmiştir. Regresyon katsayısı modeldeki diğer faktörleri sabit tutarken bağımsız değişkende bir birim değişiklik için bağımlı değişkende ortalama değişikliği temsil etmektedir. Beta katsayısının işareti, bağımsız bir değişkenin bağımlı değişkene etkileyebileceği yönü göstermektedir.

Borç-varlık oranı ve varlıkların doğal logaritması %1 düzeyinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunan tek bağımsız değişkenlerdir. Geriye kalan bağımsız değişkenler istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Aktif karlılık oranı, borç-varlık oranı ve varlıkların doğal logaritması artışından etkilenir. Bu bağımsız değişkenlerin büyüme trendinin artmasının otomatik olarak bağımlı değişken bir artışa yol açacağını belirtmektedir. Dolayısıyla, bu çalışma sonuçlarına dayanarak yöneticilerin şirket karlarını artırmak için bu faktörlere dikkat etmeleri tavsiye edilmektedir. Böylece şirket hissedarlarının getirisi en üst düzeye çıkarılabilecektir. Yatırımcıların yatırım kararlarını almadan önce bu faktörleri dikkate almaları tavsiye edilir çünkü bu faktörlerin aktif getiriye olumlu etkilediği görülmüştür.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE İHRAÇ DUYURUSUNUN KURUMSAL FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

3.1. Çalışmanın Arkaplanı

Serbest piyasa ekonomisi çağında hemen aklımıza gelen şey serbest piyasa ekonomisi için kaçınılmaz bir faktör olan rekabettir. Bu nedenle rekabetçi pazarlarda kalmak için şirketler her zaman düzenli bir büyüme içinde olmalı ve değer yaratmalıdır. Ancak şirketin genişlemesi için gereken sermayeyi dahili olarak finanse etmek her zaman mümkün olmayabiliyor. Bu yüzden gerekli finansmanı elde etmek için yaygın seçenekler şunlardır:

- Hisse senedi ihracı
- Tahvil ihracı ve
- Dağıtılmamış karlar

Bu nedenle finansal hiyerarşi teorisine göre, yöneticiler öncelikle içsel fonları (örneğin dağıtılmamış karlar), sonra piyasadan borç kullanımı ve en son olarak hisse senedi ihracına başvurmayı tercih etmektedirler. Bilgi asimetrisi hipotezine istinaden ise, iki taraftan biri ürün hakkında diğer taraftan daha fazla bilgiye sahip olduğunda bilgi asimetrisinin mevcut olduğunu söylemek mümkündür. Ekonomik bir işlemde taraflardan biri işlem hakkında diğer tarafa göre daha fazla bilgiye sahip olduğunda asimetric bilgi vardır. Finansal hiyerarşi teorisi düşük maliyetli finansmantan yüksek finansman maliyetine kadar giden bir finansman tablosudur. Örneğin, dağıtılmamış karlar bir iç finansmandır ve şirket maliyetsiz kullanabilir. Diğer iki finansman kaynağı tahvil bonusu ve hisse senedi ihracı dışı gelen bir finansman olduğu için elbette bir maliyeti (tahvil bonusu için faiz, hisse senedi için de kar payı veya temettü) vardır.

Belirsizlik ve bilgi asimetriden dolayı hisse senedin ihraç maliyetleri tahvil bonusu ihraç maliyetlerinden daha yüksektir. Şirket yöneticileri her zaman şirketin performansı riskleri ve gelecekteki beklentileri hakkında yatırımcılar (hissedarları) ve alacaklılardan (kredi verenleri) daha iyi bilgiye sahiptir. Bu nedenle, bilgi asimetrisi risklerini telafi etmek için dış finansman sahipleri normalde alacakları riske karşı daha yüksek bir getiri talep ederler. İlk halka arz, özel bir şirket tarafından kamu yatırımlardan para toplamak için yatırım bankası (underwriters) aracılığıyla bu yeni şirket hisseleri ilk kez halka

sunabilmektedir. Özel bir şirket halka açık bir şirket olmak büyük bir dönüşümdür. Şirketlerin halka açılma için bazı nedenleri şunlardır:

- Kârlı bir projeyi finanse etmek
- İşletme genişletmeyi
- Yeni bir makine veya yeni ekipman satın almak
- Birleşme ve devralmalar için ödeme yapma
- Arazi veya bina satın alma

3.2. İlk Halka Arzlar (IPO)

Özel bir şirket ilk halka arz planladığında önce bu amaçla bir ekip oluşturan bir yatırım bankası (underwriter) ile irtibata geçer, daha sonra hisselerin halka açık olarak işlem göreceği bir borsa seçmektedir. Yatırım bankası, şirketlerin özellikle yeni şirketlerin menkul kıymetlerini borsalara tanıtmasına yardımcı olan bir bankasıdır veya çıkarılan hisse senedi ve tahvillerin tamamını veya bir kısmını satacağını garanti eden bir kurumdur. Yatırım bankasının sorumluluğu, durum tespiti yapmaktır. Durum tespiti, banka (underwriter) tarafından yeni şirketin sağlıklı olduğundan emin olmak için yapılan bir denetimdir. Özen göstermenin yanı sıra, bu ekibi gerekli belge hazırlıkları, dosyalama, pazarlama ve ilk halka arzların düzenlenmesi işlemlerini de yapmaktadırlar. İlk halka arz ekibi, avukatlar, yeminli mali müşavirler ve takas komisyonun uzmanlardan oluşmaktadır. Bu ekip, menkul kıymetler ve borsa komisyonu listeleme yasalarının öngördüğü şekilde şirketle ilgili gerekli belgeleri toplanmaktadır.

3.3. Dönemsel Halka Arz Tanıtımı (SEO)

İlk halka arzlardan sonra çıkartılan tüm hisse senedleri, dönemsel halka arz teklifleri, olarak adlandırılır. Dönemsel halka arzın tekliferi, halihazırda birincil halka arz teklifleri tamamlamış olan bir firma tarafından yapılan bir hisse senedin ihracıdır. Firmalar faaliyetleri boyunca ek finansman ihtiyacı doğabilmektedir.

Üç temel dönemsel halka arz teklifi (seasoned equity offerings) yöntemi vardır: (1) Rüçhan hakkı, (2) Halka arz teklifleri, and (3) Özel plasman

3.3.1. Rüçhan Hakkı

Rüçhan Hakkı (rights issues), şirketin mevcut hissedarlarına kendilerine tahsis edilen oransal payları belirli bir fiyatta ve belirli bir süre içinde satın almaları için verilen bir tekliftir. Bu hakkı kullanmak bir zorunluluk değildir, ancak mevcut hissedarların mevcut hisse senetlerinin gelecekteki seyrilmesini telafi edecek piyasa fiyatı üzerinden

indirimli yeni hisse satın alma davetidir. Seyreltme, şirketin net kârının daha fazla hisse sayısına yayılması nedeniyle oluşur. Bu nedenle, şirketin hisse başına kazanç hisse dilüsyonunun sonuçları nedeniyle azalacaktır. Halka Arzlar (public offerings) doğrudan kamu yatırımcılarına yeni hisseler verildiğinde ifade etmektedir. Özel Plasman (private placements), hisse senetleri sadece kurumsal yatırımcılar gibi belirli yatırımcı gruplarına verildiği zaman özel plasman ya da özel yerleşim denir.

3.3.2. İlk Halka Arz Süreci

Yeni bir şirket halka açılmaya karar verdiğinde önce borsada listelenmelidir. Bunu yapabilmek için yeni şirketin halka arz işlemi yapması gerekmektedir.

Tablo 3.1 İlk Halka Arz Süreci

1.	Araştırma
2.	Sigortacı (Underwriter)
3.	Pazarlama
4.	Fiyat belirleme
5.	Tahsis ve
6.	Listeleme ve Ticaret

3.3.3. Halka Arz Sürecinde Yer Alan Adımlar

Halka arz işlemine katılan her adım aşağıda açıklandığı gibi belirli bir faaliyette gerçekleştirilmelidir:-

Adım 1: *Araştırma*, kamu piyasasına girmek isteyen özel bir şirketin yürütmesi gereken adımdır. Böyle bir araştırmayı yürütmek için yeni şirket sigortacı genellikle bir yatırım banka ile birlikte araştırmayı yapacak uzman bir ekip oluşturulacaktır. Sigortacı yada yatırım bankası (underwriter) araştırma departmanı genellikle makroekonomik ilgili göstergeler, sektöre ilişkin faktörler ve şirkete özgü faktörler gibi birçok farklı faktörü değerlendiren kapsamlı bir rapor oluşturacak araştırmalar yapar, hatta bu tür araştırmalar bazen ülke ve jeopolitik konuları göz önünde bulundurur. Finans terminolojisinde böyle bir araştırmaya durum tespit (a due diligence) raporu denir. Durum tespiti, sigortacı yada yatırım bankası (underwriter) tarafından kamu borsaya list olmaya isteyen yeni bir şirket üzerinde yapılan bir denetimdir.

Adım 2: *Sigortacı (underwriter)* araştırmadan sonra gelmektedir ve sigortacı çok önemli bir rol oynamaktadır, yeni şirketi listelemek için borsa piyasasına ve borsa komisyonu yetkililerine dosyalanması gereken prospektüs belgesinin hazırlanması gibi işler yapmaktadır. Araştırma aşamasında toplanan veriler prospektüs belgesinin

hazırlanması için kullanılacaktır. Borsa ve komisyon makamlarından borsa ve hisse senedi alım satım onayı alabilmek için diğer gereklilikler de yerine getirilmelidir. Halka arzları yönetecek ve satacak sigorta şirketleri sendikası oluşturmak da önemlidir.

Adım 3: Pazarlama, halka arzın farkındalık veren üçüncü kısmıdır. Lider yönetici diğer sendikalarla birlikte bu rolü üstlenir ve dünya genelinde farklı kurumlara ulaşmanın yol haritasını çıkarır. Medya kapsamı, yaklaşmakta olan halka arz konusunda perakende yatırımcı farkındalığı oluşturmak için çok önemlidir.

Adım 4: Fiyat belirleme, halka arz hisse fiyatının belirlendiği dördüncü kısmıdır. Halka arz pay fiyatının belirlenmesini genellikle iki yolu vardır:

- 1) Hisse senedin sabit fiyatı belirlemek için firma değerlendirmesi
- 2) Hisse senedin fiyat belirlemek için kitap oluşturma

Sabit Fiyat Belirlemesi, halka arz eden şirket sigortacıyla (underwriter) birlikte yeni şirketin varlıklar, borçlar, riskler ve tüm finansal beklentileri de dahil değerlendirir. Bu tür değerlendirmelerin sonuçlarına dayanarak hisse senedin sabit fiyat tekliflerini belirlenir.

Kitap Oluşturma teklifinde yatırımcılara hisse senetlerinde %20'lik bir fiyat bandı (tavan ve taban fiyat) verilir daha sonra yatırımcılara satın almak istedikleri hisse miktarı için teklif vermekte serbesttir ancak sundukları fiyatı, fiyat bandında olmalıdır. Teklif sonuçlarına göre, yeni şirket yüklenici ile birlikte genellikle taban fiyatı ile tavan fiyatı arasında nihai hisse senedin fiyatına karar verirler.

Adım 5: Dağıtım, fiyat belirleme aşaması tamamlandıktan sonra gelir ve yatırımcılara hisse tahsis etmeye başlayacaktır. Birinci öncelik sigortacı, ikinci öncelik ise halka arz sürecine katılan kurum ve bayilere verilecektir.

Adım 6:Listeleme ve alım satım, halka arz pay alım satımı, dağıtım aşaması tamamlandıktan sonra başlar, şirket hisseleri listelenir ve hisse senetleri ikincil piyasada alınıp satılır. Şimdi yeni şirket halka açık bir şirket olmuştur. Hisse senetleri ve tahviller çıkararak kamudan para toplayabilir.

3.4. İlk Halka Arzın Düşük Fiyatlandırılmasına Neden Olan Faktörler

New York Times dergisi tarafından yayınlanan “Neden I.P.O. Düşük Fiyatlandırılır” başlıklı rapora göre ABD’de son 50 yılda halka arzın düşük olduğunu göstermiştir. Örneğin Amerika’da ortalama halka arz düşük fiyatının %16,8 olduğunu göstermiştir. Halka arz düşük fiyatlaması dünya çapında bir olgudur. Örneğin, Çin’de düşük fiyat ciddiye, 1990’dan 2010’a kadar ortalama fiyat yüzde 137.4’tür. İngiltere’de, IPO düşük fiyat ortalaması 1959’dan 2009’a kadar yüzde 16.3’tür. Aynı sonuçlar birçok

ülkede gözlenmiştir ve halka arzları düşüktür ortalama yüzde 20'nin üzerindedir (Solomon, 2011).

Şimdi Soru Şu Ki,

Halka arz neden düşük fiyatlandırılır? ve

Dünya çapında bir fenomen yapan sebebi nedir?

Halka arzın düşük fiyatlandırmasının birçok araştırmacının gözünü çeken ilginç bir konu olduğu ve borsada yaygın olarak araştırılan normalüstülerden biri olduğu bir gerçektir. Bu çalışmalardan geçerek halka arzın düşük olmasına neden olan bazı faktörler şunlardır?

Bilgi Asimetrisi: bilgi asimetrisi yatırımcılar arasında var olan bilgi asimetrisi nedeniyle halka arz düşük fiyat olmayı sebep olur. Kazanan Lanet (Winner's curse) teorisi, bu olay açıklar. En iyimser olan yatırımcılar varlığa gerçek değerinden daha fazla değer verirken bu fenomen ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, aşırı fiyatlandırılmış halka arzlar tamamen kazananlara tahsis edilir ve bu da olumsuz getiriyi yol açar. Kazançtan ziyade kayıp nedeniyle kazananın lanet teorisi denir. Aşırı fiyatlı bir varlık teklif verdiği için kendilerini lanetlemeye başlarlar (Korsten, 2018: 7).

Rock (1985: 187) tarafından yapılan bir araştırmaya göre yatırımcılar arasında bilgi asimetrisinin varlığını açıklamıştır. Rock halka arzları yatırımcıları iki gruba ayırmıştır: Bilgilendirilmiş yatırımcılar, ve Bilgisiz yatırımcılar. Bilgilendirilmiş yatırımcıların bilgisi, bilgisiz yatırımcılardan üstündür. Halka arz payları beklenen değerinde fiyatlandırılırsa, bilgili yatırımcılar bilgisiz yatırımcılardan daha fazla satın alacaklardır. Diğer taraftan, halka arz payları beklediklerinden daha yüksek bir değerle fiyatlandırılırsa, bilgilendirilmiş yatırımcılar piyasadan çekilirler ve satın almayacaklardır. Bu şekilde, bilgisiz yatırımcılar aşırı fiyatlandırılmış hisseleri teklif edeceklerdir. Piyasa, bilgisiz yatırımcıların katılımına da bağlıdır. Onların katılımları sağlamak için halka arz sunan şirketi, bilgisiz yatırımcıların beklenen getirilerini artırmalıdır. Bu nedenle, ilk halka arz hisselerin fiyatı, bilgisiz yatırımcıların katılımını motive etmek için düşünülmektedir.

Belirsizlik: belirsizlik halka arzların düşük olmasına neden olan çok önemli bir faktördür. "İlk Halka Arz ve Fiyat Düşüşünün Nedenleri" konusunda yapılan birçok çalışma, belirsizliğin halka arzların düşük olmasına neden olan ana faktörlerden biri olduğunu doğrulamıştır. Belirsizlik ile halka arz düşük fiyatlama arasında pozitif bir ilişki vardır. Belirsizlik ne kadar yüksek olursa halka arz o kadar düşük olur ve bunun tersi de geçerlidir (Beatty ve Ritter, 1984: 213). Bununla birlikte, ilk halka arz yapan şirket, bu belirsizliği azaltma yolları vardır. En iyi yolu, halka arz etmeden önce şirketle ilgili

bilgileri kamuya paylaşmasıdır. Açıklanan mali raporları dış denetçi tarafından yapılmalı çünkü yatırımcının güvenini artıracaktır.

Çıkar Çatışma Teorisi: çıkar çatışma teorisi ilk halka arz eden şirket ve sigortacının menfaatleri her zaman birbiriyle uyumlu olmayabilir, bu nedenle ilk halka arzın (IPO) teklifleri ve sigortacı arasında çıkar çatışması meydana gelmesi doğaldır. Kendini ilgilendiren bir sigortacı yada yatırım bankası, daha fazla hisse senetleri satmak ve yüksek aracılık komisyon getirileri elde etmek için düşük fiyatı payları tahsis etmeye kalkayabilir (Binay, Gatchev ve Pirinsky, 2007: 785). Bu şekilde halka arz üstlenicisi (underwriter) kurumsal yatırımcılara ilk halka arz ile ilgili bilgiler verir ve kendi müşterileri düşük bir fiyatı paylar tahsis eder. Bu yüzden böyle yatırımcılar “bilgili yatırımcılar” denir.

3.5. Teori ve Literatür Taraması

Bu bölümde, hisse senedlerin ihracı (ilk halka arzlar ve ikinci halk arz teklifleri) üzerine uygulanan çeşitli teorileri ve deneysel çalışmalarını ele alacağız ve bunun şirket finansal performansı üzerindeki etkisi ele alınacaktır.

3.5.1. Rassal Yürüyüş Hipotezi

Rastgele Yürüme Hipotezi, hisse senedi fiyatı değişikliklerinin dağılımının aynı olduğunu ve birbirinden bağımsız olduklarını belirtir. Dolayısıyla bu hipotez hisse senedin fiyatı tarihsel fiyat hareketini inceleyerek gelecekteki hisse senedin fiyat hareketlerini tahmin etmek için kullanılamayacağını varsayılmaktadır. Rassal yürüyüş hipotezi, Malkiel (2003:59) tarafından da bu şekilde açıklanmıştır, “Sonraki tüm fiyat değişikliklerinin önceki fiyatlardan rastgele yürüyüşleri temsil ettiği bir fiyat serisini karakterize etmek için finans literatüründe kullanılan bir terimdir”. Sonuç olarak, bu hipotez hisse senedi fiyatlarının uzun vadede hisse senedi veya piyasa fiyatını tahmin etmek için tüm teknik analizleri faydasız hale getiren rastgele ve öngörülemeyen bir model aldığını belirtmektedir.

3.5.2. Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasanın üç biçimi vardır: (1) Zayıf formu, (2) Yarı Güçlü Formu, ve (3) Güçlü Formu.

Zayıf Form Piyasası: bu formdaki ilgilendiren bilgiler sadece tarihsel hisse senedin fiyatları veya getirileridir. Zayıf form piyasa hipotezi, tarihsel fiyat verilerinin analiz edilmesinin yatırımcıya piyasanın üzerindeki bir getiri kazandırmasını veya temel analiz kullanmasını size piyasayı yenmek için bir avantaj sağlamayacağını belirtmektedir.

Yarı Güçlü Form Piyasası: tüm kamu bilgilerinin mevcut hisse senetlere anında fiyatlandırılacağını ima etmektedir. Bu nedenle, yatırımcıların daha yüksek getiri elde etmek ve piyasayı yenmesi için ne temel ne de teknik analizi kullanmayı bir fayda getireceğini savunan bir hipotezidir.

Güçlü Form Piyasası: kamuya açık olan bir bilgi veya özel henüz kamuya açık olmayan bir bilgi, tüm bilgilerin mevcut hisse senedin fiyatları tamamen dahil edildiğini belirtilen bir teorisidir. Etkin piyasa hipotezinin savunucuları, bir yatırımcının sahip olduğu bilgiler veya yaptığı araştırmaları ne olursa olsun, güçlü piyasanın normal getirilerini aşan normalüstü getiri sağlayamadığını savunmuştur. Öte yandan, etkin piyasa hipotez üzerinde yapılan en ünlü ampirik çalışmalardan biri “Etkin sermaye piyasası: teori ve ampirik çalışmaları” başlıklı, Fama (1969: 382) tarafından yapılan bir araştırmasıdır.

Bu makalede üç tip piyasa hipotezini açıklamıştır. İlk olarak, önemli olan bilgi sadece tarihsel hisse senedi fiyatları veya getirileri olduğu zayıf form piyasasıdır. İkinci piyasa, hisse senedin ihracı, borç ihracı, hisse senedin bölünmeleri, birleşme ve devralmalar, kazanç duyuruları gibi kamuya açık diğer bilgilere fiyat düzenlemelerinin hızı olduğu piyasa, yarı güçlü piyasa denir. Son olarak, güçlü form piyasa, hiçbir yatırımcının yakın zamanda ortaya çıkan hisse senedin fiyat bilgileri ile ilgili herhangi bir bilgiye tekeli erişiminin olmadığını, üçüncü piyasa şeklindedir. Yani, hisse senedi ile ilgili özel bilgiler hiç fayda getirmeyeceğini ve bu bilgiler hisse senedi anında fiyatlandırılacağını bir piyasa, güçlü form piyasa denir.

3.5.3. Sinyal Teorisi

Sinyal teorisi, bir tarafın diğer tarafa göre daha iyi bilgiye sahip olduğu ekonomik bir anlaşma yapanlara arasında bilgi asimetrisinin varlığı nedeniyle finans alanında çok incelenmiştir, ancak bu yatırımcılar ve alacaklılar sinyale dikkatle bakarlar. Kurumsal finansmanda; Sinyal teorisi finans alanında geniş çapta incelenmiştir. Ekonomik işlem anlaşmasını yapan iki taraftan biri diğer taraftan daha fazla bilgiye sahip olduğunda, bilgi asimetrisi sorunu vardır.

Örneğin, iyi bilgi sahip olan yöneticiler olsun diğer taraf da yatırımcılar ve alacaklılar olsun. Ancak yatırımcılar ve alacaklılar yöneticiler gönderdiği sinyale yorumlamaktadır. Finansman hiyerarşi teorisi, yöneticilerin finansman kaynakları göz önüne alındığında hiyerarşiyi takip ettiğini varsayılmaktadır. Önce şirketin geçmiş yıl kârları (dağıtılmamış kârlar), ardından borç, sonra hisse senedin ihraçı. Finansman hiyerarşi teorisi, bilgi asimetrisi nedeniyle bu teori ortaya çıkmıştır. Bilgi asimetrisi, ekonomi anlaşması yapan iki taraf, biri ürün hakkında diğer tarafa göre daha fazla bilgiye

sahip olduğunda veya ekonomik bir işlemin taraflarından biri diğer tarafa göre işlem hakkında daha fazla bilgiye sahip olduğunda asimetrik bilgi vardır.

Finansman hiyerarşi teorisi, düşük maliyetten yüksek maliyete kadar finansman maliyetine dayanır. Örneğin, dağıtılmamış karlar bir iç finansman olduğunu ve zaten şirketin ellerinde, neredeyse sıfır maliyettir. Bununla birlikte, diğer iki finansman kaynağı borç ve hisse senetleri, dış finansman oldukları için, şirket bu iki kaynaktan para toplamak için bir maliyet vardır, ancak hisse senedin maliyeti genellikle bilgi asimetrisinden dolayı borç maliyetlerden daha yüksektir. Bu nedenle, bir yönetici bu üç finansman kaynağından birini seçtiğinde firmanın finansal durumu ve şirketin finanse etmek istediği projenin geleceği hakkında bir sinyal gönderir.

Örneğin, bir şirket projesini finanse etmek için borç yöntemi seçerse, bu sinyal yatırımcılar ve kredi verenleri şöyle yorumlayabilir, “Bu projenin hızlı bir şekilde yüksek bir getiri üreteceğini ve bu getiri tüm borcu da kapsayacak kadar yeterli olduğuna, aynı zamanda şirketin mevcut hissedarlarına da pozitif getiri sağlayacağını inanmaktadır”.

Öte yandan, şirketin projesi hisse senedi çıkararak fon sağlamaya seçerse, bu sinyal yatırımcılar şu şekilde yorumlayabilir, “Bu şirket iç kârı (dağıtılmamış kârı) yoktur veya borçlanma imkanı da yoktur”. Aynı zamanda, yatırımcılar bu sinyal şöyle de yorumlayabilir, “Şirketin hisseleri şu anda aşırı değerlendirilmiştir, yöneticiler bunu avantaj alıyorlar ve yakında hisselerin fiyatı bir düşüş karşı karşıya geleceğini tahmin ederler”. Sonunda da şirketin hisseleri satın almamaya karar verirlerdi.

3.5.4. Fırsat Penceresi Teorisi

Halka arz düşük fiyatlandırma halka arzlarında uygulanan ampirik çalışmaların çoğunu gösteren bir olgudur. Yeni hisse senetleri genellikle iki çeşit normalüstülük yaşamaktadır, (1) başlangıç düşük fiyatlandırma ve (2) uzun vadede performans düşüklüğü. Halka arz düşük fiyatlandırma, borsada listelenen ilk halka arz için gerçek değerinin altındaki bir fiyat vermesi için kullanılan bir terimdir.

Piyasa kapanış ilk günü halka arz fiyatı, IPO’nın açılış günü fiyatından daha yüksek olduğunda halka arz düşük fiyatlandırdığını tespit etmiştir. Düşük fiyatlandırma hisse taleplerini artırmak için tesadüfi veya kasıtlı olabilir. İşte burada, fırsat penceresini anlamak, düşük fiyatlandırma anomalisini en aza indirmek için halka arzın doğru zamanına karar vermek için önemli bir rol oynamaktadır. Peki fırsat penceresi gerçekten ne anlama geliyor? ve yönetimin halka arzın düşük fiyatlandırmasını en aza indirmesine nasıl yardımcı oluyor?

First penceresi, kısa bir süresidir ve geldiği zaman harekete geçersiniz istediğiniz sonuçları elde edebilirsiniz. Bununla birlikte, fırsat pencere dönemi gelip gelmediğini hissetmek bile zordur. Çoktan bunun için planlıyorsanız fırsat pencere dönemin farkındalığınızı artmaktadır. Planladığınız gerçeğe dönüştürmek için fırsat pencere dönemi geldiği zaman anında hareket etmelisiniz. Ritter (1991:4), halka arz etmek isteyen şirketlere tavsiyeler vermiştir:

Yatırımcıların genç büyüyen şirketin potansiyel kazançları konusunda aşırı iyimser olduklarında halka arzları piyasaya sunmalıdır. Yatırımcıların makroekonomik koşullardan iyi beklentileri olduğu bir zaman olmalıdır. Böyle bir zaman halka arz için doğru bir zamandır ve fırsat penceresi veya kritik pencere olarak adlandırılmaktadır. Fırsat dönemlerinde hisse senedi ihraç etmek, bilgi asimetrisini en aza indirecek ve halka arzın düşük fiyat anomalisini de azalacaktır (Bayless ve Chaplinsky, 1996: 255).

3.5.5. Ampirik Çalışma İncelemesi

Hisse senetleri ihraç konularında yapılan araştırmaların çoğunluğu farklı sonuçlar göstermiştir. Bazı çalışmalar pozitif normalüstü getirileri gösterirken, diğerleri negatif normalüstü getirileri belgelenmiştir. Jung, Kim ve Stulz (1996: 159) gibi araştırmacılar, ilk halka arzın (İPO) ihraç konusunda farklı sonuçlar çıkardılar. Bir şirketin halka arzından normalüstü bir getiriyi elde edebilmesi için iki önemli koşul yerine getirmesi gerekmektedir. İlk olarak, şirketin değerli bir yatırım fırsatı olması gerekir. İkincisi, ilkhalka arzı (İPO) ihraç etmek isteyen şirket önceki yıl bir varlık büyüme yaşamış olmalıdır. Öte yandan, yukarıda belirtilen bu iki koşulu yerine getirmeyen bir şirket, yeni hisse senetler piyasaya sağlarsa, hisse fiyatında son derece önemli bir düşüş yaşayacaktır.

Hindistan borsa piyasasında Srinivasa (2011) tarafından yapılan ve halka arzın ilk listelemesini inceleyen bir araştırma, kısa vadede olumlu bir getiri göstermiştir, ancak uzun vadede negatif olma eğilimindedir. Hindistan hisse senedi piyasasında kısa vadede halka arz düşük fiyatları doğrulanmış ve yüksek getirileri ilk haftasında meydana geldiğini tespit etmiştir.

Perera ve Kulendran (2015) tarafından yapılan halka arz kısa dönem düşük fiyatlaması üzerine bir literatür incelemiştir. İPO teklifleri yapan şirketi, sigortacı ve yatırımcı arasındaki belirsizlik ve bilgi asimetrisinin halka arzın düşük fiyatlandırmasınınana nedenleri olduğu sonucuna varmıştır. Kısa vadede halka arz düşük fiyatlama evrensel olarak kabul gören bir olgudur. Bruzgyte ve Guliyeva (2016:15) tarafından yapılan bir araştırma, İlk Kuzey piyasasındaki İsveç halka arzlarının fiyatları ortalama olarak düşük olduğunu ve yatırımcıların normalüstü getiri elde edebileceğini ve

asında İsveç'in ilk Kuzey piyasasının halka arzlarını yatırım yaparak piyasayı yenebileceğini vurgulamıştır.

Rathnayake, Louembe ve Kassi (2019:171) tarafından yapılan ve Colombian Stock Exchange pazarındaki kısa vadeli halka arz performansını inceleyen bir araştırma, ortalama halka arzların ortalama olarak %47 oranında düşük olduğunu bulmuştur. 148 halka arzdan sadece 32 halka arz yaklaşık yüzde 17 ila 18 oranında bir aşırı fiyat göstermiştir. Reilly ve Hatfield (1969:73) tarafından yazılan ve hem kısa hem de uzun dönemleri inceleyen bir araştırma makalesi, halka arzlarda yüksek kazanç sonuçları göstermiştir. Yatırımcıların elde ettikleri yüksek getiriler, şirket etrafındaki yüksek riskten veya yeni hisse senetlerinin piyasa kabulüne ilişkin belirsizlikten kaynaklanmaktadır.

3.6. Veri Örneği ve Veri Analiz Yöntemi

3.6.1. Araştırma Verileri

Bu araştırma, farklı borsalarda işlem gören 113 şirketten ikincil verilere dayanmaktadır. Olay duyuru tarihleri ve şirket adları ile ilgili bilgiler ve veriler aşağıdaki veritabanlarından (IPOScoop.com, Financial Times, The New York Times, Kamuyu Aydınlatma Platformu, Sermaye Piyasa Kurulu, Zephyr Week in Review ve Thomson One Reuters) toplanmıştır. Hisse senedlerin fiyatları da yahoo finans ve tr.investing.com web sitelerinden elde edilmiştir.

3.6.2. Veri Analizi Yöntemi

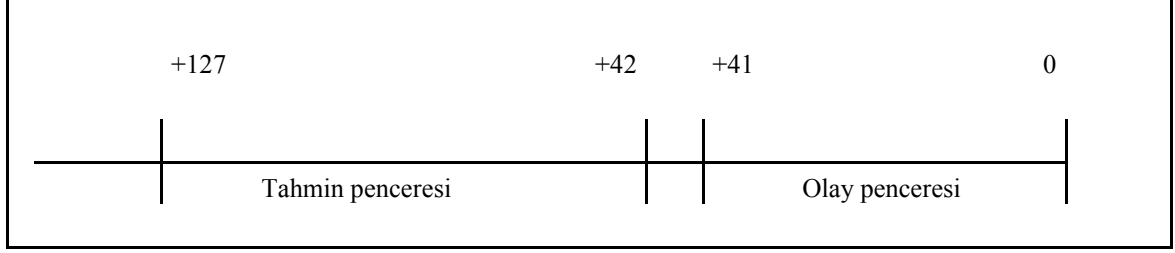
Bu çalışmanın amacı ilk halka arz yapan şirketin kârlılığı üzerinde önemli bir etkisi olup olmadığını belirlemektir. Aynı zamanda katılımcı şirketlerin çeyrek raporlarını bilanço ve gelir tabloları gibi bazı finansal oranları hesaplamıştır ve regresyon analizi yapmak için kullanmıştır. Veri analizi sırasında bu tez hem tanımlayıcı hem de çıkarımsal istatistiksel analizleri anlaşılır bir şekilde sunacaktır.

Olay duyurusunun hisse senedin fiyat üzerindeki etkisini hesaplamak ve analiz etmek için bu çalışmada olay duyurularından kaynaklanan normal üstü ve kümülatif normal üstü getirileri analiz etmek için Fama (1969) tarafından önerilen olay çalışma metodolojisi kullanılmaktadır. Bu şirketlerin listeleyen borsalar, piyasa modeli denklemlerinin hesaplanmasında temsilci olarak kullanılmaktadır. Çalışmada, ilk halka arz ve ikinci halka arz teklif olayların analizi ayrı ayrı yapılmaktadır.

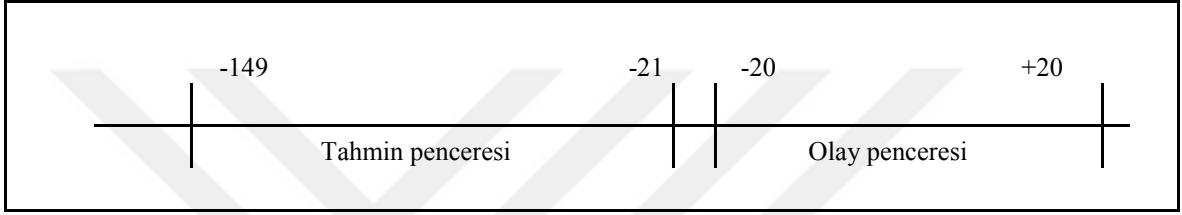
Olay çalışması metodolojisi yürütmek için araştırmacılar aşağıdaki iki şey belirlemelidir: (i) Tahmin Penceresi ve (ii) Olay Penceresi. Bu araştırma, hem ilk halka arz

hem de ikincil halka arz tekliflerin tahmini için kısa vadeli dönemi kullanacaktır. Olay pencerelerinin zaman diyagramları aşağıda görülmüştür.

Tablo 3.2 Halka Arz (IPO) - Olay Çalışması Zaman Çizelgesi Diyagramı



Tablo 3.3 İkincil Halka Arz (SEO) - Olay Çalışması Zaman Çizelgesi Diyagramı



Veri analizinde, Eviews, Stata ve Microsoft Spreadsheet'teki Data Analysis Tool gibi yazılım programları kullanılmaktadır.

3.6.3. Analitik Modeller

Hisse senedinin günlük getirisi şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100 \quad (1)$$

$R_{i,t}$ = i Şirketin hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisi,

$P_{i,t}$ =i Şirketin hisse senedinin t günündeki piyasa fiyatını,

$P_{i,t-1}$ = i Şirketin hisse senedinin t-1 günündeki piyasa fiyatını göstermektedir.

Bu çalışmada, normal getiri belirlenirken kullanılan istatistiksel modellerden biri olan piyasa modeli kullanılacaktır.

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

$R_{i,t}$ = i hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisi

$R_{m,t}$ = t günü borsa endeksin günlük getirisi

α_i ve β_i = katsayıları göstermektedir

$e_{i,t}$ = t günlüğün hisse senedinin hata terimini,

Piyasa modeli yöntemi ile beklenen getiriyi hesaplayabilmek için tahmin penceresindeki veriler kullanılacaktır. Söz konusu dönemdeki hisse senedi ve endeks

getirileri kullanılarak, basit doğrusal regresyon analizi ile her bir şirketin α ve β katsayıları tahmin edilecektir. Elde edilecek katsayılar piyasa modeli denkleminde yerine konularak günlük beklenen getiriler hesaplanacaktır.

Regresyon denklemi şu şekilde ifade edilebilir:

$$ER_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_m \quad (3)$$

$E[R_{i,t}]$ = i hisse senedinin t günündeki beklenen getirisi,

$R_{m,t}$ = seçilen piyasanın veya endeksin t günündeki getirisi

α_i = regresyonun sabiti ve i hisse senedinin piyasa getirisi ile açıklanamayan kısmı,

β_i = regresyonun eğimi ve i hisse senedinin piyasa getirisine duyarlılığı,

$e_{i,t}$ = regresyonun hata terimi

Normalüstü getirilerin hesaplanması için günlük beklenen getiri ile günlük gerçekleşen getiri arasındaki fark alınacaktır:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - ER_{i,t} \quad (4)$$

$AR_{i,t}$ = t günündeki normal üstü getirisi,

$R_{i,t}$ = i hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisi

$E[R_{i,t}]$ = i hisse senedinin t günündeki beklenen getirisi,

Ortalama normalüstü getiri (MAR) şöyle hesaplanır:

$$AAR_i = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n AR_{i,t} \quad (5)$$

$AAR_{i,t}$ = t günündeki ortalama normal üstü getirisi

i hissesi için standart sapma şöyle tahmin edilmektedir:

$$S_i = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (AR_i - AAR_i)^2} \quad (6)$$

Tahmin edilen standart sapma kullanılarak standardize normalüstü getiri ($SAR_{i,t}$) şöyle bulunmaktadır:

$$SAR_{t,t} = \frac{AR_{i,t}}{S_i} \quad (7)$$

$$t = \frac{\text{Average Abnormal Return}}{\text{Standard Deviation}} \quad (8)$$

$$t(AAR) = \frac{AAR_i}{S(AAR)_e} \quad (9)$$

Bulunan $AR_{i,t}$ değerlerinden i hissesinin kümülatif normal üstü getirisi ($CAR_{i,t}$) ve standardize edilmiş değeri, $AR_{i,t}$ için gösterilen formüllere göre ortalama kümülatif normal üstü getiri (MCAR) ve s değerleri bulunarak şöyle hesaplanmaktadır:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^N AR_{i,t} \quad (10)$$

$$MCAR_i = \sum_{t=1}^k CAR_i \quad (11)$$

Burada

$CAR_{i,t}$ = kümülatif normal üstü getirisi,

$AR_{i,t}$ = t günündeki normal üstü getirisi,

n = olay aralığındaki gün sayısını göstermektedir

$MCAR_i$ = ortalama kümülatif normal üstü getirisi

Bu formüller kullanılarak her bir hissenin olay dönemi sonundaki kümülatif normal üstü getirisi (CAR), hesaplanmış ve standardize kümülatif normal üstü getiri (SCAR) değerleri ile de t tablosundaki %5 anlamlılık seviyesinde anlamlılığını test edilmiştir.

$$SCAR_{i,t} = \frac{CAR_{i,t}}{S_i} \quad (12)$$

Hesaplanan bu ortalama normal üstü getirisi (MAR) ve ortalama kümülatif normal üstü getirisi (MCAR) değerleri %5 anlamlılık seviyesinde tek örneklem t-testine tabi tutularak anlamlılıkları incelenecektir. Ortalamaları incelenen bu değerlerin anlamlılığını ölçmek için kullanılan t-test istatistiği ise şöyle hesaplanmaktadır:

$$t_{(MCAR)} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i}{\sqrt{\sigma^2_{CAR_i/N}}} \quad \text{or} \quad t_{(MCAR)} = \frac{MCAR_i}{S(MCAR)_i} \quad (13)$$

3.6.4. Regresyon Analizi

Bu çalışma aynı zamanda karlılık performans değişkenlerini bağımlı değişken olarak kullanırken çok değişkenli regresyon analizini finansal oranlardan bağımsız değişkenleri kullanacaktır. Ancak, çalışma, regresyon analizini gerçekleştirmeden önce birkaç tanısal test analizi yapacaktır. Model tüm testleri geçtikten sonra regresyon analizini yapmaya devam edecektir.

3.6.4.1. Regresyon Değişkenleri

a. Bağımsız Değişkenler

Cari Oranı (CARL); cari oran şirketin likiditesine dair bir ipucu verir ve cari varlıklar ile cari borçlar arasında nicel bir ilişki sağlamaktadır. Bu oran, işletme likidite pozisyonunun bir ölçüsüdür. Bu oran bakıldığında, işletmenin mevcut varlıkların bir yıl içinde ödenmesi durumunda borç ödeyip ödeyemeyeceğini anlayabilirsiniz. Mevcut oran, bir işletmenin, sahip olduğu her 1 dolar için sahip olduğu para tutarı göstermektedir.

Örneğin, bir işletmenin şu anki 1.5: 1 doları oranı varsa, bu işletmenin şu anki yükümlülüğün her 1 doları için 1.5 doları değerinde cari varlığı olduğu anlamına gelmektedir.

Asit Test Oranı (ATR); asit test oranı cari orandan daha likittir. Asit test oranı, şirketin mevcut yükümlülüklerinin ödenmesi için, nakit, nakit benzeri değerler ve menkul kıymetler gibi ani varlıklarını kullanma yeteneğini ölçmektedir. Asit testi oranı daha likittir çünkü alacaklarını tahsil edilememeleri nedeniyle elimine etmektedir.

Borç/Varlık Oranı (DAR); bu oran, şirketin finansal kaldıraç oranını göstermektedir. Firmanın, alacaklılar tarafından finanse edilen toplam varlık yüzdesini açıklanır. Kaldıraç oranı, şirketin nasıl büyüdüğünü ve dönem boyunca varlıklarını nereden aldığını göstermektedir. Yatırımcılar bu oran şirketin yatırımlarının getirileri ödeyip ödeyemeyeceklerini değerlendirmek için kullanmaktadır.

b. Bağımlı Değişkenler

Aktif Karlılığı(ROA); bir şirketin varlıklarından ne kadar kâr elde edebileceğini sağlayan bir orandır. Ekonomik kaynaklarından kazanç elde etme konusunda bir şirketin yönetiminin ne kadar verimli olduğunu ölçmektedir.

Kümülatif Normal Üstü Getiriler(CAR); olay pencerelerinin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini ölçmek için kullanılan tüm normalüstü getirilerin toplamıdır.

Tablo 3.4 Regresyon ve Regresyon Analizinde Kullanılan Değişkenler

Değişkenler	Tanımı	Semboller
Bağımsız Değişkenler		
Cari Oranı	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar	CARL
Asit Test Oranı	(Dönen Varlıklar-Stoklar) / Kısa Vadeli Borçlar	ATR
Borç-Varlık Oranı	Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar	DAR
Bağımlı Değişkenler		
Aktif Kârlılık Oranı	Net Dönem Kârı/ Aktif Toplamı	ROA
KümülatifNormalüstü Getiri	Normalüstü getirilerin toplanması	CAR

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e_{i,t}$$

$Y_{i,t}$ = Bağımlı değişkenler (ROA)

α_i = Kesişim katsayısı

β_i = Beta katsayısı

$X_{i,t}$ = Bağımsız değişkenler (CARL, ATR, DAR)

$e_{i,t}$ = Hata terimi

$Y_{i,t}$ = Bağımlı değişken (CAR)

α_i = Kesişim katsayısı

β_i = Beta katsayısı

$X_{i,t}$ = Bağımsız değişkenler (CARL, ATR, DAR)

$e_{i,t}$ = Hata terimi

3.7. Ampirik Analiz Sonuçları

3.7.1. Olay Çalışması Analiz Sonuçları

Tablo 3.5, A ve B olmak üzere iki bölümden oluşmaktadır. Bölüm A'nın olay çalışması analiz sonuçları, ABD borsalarında (NYSE ve NASDAQ) listelenen şirketlerden alınan verilere dayanırken, Bölüm B'de sunulan sonuçlar Türk borsasında (BIST) işlem gören şirketlerden alınan verilere dayanmaktadır.

Bölüm A: ABD Borsalarına Dayalı İlk Halka Arzın (İPO) Olay Çalışması Analiz Sonuçları

Aşağıdaki normal üstü getiriler (t_{+5} : % 1,872**; t_{+8} : % 1,734*; t_{+23} : % 1,686*; t_{+32} : % 1,635*) pozitif ve istatistiksel olarak %5 ve %10 düzeylerinde anlamlı bulunmuştur. Sadece istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlı olan bir negatif normalüstü getiri (t_{+36} : % -1,728*) de bulunmuştur.

Bölüm B: Türkiye Borsasına Dayalı İlk Halka Arzın (İPO) Olay Çalışması Analizi Sonuçları

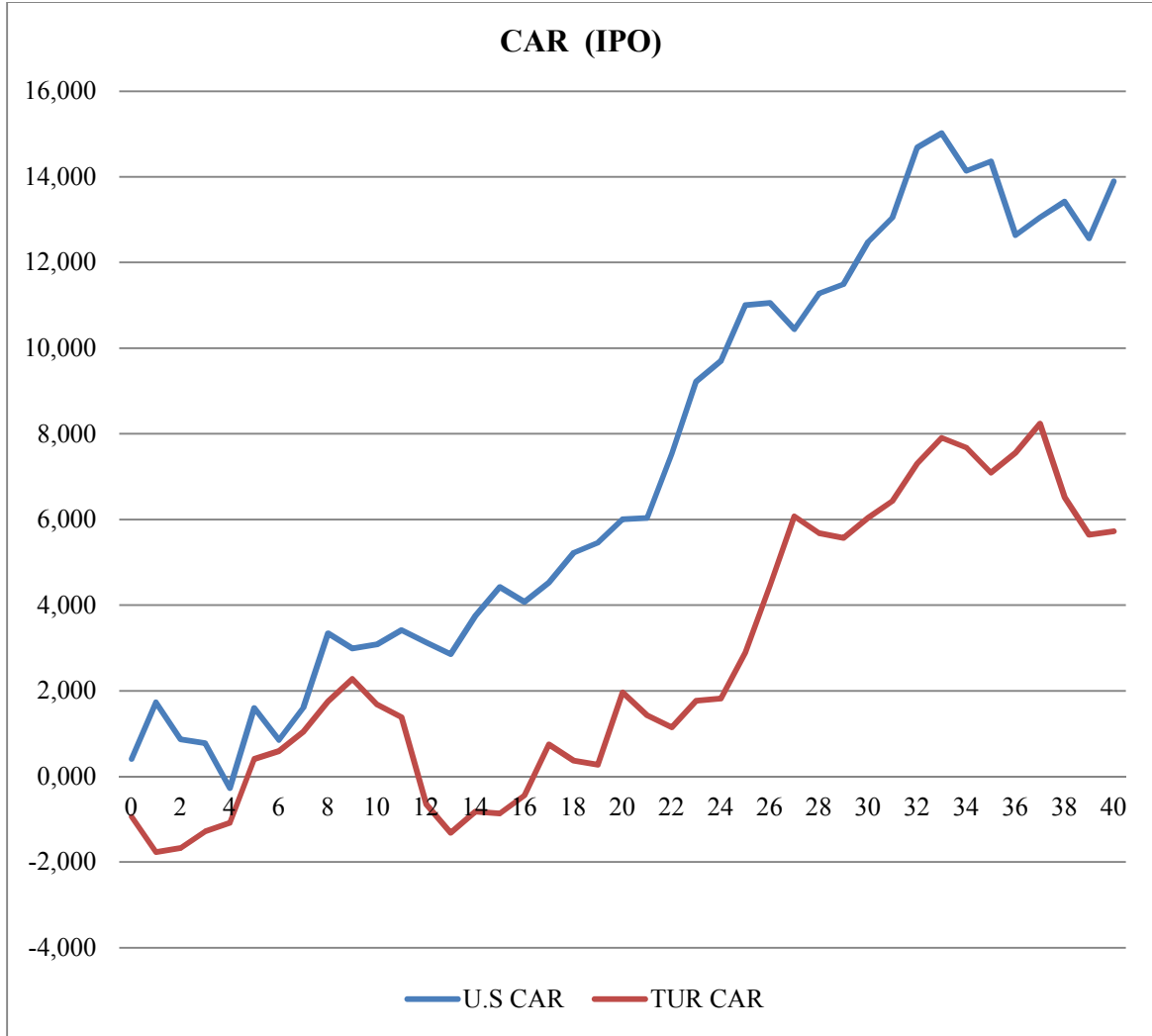
Aşağıdakiler, İPO'nun sırasıyla %5 seviyelerinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunan pozitif (t_{+5} : %1,4907**; t_{+20} : %1,6883**; t_{+26} : %1,5657**; t_{+27} : %1,6147**)ve negatif (t_{+12} : %-2,0279** ve t_{+38} : %-1,7235**) norma lüstü getirileridir.Öte yandan, sonraki günlerde pozitif kümülatif normal üstü getiri elde edilmiştir (t_{+5} : %0,4043**; t_{+20} :% 1,9615**; t_{+26} : %4,4577**; t_{+27} : %6,0723** ve t_{+38} : %6,51023**) ve %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu çalışma, A ve B bölümlerinden elde edilen sonuçları karşılaştırır ve A bölümündeki pozitif normal üstü ve kümülatif normal üstü getirilerin, B bölümündeki pozitif normal üstü ve kümülatif normal üstü getirilerden daha büyük olduğunu bulmuştur.Bölüm A'da, olay penceresindeki 41 anormal getiriden 29'u pozitif bulunurken, sadece 12 normal üstü getiri negatif bulunmuştur. Diğer yandan; B bölümünde olay penceresindeki 41 normal üstügetiriden 24'ü pozitif, 17'si de negatif olarak bulunmuştur.

Tablo 3.5 İlk Halka Arz'ın Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getirileri

Bölüm A NYSE & NASDAQ				Bölüm B BIST		
Pencere	AR	T Stat	CAR	AR	T Stat	CAR
40	1,329793	1,460315	13,893675	0,087376	0,112875	5,726410
39	-0,859155	-0,943482	12,563882	-0,873252	-1,128087	5,639034
38	0,372351	0,408897	13,423036	-1,7234**	-2,226343	6,5123**
37	0,413227	0,453786	13,050686	0,674573	0,871429	8,235698
36	-1,72829*	-1,897933	12,63746*	0,469179	0,606096	7,561125
35	0,222043	0,243837	14,365756	-0,583239	-0,753443	7,091946
34	-0,878165	-0,964358	14,143713	-0,233643	-0,301825	7,675186
33	0,330042	0,362436	15,021877	0,601636	0,777207	7,908829
32	1,63492*	1,795394	14,69184*	0,874738	1,130006	7,307193
31	0,571544	0,627642	13,056913	0,387242	0,500246	6,432455
30	0,988714	1,085758	12,485368	0,477964	0,617445	6,045214
29	0,218294	0,239720	11,496654	-0,115479	-0,149179	5,567250
28	0,832348	0,914045	11,278360	-0,389583	-0,503272	5,682730
27	-0,612494	-0,672612	10,446012	1,6147**	2,085862	6,0723**
26	0,055068	0,060474	11,058506	1,5657**	2,022565	4,4577**
25	1,297567	1,424925	11,003438	1,075212	1,388982	2,891979
24	0,481527	0,528790	9,705871	0,046801	0,060459	1,816768
23	1,68615*	1,851652	9,22434*	0,622963	0,804758	1,769967
22	1,499904	1,647122	7,538191	-0,278537	-0,359820	1,147004
21	0,031164	0,034223	6,038288	-0,535926	-0,692322	1,425541
20	0,549897	0,603870	6,007124	1,6883**	2,180916	1,9615**
19	0,236670	0,259900	5,457227	-0,096311	-0,124418	0,273220
18	0,692414	0,760375	5,220557	-0,378279	-0,488669	0,369531
17	0,450755	0,494997	4,528143	1,189258	1,536312	0,747810
16	-0,345393	-0,379294	4,077389	0,427694	0,552504	-0,441448
15	0,672976	0,739030	4,422782	-0,049613	-0,064091	-0,869142
14	0,893818	0,981548	3,749806	0,4963215	0,641159	-0,819529
13	-0,269651	-0,296118	2,855988	-0,6679340	-0,862852	-1,315850
12	-0,289900	-0,318355	3,125639	-2,0279**	-2,619772	-0,6479**
11	0,335247	0,368152	3,415540	-0,299998	-0,387545	1,380049
10	0,093050	0,102183	3,080293	-0,600949	-0,776319	1,680048
9	-0,353917	-0,388655	2,987243	0,532126	0,687414	2,280997
8	1,73358*	1,903729	3,34116*	0,709436	0,916466	1,748870
7	0,760616	0,835271	1,607585	0,450363	0,581789	1,039434
6	-0,752222	-0,826054	0,846970	0,184778	0,238702	0,589071
5	1,8719**	2,055663	1,5992**	1,4907**	1,95715	0,4043**
4	-1,051294	-1,154480	-0,272737	0,201769	0,260650	-1,086403
3	-0,085625	-0,094029	0,778556	0,381069	0,492274	-1,288173
2	-0,862256	-0,946888	0,864181	0,095999	0,124013	-1,669242
1	1,317600	1,446925	1,726437	-0,824877	-1,065595	-1,765241
0	0,408837	0,448965	0,408837	-0,940364	-1,214785	-0,940364

Şekil 3.1, hem ABD hem de Türk borsasına kote edilmiş şirketlerden ilk halka arzın (İPO) kümülatif normal üstü getirilerini göstermektedir. ABD borsasından elde edilen kümülatif normal üstü getiriler, Türkiye borsasından elde edilen kümülatif normal üstü

getirilerden daha yüksek ve daha sabittir. Şekil 3.1'e göre ABD pazarı (U.S CAR) bazlı kümülatif normal üstü getiriler %0,449'dan başlayarak %13,89'a ulaşmıştır. Öte yandan Türkiye borsasından (TUR CAR) kümülatif normal üstü getirilere bakarsak %-0,940'tan başlayıp %5,73'e ulaştığı görülmüştür.



Şekil 3.1 İlk Halka Arzlar (İPO) için Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Bölüm C: ABD Borsalarına Dayalı Dönemsel Halka Arzın (SEO) Olay Çalışması Analiz Sonuçları

Dönemsel halka arzlarının aşağıdaki normal üstü getirileri (t_{-20} : %1.807***; t_{-5} : %1.171*; t_2 : %1.395**; t_{+3} : %1.170*; t_{+14} : %1.633***) %10, %5 ve %1 seviyelerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunurken, olay duyurusundan sonraki beşinci günde negatif normal üstü getiri (t_{+5} : %-1,2715**) istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı olduğunu bulunmuştur. Öte yandan, dönemsel halka arzlarının aşağıdaki kümülatif normal üstü getirileri (t_{-20} : %1,807***; t_{-5} : %5,654**; t_2 : %7,083**; t_{+3} : %8,276*; t_{+5} : %7,232** ve t_{+14} : %8,913***) %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlı olarak bulunmuştur.

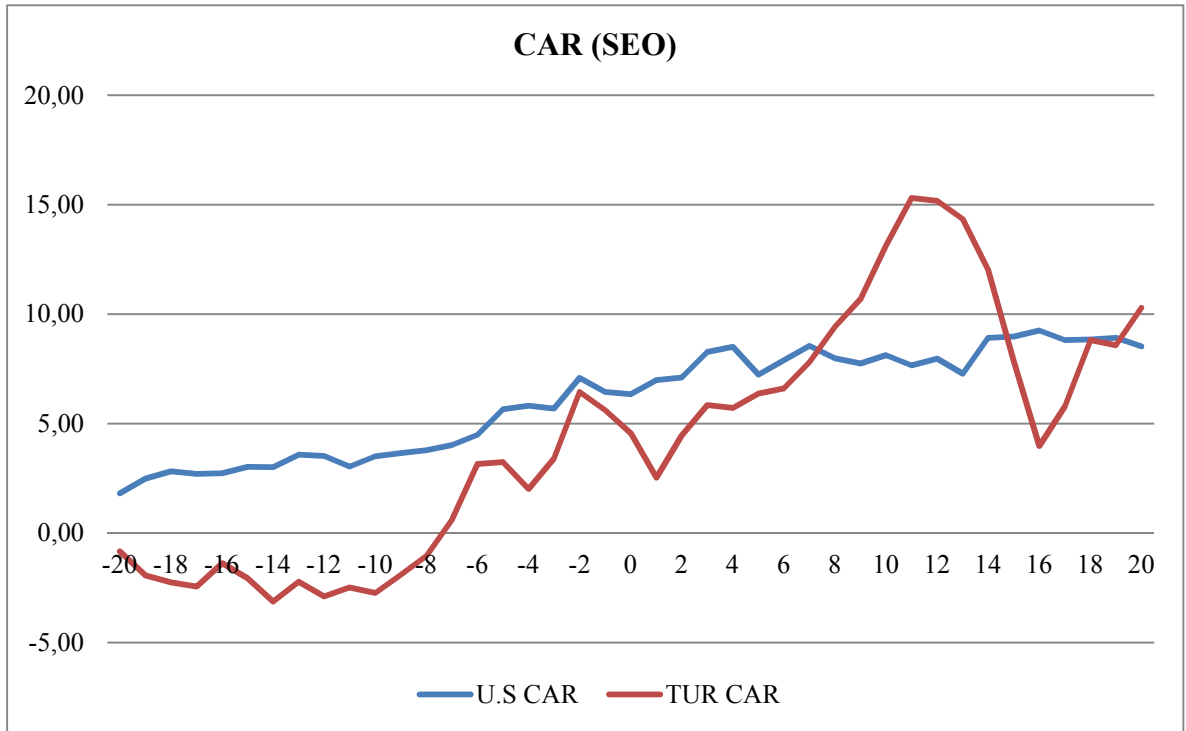
Bölüm D: Türkiye Borsasına Dayalı Dönemsel Halka Arzın (SEO) Olay Çalışması Analiz Sonuçları

Tablo 3.6 bölüm D'de gösterildiği gibi, aşağıdaki dönemsel halka arzlarının normal üstü getirileri (t_7 :%1,6406*; t_6 : %2,557***; t_2 :%3,043***; t_{+2} : %1,936***; t_{+8} :%1,618*; t_{+10} :%2,434***; t_{+11} :%2,173***; t_{+17} :%1,818**; t_{+18} :%3,012*** ve t_{+20} :%1,7113**) %10, %5 ve %1 düzeylerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Olay tarihinden sonraki ilk gün ise %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olan negatif bir normal üstü getiri(t_{+1} : %-2,028***) bulunmuştur. Öte yandan, dönemsel halka arzlarının aşağıdaki kümülatif normal üstü getirileri (t_7 :%0,6049*; t_6 : %3,162***; t_2 : %6,452***; t_{+1} : %2,525***; t_{+2} : %4,462***; t_{+8} : %9,429*; t_{+10} : %13,128***; t_{+11} : %15,302***; t_{+14} : %12,035**; t_{+15} : %5,865***; t_{+16} : %3,976***; t_{+17} : %5,794**; t_{+18} : %8,806***; ve t_{+20} : %10,289**) %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlı olarak bulunmuştur. Bölüm C ve D'de sunulan olay çalışması analizi sonuçlarına göre, normal üstü getirilerin (AR) olay duyuru tarihinde (t_0) istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Bu nedenle, etkin piyasa hipotezi varsayımlarına dayanarak, her iki piyasanın da etkin piyasa hipotezinin yarı-güçlü formunda verimli olduğu bulunmuştur, çünkü olay duyurusunu hızlı bir şekilde ayarlamışlardır, bu nedenle, sadece temel ve teknik analiz kullanarak piyasadan daha fazlasını kazanamazsınız çünkü yarı-verimliliğin güçlü biçimi, menkul kıymet fiyatlarının kamuya açık bilgileri hesaba kattığını ve yeni denge seviyelerindeki fiyat değişikliklerinin bu bilginin yansımaları olduğunu ileri sürmektedir. Etkili piyasa hipotezinin her bir biçiminin(zayıf form, yarı güçlü form ve güçlü verimlilik formu) yansıttığı bir tür veriye dayandığını bilmek önemlidir. Örneğin, verimli piyasa hipotezinin zayıf biçimi, mevcut hisse senedi fiyatlarının mevcut tüm menkul kıymet piyasası bilgilerini yansıttığını varsayar. Geçmiş fiyat ve hacim verilerinin menkul kıymet fiyatlarının yönü ile hiçbir ilişkisi olmadığını ileri sürmektedir. Yarı güçlü biçimi, halka açık tüm bilgilerin hisse senedinin cari fiyatının hesaplanmasında kullanıldığını, yatırımcıların sadece teknik veya temel analizleri kullanarak piyasanın üzerinde daha yüksek getiri elde edemeyeceğini varsayar. Etkili piyasa hipotezinin güçlü biçimi mevcut hisse senedi fiyatlarının tüm kamu ve özel bilgileri yansıttığını varsayarken, fazla getirinin teknik analiz kullanılarak elde edilemeyeceği sonucuna varır. Piyasa dışı ve içeriden alınan bilgilerin ve piyasa bilgilerinin menkul kıymet fiyatlarına dahil edildiğini ve hiç kimsenin ilgili bilgilere tek elci erişiminin olmadığını ileri sürmektedir. Mükemmel bir piyasayı varsayar ve fazla getirinin tutarlı bir şekilde elde edilmesinin imkansız olduğu sonucuna varır.

Tablo 3.6 Dönemsel Halka Arzların Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getirileri

Bölüm C				Bölüm D		
NYSE & NASDAQ				BIST		
Pencere	AR	T Stat	CAR	AR	T Stat	CAR
20	-0,382251	-0,619721	8,526489	1,7113**	1,964331	10,2887**
19	0,072492	0,117527	8,908740	-0,228432	-0,259543	8,577429
18	0,025951	0,042074	8,836248	3,012***	3,422432	8,806***
17	-0,443344	-0,718767	8,810296	1,8177**	2,065202	5,7937**
16	0,282347	0,457753	9,253640	-3,889***	-4,419127	3,976***
15	0,057988	0,094012	8,971293	-4,169***	-4,737612	7,865***
14	1,633***	2,646612	8,913***	-2,299***	-2,613180	12,035**
13	-0,690583	-1,119602	7,280845	-0,837650	-0,951733	14,335097
12	0,315742	0,511894	7,971428	-0,127955	-0,145381	15,172747
11	-0,463065	-0,750741	7,655686	2,173***	2,468369	15,302***
10	0,366686	0,594486	8,118752	2,434***	2,765605	13,128***
9	-0,222066	-0,360023	7,752066	1,265033	1,437322	10,694116
8	-0,572146	-0,927587	7,974132	1,61752*	1,837810	9,42908*
7	0,652140	1,057276	8,546278	1,209483	1,374207	7,811569
6	0,662699	1,074395	7,894138	0,223604	0,254058	6,602086
5	-1,2715**	-2,061374	7,2314**	0,660797	0,750793	6,378482
4	0,226531	0,367262	8,502918	-0,131872	-0,149832	5,717685
3	1,16965*	1,896285	8,27639*	1,388080	1,577128	5,849557
2	0,121629	0,197191	7,106737	1,936***	2,200103	4,462***
1	0,643346	1,043019	6,985107	-2,028***	-2,304132	2,525***
0	-0,106314	-0,172360	6,341761	-1,056243	-1,200096	4,553037
-1	-0,634452	-1,028600	6,448075	-0,842430	-0,957164	5,609279
-2	1,3955**	2,262403	7,0825**	3,043***	3,457413	6,452***
-3	-0,135039	-0,218931	5,687051	1,386282	1,575086	3,408731
-4	0,167910	0,272223	5,822090	-1,216582	-1,382273	2,022449
-5	1,17145*	1,899200	5,65418*	0,077294	0,087821	3,239030
-6	0,464155	0,752507	4,482732	2,557***	2,905086	3,162***
-7	0,241228	0,391089	4,018577	1,64059*	1,864025	0,60488*
-8	0,120917	0,196036	3,777349	0,864288	0,981999	-1,035708
-9	0,156480	0,253692	3,656432	0,834298	0,947925	-1,899996
-10	0,457718	0,742071	3,499952	-0,241113	-0,273951	-2,734294
-11	-0,480296	-0,778676	3,042234	0,404735	0,459857	-2,493182
-12	-0,054221	-0,087905	3,522530	-0,679665	-0,772231	-2,897916
-13	0,561818	0,910842	3,576751	0,904904	1,028147	-2,218252
-14	-0,010312	-0,016719	3,014933	-1,053609	-1,197104	-3,123156
-15	0,292987	0,475003	3,025246	-0,692696	-0,787037	-2,069547
-16	0,029730	0,048199	2,732259	1,066532	1,211787	-1,376851
-17	-0,121210	-0,196511	2,702529	-0,186469	-0,211865	-2,443382
-18	0,340637	0,552255	2,823739	-0,319448	-0,362954	-2,256913
-19	0,676010	1,095976	2,483102	-1,100827	-1,250753	-1,937466
-20	1,8071***	2,929731	1,807***	-0,836639	-0,950584	-0,836639

Şekil 3.2, ABD ve Türk borsasında işlem gören şirketlerin dönemsel halka arzlarının (SEO) kümülatif normal üstü getirilerini göstermektedir. ABD borsalarına kote olan şirketlerin kümülatif normal üstü getirileri, Türk borsalarına kote olan şirketlerden daha fazla durağan göstermiştir. Türkiye piyasaları gelişmekte olan bir piyasadır ve gelişen piyasaların ekonomik büyümesi gelişmiş piyasalardan daha fazladır. Öte yandan, gelişmekte olan piyasalara ilişkin riskler, gelişmiş piyasalara ilişkin riskten daha büyüktür. Bu nedenle Borsa İstanbul piyasasında işlem gören şirketlerin kümülatif normal üstü getirilerinin New York ve Nasdaq borsalarında işlem gören şirketlerden daha oynak olduğu görülmüştür.



Şekil 3.2 Dönemsel Halka Arzları (SEO) İçin Kümülatif Normal Üstü Getiriler

3.7.2. Tanı Testleri

Serilerin durağanlığını test etmek için modelin sağlamlığından emin olmak için birim kök testi, normallik testi, seri korelasyon testi ve heteroskedastisite testi gibi birkaç tanı testleri yapılmıştır.

3.7.2.1. Birim Kök Testi

Tablo 3.7'deki birim kök testi sonuçlarına göre kümülatif normal üstü getiri(CAR) hariç, test edilen tüm değişkenlerin seviyede sabit olduğunu göstermiştir. Kümülatif normal üstü getiri (CAR) de ilk farkta durağan hale gelmiştir.

Tablo 3.7 Birim Kök Testi

Method	CAR	ROA	CARL	ATR	DAR
Augmented Dicky Fuller Level					
T-stat	-121.013	-4.443***	-5.615 ***	-4.897***	-4.918 ***
(P-değer)	(0.895)	(0.005)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
First difference					
T-stat	-7.725***				
(P-değer)	(0.000)				
Phillips-Perron Test Stat Level					
T-stat	-13.001	-4.410***	-5.622***	-4.895 ***	-4.044 ***
(P-değer)	(0.895)	(0.005)	(0.000)	(0.000)	(0.014)
First difference					
T-stat	-7.5932***				
(P-değer)	(0.000)				

Tablo 3.8 ve 3.9'da sunulan sonuçlara göre iki model seri korelasyon (varyans enflasyon faktörü -ortalama VIF = 1.56 ve 1.55); heteroskedasticity testi ($p = 0.886 > 0.10$ ve $p = 0.649 > 0.10$); model spesifikasyon testi ($p = 0.755 > 0.10$ ve $p = 0.497 > 0.10$) ve son olarak normallik testi ($0.114 > 0.05$ ve $p = 0.115 > 0.05$) geçmiştir.

3.7.2.2. Regresyon Analizi Sonuçları

Tablo 3.8 ve 3.9'da sunulan iki regresyon analiz sonucu bağımlı değişkenler olarak Aktif karlılığı getiri (ROA) ve Kümülatif normal üstü getiri (CAR) göstermiştir. Cari oranı (CARL), Asit test oranı (ATR) ve Borç/varlık oranı (DAR) çalışmanın bağımsız değişkenleri olduğunu doğrulanmıştır.

Tablo 3.8 Regresyon Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişkeni: ROA					
Değişkenler	Katsayıları	Std. hata	T-Stat	P-değer	Beta
Cons	-0.0166	0.01122	-1.4800	0.14700	-
CARL	0.0114	0.00505	2.2500	0.03000	0.4073
ATR	0.0037	0.00322	1.1600	0.25300	0.2072
DAR	-0.0112	0.00788	-1.4200	0.16400	-0.2027
R-kare	0.2857				
Düzeltilmiş r-kare	0.2307				
F (3, 39)	5.2000				
Olasılık > F	0.0041				
Gözlem sayısı	43				

Çoklu doğrusallık, varyans enflasyon faktörü testi, VIF = 1.56

Değişen varyans, Breusch-Pagan / Cook-Weisberge testi, $P = 0.886 > 0.10$

Model özellikleri, model özellikleri için RESET testi, $P = 0.755 > 0.10$

Normallik testi, Kalıntılar için Shapiro-Wilk Normallik testi, $P = 0.114 > 0.05$

Not: ***, **, * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 seviyelerinde istatistiksel önemi ifade eder

$$ROA = -0.0166 + 0.0114CARL + 0.0037ATR - 0.0112DAR \quad (I)$$

Cari Oranının (CARL) bağımlı değişken üzerinde olumlu bir etkisi var olduğunu ve %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olan 0,0114 katsayısına sahiptir. Dolayısıyla, cari oranın aktif getirisi (ROA) üzerinde olumlu bir etkisi var olduğunu tespit edilmiştir. Bu nedenle, cari orandaki bir dolarlık artışın, sonuç olarak aktif karlılığın getirisine (ROA) %1,14 artacağını söyleyebiliriz. Kalan iki değişken (ATR ve DAR) istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Tablo 3.9 Regresyon Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişkeni: CAR					
Değişkenler	Katsayıları	Std. hata	T-Stat	P-değer	Beta
Cons	-19.276	4.3200	-4.4600	0.0000	-
CARL	8.5060	1.9435	4.3800	0.0000	0.6214
ATR	1.5430	1.2411	1.2400	0.2210	0.1740
DAR	0.1407	3.0374	0.0500	0.9630	0.0052
R-kare	0.5595				
Düzeltilmiş r-kare	0.5256				
F (3, 39)	16.510				
Olasılık > F	0.0000				
Gözlem sayısı	43				

Çoklu doğrusallık, varyans enflasyon faktörü testi VIF= 1.55

Değişen varyans, Breusch-Pagan / Cook-Weisberge testi, P = 0.649 > 0.10

Model özellikleri, model özellikleri için RESET testi, P = 0.4972 > 0.10

Normallik testi, Kalıntılar için Shapiro-Wilk Normallik testi, P = 0.1141 > 0.05

*Not: ***, **, * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 seviyelerinde istatistiksel önemi ifade eder.*

$$CAR = -19.276 + 8.506CARL + 1.543ATR + 0.141D \quad (II)$$

Cari Oranının (CARL) bağımlı değişken üzerinde de olumlu bir etkisi vardır ve %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olan 8.506 katsayısına sahiptir. Dolayısıyla, cari oranın aktif getirisi üzerinde olumlu bir etkisi sahip olduğunu ve cari orandaki her bir dolar artışı için aktiflerin getirisine 8,506 oranında yükseleceği bulunmuştur. Kalan iki değişken (ATR ve DAR) istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Diğer taraftan, model (II)'nin kesişimi negatif ve istatistiksel olarak anlamlı iken, model (I) kesişimi negatif, fakat istatistiksel olarak anlamlı olmadığını görülmüştür.

3.8. Sonuç

Bu çalışmanın amacı hisse senedi ihraç duyurusu yapan şirketlerin hisse senedin getirileri üzerinde önemli bir etkisi olup olmadığını belirlemektir. Çalışmada aynı zamanda katılımcı şirketlerin çeyrek raporlarını kullanarak regresyon analizi yapmak için bazı finansal oranlar hesaplanmıştır. Katılan 113 şirketten toplanan verileri kullanarak bu araştırma iki farklı analiz gerçekleştirecektir: (1) Olay çalışma metodoloji ve (2) Regresyon analiz yöntem. Olay çalışması 2018-2019 arasında yukarıdaki belirtilen şirketlerin günlük verilerine dayanırken regresyon analizinde kullanılan veriler 2019-2010 arasında çeyrek raporlara bilançolar ve gelir tabloları gibi dayanmıştır.

Olay Çalışma Sonuçları: çalışma, hem ilk halka arzlar (İPO) hem de dönemsel halka arzları (SEO) için olay duyuru gününde önemli bir normal üstü getiri bulmamıştır. İlk halka arzın ABD borsasında listelenen şirketler için ortalama normal üstü getirileri %0,34 iken, halka arzın Türk borsasından şirketler için ortalama normal üstü getirileri %0,14'tür. Çalışma aynı zamanda ABD borsasında listelenen şirketler için halka arzın kümülatif normal üstü getiri ortalamasının %7,24 olduğunu, halka arzın Türkiye borsasında işlem gören şirketler için kümülatif normal üstü getiri ortalamasının %2,65 olduğunu bulmuştur.

Öte yandan, çalışma bulguları, ABD borsasında işlem gören şirketler için dönemsel hisse senedi arzının ortalama kümülatif normal üstü getirisinin %0,21 olduğunu, dönemsel hisse senedi arzının Türkiye borsasında işlem gören şirketler için ortalama normal üstü getirisinin %0,25 olduğunu da göstermektedir. Buna ek olarak, dönemsel hisse senedi arzının hem ABD hem de Türkiye borsalarında işlem gören şirketler için ortalama kümülatif normal üstü getirileri sırasıyla %6,07 ve %4,30 olarak bulunmuştur.

Regresyondan elde edilen sonuçları: Tablo 3.8 ve 3.9'da sunulan iki regresyon analiz sonucu, bağımlı değişkenler olarak Aktif karlılığı getiri (ROA) ve Kümülatif normal üstü getiri (CAR) göstermiştir. Cari oranı (CARL), Asit test oranı (ATR) ve Borç/varlık oranı (DAR) çalışmanın bağımsız değişkenleri olduğunu göstermiştir. Model I'deki sonuçlarına göre, düzeltilmiş r-kare katsayısı 0.2307'dir, yani bağımlı değişken (ROA) içindeki varyansın %23.07'si, çalışmaya dahil edilen bağımsız değişkenler (CARL, ATR ve DAR) ile açıklanmaktadır. Modelin f-istatistikleri ve p-değeri sırasıyla 5.200 ve 0.0041'dir. Diğer yandan, model II'deki için düzeltilmiş r-karenin katsayısı 0.5256'dır, yani bağımlı değişken (CAR) içindeki varyansın %52.560'ı, çalışmaya dahil edilen bağımsız değişkenler (CARL, ATR ve DAR) ile açıklanmaktadır. Modelin f-istatistikleri ve p-değeri sırasıyla 16.51 ve 0.0000'dür.

Regresyon analizi sonuçlarına dayanarak, iki model (I&II) %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır ve bu modellerin kabul edilebilir olduğunu göstermiştir. Bu nedenle, tüm bağımsız değişken katsayıların birlikte sıfıra eşit olduğunu söyleyen sıfır

hipotezini reddedilmiştir. Beta katsayısı, bağımsız değişkendeki bir değişiklik birimi için bağımlı değişkendeki ortalama değişimi temsil etmektedir. Beta katsayıları ayrıca bağımsız bir değişkenin bağımlı değişkene etki edebileceği büyüklüğü de açıklamaktadır. Cari oranı (CARL), her iki modelde istatistiksel olarak anlamlı bulunan tek bağımsız değişkenidir. Aşağıdakiler, model I ve model II katsayı büyüklükleri sırasıyla 0.0114 ve 8.51'dir. Kalan iki değişkenler (ATR ve DAR) istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TEMETTÜ DEĞİŞİM DUYURUSUNUN KURUMSAL FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

4.1. Giriş

Kurumsal finansmana göre kurumsal işletmelerdeki yöneticilerin görevi, verimli yatırım ve finansman kararları vererek hissedarların servetini en üst düzeye çıkarmaktır. Yöneticiler yatırım kararları alırken yüksek getirileri olan yatırım projeleri seçmelidir. Öte yandan, finansman kararları verirken yöneticiler, sermaye maliyetinin en düşük olduğu optimal sermaye yapısını seçmelidir. Yatırım ve finansman kararlarının yanı sıra yöneticiler de temettü politikaları uygular ve ödemelere düzenli olarak karar vermeleri gerekmektedir.

Ödemeler, şirket karının hissedarlar arasında temettü şeklinde dağıtılmasıdır. Temettü ödemelerini yönetmesi görüldüğü gibi kolay bir iş değildir ve temettü kararları çok önemlidir, dolayısıyla temettü ödemeleri yapmadan önce, yöneticiler aşağıdaki noktaları göz önünde bulundurmalıdır: Birincisi, yöneticiler temettü ödemelerinin şirket değerlerini artırıp artırmayacağına cevap vermelidir. İkincisi, yöneticiler ayrıca alternatif bir finansman kaynağına karar vermelidir, çünkü temettü ödemeleri dağıtılmamış kazançları azaltacaktır.

Temettü politikalarının belirlenmesi sırasında yöneticilerin cevaplaması gereken kritik sorular arasında şunlar yer almaktadır.

- 1) Temettüler ne zaman ödenecek?
- 2) Ne kadar temettü ödenecek?
- 3) Temettüler nasıl ödenecek?
- 4) Temettüler neden ödenir?

Temettü ve temettü ile ilgili politikaların aralarında iki okul vardır: (2) Temettü ilgisizlik teorisi ve (1) Temettü ilgililik teorisi.

4.1.1. Temettü İlgisizlik Teorisi

Bu okulun öncüleri arasında vergiler, işlem maliyetleri ve iflas maliyetleri vb. olmayan mükemmel bir dünyaya (mükemmel bir piyasa) dayanan etkili makalelerini gösteren Miller ve Modigliani (1961: 412) bulunmaktadır. Bir şirketin kâr dağıtım politikasının hisse senedi fiyatı veya şirketin sermaye yapısı üzerinde bir etkisi olmadığını öne sürdüler. Yatırımcılar ve hissedarlar temettü kararından etkilenmezler ve temettüler ile

sermaye kazançları arasında kayıtsız kalırlar. Kayıtsızlığın nedeni, yatırımcının servetinin bir firmanın gelirini hissedarları arasında dağıtma şeklini değil, bir şirketin aldığı yatırım kararlarını etkilemesidir. Her nasılsa, bir şirketin değeri onun kazanma gücüne dayanır (Al-Malkawi, Rafferty ve Pillai, 2010: 174).

Bu teorinin dayandığı varsayımlardan bazıları: (a) hiç kimsenin piyasadaki hisse fiyatlarını ve işlemlerini etkilemediği mükemmel bir sermaye piyasasıdır. Yatırımcılar genel olarak piyasaya ve özelde bir şirkete ilişkin her türlü bilgiye eşit erişime sahiptir; (b) vergi, işlem ve aracı komisyon maliyeti yoktur. Sermaye kazançları ile temettüler üzerindeki vergi oranları arasında fark yoktur; (c) yatırımcılar rasyoneldir ve temel amaçları servetlerini en üst düzeye çıkarmaktır. Elde ettikleri servetin temettü dağıtımından mı yoksa sermaye kazanımlarından mı kayıtsız olduklarını göstermektedir (Tanushev, 2016: 303).

4.1.2. Temettü İlgili Teorisi

Walter, J. E. (1963: 280) ve Gordon, M. J. (1963: 264), bir şirketin temettü politikasının hisse fiyatının değerini etkilediğini belirten bu okulun öncüleri arasındadır. Diğer bir deyişle, şirket değeri yüksek temettü ödenerek artırılabilir ve düşük temettü ödenerek azaltılabilir. Hissedar servetini en üst düzeye çıkarmak anlamına gelen optimum temettü politikasının belirlenmesinde, Prof. Walter'ın bilimsel çalışması, sermaye maliyeti ile iç getiri oranı arasında çok anlamlı bir ilişki olduğunu göstermiştir.

Temettü politikası optimitesi, sermaye maliyeti (K) ile iç verim oranı (R) arasındaki ilişkiye bağlıdır. Örneğin, eğer sermaye maliyeti iç verim oranından yüksekse ($K > R$), şirket tüm kazançları elinde tutmalıdır. Öte yandan; eğer sermaye maliyeti iç verim oranından düşükse ($K < R$), şirket kazançları dağıtmalıdır. İçsel getiri oranı sermaye maliyetinden yüksek olduğunda, tüm kazançları elde etmenin mantığı, şirketin hissedarların kendi başlarına kazanabileceğinden daha fazla kar elde etmesidir (Panigrahi ve Yuserrie, 2015: 47). Diğer bir teori, temettü teorisinin uygunluğunu destekleyen Gordon'un teorisidir, “piyasa koşulları kesin olmadığında ve asimetrik bir bilgi olduğunda temettüler sermaye kazançlarından farklı olarak değerlendirilir”. Bir atasözü der ki, “Eldeki bir kuş çalıda iki değerindedir”.

Walter teorisi aşağıdaki varsayımlara dayanmaktadır: (a) şirket yatırım projelerini yalnızca elde ettiği kazançları kullanarak finanse eder; (b) iç getiri oranı ve firmanın sermaye maliyeti sabit kalmalıdır; (c) şirket kar kazançlarının ya tamamen yeniden yatırılması ya da temettü olarak dağıtılması; (d) şirketin temettü ve kazançlarının sabit kalması; (e) şirketin sonsuz bir hayat sürmesi önemlidir. Araştırma hedefi, nakit temettü

değişikliği duyurusunun hisse senedi getirisi üzerinde bir etkisi olup olmadığını araştırmaktır. Genel olarak, borsalarda kote edilen hisseler büyük duyurulara ve ekonomik olaylara tepki gösterir. Normalde, olaylar ikiye ayrılır: (1) Kontrol edilebilir ekonomik olaylar ve (2) Kontrol edilemeyen ekonomik olaylar.

Kontrol edilebilir ekonomik olaylar, firmanın kontrolü dahilinde firmaya özgü faktörler gibi olaylardır. Kontrol edilebilir ekonomik olaylar arasında şirket yönetimi değişiklikleri, yeni özsermaye, borç veya her ikisinin çıkarılması, birleşme ve devralmalar, finansal tablolara ilişkin açıklamalar, iflas ve kazanç duyuruları yer almaktadır.

Kontrol edilemeyen ekonomik olaylar, firmanın kontrolü dışındaki olaylardır, kısaca bunlara dış faktörler de denir. Kontrol edilemeyen ekonomik olaylar arasında makroekonomik değişkenler (dış ticaret açığı, faiz ve enflasyon oranları vb.), politik ve coğrafi faktörler de bulunmaktadır.

4.2. Literatür İncelemesi

Miller, Modigliani, Walter & Gordon'un tartışmalı makalelerinden beri, farklı temettü modellerine dayanan çeşitli ampirik çalışmalar, temettü ödemesinin şirket değerlerini etkileyip etkilemediğini açıklamaya çalışmıştır. Bu nedenle, iktisatçılar temettü tartışmalarını çözmek için birtakım açıklamalar önermişlerdir. Bu açıklamalar arasında en popüler olanı, "temettü ödemeleri yoluyla, yöneticiler şirketin gelecekteki refahını gösterebilir" demiştir ve buna temettü sinyalleme teorisi denir. Temettü sinyalleme teorisi, temettü değişikliklerinin şirketin hisse değerleri ile pozitif korelasyon gösterdiğini varsayar. Dolayısıyla, bu teoriye göre temettü artışı ilanı şirketin gelecekteki refahının bir işaretidir. Temettü değişikliği ayrıca gelecekteki nakit akışı ve kazançlar hakkında bilgi içermektedir.

4.2.1. Temettü Sinyali Teorisini Destekleyen Bazı Ampirik Çalışmalar

Kao ve Wu (1994: 45) temettü değişikliği duyuruları tarafından oluşturulan bilgi içeriğini incelemiştir. 1965 ile 1986 yılları arasında 454 şirketten toplanan örnek veriler kullanılarak S&P compustat veri tabanından elde edilmiştir. Beklenmeyen temettü ilanı ile beklenmedik kazançlar arasındaki ilişkiyi güvenilir bir şekilde tahmin etmek için bu çalışmada Marsh Merton Modeli uygulanmıştır. Çalışma sonuçlarında, beklenmedik temettü duyurusu ile beklenmedik kazanç değişiklikleri arasında güçlü bir ilişki bulunmuştur. Bu şekilde çalışmanın sonucu, temettü sinyalleme teorisi ile uyumludur.

Temettü sinyali hipotezini test eden başka bir çalışma, Akhigbeve Borde (1993: 413) tarafından yürütülen çalışmadır. bir olay çalışması metodolojisi kullanarak

temettülerini ayarlayan sigorta şirketlerinin benzersiz bir sinyal yaratıp yaratmadığını incelemiştir. Bu amacı gerçekleştirmek için, çalışma 1969-1991 yılları arasında çeyrek bir temettü artırım duyurusu yapan üç tip sigortadan bir veri örneği toplamıştır. Bu çalışmaya katılan toplam 253 firma bulunmaktadır. Bu çalışmanın ampirik analizi, sigorta şirketlerinin temettü artış ilanına hisse fiyat tepkisinin olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ancak, hayat sigortası şirketleri için yanıt büyüklüğünün diğer sigorta şirketleri türlerinden daha küçük olduğunu belirtmek gerekmektedir.

Diğer bir ampirik analiz, yöneticilerin şirketin gelecekteki refahı beklentilerini belirlemek için çoğunlukla kullandıkları en önemli iki unsur olan kazanç ve temettü duyurularını araştırmış. 1963 ile 1976 yılları arasında New York Borsasında (NYSE) listelenen toplam 149 örnek şirket çalışmaya dayanmaktadır. Araştırma bulguları, temettü değişikliği açıklamalarının sermaye piyasasını güçlü bir şekilde etkilediğini ve çeyrek nakit temettü değişikliklerinin, üçer aylık kazanç rakamlarının karşılıklarının ötesinde faydalı bilgiler sağladığını belirten hipoteze destek verdiğini göstermiştir (Aharony ve Swary, 1980: 2). Çalışma aynı zamanda örnek şirketlerin listelendiği sermaye piyasasının temettü duyuru bilgilerinin verimli bir şekilde ayarlandığı yarı güçlü bir verimlilik piyasası olduğunu bulunmuştur.

Nissim ve Ziv (2001:2111) farklı metodolojiler kullanarak temettü hipotezinin bilgi içeriği hakkında güçlü bir kanıt sunmuştur. Bu çalışma, temettü değişikliklerinin kârlılık düzeyi hakkında bilgi verdiğini göstermiştir. Çalışma aynı zamanda temettü değişikliklerinin kazanç değişimleri ile pozitif yönde ilişkili olduğunu bulunmuştur. Parkinson ve Waweru (2010: 35) yöneticileri temettü ödemeye motive eden faktörleri incelemiştir. Temettü ödemede yöneticileri etkileyen faktörleri analiz etmek için Nairobi Menkul Kıymetler Borsası'nda (NSE) listelenen 50 şirketin tümünü seçmiştir. Örnek veriler 1998-2007 yılları arasında NSE el kitaplarından toplanmıştır.

Veriler çoklu regresyon yöntemi kullanılarak analiz edilmiş, ödenen temettü bağımlı değişken olarak kullanılmışken, net gelir, yeni yatırım, likidite ve kukla bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Kukla değişken endüstri için temsil edilmiştir. Araştırma bulguları, gelir ve likidite değişkenlerinin temettü değişkeni ile güçlü pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahipken, yatırım fırsatı temettü değişkeni ile güçlü bir negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahip olduğunu bulunmuştur. Bu nedenle çalışma, temettü sinyali hipoteziyle uyumlu olduğunu tespit edilmiştir. Jensen ve Johnson (1995:31), temettü politikası oluşturduktan uzun süre sonra temettü azaltma yapan şirketlerin finansal özellikleri hakkında ampirik bir çalışma yürütmüştür. Bu çalışmanın amacı temettü azaltmanın

motivasyonu, temettü düşüşü ve yöneticiler tarafından temettü azaltmadan önce ve sonra alınan önlemler ile ilgili temel bir kanıt sağlamaktır. Toplam 268 gözlem örneği, 218 temettü azaltma vakası ve 50 temettü çıkarma vakası bu analize dayanmaktadır.

Çalışma sonuçları, temettü indiriminden önce kazanç düşüşünün ve temettü indiriminden sonra kazançların arttığını göstermiştir. Çalışma bulgusu ayrıca, temettü düşüşünü (artışını) öngören temettü sinyali hipotezinin de kazançlarda bir düşüş (artış) yaratacağını desteklemektedir. Nikunj ve Kalpesh (2014: 1), temettü açıklamasının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ve normalüstü bir getiri olup olmadığını incelemiştir. Bombay Menkul Kıymetler Borsasından (BSE) Ocak 2008'den Aralık 2011'e kadar dört yıllık bir dönemde yirmi şirketten bir örnek seçmiştir. Araştırmalarında, ortalama normalüstü getirilerde (AAR) anlamlı bir ilişki bulunmadığı sonucuna varılırken, kümülatif ortalama normalüstü getirilerin (CAAR) istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur.

Nickolaos, Lenos ve Nikos (2001: 87) araştırmasına göre, Kıbrıs'ın gelişmekte olan borsalarında nakit temettü artışı ilanlarına borsa tepkisini incelemiştir. Bu çalışma, nakit temettü artışı yapan şirketlerin önemli bir pozitif normalüstü getiri elde ettiğini bulmuştur. Bu nedenle, bu araştırma nakit temettü artış ilanının hisse senedi fiyatı üzerinde etkili olduğu sonucuna varmıştır. Aamir ve Shah (2011:72) hisse senedi fiyatı temettü ilanı üzerine bir araştırma yapmışlardır. Çimento, Petrol ve Gaz gibi farklı sektörlerden firmalar tarafından yapılan 26 temettü duyuru tarihinde çalışmıştır. Araştırma sonucu, temettü açıklamalarının şirketlerin ilan süreleri sırasında ve bu duyuruların yapılmasından hemen sonra hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu etkileri olduğunu tespit edilmiştir. Rosario ve Chavali (2016: 103) araştırma sonuçlarına göre, temettü açıklamasının Umman'daki borsa üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu tespit edilmiştir. Ancak bu olumlu etki, olay tarihinden sonra geldiğini ve olay gününde herhangi bir etki olmadığını bulmuştur. Çalışma bulgularına göre, Umman'daki borsada işlem gören şirketler tarafından yapılan temettü açıklamasına olumlu bir tepki olduğunu bulmuştur.

4.2.2. Temettü Sinyali Teorisini Desteklemeyen Bazı Ampirik Çalışmalar

Öte yandan, temettü sinyalleme teorisini desteklemeyen bazı ampirik çalışmaları da şunlar içermektedir: “Temettü Değişiklikleri Gelecekteki Karlılıktaki Değişiklikleri Göstermez” başlıklı ampirik bir çalışma Grullon, Michaely, Benartzi ve Thaler (2005: 1659) tarafından yürütülmüştür. Farklı tahmin yöntemleri ve çeşitli karlılık ölçütleri kullanılarak yapılan çalışma, temettü dahil tutulan modellerin temettü hariç tutulan modellere kıyasla sistematik olarak düşük performans gösterdiğini gösteren sonuçlar

üretmiştir. Bu sonuç, çoğu zaman yatırımcıların kazanç modelinin parametrelerini tahmin etmek için geçmiş verileri kullandıkları şeklinde yorumlanmıştır.

Dolayısıyla; bu gerçeğe dayanarak, temettü değişiklikleri gelecekteki kazançlar için güvenilir bir öngörücü olmadığını tespit edilmiştir. Genel olarak, temettü değişiklikleri ile gelecekteki kârlılık arasındaki ilişkinin, temettü sinyali hipotezinin tahminleri ile uyumlu olmadığını göstermiştir. Bu çalışma, bir yöneticinin temettü kararının şirketin gelecekteki refahı için bilgilendirici bir sinyal olup olamayacağını incelemiştir. Bu çalışma compustat'ın New York Borsası (NYSE) için araştırma veritabanından elde edilen 149 şirketten toplanan bir veri örneğine dayanmaktadır. Bir şirketi örnek verilere dahil etmek için, art arda dokuz yıl veya daha fazla kazanç elde ettikten sonra, yıllık kazanç düşüşü koşulunu yerine getirmektedir. Ampirik çalışma sonucu, temettü sinyalleme teorisine destek bulamamıştır (DeAngelo, DeAngelo ve Skinner (1996: 341).

Watts (1973: 191), temettülerin firmanın gelecekteki kazançları hakkında bilgi içerip içermediğini incelerken Watts, temettü değişikliği sermaye piyasasına bilgi aktarsa bile beklenmedik temettü değişiklikleri ile gelecekteki kazançlar arasındaki ilişkinin çok küçük olduğunu belirtmiştir, çünkü temettü sinyali tarafından yaratılan değer işlem maliyetini aşamaz. Bu nedenle temettü değişikliği ile gelecekteki kazançlar arasındaki ilişki küçük ve önemsizdir. Son olarak, Li ve Zhao (2008: 673) bilgi asimetrisi ve şirketin temettü politikası üzerindeki etkisi üzerine bir araştırma yapmıştır. Araştırma sonucuna göre, bir firmadaki bilgi asimetrisi ne kadar yüksek olursa, temettü ödeme başlatma veya artırma olasılığı o kadar az olur. Temettü artırsa bile, daha az miktarda temettü dağıtacaktır. Çalışma sonucu ayrıca asimetric bilgi ile temettü politikası arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Bu nedenle, çalışma sonucu temettü sinyalleme teorisi ile tutarsızdır.

4.3. Veri Örneği ve Veri Analizi Yöntemi

4.3.1. Veri Örneği

Çalışma örnekleme verileri ABD (NYSE & IXIC) ve Türkiye (BIST) borsalarında listelenen şirketlerden toplanmıştır. Temettü ilanı ile ilgili bilgiler Nasdaq ve Kamuyu Aydınlatma platformundan (KAP) alınmıştır. Çalışmaya katılan şirketlerin finansal verileri şirketin web sitesi veri tabanından alınmış, hisse fiyatıyla ilgili veriler ise yahoo finans ve tr.investing.com web sitelerinden indirilmiştir.

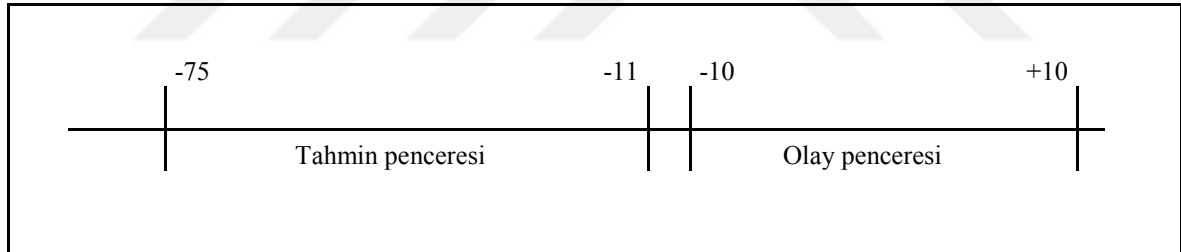
4.3.2. Veri Analizi Yöntemi

Bu çalışmanın amacı nakit temettü değişikliği açıklamalarının hisse fiyatı üzerinde bir etkisi olup olmadığını araştırmaktır. Araştırmada katılımcı şirketin sıradan en küçük

kareler (OLS) regresyon analizini yapmak için bazı finansal oranları hesaplamak üzere bilanço ve gelir tabloları gibi çeyrek raporlarını da kullanmaktadır. Olay duyurusunun hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini hesaplamak ve analiz etmek için bu çalışmada Fama (1969) tarafından önerilen olay çalışma metodolojisi kullanılacaktır. Olay çalışmasında kullanılan veriler iki ana bölümden oluşmaktadır (birinci bölüm ve ikinci bölüm).

Birinci bölüm, 2013-2019 yılları arasında nakit temettü beyan eden sadece ABD piyasalarından toplanan 171 şirketten oluşmaktadır. 171 şirket arasından 55'i nakit temettü artırımı duyurusu yapmış, 53 şirket nötr nakit temettü duyurusu yapmış ve geri kalan 63 şirket nakit temettü indirimi duyurusu yapmıştır. İkinci bölüm, ABD pazarındaki şirketler ile Türkiye pazarındaki şirketler arasındaki karşılaştırma analizi hakkındadır. Temettü duyurusunun hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini test etmektedir. Bu bölüm, 2013'ten 2019'a kadar temettü ilanı yapan 266 şirketten oluşmaktadır. Olay çalışma metodolojisi yapmak için araştırmacılar aşağıdaki iki adımı belirlemelidir: (i) Tahmin penceresi ve (ii) Olay penceresi. Araştırma günlük veriler kısa vadeli dönem kullanacaktır. Temettü duyurusunun tahmini ve olay penceresinin zaman çizgisi diyagramları aşağıda sunulmuştur:

Tablo 4.1 Temettü Duyurusunun Olay Çalışma Zaman Çizelgesi Diyagramı



Veri analizinde, bu çalışmada Microsoft Spread Sheet'te Eviews, Stata ve Data Analysis Tool gibi yazılım programları kullanılacaktır.

4.3.2.1. Analitik Modeller

Hisse senedinin günlük getirisi şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100 \quad (1)$$

$R_{i,t}$ = i Şirketin hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisi,

$P_{i,t}$ = i Şirketin hisse senedinin t günündeki piyasa fiyatını,

$P_{i,t-1}$ = i Şirketin hisse senedinin t-1 günündeki piyasa fiyatını göstermektedir.

Bu çalışmada, beklenen getirisi belirlenirken kullanılan istatistiksel modellerden biri olan piyasa modeli kullanılacaktır.

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

$R_{i,t}$ = i hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisi

$R_{m,t}$ = t günü borsa endeksin günlük getirisi

α_i ve β_i = katsayıları göstermektedir

$e_{i,t}$ = t günlüğün hisse senedinin hata terimini,

Piyasa modeli yöntemi ile beklenen getiriyi hesaplayabilmek için tahmin penceresindeki veriler kullanılacaktır. Söz konusu dönemdeki hisse senedi ve endeks getirileri kullanılarak, basit doğrusal regresyon analizi ile her bir şirketin α ve β katsayıları tahmin edilecektir. Elde edilecek katsayılar piyasa modeli denkleminde yerine konularak günlük beklenen getiriler hesaplanacaktır.

Regresyon denklemi şu şekilde ifade edilebilir:

$$ER_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_m \quad (3)$$

$E[R_{i,t}]$ = i hisse senedinin t gününde beklenen getirisi,

$R_{m,t}$ = seçilen piyasanın veya endeksin t günündeki getirisi

α_i = regresyonun sabiti ve i hisse senedinin piyasa getirisi ile açıklanamayan kısmı,

β_i = regresyonun eğimi ve i hisse senedinin piyasa getirisine duyarlılığı,

$e_{i,t}$ = regresyonun hata terimi

Normal üstü getirilerin hesaplanması için günlük beklenen getiri ile günlük gerçekleşen getiri arasındaki fark alınacaktır:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - ER_{i,t} \quad (4)$$

$AR_{i,t}$ = t günündeki normal üstü getirisi,

$R_{i,t}$ = i hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisi

$E[R_{i,t}]$ = i hisse senedinin t günündeki beklenen getirisi,

Ortalama normal üstü getiri (MAR) şöyle hesaplanır:

$$AAR_i = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n AR_{i,t} \quad (5)$$

$AAR_{i,t}$ = t günündeki ortalama normal üstü getirisi

i hissesi için standart sapma şöyle tahmin edilmektedir:

$$S_i = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (AR_i - AAR_i)^2} \quad (6)$$

Tahmin edilen standart sapma kullanılarak standardize normal üstü getiri ($SAR_{i,t}$) şöyle bulunmaktadır:

$$SAR_{t,t} = \frac{AR_{i,t}}{S_i} \quad (7)$$

$$t = \frac{\text{Average Abnormal Return}}{\text{Standard Deviation}} \quad (8)$$

$$t(AAR) = \frac{AAR_i}{S(AAR)_e} \quad (9)$$

Bulunan $AR_{i,t}$ değerlerinden i hissesinin kümülatif normal üstü getirisi ($CAR_{i,t}$) ve standardize edilmiş değeri, $AR_{i,t}$ için gösterilen formüllere göre ortalama kümülatif normal üstü getiri (MCAR) ve s değerleri bulunarak şöyle hesaplanmaktadır:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^N AR_{i,t} \quad (10)$$

$$MCAR_i = \sum_{t=1}^k CAR_i \quad (11)$$

Burada

$CAR_{i,t}$ = kümülatif normal üstü getirisi,

$AR_{i,t}$ = t günündeki normal üstü getirisi,

n = olay aralığındaki gün sayısını göstermektedir

$MCAR_{i,t}$ = ortalama kümülatif normal üstü getirisi

Bu formüller kullanılarak her bir hissenin olay dönemi sonundaki kümülatif normal üstü getirisi (CAR) hesaplanmış ve standardize kümülatif normal üstü getiri (SCAR) değerleri ile de t tablosundaki %5 anlamlılık seviyesinde anlamlılığını test edilmiştir.

$$SCAR_{i,t} = \frac{CAR_{i,t}}{S_i} \quad (12)$$

Hesaplanan bu ortalama normal üstü getirisi (MAR) ve ortalama kümülatif normal üstü getirisi (MCAR) değerleri %5 anlamlılık seviyesinde tek örneklem t -testine tabi tutularak anlamlılıkları incelenecektir. Ortalamaları incelenen bu değerlerin anlamlılığını ölçmek için kullanılan t -test istatistiği ise şöyle hesaplanmaktadır:

$$t_{(MCAR)} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i}{\sqrt{\sigma^2_{CAR_i/N}}} \quad \text{or} \quad t_{(MCAR)} = \frac{MCAR_i}{S(MCAR)_i} \quad (13)$$

4.3.3. Regresyon Analizi

Bu çalışmada ayrıca bağımlı değişkenler olarak karlılık getirileri (özkaynak kârlılıkları ve pay getirileri) kullanılarak çok değişkenli regresyon analizi yapılırken, bağımsız değişkenler finansal oranlardan alınan belirli faktörlerin bir kombinasyonudur. Ancak bu çalışma, regresyon analizini gerçekleştirmeden önce birkaç tanısal test analizi yapacaktır. Model bu testleri geçtikten sonra çalışma regresyon analizini yapmaya devam edecektir.

4.3.3.1. Regresyon Değişkenleri

a. Bağımsız Değişkenler

Cari Oranı (CARL); şirketin likiditesine dair bir ipucu verir ve cari varlıklar ile cari borçlar arasında nicel bir ilişki sağlamaktadır. Bu oran, işletme likidite pozisyonunun bir ölçüsüdür. Bu oran bakıldığında, işletmenin mevcut varlıkların bir yıl içinde ödenmesi durumunda borç ödeyip ödemeyeceğini anlayabilirsiniz. Mevcut oran bir işletmenin sahip olduğu her 1 ABD Doları için sahip olduğu para tutarı göstermektedir.

Örneğin, bir işletmenin şu anki 1.6 : 1 ABD Doları oranı varsa, bu işletmenin şu anki yükümlülüğün her 1 ABD doları için 1.6 ABD doları değerinde cari varlığı olduğu anlamına gelmektedir.

Borç/Özkaynak Oranı (DER); bir şirketin finansal kaldıraç oranını değerlendirmek için kullanılmaktadır. Borçun özsermaye oranı, bir şirketin finanse ettiği derecesi, tamamen sahip olduğu fonlara karşı borçlanma yoluyla işlem yapmak üzere test etmek için önemli bir ölçesidir. Borç/özkaynak oranı, hissedarların özkaynak kabiliyetlerini işletme zorlukları veya gerilemeleri sırasında, tüm ödenmemiş borçları karşılama testinde kullanılabilir.

Şirket Büyüklüğü(LnASSETS); şirket büyüklüğü faktörü toplam varlıkların doğal logaritması kullanılarak hesaplanmıştır.

Hisse Başına Piyasa Değeri(MKV); mevcut piyasadan bir hisse senedinin kolayca alınabileceği veya satılabileceği fiyattır.

Hisse Başına Temettü(DPS); yatırımcılar için önemli bir ölçümdür çünkü bir şirketin temettü olarak ödediği tutar hissedarlar için gelirdir ve hisse başına temettü bir yatırımcının temettü ödemelerini hesaplamak için kullanabileceği en kolay rakamdır.

Hisse Başına Kazanç(EPS); şirketin net karını hisse senetlerinin payına bölerek hesaplayabilir. Ortaya çıkan numara bir şirketin karlılığının bir göstergesi olarak kullanılabilir. Bir şirketin hisse başına kazancı ne kadar yüksek olursa, o kadar karlı

olur. Hisse başına kazanç tüm karların yıl sonunda ödenmemiş hisse senetlerine dağıtılması durumunda, hisse senetlerinin her birinin alacağı para miktarıdır. Hisse başına kazanç, aynı zamanda bir şirketin hissedar bazında ne kadar karlı olduğunu gösteren bir hesaplama değildir.

b. Bağımlı Değişkenler

Hisse-Senedi Getirisi(SHRET);örnek şirketlerin geçmiş hisse fiyatı verilerinden hesaplanmıştır, aynı zamanda adi hisse senedi olarak da bilinir.

Özkaynak Kârlılığı Getirileri (ROE); yönetimlerin şirket varlıklarını kar elde etmek için etkin olarak kullanmasını ölçmektedir.

Tablo 4.2 Regresyon ve Regresyon Analizinde Kullanılan Değişkenler

Değişkenler	Tanımı	Semboller
Bağımsız Değişkenler		
Cari Oranı	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar	CARL
Borç-Özkaynak Oranı	Toplam Borç / Özsermaye	DER
Şirket büyüklüğü	Toplam Varlıkların Doğal Logaritması	LnAsset
Piyasa Değeri	Hisse başına fiyatı*Hisse senedi sayısı	MKV
Hisse Başına Temettü	Ödenmiş temettü/Ödenmemiş hisse senedi sayısı	DPS
Hisse Başına Kazanç	Net Kar / Hisse Senedi Sayısı	EPS
Bağımlı Değişkenler		
Hisse-senedi getirisi	$(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} * 100$	SHRET
Özsermaye karlılık oranı	Dönem net karı / Özkaynaklar toplamı	ROE

$$Y_{i,t} (\text{SHRET \& ROE}) = \alpha_i + \beta_1 \text{CARL}_{it} + \beta_2 \text{DER}_{it} + \beta_3 \text{LnASSET}_{it} + \beta_4 \text{MKV}_{it} + \beta_5 \text{DPS}_{it} + \beta_6 \text{EPS}_{it} + e_{i,t}$$

$Y_{i,t}$ = Bağımlı değişkenler (SHRET& ROA);

α_i = Kesişim katsayısı;

β_i = Beta katsayısı

$X_{i,t}$ = Bağımsız değişkenler (CARL,DER, LnASSET, MKV,DPS and EPS)

$e_{i,t}$ = Hata terimi

4.4. Ampirik Analiz Sonuçları

Bu ampirik çalışmanın bulguları olay çalışması metodolojisi kullanılarak elde edilmiştir. Olay çalışmasında kullanılan veriler iki ana bölümden oluşmaktadır (birinci bölüm ve ikinci bölüm). Birinci bölüm örnek verileri üç kısımdan oluşmaktadır:(a) temettü artışı, (b) nötr (değişiklik yok) temettüler, ve (c) temettülerdeki azalma.İkinci bölüm ise ABD pazarındaki şirketler ile Türkiye pazarındaki şirketler arasındaki bir karşılaştırmadır. Temettü açıklamasının bu şirketlerin hisse fiyatını nasıl etkilediğiyle ilgilidir. İkinci bölüm

örnek verileri, 2013-2019 yılları arasında temettü duyurusu yapan 296 şirketten oluşmaktadır.

4.4.1. Günlük Normal ÜstüGetirileri ve Kümülatif Normal ÜstüGetiriler

Tablo 4.3'teki panel A'nın sonuçları, temettü artışı örnek verilerine dayanmaktadır. Panel A'nın gösterdiği gibi olay penceresinden sadece dokuzuncu günde ($t_{+9}:1.217^{**}$) istatistiksel olarak anlamlı olduğunu bulunmuştur, ancak tüm olay penceresinin geri kalan günlerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı bulunmuştur. Bununla birlikte olay tarihini çevreleyen 20 günden 15'i pozitif normal üstü getiri (AR), olay tarihini etrafındaki 20 günden sadece 5'i negatif normal üstü getirileri (AR) olmuştur. Normal üstü getirilerin (AR) yanı sıra, tüm olay penceresinin kümülatif normal üstü getirileri (CAR) pozitif olduğunu görülmektedir.

Diğer yandan; tablo 4.3'teki B panelinin sonuçları, temettü nötrya da değiştirilmemiş temettü örnek verilerine dayanmaktadır. Panel B sonucunun gösterdiği gibi olay pencere günleri istatistiksel olarak anlamlı olmadığını bulunmuştur. Ancak, olay penceresinin ortalama normal üstü getirilerinin (AR) neredeyse yarısı pozitif diğer yarısı negatif olduğunu tespit edilmiştir. Öte yandan, tüm kümülatif normal üstü getiriler (CAR) negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur.

Son olarak, temettü azaltma örnek verilerine dayanan Panel C sonuçları, olay penceresinin 20 gününden 14'ünün negatif olduğunu ve klan 6'sı da pozitif olduğunu görülmüştür. Panel C sonuçları gösterdiği gibi, tüm olay penceresinde herhangi bir istatistiksel anlamlı bulamamıştır. Öte yandan, C panelindeki kümülatif normal üstü getirilerin (CAR) tamamı negatif olmuştur. Dolayısıyla, panel C sonuçlarının panel A sonuçlarının tersi olduğunu söyleyebiliriz. Bu nedenle, ortalama olarak çalışma sonucu, temettü değişikliğinin hisse senedi getirileri üzerinde önemsiz bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

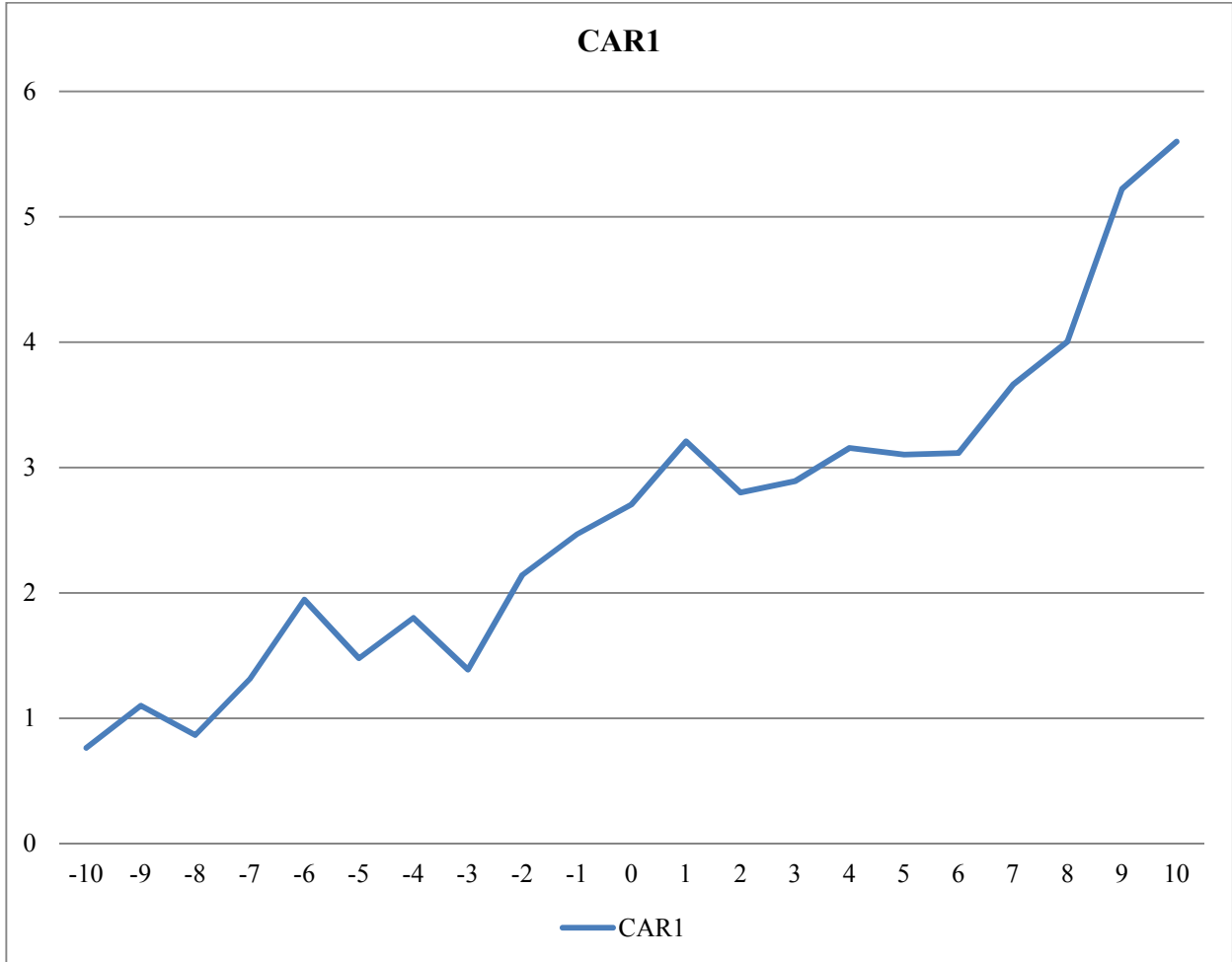
Çalışmada, temettü artırımı ilanı hisse senedi getirilerini olumlu etkilerken, temettü azaltma açıklamaları hisse senedi getirilerini olumsuz etkilediğini görülmektedir. Bu çalışma aynı zamanda sermaye piyasası hipotezinin yarı güçlü biçimini desteklemektedir. Olay penceresinden normal üstü getirilerin istatistiksel önemini bulunmaması nedeniyle borsa temettü ilanı etkisini hisse senedi fiyatına etkin bir şekilde ayarlamış olduğu yorumlanabilir.

Tablo 4.3 Temettü Duyuru Tarihleri Etrafındaki Günlerin Performans Ölçümleri

Günler	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
A. Artma																					
AR (%)	0.763	0.338	-0.235	0.449	0.630	-0.468	0.324	-0.413	0.754	0.325	0.236	0.504	-0.408	0.092	0.264	-0.052	0.013	0.546	0.343	1.217**	0.377
t - Değeri	1.265	0.560	-0.390	0.744	1.045	-0.777	0.538	-0.685	1.250	0.540	0.392	0.836	-0.676	0.152	0.438	-0.086	0.021	0.906	0.569	2.019	0.625
CAR (%)	0.7630	1.101	0.866	1.315	1.945	1.476	1.801	1.388	2.142	2.467	2.703	3.207	2.799	2.891	3.155	3.103	3.116	3.662	4.005	5.222	5.599
B. Nötr																					
AR (%)	-0.288	0.217	-0.531	0.2010	-0.568	0.307	-0.167	-0.146	-0.213	-0.309	0.097	0.527	0.219	0.201	0.024	0.319	-0.06	-0.25	-0.070	-0.209	0.495
t - Değeri	-0.814	0.614	-1.502	0.5688	-1.608	0.867	-0.473	-0.414	-0.602	-0.875	0.276	1.491	0.621	0.569	0.069	0.902	-0.16	-0.70	-0.199	-0.593	1.399
CAR (%)	-0.288	-0.071	-0.602	-0.4006	-0.969	-0.662	-0.829	-0.976	-1.188	-1.497	-1.400	-0.873	-0.653	-0.452	-0.428	-0.109	-0.17	-0.41	-0.484	-0.694	-0.199
C. Azaltma																					
AR (%)	-0.758	-0.3399	-1.073	0.222	-0.596	0.1955	-0.220	-0.711	-0.517	-0.232	0.0027	-0.248	0.4327	-0.123	0.110	-0.184	-0.159	0.435	0.1338	-0.0133	-0.139
t - Değeri	-2.366	-10.614	-3.349	0.692	-1.860	0.6103	-0.688	-2.219	-1.612	-0.718	0.0083	-0.775	1.351	-0.382	0.343	-0.575	-0.497	1.358	0.4180	-0.0147	-0.435
CAR (%)	-0.758	-10.978	-2.170	-1.949	-2.544	-2.348	-2.569	-3.280	-3.797	-4.027	-4.024	-4.272	-3.839	-3.962	-3.852	-4.036	-4.195	-3.76	-3.627	-3.640	-3.779

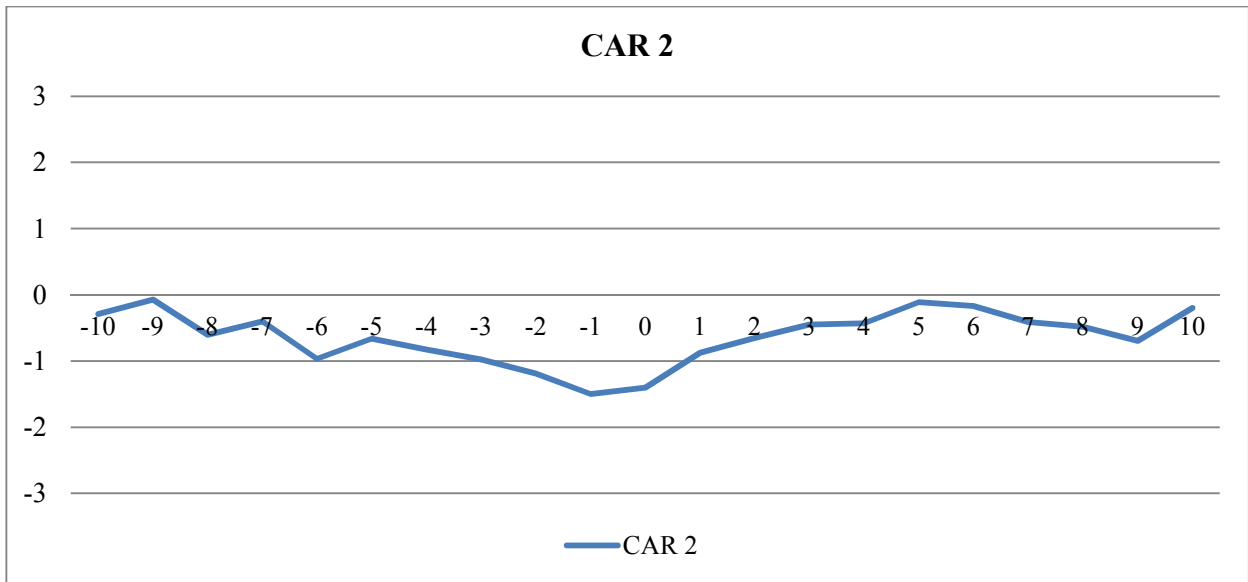
Not: ***, **, * sırasıyla% 1,% 5 ve% 10 seviyelerinde istatistiksel önemi ifade eder

Şekil 4.1, temettü artışı örnek verilerinden kümülatif ortalama normal üstü getirileri (CAR) göstermektedir. Onuncu gün (t_{-10}) ön duyuru tarihinden başlayarak kümülatif normal üstü getiri (CAR) %0.77 iken, kümülatif normal üstü getiri onuncu gün (t_{+10}) olay sonrasında %5.59'a ulaşmıştır. İstatistiksel olarak anlamlı olmasa da, ortalama olarak ABD piyasası temettü artırımını açıklamalarına olumlu tepki verdiğini bulunmuştur.



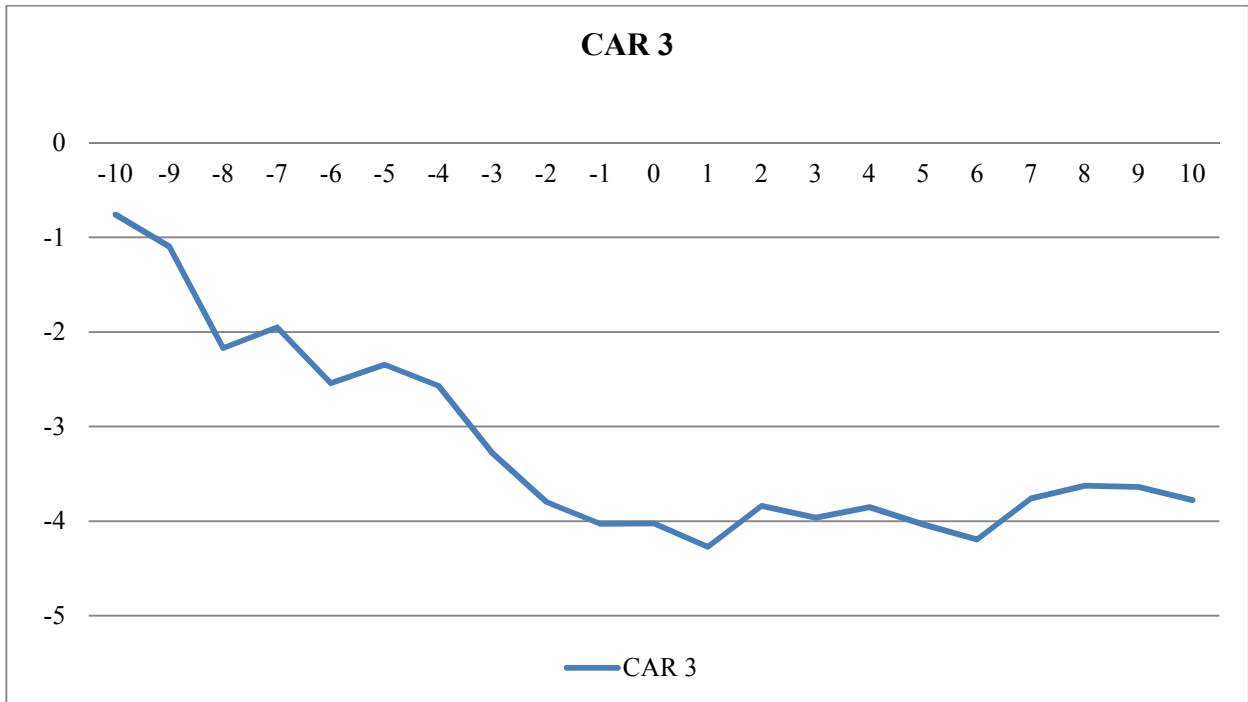
Şekil 4.1 Temettü Artışına Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiri (CAR)

Şekil 4.2'de temettü nötr ilgili örnek verilerine dayanan kümülatif normal üstü getiriler (CAR) gösterilmektedir. Diyagramdan da görebileceğiniz gibi, olay tarihine kadar kademeli olarak azalmaktadır (t_0). Kümülatif normal üstü getiri, olay penceresinin son gününe kadar kademeli olarak artmaya başlamıştır. Diğer iki panele (A&C) kıyasla, ortalama olarak temettü nötrünün kümülatif normal üstü getirilerinin (CAR) net bir yukarı veya aşağı yönü olmadığını söyleyebilirim. Temettülerini değiştirmeyen şirketlerin hissedarlarının olay penceresi boyunca normal getirileri kazanacakları şeklinde yorumlanabilir.



Şekil 4.2 Temettü Nötr Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getirileri (CAR)

Şekil 4.3'te temettü azaltma örnek verilerinden kümülatif normal üstü getirileri göstermektedir. Bu grafiğe göre yatırımcılar ABD piyasalarındaki temettü azaltma açıklamalarına olumsuz tepki verdiğini görülmüştür. Kümülatif normal üstü getiriler, duyuru tarihinden önceki onuncu(t_{-10}) günde %0,76'dan düşmeye başlamış ve duyuru tarihinden sonraki ilk (t_{+1}) gün %4,27 oranında azalmaya devam etmiştir. Kısaca, ön duyuru sırasında kümülatif normal üstü getiriler azalırken, duyuru sonrası durağan hale gelmiştir.

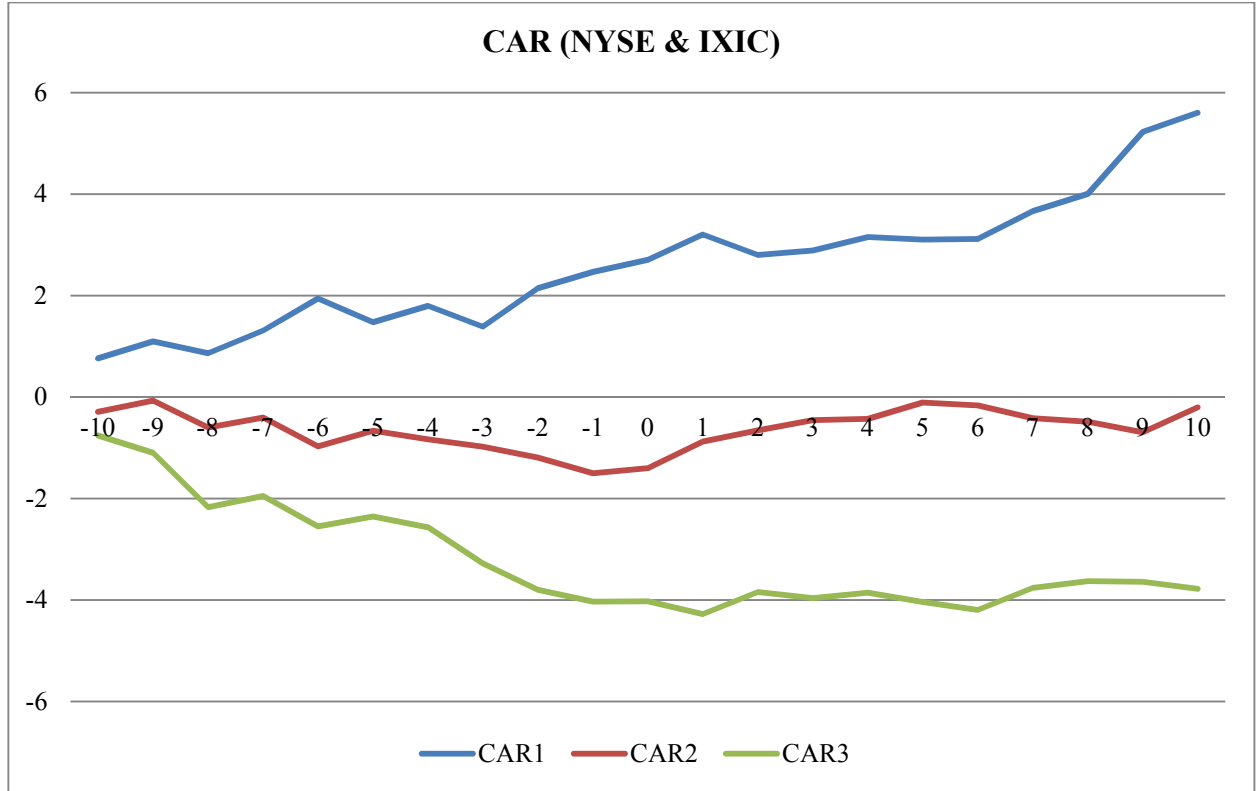


Şekil 4.3 Temettü Azalışına Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiri (CAR)

CAR1 - temettü artışı örnek verilerinden kümülatif normal üstü getirileri temsil eder.

CAR2 - temettü nötründen veya değiştirilmemiş temettüden elde edilen kümülatif normal üstü getirileri temsil eder

CAR3 - temettü azaltma örnek verilerinden kümülatif normal üstü getirileri temsil eder.



Şekil 4.4 Üç Kümülatif Normal Üstü Getiri Kısaltmaları Göstermektedir

4.4.2. Temettü Değişiminin Hisse Senedi Fiyatı Üzerindeki Etkisi, New York Borsası ve Nasdaq Borsası Arasındaki Karşılaştırma

Çalışma zaten nakit temettü değişiklikleri ve bunun hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi sunmuştur. Şimdi nakit temettü değişikliklerinin farklı piyasalardaki hisse senedi fiyatı üzerinde farklı etkileri olup olmadığını araştırmaktadır. Dolayısıyla, bu soruyu cevaplamak için ABD'deki en büyük iki borsa piyasasını seçtik ve bunlar (1) New York Menkul Kıymetler Borsası (NYSE) ve (2) NASDAQ Kompozit endeksiymiş (IXIC). Çalışmaya katılan şirketlerin örnek verileri bu iki borsadan (NYSE ve IXIC) toplanmıştır. Nakit temettü artışı yapan 55 firma, New York Menkul Kıymetler Borsasından 28 firma toplanmış ve geri kalan 27 firma NASDAQ Kompozit endeksinden alınmıştır.

Nakit temettüyü nötr yapan için 53 şirket vardır. 27'si New York Menkul Kıymetler borsasından alınırken, geri kalan 26'si da NASDAQ Kompozit endeksinden toplanmıştır.

Son olarak, nakit temettüsü azaltan örnek şirketler 63 şirkettir. 63 şirketten 33'ü New York Menkul Kıymetler borsasından alınırken, geri kalan 30 firma NASDAQ Kompozit endeksinden toplanmıştır. Nakit temettü değişikliklerine ilişkin ampirik sonuçlar ve hisse senedin fiyat üzerindeki etkisi tablo 4.4 ve tablo 4.5'te sunulmuştur.

4.4.2.1. Temettü Artış Vakası

Nakit temettü artışı örnek verilerine dayanan tablo 4.4'tekipanel A'da sunulan sonuçlara göre, olay tarihini çevreleyen 20 günün 15'inde New York Borsasında (NYSE) işlem gören şirketlerin normal üstü getirileri (AR) pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olmadığını görülmüştür. Öte yandan, normal üstü getirilerin sadece 5'inin negatif olduğu ve istatistiksel olarak önemsiz olduğunu bulunmuştur. Ancak New York borsasında işlem gören şirketlerin toplam kümülatif normal üstü getirileri pozitif hale gelmiş ve olay öncesi onuncu günde %0,914'ten artmış ve olay penceresinden sonraki son günde %5,758'e ulaşmıştır.

Öte yandan, nakit temettü artışı örnek verilerine dayanan tablo 4.5'tekipanel A'da sunulan sonuçlar, olay tarihini etrafındaki 20 günün 13'ü NASDAQ Kompozit endeksli şirketlerden normal üstü getirilerin pozitif ve istatistiksel olarak önemsiz olduğunu görülmüştür. Fakat dokuzuncu gün (t_{+9}) olay sonrası, %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ve olay penceresini etrafındaki 20 günün 7'sinde, normal üstü getiriler negatiftir ve istatistiksel olarak önemsizdir. Kümülatif normal üstü getirilerin tamamı pozitifdir ve olay penceresinin ilk gününden %0,524'e yükselmiş ve olay penceresinin son gününe kadar %5,98'e ulaşmıştır. Şekil 4.5(a) ve şekil 4.5(b), temettü artışı örnek verilerinden kümülatif normal üstü getiriler sunmaktadır.

4.4.2.2. Temettü Nötr Vakası

Nakit temettü nötr örnek verilerine dayanan tablo 4.4'ün B panelinde sunulan sonuçlar, olay tarihini çevreleyen 20 günün 10'u, New York Borsası'nda işlem gören şirketlerin normal üstü getirileri pozitif hale gelirken, kalan 10 gün, normal üstü getiriler negatif hale gelmiştir ve tüm olay penceresi istatistiksel olarak da anlamlı olmadığını görülmüştür. New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin kümülatif normal üstü getirileri (CAR), önemsiz t-değerleri ile negatif bulunmuştur ve olay penceresinin ilk gününde %0,33'ten %0,55'e ulaşmıştır.

Öte yandan, nakit temettü nötr'den gelen sonuçları tablo 4.5'teki B panelinde sunulmuştur. Olay tarihini etrafındaki 20 günün 9'unda, NASDAQ Kompozit endeksindeki şirketlerin normal üstü getirileri pozitif olduğunu, geri kalan 11 günde negatif olduğunu tespit edilmiştir. Bütün olay penceresi istatistiksel olarak önemsiz olduğunu görmüştür. NASDAQ Kompozit endeksindeki şirketlerin kümülatif normal üstü getirileri, önemsiz t-değerleri ile negatif olarak bulunurken, olay penceresinin ilk günündeki kümülatif normal üstü getirileri %0.42'den düşerek olay

penceresinin son gününde %2.13'e ulaşmıştır. Şekil 4.6(a) ve şekil 4.6(b) ayrıca temettü nötr örnek verilerinden kümülatif normal üstü getiriler sunulmuştur.

4.4.2.3. Temettü Azaltma Vakası

Nakit temettü azaltma örnek verilerine dayanan tablo 4.4'ün panel C'sinde sunulan sonuçlar, olay tarihini etrafındaki 20 günün 14'ünde, New York Borsasında (NYSE) borsada işlem gören şirketlerin normal üstü getirileri (AR) negatif, geri kalan 6'sı da normal üstü getirilerin pozitif olduğunu belirlenmiştir ve hepsi istatistiksel olarak önemsiz olduğunu bulunmuştur. New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin kümülatif normal üstü getirileri (CAR) önemsiz t-değerleri ile negatif olarak bulunurken, olay penceresinin ilk günündeki kümülatif normal üstü getirileri %0.58'den düşerek olay penceresinin son günü %3.78'ye ulaşmıştır.

Öte yandan, nakit temettü azaltma örnek verilerine dayanan tablo 4.5'teki C panelinde sunulan sonuçlar, olay tarihini etrafındaki 20 günün 12'sinde NASDAQ Kompozit endeksindeki şirketlerin normal üstü getirileri pozitif, geri kalan 8'inde normal üstü getirileri negatif olduğunu saptanmıştır ve bütün normal üstü getirileri (AR) istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. NASDAQ Kompozit endeksindeki şirketlerin kümülatif normal üstü getirileri (CAR) önemsiz t-değerleri ile negatif olarak bulunmuştur.

Olay penceresinin ilk günündeki kümülatif normal üstü getirileri %1.31'den düşerek olay penceresinin son günü %0.35'e ulaşmıştır. Temettü azaltma durumunda, NASDAQ piyasasındaki listelenen şirketlerin New York Menkul Kıymetler Borsasındaki listelenen şirketlerin daha olumlu normal üstü getirilere (AR) sahip olduğunu görmüştür. Ayrıca iki borsa arasında özellikle de temettü değişim duyuru sonrasında bazı farklılıklar bulunmuştur.

Şekil 4.7(a) ve şekil 4.7(b)'nin gösterdiği gibi, her iki borsadaki (NYSE ve IXC) kümülatif normal üstü getiriler (CAR) temettü değişikliği duyurusu öncesinde azalmıştır, ancak kümülatif normal üstü getiriler (CAR) NASDAQ Kompozit endeksinden işlem gören firmalar olay tarihinden (t_0) iki gün önce (t_2) artmaya başlamış ve olay sonrası da artırmaya devam etmiştir. Panel C'deki bu fark dışında, ortalama olarak her iki piyasada listelenen şirketlerin aralarında çok fazla farklılık göstermediğini söyleyebilirim.

Tablo 4.4 New York Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Şirketler için Temettü Duyuru Tarihlerini Çevreleyen Günlere İlişkin Performans Ölçümleri

Günler	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
A. Artma																					
AR (%)	0.914	0.3333	-0.2274	0.3402	0.6292	-0.427	0.3799	-0.310	0.7068	0.3144	0.1774	0.4653	-0.542	0.0788	0.2629	-0.068	0.0679	0.614	0.5199	1.198	0.3304
t - Değeri	1.411	0.5147	-0.3512	0.5253	0.9715	-0.659	0.5866	-0.478	1.091	0.4854	0.2739	0.7185	-0.837	0.1217	0.4060	-0.105	0.1049	0.948	0.8027	1.849	0.5102
CAR (%)	0.914	1.247	1.019	1.360	1.989	1.563	1.942	1.634	2.339	2.654	2.831	3.296	2.755	2.834	3.096	3.028	3.096	3.710	4.230	5.428	5.758
B. Nötr																					
AR (%)	-0.325	0.1895	-0.4905	0.2759	-0.7799	0.3048	-0.274	-0.209	-0.207	-0.384	0.1879	0.5379	0.1808	0.1227	-0.062	0.2388	0.0818	-0.31	0.0464	-0.1380	0.4666
t - Değeri	-0.404	0.2356	-0.6100	0.3431	-0.9699	0.3791	-0.341	-0.259	-0.257	-0.478	0.2336	0.6689	0.2248	0.1525	-0.077	0.2970	0.1018	-0.39	0.0577	-0.1716	0.5803
CAR (%)	-0.325	-0.1356	-0.6260	-0.3502	-1.130	-0.825	-1.099	-1.308	-1.515	-1.899	-1.711	-1.173	-0.992	-0.870	-0.932	-0.693	-0.611	-0.93	-0.8787	-10.167	-0.550
C. Azaltma																					
AR (%)	-0.581	-0.5478	-0.6508	0.3886	-0.4261	0.0033	-0.301	-0.561	-0.551	-0.260	-0.086	-0.176	0.4367	-0.357	0.1933	-0.380	-0.180	0.524	0.0391	-0.0320	-0.274
t - Değeri	-1.694	-1.599	-1.899	1.134	-1.243	0.0095	-0.879	-1.637	-1.606	-0.760	-0.251	-0.513	1.274	-1.041	0.5640	-1.108	-0.526	1.530	0.1140	-0.0933	-0.799
CAR (%)	-0.581	-1.128	-1.779	-1.391	-1.817	-1.813	-2.114	-2.676	-3.226	-3.487	-3.573	-3.749	-3.312	-3.669	-3.475	-3.855	-4.035	-3.51	-3.472	-3.504	-3.777

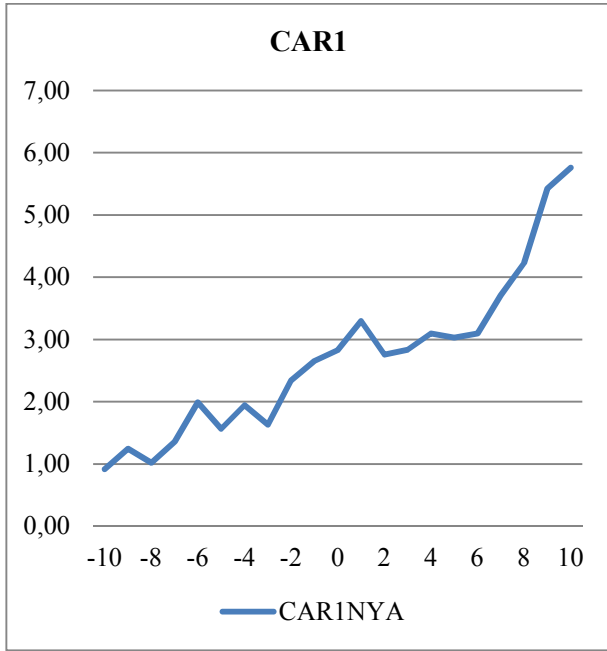
Not: ***, **, * sırasıyla% 1, % 5 ve% 10 seviyelerinde istatistiksel önemi ifade eder

Tablo 4.5 NASDAQ Borsasında İşlem Gören Şirketler için Temettü Duyuru Tarihlerini Çevreleyen Günlere İlişkin Performans Ölçümleri

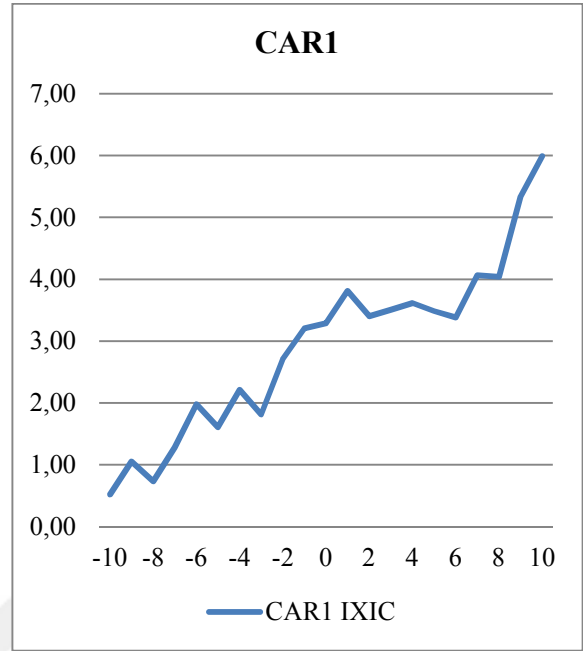
Günler	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
A. Artma																					
AR (%)	0.5235	0.5302	-0.3220	0.5505	0.7004	-0.374	0.6028	-0.395	0.8991	0.4890	0.0850	0.5189	-0.406	0.1009	0.1123	-0.133	-0.101	0.684	-0.0281	1.293	0.6553
t - Değeri	0.8532	0.8641	-0.5247	0.8971	1.142	-0.609	0.9823	-0.643	1.465	0.7969	0.1386	0.8456	-0.661	0.1645	0.1831	-0.217	-0.164	1.115	-0.0458	2.108	1.068
CAR (%)	0.5235	1.054	0.7318	1.282	1.983	1.609	2.212	1.817	2.716	3.205	3.290	3.809	3.403	3.504	3.617	3.483	3.383	4.067	40.390	5.332	5.988
B. Nötr																					
AR (%)	-0.417	-0.377	-0.1366	-0.0730	0.0690	-0.899	-0.536	0.9668	0.0766	-0.272	-0.016	0.0233	0.0326	0.0963	0.1525	0.3631	0.4824	-0.27	-0.746	-0.115	-0.529
t - Değeri	-1.181	-1.070	-0.3873	-0.2071	0.1957	-2.548	-1.521	2.741	0.2171	-0.772	-0.044	0.0662	0.0925	0.2730	0.4319	1.029	1.367	-0.77	-2.116	-0.327	-1.500
CAR (%)	-0.417	-0.7941	-0.9307	-1.004	-0.9348	-1.833	-2.370	-1.403	-1.326	-1.599	-1.614	-1.591	-1.558	-1.462	-1.310	-0.946	-0.464	-0.74	-1.484	-1.599	-2.129
C. Azaltma																					
AR (%)	0.0270	-1.333	-0.5887	-0.5770	-0.7828	0.4272	-1.232	0.0742	-0.152	0.4382	-0.187	0.0885	0.5211	-0.016	0.4954	0.4308	0.1240	0.813	0.9743	0.3699	-0.264
t - Değeri	0.0452	-2.229	-0.9844	-0.9649	-1.309	0.7145	-2.060	0.1241	-0.254	0.7328	-0.313	0.1480	0.8715	-0.027	0.8284	0.7204	0.2074	1.360	1.629	0.6186	-0.441
CAR (%)	0.0270	-1.306	-1.895	-2.472	-3.255	-2.827	-4.059	-3.985	-4.137	-3.699	-3.886	-3.797	-3.276	-3.292	-2.797	-2.366	-2.242	-1.43	-0.4544	-0.0844	-0.348

Not: ***, **, * sırasıyla% 1,% 5 ve% 10 seviyelerinde istatistiksel önemi ifade eder

Temettü Artışına Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiri (İyi Haber)

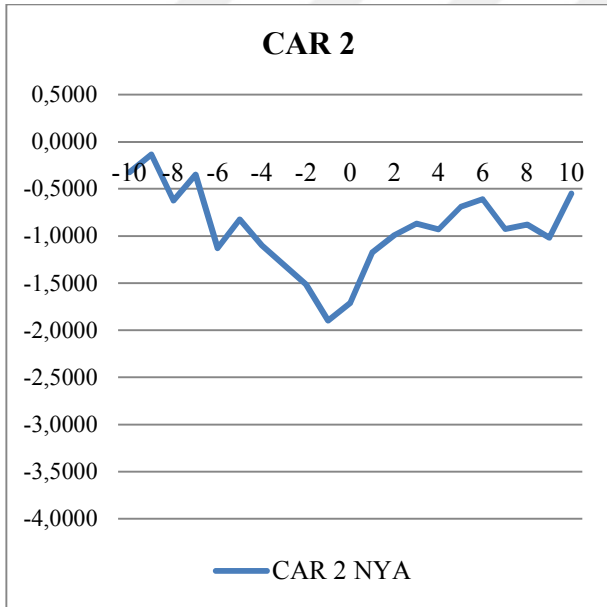


Şekil 4.5 (a) New York Borsası'nda Kote olan Şirketlerden Alınan Temettü Artış Örneğine Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler

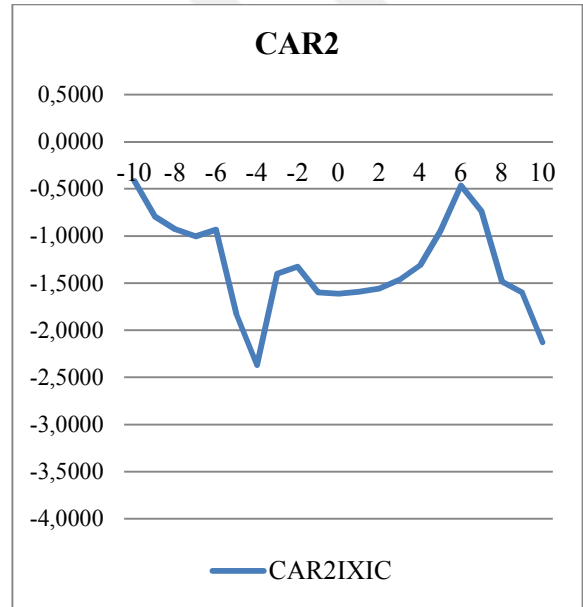


Şekil 4.5 (b) NASDAQ Borsası'nda Kote olan Şirketlerden Alınan Temettü Artış Örneğine Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Temettü Nötr Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiri (Değişiklik Yok)

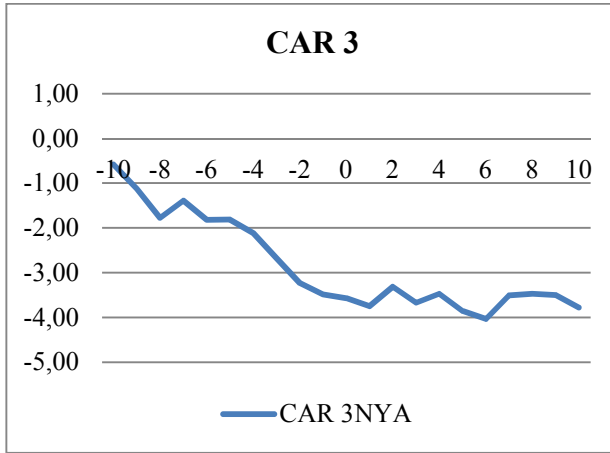


Şekil 4.6 (a) New York Borsası'nda Kote olan Şirketlerden Alınan Temettü Nötr Örneğine Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler

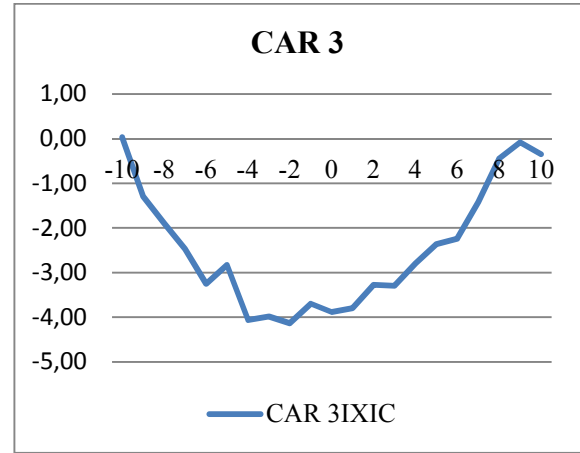


Şekil 4.6 (b) NASDAQ Borsası'nda Kote olan Şirketlerden Alınan Temettü Nötr Örneğine Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Temettü Azaltma Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiri (Kötü Haber)

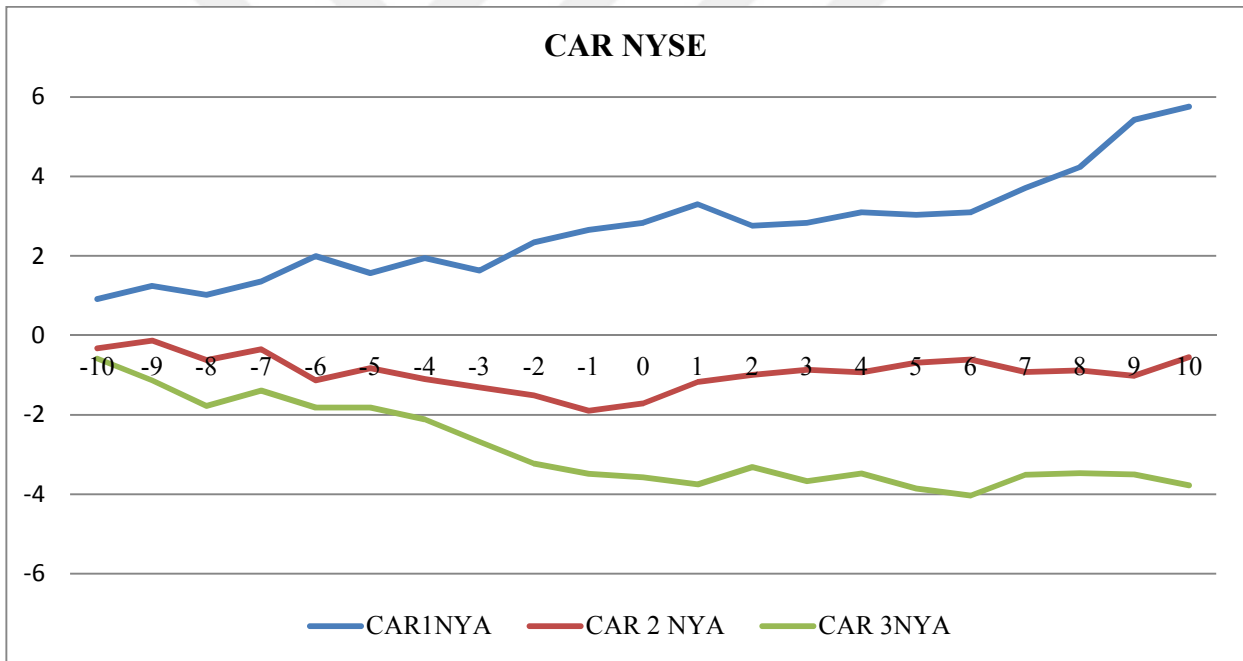


Şekil 4.7 (a) New York Borsası'nda Kote olan Şirketlerden Alınan Temettü Azaltma Örneğine Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiri



Şekil 4.7 (b) New York Borsası'nda Kote olan Şirketlerden Alınan Temettü Azaltma Örneğine Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiri

Farklı Temettü Bölümlerinden Kümülatif Normal Üstü Getiriler Birleştirilmiş



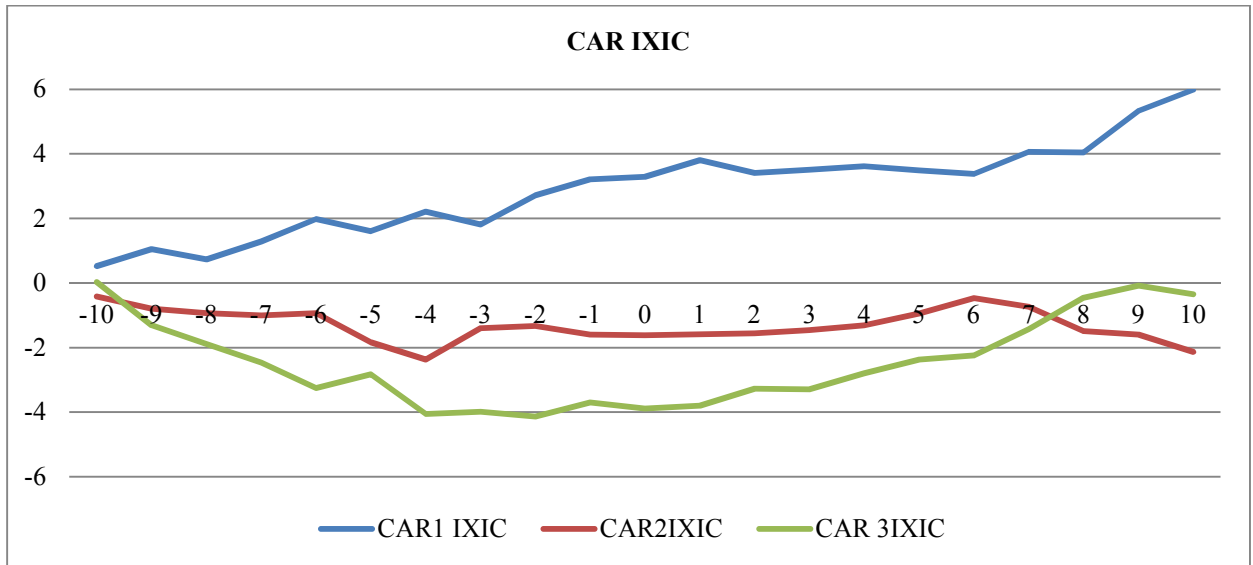
Şekil 4.8 Üç Kümülatif Normal Üstü Getiri Kısaltmaları Göstermektedir

CAR1NYA - New York Borsası (NYSE) listesindeki şirketlerden alınan temettü artışı örnek verilerine dayanarak kümülatif normal üstü getirileri temsil eder.

CAR2NYA - New York Borsası (NYSE) listesindeki şirketlerden alınan temettü nötr örnek verilerine dayalı kümülatif normal üstü getirileri temsil eder.

CAR3NYA - New York Borsası (NYSE) listesindeki şirketlerden alınan temettü indirimi örnek verilerine dayalı kümülatif normal üstü getirileri temsil eder.

Farklı Temettü Bölümlerinden Kümülatif Normal Üstü Getiriler Birleştirilmiş



Şekil 4.9 Üç Kümülatif Normal Üstü Getiri Kısaltmaları Göstermektedir

CAR1IXIC - NASDAQ Kompozit endeksinde (IXIC) listelenen şirketlerden alınan temettü artışı örnek verilerine dayalı kümülatif normal üstü getirileri temsil eder.

CAR2IXIC - NASDAQ Kompozit endeksinde (IXIC) listelenen şirketlerden temettü nötr veya temettü değişiklik örneği verisine dayalı kümülatif normal üstü getirileri temsil eder.

CAR3IXIC - NASDAQ Kompozit endeksinde (IXIC) listelenen şirketlerden alınan temettü azaltma örnek verilerine dayalı kümülatif normal üstü getirileri temsil eder.

4.4.3. Temettü Duyurusunun Hisse Fiyatı Üzerindeki Etkisi: New York ve İstanbul Borsaları Arasında Bir Karşılaştırma Analizi

Tablo 4.6, A ve B olmak üzere iki bölümden oluşmaktadır. Bölüm A'nın olay çalışması analiz sonuçları, ABD borsalarında (NYSE ve NASDAQ Kompozit Endeksi) listelenen şirketlerin verilerine dayanırken, B bölümünde sunulan sonuçlar İstanbul Borsası'nda (BIST) listelenen şirketlere aittir.

Bölüm A: ABD Borsa Piyasasından Alınan Temettü Ödemesi Duyurusunun Olay Çalışması Sonuçları

Bölüm A'daki tablo 4.6'ya göre, yedi pozitif normal üstü getiri (t_9 : %0.282; t_8 : %0.0155; t_6 : %0.0359; t_4 : %0.1162; t_3 : %0.0055; t_{+7} : %0.0522 ve t_{+10} : %0.2772) varken, kalan normal üstü getiri (AR) negatif olduğunu tespit edilmiştir. Öte yandan, bölüm A'daki kümülatif normal üstü getiri (CAR), yalnızca dört kümülatif normal üstü getiri pozitif bulundu ve geri kalanı negatif olarak bulunmuştur. Olay penceresi boyunca ne normal üstü getiri ne de kümülatif normal üstü getiri istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Bölüm B: Temettü Ödemesi Duyurusunun Türkiye Borsası'na Dayalı Olay Çalışma Sonuçları

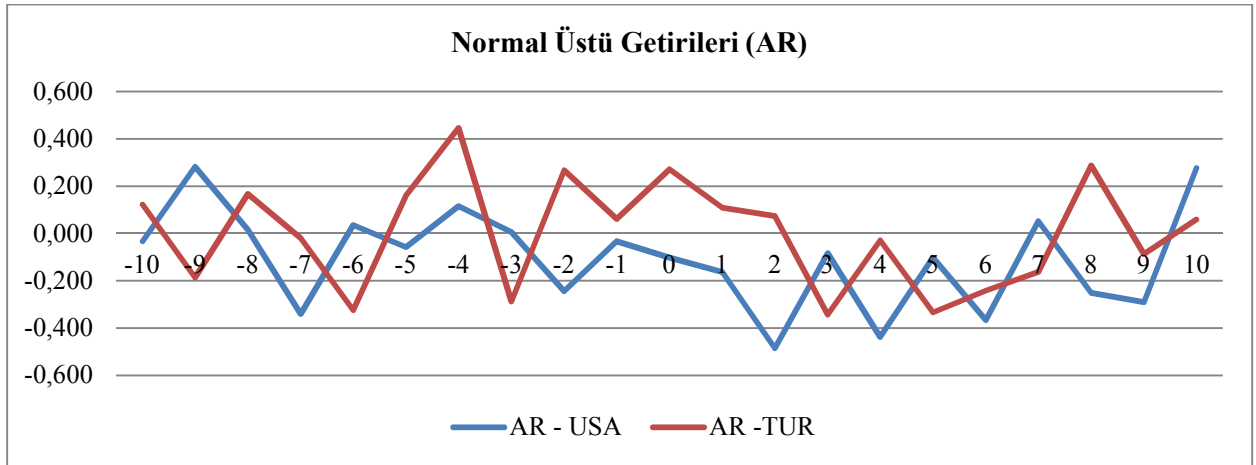
Tablo 4.6'nın B bölümünün gösterdiği gibi, olay penceresindeki normal üstü getirilerinin, yarısından fazlasının pozitif (t_{10} : %0.1225; t_8 : %0.1672; t_5 : %0.1608; t_4 : %0.4455; t_2 : %0.2665; t_1 : %0.062; t_0 : %0.2722; t_{+1} : %0.1089; t_{+2} : %0.0730; t_{+8} : %0.2879 ve t_{+10} : %0.0584) olduğu ve geri kalanın negatif olduğu bulunmuştur. Öte yandan; B bölümünün kümülatif normal üstü getirileri, 21 kümülatif normal üstü getiriden 15'i pozitif (t_{10} : %0.12245; t_8 : %0.10320; t_7 : %0.08328; t_4 : %0.36457; t_3 : %0.07617; t_2 : %0.34269; t_1 : %0.40369; t_0 : %0.67473; t_{+1} : %0.78367; t_{+2} : %0.85667; t_{+3} : %0.51382; t_{+4} : %0.48475; t_{+5} : %0.15121; t_{+8} : %0.03368 ve t_{+10} : %0.00423) bulunurken sadece 6'sı negatif olduğunu tespit edilmiştir. Bölüm A ve B'de ne normal üstü getiri ne de kümülatif normal üstü getiri istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. A ve B bölümleri, ne normal üstü getiri ne de kümülatif normal üstü getiri istatistiksel olarak önemli bulunmamıştır.

Table 4.6 Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Bölüm A ABD Borsası (NYSE)				Bölüm B Türk Borsası (BIST)		
Pencere	AR	T Stat	CAR	AR	T Stat	CAR
10	0.27715	1.04058	-2.20938	0.05840	0.13943	0.00423
9	-0.29040	-1.09035	-2.48652	-0.08785	-0.20977	-0.05417
8	-0.25165	-0.94487	-2.19612	0.28794	0.68752	0.03368
7	0.05223	0.19610	-1.94447	-0.16379	-0.39109	-0.25426
6	-0.36670	-1.37683	-1.99670	-0.24167	-0.57704	-0.09046
5	-0.10245	-0.38468	-1.63000	-0.33354	-0.79640	0.15121
4	-0.43849	-1.64638	-1.52755	-0.02908	-0.06942	0.48475
3	-0.08295	-0.31145	-1.08906	-0.34285	-0.81863	0.51382
2	-0.48590	-1.82440	-1.00611	0.07301	0.17432	0.85667
1	-0.16373	-0.61476	-0.52021	0.10893	0.26010	0.78367
0	-0.10206	-0.38322	-0.35648	0.27223	0.64718	0.67473
-1	-0.03287	-0.12341	-0.25442	0.06200	0.14565	0.40369
-2	-0.24492	-0.91960	-0.22155	0.26652	0.63637	0.34269
-3	0.00548	0.02059	0.02337	-0.28840	-0.68862	0.07617
-4	0.11615	0.43612	0.01789	0.44548	1.06367	0.36457
-5	-0.05819	-0.21849	-0.09827	0.16075	0.38383	-0.08091
-6	0.03597	0.13504	-0.04008	-0.32495	-0.77587	-0.24166
-7	-0.34003	-1.27672	-0.07604	-0.01992	-0.04756	0.08328
-8	0.01545	0.05799	0.26399	0.16721	0.39900	0.10320
-9	0.28244	1.05670	0.24855	-0.18635	-0.44495	-0.06390
-10	-0.03289	-0.12348	-0.03289	0.12245	0.29237	0.12245

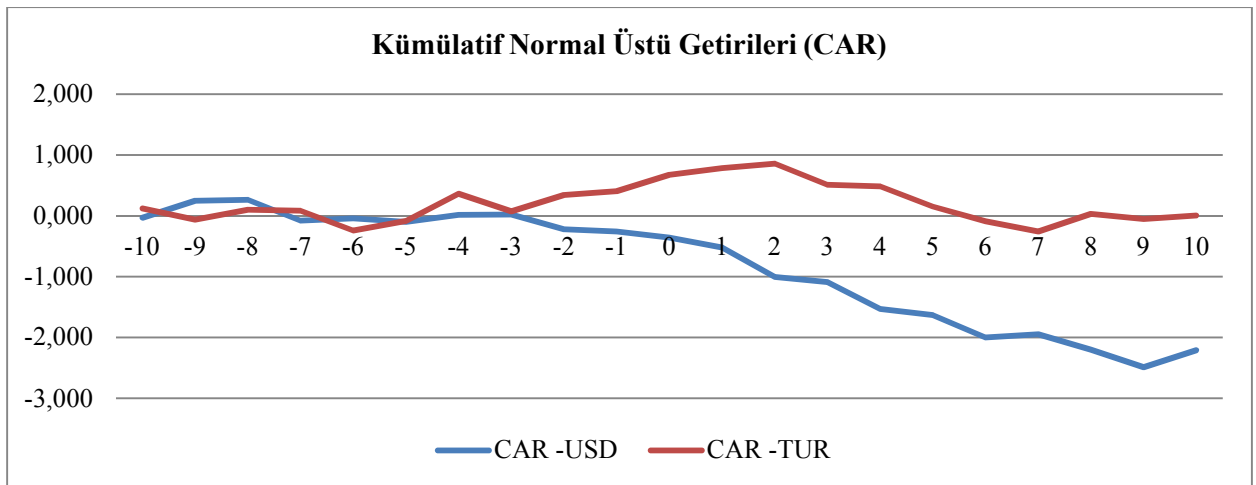
Şekil 4.10, temettü ödemesi duyurusunun yarattığı normalüstü getirileri göstermektedir. Grafik çizgisinde her iki normalüstü getiriye karşılaştırsak, ilk olarak ABD borsasında (AR-ABD) işlem gören örnek şirketlerden gelen normal üstü getirilerin hareket

ettiğini ve çoğu zaman Türkiye borsasında(AR-TUR) işlem gören örnek şirketlerden gelen normal üstü getirilerin onu takip ettiğini gördük. Bunun nedeni ABD ekonomisinin gelişmiş bir ekonomi olduğu ve Türkiye ekonomisinin gelişmekte olan bir ekonomi olduğu şeklinde yorumlanabilir. Gelişmiş ülke borsaları dünyadaki tüm borsa piyasaları için temel piyasalar olduğundan, bu nedenle değişim genellikle gelişmiş ülkelerdeki borsalardan başlamaktadır.



Şekil 4.10 Temettü Ödemesi Duyurusu için NormalÜstü Getiri

Şekil 4.11'e göre Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerden alınan verilere dayanan kümülatif normal üstü getiriler, temettü duyurusunun hisse fiyatına olumlu etkisini olay duyuru tarihi civarında gösterirken, ABD'de kote edilmiş şirketlerden alınan verilere göre kümülatif normal üstü getiriler borsaların olay penceresi döneminin çoğunda azaldığı görülmüştür. Bu nedenle temettü duyuru ABD borsasında işlem gören firmaların hisse fiyatlarına olumsuz etkilendiğini tespit edilmiştir.



Şekil 4.11 Temettü Ödeme İlanına İlişkin Kümülatif Normal Üstü Getiriler

4.4.4. Örnek Şirketin Kazanç Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi (Özkaynak Karlılığı ve Hisse Senedi Getirisi)

Çalışma aynı zamanda çalışma örnek şirketlerinin hisse senedi ve özkaynak getirilerini etkileyen faktörleri araştırmak için OLS regresyon analizi yapmıştır.

4.4.4.1. Tanı Testleri

Sabit verileri kullanmak regresyonda objektif sonuçlar elde etmek için çok önemlidir. Bu nedenle, regresyonu çalıştırmadan önce, modelin sağlamlığını doğrulamak için birim kök testi, seri korelasyon testi, heteroskedasticity testi ve normallik testi gibi birkaç tanısal test yapılması gerekmektedir.

4.4.4.2. Birim Kök Testi

Tablo 4.7'de sunulan birim kök test sonucunun gösterdiği gibi, iki değişkenin (DER & DPS) seviyede sabit olduğu, geri kalan altı değişken (SHRET, ROE, CARL, LnASSET, MKV and EPS) ise ilk farkta durağan olduğu bulunmuştur.

Tablo 4.6 Birim Kök Testi

Method	SHRET	ROE	CARL	DER	LnASSET	MKV	DPS	EPS
Augmented Dicky Fuller Level								
T-stat	-34.362	-31.856	-24.722	-4.53***	-19.842	-15.182	-5.58***	-0.162
(P-değer)	(0.060)	(0.099)	(0.340)	(0.000)	(0.595)	(0.810)	(0.000)	(0.992)
First difference								
T-stat	-8.46***	-7.7***	-7.73***		-12.66***	-8.37***		-13.7***
(P-değer)	(0.000)	(0.000)	(0.000)		(0.000)	(0.000)		(0.000)
Phillips-Perron Test Stat Level								
T-stat	-34.220	-30.050	-24.722	-4.48***	-3.953***	-14.288	-5.67***	-4.25***
(P-değer)	(0.060)	(0.000)	(0.340)	(0.004)	(0.0168)	(0.846)	(0.000)	(0.008)
First difference								
T-stat	-10.67***	-27.8***	-7.88***			-8.46***		
(P-değer)	(0.000)	(0.000)	(0.000)			(0.000)		

Not: ***, **, * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 seviyelerinde istatistiksel önemi ifade eder

Tablo 4.8 ve tablo 4.9'daki sunulan sonuçlara göre, iki model (I&II) Seri korelasyon testi (the variance inflation factor - mean VIF = 1.10 and 1.10); Heteroskedastisite testi ($p = 0.798 > 0.10$ and $p = 0.813 > 0.10$); Model spesifikasyon testi ($p = 0.677 > 0.10$ and $p = 0.599 > 0.10$), ve son olarak Normallik testi ($0.086 > 0.05$ and $p = 0.425 > 0.05$) gibi tüm testleri geçmiştir.

4.4.5. Regresyon Analizi Sonuçları

Tablo 4.8 ve tablo 4.9'daki sunulan iki regresyon analizi sonucu hisse senedi getirilerinin (SHRET) ve özkaynak kârlılığının (ROE) bağımlı değişkenler olduğunu gösterirken, Cari oran (CARL), Borç/özkaynak oranı (DER), Şirket büyüklüğü (LnASSET), Hisse başına piyasa değeri (MKV), Hisse başına temettü (DPS) ve Hisse başına kazanç (EPS) bağımsız değişkenlerdir.

Tablo 4.7 Regresyon Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişkeni: SHRET				
Değişkenler	Katsayıları	Robust Std. hata	T-Stat	P-değer
β	0.8945	0.39979	22.422	0.0300
CARL	0.1934	422.542	15.322	0.1000
DER	-0.2289	0.65707	-33.222	0.0000
LnASSET	0.0939	157.365	0.7000	0.4880
MKV	-0.4666	1.34e-09	-39.722	0.0000
DPS	0.0686	3376.05	0.9722	0.3400
EPS	-0.1139	364.472	-0.9320	0.3580
R-kare	0.3360			
Düzeltilmiş r-kare	0.2433			
F (3, 39)	36.300			
Olasılık > F	0.0053			
Gözlem sayısı	50			

Çoklu doğrusallık, varyans enflasyon faktörü testi, ortalama VIF= 1.10

Değişen varyans, Breusch-Pagan / Cook-Weisberge testi, $P = 0.798 > 0.10$

Model özellikleri, model özellikleri için RESET testi, $P = 0.677 > 0.10$

Normallik testi, Kalıntılar için Shapiro-Wilk Normallik testi, $P = 0.086 > 0.05$

Not: ***, **, * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 seviyelerinde istatistiksel önemi ifade eder

$$\text{SHRET} = 0.89445 + 0.1934\text{CARL} - 0.2289\text{DER} + 0.0939\text{LnASSET} - 0.4666\text{MKV} + 0.0686\text{DPS} - 0.1139\text{EPS} \quad (\text{I})$$

Tablo 4.8'deki sunulan regresyon analizine göre cari oran (CARL), Borç/özkaynak oranı (DER) ve hisse başına piyasa değeri (MKV) istatistiksel olarak %1 ve %10 seviyelerinde anlamlı bulunmuştur, geri kalan bağımsız değişkenler (LnASSET, DPS and EPS) ise istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur.

Cari Oran (CARL); cari oranı şirketin likiditesine dair bir ipucu verir ve cari varlıklar ile cari borçlar arasında nicel bir ilişki sunmaktadır. Bu oran, işletme likidite pozisyonunun

bir ölçüsüdür. Bu orana bakıldığında, işletmenin mevcut varlıkların bir yıl içinde ödenmesi durumunda borç ödeyip ödemeyeceğini anlayabilirsiniz. Mevcut oran, bir işletmenin borcu olan her 1 doları için sahip olduğu tutarı göstermektedir. Örneğin, bir işletmenin şu anki 1.4: 1 doları oranı varsa, bu işletmenin şu anki yükümlülüğün her 1 doları için 1.4 doları değerinde cari varlığı olduğu anlamına gelmektedir. Cari Oranın (CARL) bağımlı değişken (SHRET) üzerinde %10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi var olduğunu ve katsayısı da 0.1934 olduğunu görülmüştür, yani cari oranın hisse fiyat getirilerini olumlu etkilediği sonucuna vardır. Bu nedenle, cari orandaki (CARL) her dolarlık artış için hisse fiyatı getirilerine %19,34 oranında artacaktır.

Borç/Özkaynak Oranı(DER); bir şirketin finansal kaldıraç oranını değerlendirmek için de kullanılabilir. Borcun özsermaye oranı, bir şirketin finanse ettiği derecesi, tamamen sahip olduğu fonlara karşı borçlanma yoluyla işlem yapmak üzere test etmek için önemli bir ölçesidir. Borç/özkaynak oranı, hissedarların özkaynak kabiliyetlerini, işletme zorlukları veya gerilemeleri sırasında, tüm ödenmemiş borçları karşılama testinde kullanılabilir. Borç/özkaynak oranı (DER), bağımlı değişken üzerinde negatif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir katsayı etkiye sahiptir, yani borç/özkaynak oranındaki (DER) her bir dolar artışı hisse fiyatı getirisine %22,89 oranında düşecektir.

Hisse fiyatı getirisi (SHRET) ile kaldıraç oranı (DER) arasındaki negatif ilişkinin nedeni, şirketin yatırımcıları, alacaklılara yapılan faiz ödemeleri nedeniyle hak ettikleri getiriyi alamamışlar. Bu sonuca dayanarak, hissedarların şirketlerin yüksek kaldıraç oranı nedeniyle hak ettikleri getirileri alamayacakları sonucuna varabiliriz.

Hisse Başına Piyasa Değeri(MKV), mevcut piyasadan bir hisse senedinin kolayca alınabileceği veya satılabileceği fiyattır. Hisse başına piyasa değerinin (MKV) hisse senedi getirileri (SHRET) üzerinde negatif ve %1 düzeyinde istatistiksel olarakda önemli bir etkisi olduğunu görülmüştür. Bu nedenle, hisse başına piyasa değerindeki her dolarlık artış, hisse senedi getirisine % 46,6 oranında azalacaktır.

Hisse senedin getirileri ile hisse başına piyasa değeri arasındaki negatif ilişkinin arkasındaki nedeni, arz ve fiyat arasındaki ilişki olan ekonomi kavramına dayanmaktadır. Arz arttıkça, fiyat düşer ve hisse başına piyasa değeri (MKV) formülüne bakarsak, “Hisse fiyatı $\times$ Ödenmemiş hisse senetlerinden” gelmiştir. Bu yüzden, hisse senetleri arttıkça hisse fiyatı düşmektedir. Hisse başına piyasa değerinin hisse getirileri arasındaki olumsuzluk ilişkisinin arkasındaki mantık budur.

Tablo 4.8 Regresyon Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişkeni: ROE				
Değişkenler	Katsayıları	Robust Std. hata	T-Stat	P-değer
β	-0.00104	0.00097	-10.722	0.2890
CARL	0.07240	0.00995	0.5502	0.5830
DER	0.08090	0.00266	0.6602	0.5110
LnASSET	-0.20480	0.03334	-16.420	0.1000
MKV	-0.20460	3.32-12	-16.622	0.1000
DPS	-0.14520	135.383	-11.632	0.2522
EPS	0.50050	0.00872	38.920	0.0000
R-kare	0.3809			
Düzeltilmiş r-kare	0.2950			
F (3, 39)	44.220			
Olasılık > F	0.0000			
Gözlem sayısı	50			

Çoklu doğrusallık, varyans enflasyon faktörü testi, ortalama VIF= 1.10
 Değişen varyans, Breusch-Pagan / Cook-Weisberge testi, P = 0.813 > 0.10
 Model özellikleri, model özellikleri için RESET testi, P = 0.599 > 0.10
 Normallik testi, Kalıntılar için Shapiro-Wilk Normallik testi, P = 0.425 > 0.05

Not: ***, **, * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 seviyelerinde istatistiksel önemi ifade eder

$$\text{ROE} = -0.00104 + 0.0724 \text{ CARL} + 0.0809 \text{ DER} - 0.2048 \text{ LnASSET} - 0.2046 \text{ MKV} - 0.1452 \text{ DPS} + 0.5005 \text{ EPS} \quad (\text{II})$$

Tablo 4.9'daki sunulan regresyon analizine göre şirket büyüklüğü (LnASSET), Hisse başına piyasa değeri (MKV) ve Hisse başına kazanç (EPS) sırasıyla %10 ve %1 seviyelerinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Cari oran (CARL), Borç/özkaynak oranı (DER) ve Hisse başına temettü (DPS) istatistiksel olarak önemsiz olduğunu bulunmuştur.

Şirket Büyüklüğü (LnASSETS) bağımlı değişken (ROE) üzerinde negatif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir katsayısı sahiptir. Bu nedenle, şirket büyüklüğü faktöründeki her bir dolar artışı için özkaynak kârlılığına %20,48 azalacağı sonucuna varabiliriz.

Hisse Başına Piyasa Değeri (MKV) bağımlı değişken (ROE) üzerinde negatif ve %10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu bulunmuştur. Bu nedenle, hisse başına piyasa değerindeki her bir dolar artışı için, özkaynak kârlılığı (REO) %20,46 oranında azalır.

Hisse Başına Kazanç (EPS) özkaynak kârlılığı (REO) üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir. Bu nedenle hisse başına kazanç (EPS) bir doların artırılmasının özkaynak kârlılığını (REO) %50,05 artıracığı sonucuna varılmıştır.

Model (I) sonuçlarına göre, düzeltilmiş r-kare katsayısı 0.2433'tür, bu da bağımlı değişkendeki (SHRET) varyansın %24.33'ünün çalışmaya dahil edilen bağımsız değişkenlerle (CARL, DER, LnASSET, MKV, DPS and EPS) açıklandığını anlamına gelmektedir. Modelin f-istatistikleri ve p-değeri sırasıyla 3.630 ve 0.0053'tür. Diğer yandan, model (II) için düzeltilmiş r-kare katsayısı 0.2950'dir, bu da bağımlı değişkendeki (ROE) varyansın %29,50'sinin çalışmaya dahil edilen bağımsız değişkenlerle (CARL, DER, LnASSET, MKV, DPS and EPS) açıklandığını anlamına gelmektedir. Modelin f-istatistikleri ve p-değeri sırasıyla 4.422 ve 0.000'dir.

Regresyon analizi sonuçlarına göre, iki modelin (I&II) %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve bu modellerin kabul edilebilir olduğunu göstermiştir. Bu nedenle, tüm bağımsız değişken katsayılarının birlikte sıfıra eşit olduğunu söyleyen sıfır hipotezi reddedilmiştir. Regresyon katsayısı, bağımsız değişkendeki bir birim değişiklik için bağımlı değişkenlerde ortalama değişikliği göstermektedir. Beta katsayısı ve beta işareti, bağımsız bir değişkenin bağımlı değişkene etkilediği yönü ve büyüklüğü de açıklanır.

4.5. Sonuç

Bu çalışmanın amacı nakit temettü değişikliği açıklamalarının hisse senedi getirisi üzerinde bir etkisi olup olmadığını araştırmaktır. Olay çalışmasında kullanılan veriler iki ana bölümden oluşmaktadır (birinci bölüm ve ikinci bölüm). Birinci bölüm örnek verileri üç kısımdan oluşmaktadır: (a) temettü artışı, (b) nötr (değişiklik yok) temettüler, ve (c) temettülerdeki azalma. Birinci bölüm, 2013-2019 yılları arasında nakit temettü beyan eden sadece ABD piyasalarından toplanan 171 şirketten oluşmaktadır. 171 şirket arasından 55'i nakit temettü artırım duyurusu yapmış, 53 şirket nötr nakit temettü duyurusu yapmış ve geri kalan 63 şirket nakit temettü indirimi duyurusu yapmıştır. İkinci bölüm, ABD pazarındaki şirketler ile Türkiye pazarındaki şirketler arasındaki karşılaştırma analizi hakkındadır. Temettü duyurusunun hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini test etmektedir. Bu bölüm, 2013'ten 2019'a kadar temettü ilanı yapan 296 şirketten oluşmaktadır.

Çalışma iki farklı analiz yapmıştır: (1) Olay çalışmametodolojisi; olay çalışması, yukarıda belirtilen şirketlerden 2013'ten 2019'a kadar günlük verilere dayanmaktadır. (2) OLS Regresyon analizi, regresyon analizinde kullanılan veriler, 2008'den 2019'a kadar çeyrek verilerdir.

Olay Çalışmasının Sonuçları: Genel olarak, çalışma temettü duyurusu tarafından yaratılan herhangi bir istatistiksel önem bulamamıştır. Ancak yapılan çalışma, temettü değişikliği duyurusunun hisse senedi getirisi üzerinde önemsiz bir etkiye sahip olduğunu bulunmuştur. Bu nedenle, ampirik sonuç, temettü değişikliklerinin bir şirketin kazanç refahını belirlemeye yardımcı olduğu fikrine destek bulamamıştır. Bu çalışma, etkin piyasa hipotezinin yarı güçlü biçimini desteklemektedir. Olay penceresinden normal üstü getirilerin istatistiksel öneminin bulunmaması nedeniyle borsa temettü ilanı etkisini hisse fiyatına etkin bir şekilde ayarlamış olduğu yorumlanabilir. Dolayısıyla, bu çalışma ABD sermaye piyasasının yarı güçlü verimli bir piyasa olduğunu da ortaya koymuştur. Çalışma sonucu Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S. ve Thaler, H. (2005); DeAngelo, H., DeAngelo, L. ve Skinner, J. (1996); Watts, R. (1973); ve Li, K. ve Zhao, X. (2008) tarafından ulaşılan sonuçlarla uyumludur.

Diğer yandan; model I'deki regresyon analizinden elde edilen sonuçlar, hisse başına temettü ve hisse senedi getirileri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığını gösterirken, model II regresyon analizi de temettü ve özkaynak getirisi arasında negatif ve önemsiz bir ilişki olduğunu göstermiştir. Olay çalışması ve OLS regresyon analizi yöntemlerini kullanarak, çalışma ortalama olarak temettü değişikliğinin gelecekteki kazançlar için güvenilir bir öngörücü olmadığını göstermiştir. Dolayısıyla, bu sonuç temettü sinyalleme teorisi ile tutarsızdır.

BEŞİNCİ BÖLÜM

ÇEYREK KAZANÇ DUYURUSUNUN KURUMSAL FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

5.1. Giriş

Hisse senedi fiyatları birleşme ve devralma, hisse senedi ihracı, temettü ve kazanç gibi farklı olay haberlerine tepki vermektedir. Ancak bu çalışmada çeyrek kazanç duyurusu ile hisse senedin getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyecektir. Kazanç duyurusu üç farklı gruba ayrılmıştır: (1) İyi haberler (olumlu kazanç duyurusu); gerçek kazanç, tahmini kazançtan daha yüksek olduğunda ortaya çıkmaktadır. (2) Haber Yok (nötr kazanç duyurusu); gerçek kazanç, tahmini kazançla eşit olduğunda oluşmaktadır. (3) Kötü Haber (olumsuz kazanç duyurusu); gerçek kazanç, tahmini kazançtan daha az olduğunda ortaya çıkmaktadır.

Halka açık şirketlerin denetlenmiş finansal raporlarını düzenli olarak kamuya açık olması gerekmektedir. Ancak yöneticiler finansal rapor açıklamasını özellikle gerçek kazanç, tahmini kazançlardan daha yüksek olduğunda veya mevcut kazanç önceki kazançları aştığında bir sinyal olarak kullanmaktadır. Temettü duyurusunun bir sinyal göndermesi gibi, kazanç duyurusu da bir sinyal gönderir. Örneğin, olumlu bir kazanç açıklaması hisse senedi fiyatlarında artış yaratır. Negatif kazanç açıklaması da hisse senedi fiyatlarında düşüş yaratır.

Bu nedenle, yöneticilerin duyuru türünü ve duyuruya yönelik yatırımcı tepkilerini anlaması çok önemlidir. Rasyonel yatırımcılar değer maksimize edicilerdir, dolayısıyla olumlu kazanç açıklaması yatırımcıların kafasında iyi bir beklenti yaratırken, olumsuz bir kazanç açıklaması kötü bir beklenti yaratmaktadır. Bu sonuçlara göre, nötr kazanç açıklamalarının yatırımcıların değerini maksimize eden değer üzerinde bir etkisinin olmaması beklenmektedir. Sermaye piyasası ülke ekonomisinin gelişmesinde çok önemli bir rol oynamaktadır. Sermaye piyasasının düzgün çalışması için katılımcıların sermaye piyasaları ile ilgili bilgilere eşit erişimi olmalıdır.

Ball and Brown (1968: 176) dahil olmak üzere çok sayıda çalışma [Alzahrani ve Skerratt (2009: 18); Kross (1982: 327); Bamber (1986: 55); Mahmoudi ve Salari (2016); Sare, Akuoko ve Esumanba (2013: 105); Chari ve Ofer (1986: 120)] hisse senedi fiyatının kazanç artışı ilanlarına olumlu yanıt verdiğini ve hisse senedi fiyatının kazanç düşüşü ilanlarına olumsuz yanıt verdiğini ortaya çıkarmıştır. Bu çalışma, New York ve Nasdaq borsalarının çeyrek kazanç bilgilerine tepkilerini incelemektedir. Bu iki sermaye piyasası yarı güçlü bir verimlilik biçimiye, tüm kamu bilgilerini verimli bir şekilde ayarlamalı ve yatırımcılar yalnızca normal bir getiri elde etmelidir.

5.1.1. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın temel amacı, çeyrek kazanç ilanlarının şirket hisse senedi getirilerine etkisi olup olmadığını incelemektir. Özellikle bu çalışma üç farklı kazanç duyuru türünü ve bunların hisse senedi getirilerini etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Aynı zamanda kazanç duyurusunun bilgi içeriği hipotezi ve verimli piyasa hipotezi (EMH) ile uyumlu olup olmadığını da incelemektedir. Bu çalışma aşağıdaki soruları test edecektir:

5.1.2. Araştırma Soruları

- 1) Kazanç duyurusunun şirket hisse getirileri üzerinde etkisi var mı?
- a) Olumlu kazanç açıklamasının şirket hisse getirileri üzerinde etkisi var mı?
- b) Nötr kazanç duyurusunun şirket hisse getirileri üzerinde etkisi var mı?
- c) Negatif kazanç açıklamasının şirket hisse getirilerine etkisi var mı?
- 2) Kazanç faktörü ile şirket hisse fiyatları arasında herhangi bir ilişki var mı?

5.1.3. Araştırma Hipotezleri

Hipotez (1)

H_0 : Kazanç duyurusunun şirket hisse getirileri üzerinde etkisi yoktur

H_1 : Kazanç duyurusunun şirket hisse getirileri üzerinde etkisi vardır

Hipotez (2)

H_0 a: Pozitif kazanç açıklamasının şirket hisse getirilerine etkisi yoktur

H_1 a: Pozitif kazanç açıklamasının şirket hisse getirileri üzerinde etkisi vardır

H_0 b: Nötr kazanç açıklamasının şirket hisse getirileri üzerinde etkisi yoktur.

H_1 b: Nötr kazanç duyurusunun şirket hisse getirileri üzerinde etkisi vardır

H_0 c: Negatif kazanç açıklamasının şirket hisse getirilerine etkisi yoktur.

H_1 c: Negatif kazanç açıklamasının şirket hisse getirileri üzerinde etkisi vardır

Hipotez (3)

H_0 : Kazanç (gelir) ile şirket hisse fiyatları arasında bir ilişki yoktur

H_2 : Kazanç (gelir) ile şirket hisse fiyatları arasında bir ilişki vardır

5.2. Literatür Taraması

Prasad ve Prabhu (2020: 119), bir sürpriz kazanma türünün, işlem saatleri sırasında veya sonrasında kazanç sürprizinin açıklanma süresine ilişkin yönetici kararlarını etkileyip etkilemediğine dair bir çalışma yürütmüştür. Yatırımcıların farklı zamanlarda duyurulan bir kazanç sürprizine farklı tepki verip vermediğini test etmek için 2015-2018 dönemlerinde 300 çeyrek kazanç duyurusu yapan Hindistan'daki BSE SENSEX'te listelenen 30 şirketten

toplanan bir veriyi hesaplamak için olay çalışma metodolojisi kullanılmıştır. 300 açıklamanın 154'ü işlem saatlerinde yapılırken, kalan 146 kazanç sürpriz açıklaması işlem saatleri sonrasında yapılmıştır.

Çalışma bulgularına göre, açıklamanın piyasa işlem saatleri sırasında veya sonrasında yapılıp yapılmadığına ilişkin kazanç sürpriz açıklama zamanı arasında istatistiksel olarak anlamlı farklı bir piyasa tepkisi vardır. Çalışma aynı zamanda yöneticilerin aldığı kararın sürpriz kazanç türüne bağlı olduğunu da ortaya koymuştur. Olumlu ise, faydayı en üst düzeye çıkarmak için mesajı olabildiğince erken iletmeye çalışırlar. Öte yandan, eğer kötü bir haberse, etkisini azaltmak için mesajı ertelemeye çalışırlar.

Dangol ve Bhandari (2019: 32), çeyrek kazanç duyurusunun hisse senedi getirisi ve işlem hacmi üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Bu araştırma, olay çalışması metodolojisini kullanarak, Nepal borsasında listelenen 10 ticari bankadan toplanan ve 2011'den 2018'e kadar 313 çeyrek kazanç duyurusu yapan bir veri üzerinde olay analizi gerçekleştirmiştir. 313 kazanç duyurusunun 225'i pozitif kazanç duyurusu, kalan 88'i ise negatif kazanç duyurusudur. Çalışma sonucu, olay duyurusu gününde hem olumlu hem de olumsuz kazanç duyuruları için istatistiksel olarak anlamlı normalüstü getiri bulunmamıştır. Öte yandan, olay gününde hem olumlu hem de olumsuz kazanç açıklaması için önemli bir normalüstü işlem hacmi bulunmuştur. Çalışma ayrıca Nepal borsasında bilgi içeriğinin varlığını doğrulamıştır.

Bergsma ve Tayal (2020: 14), çeyrek kazanç açıklamasının, ilan etmeyen emsal şirketlerin hisse senedi getirilerini de etkileyip etkilemediğini test etmişlerdir. 6 büyük gelişmiş borsada listelenen yerel ve uluslararası şirketlerden toplanan veriler üzerinde olay çalışma metodolojisi kullanılmıştır. Uluslararası şirketler için 2002-2015 yılları arasında Bloomberge'den çeyrek kazanç duyurusu ile ilgili bilgiler alınmıştır. Yerel şirketler olan ABD şirketleri için ise 1995-2018 yılları arasında Compustat veri tabanından çeyrek kazanç duyurusu ile ilgili bilgiler alınmıştır. Sonuçlar, ortalama olarak, ilan etmeyen emsal firmalar olumlu duyurulara olumlu yanıt verirken, ilan etmeyen emsal firmalar da olumlu olmayan açıklamalara olumsuz tepki vermektedir. Çalışma aynı zamanda küresel pazarlarda bilgi transferinin yarattığı ortalama kümülatif normalüstü getirilerin önemli bir bilgi içeriğini de bulmuştur.

Archana, Chinmay ve Revansiddha (2020: 3), duyuru öncesi dönemde farklı zamanlara dayalı olarak farklı portföyler oluşturmuş ve en yüksek ortalama getiriye sahip portföyü belirlemiştir. Ticaret stratejisini ortaya çıkarmak ve üç farklı portföy oluşturmak için bu çalışma, analizde hem günlük hem de aylık verilerden toplanmıştır. Çalışma bulgularına göre, duyuru öncesindeki en yüksek ortalama getiri 6 aylık ve 1 yıllık portföylere aittir ve

ortalaması %0,64 iken, 3 aylık bazda portföy %0,58 ile en düşük ortalama getiriye sahiptir. Bu çalışma aynı zamanda eşit ağırlık getirisinin en yüksek ortalama getiriye sahip olduğunu, bu nedenle değer ağırlıklı getirilerden daha karlı olduğunu bulmuştur.

Meursault (2019), istatistiksel model dili kullanarak kazanç duyurusunun yarattığı bilgi içeriğinin büyüklüğünü ve yoğunluğunu ölçen ve karakterize eden bir araştırma yürütmüştür. Modeldeki gizli faktörler, ilişkilendiren açıklayıcı faktörlerdir ve kazanç duyurusu etrafındaki mutlak getirileri açıklar. İstatistiksel analizi yapmak için çalışma, 2005-2017 yılları arasında 858 firmadan toplanan verileri kullanmıştır. İstatistiksel analizi yapmak için çalışma, 2005-2017 yılları arasında 858 firmadan toplanan verileri kullanmıştır. Çalışma bulguları, istatistiksel modelin R karesinin %11 olduğunu göstermektedir. Bu nedenle ilan dönemindeki mutlak getirinin %11'i kazanç ilanının dili ile açıklanır. Araştırma bulguları, yatırımcılara aktarılan kazanç duyurusundan gelen bilgi içeriğinin varlığını da desteklemektedir ve kazanç duyurusu şirketin umut ve gelecekteki refahı ile eklenirse piyasa tepkileri büyük olacaktır. Peprah ve Joenvaara (2019: 50-52), kazanç duyurusunu ve bunun hisse fiyatı üzerindeki etkisini araştırdı. Normalüstü ve kümülatif normalüstü getirileri hesaplamak için, çalışmada Gana borsasında listelenen 10 şirketten 2014-2017 dönemlerinde toplanan veriler üzerinde olay çalışması metodolojisi kullanılmıştır. Çalışma bulgularına göre, olayın duyurulduğu tarihte ortalama normal üstü ve kümülatif normal üstü getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. Bu nedenle, Gana borsası verimli bir piyasadır.

Seok, Cho ve Ryu (2019: 221), muhasebe temelli normal üstülüklerin yatırımcıların davranışsal önyargılarını etkileyip etkilemediğini araştıran bir çalışma yapmıştır. Çalışma ayrıca, yatırımcıların haber duyarlılığına dayalı olarak farklı kazanç duyuru haberlerine verdiği tepkileri de test etmiştir. Çalışma hedeflerini yerine getirmek için, olay çalışması metodolojisi, 2000 ile 2017 yılları arasında Korian şirket hisse senedi fiyatı (KOSPI) endeksinden alınan 371 imalat firmasından toplanan örnek veriler üzerinde kullanılmıştır. Araştırma bulgularına göre, farklı kazanç duyuru duyularına farklı yatırımcı tepkileri bulunmuş, ancak aradaki fark istatistiksel olarak anlamlı değildi. Buna ek olarak, yüksek iyi haber duyarlılığı ile kazanç açıklaması, düşük duyarlılıkla kazanç açıklamasına göre daha yüksek yatırımcı tepkileri yaratmaktadır. Öte yandan çalışma, kazanç duyurusu yüksek bir duyarlılıkla sunulsa bile, kötü haberin yatırımcıların kötü habere kısmen tepki vermesi nedeniyle iyi haberle aynı kalıbı takip etmediğini de ortaya koymuştur. Al-Baidhani (2019: 2), kazanç yanıt katsayısı ile hisse fiyatı arasındaki bağlantıyı incelemiştir. Kazanç yanıt katsayısı büyüklüğünü test etmek için, 2001'den 2014'e kadar 14 yıl boyunca İsviçre'de 301 olay

duyurusu yapan şirketlerden toplanan veriler üzerinde regresyon analizleri kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre; bireysel olay ölçümlerine dayalı regresyon için, kazanç yanıt katsayısının büyüklüğü %6,12. Portföy olay ölçümlerine dayalı regresyon için ise %48'dir. Bu nedenle, çalışma muhasebeye dayalı kazançların gelişmiş piyasalarda listelenen şirketlerin hisse fiyatları üzerinde bir etkiye sahip olduğu sonucuna varmaktadır.

İncelenen başka bir araştırma, finansal açıdan stresli şirketler tarafından yapılan kazanç açıklamasına yatırımcılar nasıl tepki veriyor? Çalışma, finansal açıdan sıkıntılı şirketlere yönelik yatırımcı tepkilerini incelemiştir. Olay çalışma metodolojisi, 2008'den 2016'ya kadar İtalyan borsasında listelenen 292 şirketten oluşan bir örneklemde kullanılmıştır. Çalışma bulguları, finansal sıkıntı raporunun kazanç duyurusu döneminde önemli bir olumsuz normalüstü getiri yarattığını göstermiştir (Brunelli ve Giosi 2018, 357).

Yuliza (2018: 247), hisse başına kazanç (EPS) oranı ve firma büyüklüğünün (SIZE) hisse fiyatını (P) etkileyip etkilemediğini araştırmıştır. Bu iki bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni nasıl etkilediğini test etmek için regresyon analizleri yapılmıştır. Çalışmada regresyon analizi sonucunu çıkarmak için Endonezya borsasında–IDX işlem gören 45 şirketten oluşan bir örneklem kullanılmıştır. Ampirik sonuçlara göre, hisse başına kazanç ve firma büyüklüğü hisse fiyatı üzerinde olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir. Bu nedenle, hisse başına kazanç ve firma büyüklüğü yatırımcılara karar vermeleri için değerli bilgiler sağlamaktadır.

Alhassan, Alhomaiddi ve Almuhtadi (2019:2), “Kazanç açıklaması borsadaki yatırımcılara bilgi aktarıyor mu?” Sorusunu yanıtlamak için bir araştırma yapmışlardır. Suudi piyasasında kazanç açıklamasının yatırımcılar için bilgilendirici olup olmadığını test etmek için, Suudi borsasına kayıtlı 145 şirketten 2007-2017 dönemi arasında toplanan örnek veriler üzerinde olay çalışması metodolojisi kullanılmıştır. Araştırma bulgularına göre, kazanç ilanlarının piyasadaki yatırımcılara bilgi içeriğine sahip olduğu tespit edilmiştir.

Dsouza ve Mallikarjunappa (2016:9), Hindistan hisse senedi piyasası ve çeyrek kazanç duyuru haberlerinin BSE-500 endeksi üzerinde bir etkisinin olup olmadığı üzerinde bir verimlilik testi gerçekleştirmiştir. Normal üstü getirileri hesaplamak için, Hindistan borsasında listelenen 500 şirketten toplanan veriler üzerinde olay inceleme metodolojisi kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, Hindistan borsası, çeyrek kazanç duyuru haberlerini hızlı bir şekilde ayarlayamadı, bu nedenle, verimli piyasa hipotezinin yarı güçlü formunda verimsiz olduğunu bulunmuştur. Akinyi ve Melissia (2017:29), kazanç duyurusu bilgi içeriğinin hisse fiyatını etkili bir şekilde etkileyip etkilemediğini belirlemek için kazanç duyurusu ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Hedefe ulaşmak için, bu

çalışmada, 2010-2015 dönemlerinde kazanç açıklamaları yapan Nairobi borsalarında listelenen 8 şirketten toplanan veriler üzerinde bir olay çalışması metodolojisi kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre kazanç duyurusunun bilgi içeriği hisse senedi fiyatı ile negatif yönde ilişkilidir. Çalışma, duyuru öncesi dönemde pozitif bir normalüstü getiri ve duyuru sonrası dönemde negatif bir normal üstü getiri olduğunu bulmuştur.

Ball ve Brown(1968: 177) muhasebe gelir rakamlarını ve bilgi içeriğini ile ilgili bir araştırma incelemiştir. Gelir değişimi, beklenen ve beklenmeyen değişiklik olarak ayrılmıştır. Kötü haber, tahmin hatası olumsuz olduğunda, yani gerçek gelirin beklenen gelirden daha az olduğu anlamına gelmektedir. Öte yandan, tahmin hatası olumlu olduğunda, yani gerçek gelir beklenen gelirden daha yüksek olduğunda iyi haber denir. Çalışma sonuçlarına göre muhasebe geliri rakamları şirketin hisse senedi fiyatlarını etkileyen bilgileri içermektedir. Çalışmada, tahmini hata gelirinin işareti ile normal üstü performans endeksi arasında pozitif bir ilişki olduğunu doğrulamıştır. Bu yüzden, gelir işareti ile getiri oranı arasındaki ilişki bulunmuştur.

Alzahrani ve Skerratt (2009: 18), Suudi Menkul Kıymetler Borsası'nın kazanç açıklamalarına nasıl tepki verdiğini incelemiştir. Bu çalışmada sunulan sonuçlara göre Suudi hisse senedi piyasası olumlu kazanç duyurusunu az tepki göstermiştir, ardından düşük tepki yavaş yavaş güçlenme eğiliminde olmuştur, bu da olay sonrası duyuru kaymasının varlığını göstermektedir. Bunun aksine Suudi borsası olumsuz kazanç açıklamalarına güçlü bir tepki göstermiştir. Kross ve Schroeder (1984: 672), erken veya geç gibi üç aylık kazanç duyuru zamanlamasının, iyi veya kötü haber türleri ve hisse senedi fiyatları ile kazanç ilan tarihleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu çalışma, ilan süresinin kazanılmasının önemli bir faktör olduğunu ve şirketin normalüstü getirileriyle ilişkilendirildiğini ortaya koymuştur. Çalışma sonucu, şirketlerin kazançlarını erken açıkladığını, firmaların kazançlarını geç açıkladıklarından önemli ölçüde daha yüksek getiri elde ettiklerini doğrulamıştır. Çünkü pozitif kazanç ($\hat{u} > 0$) elde eden şirketler genellikle muhasebe gelir rakamlarını mümkün olduğunca erken kamuoyuna bu iyi haber paylaşmak için acele etmektedirler. Öte yandan, şirketler negatif kazanç elde ederken ($\hat{u} < 0$), bu kötü haberi ertelemek için ellerinden geldikince muhasebe gelir rakamlarının açıklanmasını geciktirmeyi tercih etmektedirler.

Bamber (1986: 55) işlem hacmi bazında yıllık kazançların bilgi içeriği hakkında bir araştırma yapmıştır. Özellikle bu çalışma, beklenmedik kazançlar, firma büyüklüğü ve ticaret hacimleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada, firma büyüklüğünün ve beklenmedik kazançların yıllık kazanç duyurusu ile ilişkili olduğunu göstermiştir. Çalışma, sürprizin boyutu ne kadar büyükse, duyuru tarihi etrafındaki ticaret hacminin de o kadar büyük

olduğunu bulmuştur. Mahmoudi ve Salari (2016) sermaye piyasasındaki yatırımcıların şirket yönetimi tarafından yayınlanan kazanç duyurusunun bilgi sinyallerine rasyonel tepki verip vermediğini incelemiştir. Kazanç sonrası duyuruların yetersiz tepkilerini incelemek için bir olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Bu araştırma, İran piyasasında, kazanç değişiklikleri duyurusunun açıklanmasının Tahran borsasındaki yatırımcılara bilgi verip vermediğini test etmek için yapılmıştır. Çalışma sonucu, olay tarihinde (t_0) istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermiştir. Kazanç artış duyurusu, pozitif bir hisse senedi fiyatı tepkisi ile ilişkiliyken, kazanç düşüşü duyurusu olumsuz bir hisse senedi fiyatı tepkisi ile ilişkilidir.

Sare, Akuoko ve Esumanba (2013:105) Gana Menkul Kıymetler Borsası'nda (GSE) kurumsal kazanç duyurusunu incelemiştir. Araştırmada, 2009-2012 yılları arasında kazanç açıklaması yapan 19 şirketten örnek veri kullanılmıştır. Test etmek için Brown ve Warner (1985) tarafından önerilen bir olay çalışması metodolojisi kullanılmış ve araştırma bulguları, kazanç duyurusunun yatırımcıların kararlarını dayandırdıkları bilgileri içerdiğini göstermektedir. Bu çalışmaya göre yatırımcılar duyurunun kazanç artışı veya kazanç düşüşü olmasına bağlı olarak kazanç açıklamasına olumlu veya olumsuz tepki vermiştir. Chari ve Ofer (1988: 120) üç aylık kazanç duyurusu ve bunun hisse senedi ve varyans getirileri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bu araştırma, kazanç duyurusunun küçük ve büyük firmaları farklı şekilde etkileyip etkilemediğini incelemektedir. Bu araştırma, kazanç duyurusunun her iki grubun ortalama ve varyans getirilerini farklı şekilde etkilediğini bulmuştur. Kazanç duyurusu, büyük firmalardan daha küçük firmaları önemli ölçüde etkilemiştir.

Firth (1976: 305), bir şirketin kamuya yaptığı bir açıklamanın rakip şirketlerin hisse fiyatını etkileyip etkilemediğini incelemiştir. Bu çalışmadan elde edilen sonuçlara göre olay duyurusunun etkisi sadece duyuruyu yapan firmalarla sınırlı kalmamakta rakip firmalara da etki etmektedir. Bu genellikle, yakından ilgili bir firma kamuya açık bir açıklama yaptığında, rakip firmaların hisse fiyatı da duyurunun iyi bir haber veya kötü bir haber olup olmadığına göre ayarlanır. Örneğin, yakından ilgili firmanın yaptığı açıklaması iyi bir haber ise rakip şirketler olumlu normal üstü getiri elde edeceğini veya kötü bir haber ise rakip şirketler negatif normal üstü getiri elde edeceğini tespit edilmiştir. Brown (1978: 27) verimli piyasa hipotezini test etmek için bir çalışma yürütmüştür. Bu çalışmanın amacı piyasa etkinliği hakkında daha fazla bilgi sağlamaktır. Etkin Piyasa Hipotezine göre, bir piyasa ancak bir yatırımcının sadece halka açık bilgileri kullanarak normalüstü getiri (AR) elde etmesi imkansız olduğunda verimli bir piyasa olarak adlandırılabilir.

Givoly ve Lakonishok (1978:165) finansal analistler tarafından yapılan tahminlerden bilgi içeriğini ve hisse senedi fiyat davranışını değerlendiren bir çalışma yürütmüştür. Çalışma bulgusu, finansal analistin tahmininin, şirket hisse fiyatlarını etkileyen bilgileri aktardığını ve bunun büyük normalüstü getiri yarattığını göstermektedir. Bu nedenle, finansal analistin tahmini yatırımcı kararları üzerinde büyük bir etkiye sahip olduğunu tespit edilmiştir. Bu sonuç, kümülatif normal üstü getirinin istatistiksel olarak önemli olması ve piyasanın yeni kazanç duyurusuna hemen ayarlayamaması nedeniyle en azından örneklemedeki menkul kıymetler için piyasa verimsizliğinin varlığını teyit etmektedir.

Hindistan'da Dsouza ve Mallikarjunappa (2016: 30) tarafından yapılan bir araştırmaya göre, üç aylık kazanç duyuru haberlerinin Bombay Borsaları (BSE-500) için önemli olup olmadığını inceledikten sonra yarı güçlü form verimli hipotezini test etmiştir. Bu çalışma örnek verileri üç gruba ayırmıştır: (1) İyi haber portföyü, (2) Kötü haber portföyü ve (3) Tam örnek portföy. Bu çalışma sonucuna göre, ortalama normalüstü getirilerin (AAR) her üç portföy için istatistiksel olarak önemsiz olduğu bulunmuştur. Bununla birlikte, kümülatif ortalama normalüstü getirilerin (CAAR) tüm portföyler için istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. Bu çalışmada, BSE-500'ün kamuya duyurulan kazanç haberlerini ayarlayamadığı için yarı güçlü biçimde verimsiz olduğu sonucuna varmıştır.

Kross (1982:327) tarafından yapılan araştırmanın amacı, borsa yatırımcılarının erken kazanç açıklamasını iyi bir haberin işareti olarak mı algıladıklarını yoksa geç kazanç açıklamasını kötü bir haber olarak mı algıladıklarını belirlemektir. Çalışma sonuçlarına göre kazançlarını geç bildiren şirketlerin olay tarihini (t_0) etrafındaki günlerde kazançlarını erken bildiren şirketlere göre daha düşük olduğunu görülmüştür. Landsman, Maydew ve Thornock (2012: 53), kazanç duyurusunun benimsenen Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ve benimsenmeyen ülkeler için farklı bir şekilde etkileyip etkilemediğini araştırmıştır. Uluslararası finansal raporlama standardı, ortak bir muhasebe dili oluşturması nedeniyle şeffaflığı artıran bir sistemdir, dolayısıyla uluslararası finansal raporlama standardı, finansal tabloların tutarlı, şeffaf ve dünya çapında karşılaştırılabilir olmasını sağlayan bir sistemdir. Çalışma sonuçlarına göre, uluslararası finansal raporlama standartlarını benimseyen ülkelere şirketler, uluslararası finansal raporlama standartları dışında benimsenen ülkelere göre daha fazla normalüstü getiri elde etmiştir. Bernard ve Thomas (1990: 338); Alford, Jones, Leftwich ve Zmijewski (1993: 183); Chan ve Seow (1996: 155) gibi çalışmalar, kazanç duyurusunun bilgi içeriğini de sağlamıştır. Çalışmanın Geri Kalanı Aşağıdaki Şekilde Düzenlenmiştir: Çalışmanın ikinci bölümde, literatür taraması ele alınmıştır; üçüncü bölümde, araştırmanın veri seti ve metodoloji sunulmuştur; dördüncü bölümü ise elde edilen araştırmanın sonuçlarına verilirken, sonuç bölümünde ise ulaşılan araştırma bulguları ve konu hakkında özet bir değerlendirmesi yapılmıştır.

5.3. Araştırma Metodolojisi

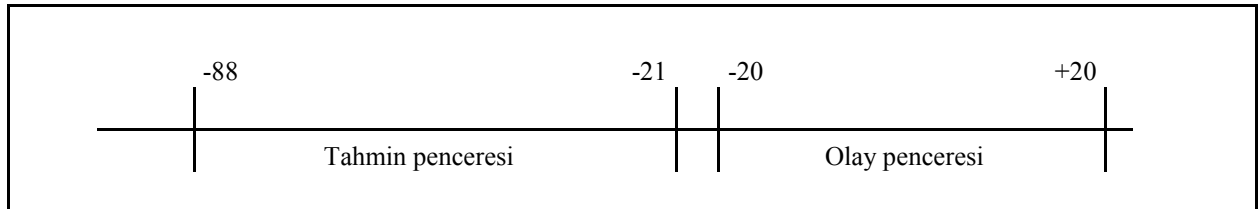
5.3.1. Veri Örneği

Çalışma verileri New York (NYSE), Nasdaq (IXIC), Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), Sermaye Piyasa Kurulu (SPK) ve Borsa İstanbul (BIST) borsalarından toplanmıştır. Şirketlerin çeyrek kazanç duyurusuyla ilgili bilgileri Trading Economics and Sacks Investment Research Veritabanlarından toplanmıştır. Çalışmaya katılan şirketlerin finansal verileri, menkul kıymetler ve borsa komisyonunun (SEC) veri tabanından alınmış, hisse senedi fiyatı ile ilgili ortak veriler yahoo finans web sitesi veri tabanından indirilmiştir.

5.3.2. Veri Analizi Yöntemi

Bu çalışmanın amacı, çeyrek kazanç açıklamalarının hisse fiyatı üzerinde bir etkisi olup olmadığını araştırmaktır. Araştırmada, katılımcı şirketin sıradan en küçük kareler (OLS) regresyon analizini yürütmek için katılımcı şirketlerin çeyrek kazançları kullanmıştır. Olay duyurusunun yarattığı normal üstü ve kümülatif normal üstü getirileri araştırmak ve analiz etmek için bu çalışma Brown, J. ve Warner, B. (1985) ve Fama, F., Fisher, L., Jensen, C. ve Richard, R. (1969) tarafından önerilen bir olay çalışma metodolojisini kullanmıştır. Bu çalışmaya katılan toplam şirket 2016-2019 yılları arasında kazanç duyurusu yapan 163 şirkettir. Bu 163 şirketten 50'si olumlu kazanç duyurusu yapmış, 163 şirketten 66'sı nötr kazanç duyurusu yapmış, kalan 47 şirket ise negatif kazanç duyurusu yapmıştır. Öte yandan çalışmada, New York Borsası ve Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında kazanç duyuruları ve hisse getirileri üzerindeki etkisinin bir karşılaştırması da yapılmıştır. Karşılaştırma analizi için 2016-2019 dönemi için 350 şirketten toplanan örnek veriler kullanılmıştır. 350 şirketten 175'i Borsa İstanbul'dan, geri kalan 175 şirket ise New York Borsasından alınmıştır. Olay çalışma metodolojisi yapmak için araştırmacılar aşağıdaki iki adımı belirlemelidir: (i) Tahmin Penceresi ve (ii) Olay Penceresi. Bu araştırma, günlük veri olan kısa vadeli dönemi kullanmıştır. Kazanç duyurusunun tahmini ve olay pencerelerinin zaman çizgisi diyagramları aşağıda sunulmuştur:

Tablo 5.1 Kazanç Duyurusunun Olay İncelemesi Zaman Çizelgesi Diyagramı



Veri analizinde, Microsoft Spread Sheet'te Eviews, Stata ve Data Analysis Tool gibi yazılım programlarını kullanmıştır.

5.3.3. Analitik Modeller

Hisse senedinin günlük getirisi şu şekilde hesaplanmıştır:

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100 \quad (1)$$

$R_{i,t}$ = i Şirketin hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisi,

$P_{i,t}$ = i Şirketin hisse senedinin t günündeki piyasa fiyatını,

$P_{i,t-1}$ = i Şirketin hisse senedinin t-1 günündeki piyasa fiyatını,

Bu çalışmada, normal getiri belirlenirken kullanılan istatistiksel modellerden biri olan piyasa modeli kullanılmıştır.

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

$R_{i,t}$ = i hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisi

$R_{m,t}$ = t günü borsa endeksin günlük getirisi

α_i ve β_i = katsayıları göstermektedir

$e_{i,t}$ = t günlüğün hisse senedinin hata terimini,

Piyasa modeli yöntemi ile beklenen getiriyi hesaplayabilmek için tahmin penceresindeki veriler kullanılmıştır. Söz konusu dönemdeki hisse senedi ve endeks getirileri kullanılarak, basit doğrusal regresyon analizi ile her bir şirketin α ve β katsayıları tahmin edilmiştir. Elde edilen katsayılar piyasa modeli denkleminde yerine konularak günlük beklenen getiriler hesaplanmıştır.

Regresyon denklemi şu şekilde ifade edilebilir:

$$ER_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_m \quad (3)$$

$E[R_{i,t}]$ = i hisse senedinin t günündeki beklenen getirisi,

$R_{m,t}$ = seçilen piyasanın veya endeksin t günündeki getirisi

α_i = regresyonun sabiti ve i hisse senedinin piyasa getirisi ile açıklanamayan kısmı,

β_i = regresyonun eğimi ve i hisse senedinin piyasa getirisine duyarlılığı,

$e_{i,t}$ = regresyonun hata terimi

Normal üstü getirilerin hesaplanması için günlük beklenen getiri ile günlük gerçekleşen getiri arasındaki fark alınacaktır:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - ER_{i,t} \quad (4)$$

$AR_{i,t}$ = t günündeki normal üstü getirisi,

$R_{i,t}$ = i hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisi

$E[R_{i,t}] = i$ hisse senedinin t günündeki beklenen getirisi,

Ortalama normal üstü getiri (MAR) şöyle hesaplanır:

$$AAR_i = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n AR_{i,t} \quad (5)$$

$AAR_{i,t} = t$ günündeki ortalama normal üstü getirisi

i hissesi için standart sapma şöyle tahmin edilmektedir:

$$S_i = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (AR_i - AAR_i)^2} \quad (6)$$

Tahmin edilen standart sapma kullanılarak standardize normal üstü getiri ($SAR_{i,t}$) şöyle bulunmaktadır:

$$SAR_{t,t} = \frac{AR_{i,t}}{S_i} \quad (7)$$

$$t = \frac{\text{Average Abnormal Return}}{\text{Standard Deviation}} \quad (8)$$

$$t(AAR) = \frac{AAR_i}{S(AAR)_e} \quad (9)$$

Bulunan $AR_{i,t}$ değerlerinden hissesinin kümülatif normal üstü getirisi ($CAR_{i,t}$) ve standardize edilmiş değeri, $AR_{i,t}$ için gösterilen formüllere göre ortalama kümülatif normal üstü getiri (MCAR) ve s değerleri bulunarak şöyle hesaplanmaktadır:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^N AR_{i,t} \quad (10)$$

$$MCAR_i = \sum_{t=1}^k CAR_i \quad (11)$$

Burada:

$CAR_{i,t} = t$ kümülatif normal üstü getirisi,

$AR_{i,t} = t$ günündeki normal üstü getirisi,

$n =$ olay aralığındaki gün sayısını göstermektedir

$MCAR_{i,t} =$ ortalama kümülatif normal üstü getirisi

Bu formüller kullanılarak her bir hissenin olay dönemi sonundaki kümülatif normal üstü getirisi (CAR) hesaplanmış ve standardize kümülatif normal üstü getiri (SCAR) değerleri ile de t -tablosundaki %5 anlamlılık seviyesinde anlamlılığını test edilmiştir.

$$SCAR_{i,t} = \frac{CAR_{i,t}}{S_i} \quad (12)$$

Hesaplanan bu ortalama normal üstü getirisi (MAR) ve ortalama kümülatif normal üstü getirisi (MCAR) değerleri %5 anlamlılık seviyesinde tek örneklem t -testine tabi tutularak

anlamlılıkları incelenecektir. Ortalamaları incelenen bu değerlerin anlamlılığını ölçmek için kullanılabilecek test istatistiği ise şöyle hesaplanmıştır:

$$t_{(MCAR)} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i}{\sqrt{\sigma^2_{CAR_i}/N}} \quad \text{or} \quad t_{(MCAR)} = \frac{MCAR_i}{S(MCAR)_i} \quad (13)$$

5.3.4. Regresyon Analizi

Bu çalışma aynı zamanda iki değişkenli bir regresyon analizi yapacaktır. Aylık hisse senedi fiyatı ve katılımcı şirketlerin çeyrek kazançlar sırasıyla bağımlı ve bağımsız değişkenler olarak kullanılacaktır.

$$Y_{i,t}(\text{hisse senedi fiyatları}) = \alpha_i + \beta_i X_{i,t}(\text{çeyrek kazançlar}) + e_{i,t}$$

$Y_{i,t}$ = Bağımlı değişkeni (hisse senedi fiyatları); α_i = Kesişim katsayısı; β_i = Beta katsayısı

$X_{i,t}$ = Bağımsız değişkeni (çeyrek kazançlar); $e_{i,t}$ = Hata terimi

5.4. Ampirik Analiz Sonuçları

Araştırma örnekleme verileri 163 firmadan oluşmaktadır. 163 firmadan 50'si olumlu kazanç duyurusu yapmıştır, 163 firmadan 66'sı nötr kazanç duyurusu yapmışken, kalan 47 firmaya ise negatif kazanç duyurusu yapmıştır. Katılımcı firmaların %63.804'ü New York Borsası'nda (NYSE) işlem görürken, şirketlerin %36.20'si Nasdaq Borsası'nda (IXIC) işlem görmektedir.

Tablo 5.2 Araştırmaya Katılan Şirketler Örnek Veri Özet Tablosu

Kazanç Duyuru Türleri	Firma sayısı	NYSE'de listelenen firma sayısı	IXIC'de listelenen firma sayısı	Ortalama %
Olumlu haberler	50	34	16	30.68%
Nötr haberler	66	40	26	40.49%
Olumsuz haberler	47	30	17	28.83%
Toplam firma sayısı	163	104	59	

Bu ampirik çalışmanın bulguları olay çalışması metodolojisi kullanılarak elde edilmiştir. Çalışma örnek verileri üç bölümden oluşmaktadır: (a) İyi haberler (olumlu kazanç); gerçekleşen kazanç, tahmini kazançtan daha yüksek olduğunda ortaya çıkar. (b) Haber yok (nötr kazanç); gerçekleşen kazanç, tahmini kazanca eşit olduğunda ortaya çıkar ve (c) Kötü haber (negatif kazanç), gerçekleşen kazanç, tahmini kazançtan daha az olduğunda ortaya çıkmaktadır. Çalışma ayrıca yatırımcıların her bir duyuruya (iyi, nötr ve kötü haber) nasıl tepki verdiğini daha iyi anlamak için her birinin sonucunu tablo ve grafik şeklinde sunacaktır.

5.4.1. Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Tablo 5.3'ün A panelindeki sonuçlar, iyi haberlerle (pozitif kazanç) ilgili örnek verilere dayanmaktadır. Panel A'daki sonuçların gösterdiği gibi, olay tarihindeki ($t_0:1.057^{**}$) normalüstü getirilerin (AR) pozitif ve %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. Olay duyurusu sonrası ikinci gün ($t_{+2}:-1.22^{**}$) negatif ve %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu tespit edilmiştir. Panel A'ya göre, 41 normal üstü getiriden 35'i pozitif hale gelirken geri kalan 6'sı negatif olduğunu görülmüştür. Kümülatif normal üstü getiri(CAR) sonuçları olay tarihinin ($t_0:7.914^{**}$) ve olay tarihinden sonraki ikinci günün ($t_{+2}:6.885^{**}$) %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermiştir. Tüm olay penceresinin kümülatif normal üstü getirilerinin pozitif olduğu bulunmuştur. Bu sonuca dayanarak sıfır hipotez (H_{0a}) reddedilmiş ve alternatif hipotez (H_{1a}) kabul edilmiştir.

Diğer yandan, tablo 5.3'ün B panelindeki sonuçlar haber yok(nötr kazanç) örnek verilerine dayanmaktadır. Panel B sonucunun gösterdiği gibi tüm olay penceresi istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Bu nedenle, nötrkazanç duyurusunun şirket hisse getirileri üzerinde hiçbir etkisi olmadığını söyleyen sıfır hipotez (H_{0b}) reddedilemez. Bununla birlikte olay penceresinin normalüstü getirilerinin(AR) neredeyse yarısı pozitif, diğer yarısı ise negatif hale gelmiştir. Panel B'deki kümülatif normal üstü getirilere(CAR) bakarsak, olay penceresinin 41'inden 29'unun pozitif ve kalan 12'sinin negatif olduğu bulunmuştur.

Son olarak, Panel C sonuçları Kötü haberler(negatif kazançlar) örnek veri analizi çıktısından alınmıştır. Normalüstü sonuçların gösterildiği gibi, olay tarihini etrafındaki 41 günün 27'si negatif bulunmuşve olay tarihini etrafındaki 41 günün sadece 14'ü pozitif olduğunu bulunmuştur. Çalışma sonuçları, hem olay tarihi ($t_0:-1.797^{***}$)hem de olay tarihinden sonraki ilk gün ($t_{+1}:-1.410^{***}$) normal üstü getirilerin negatif ve %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermiştir.

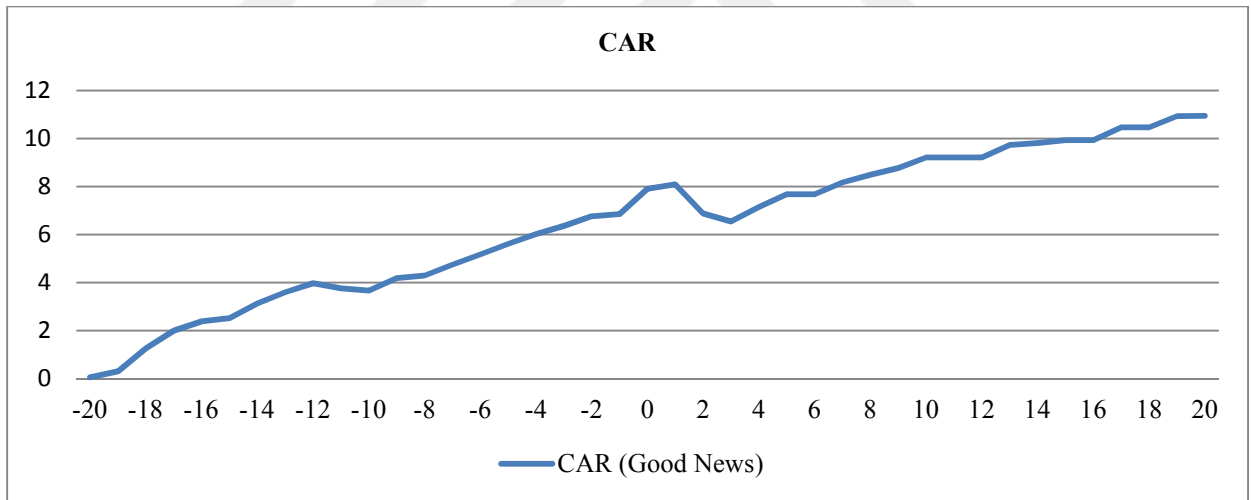
Bu sonuca dayanarak sıfır hipotez reddedilmiş ve olumsuz kazanç açıklamasının şirket hisse getirileri üzerinde etkisi olduğunu söyleyen alternatif hipotez kabul edilmiştir. Kümülatif normal üstü getiri(CAR) sonuçları, olay tarihinin ($t_0:-4.212^{***}$) ve olay tarihinden sonraki ikinci günün ($t_{+1}:5.620^{***}$) istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir. Tüm olay penceresinin kümülatif normal üstü getirilerinin negatif olduğu bulunmuştur.

Tablo 5.3 Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Pencere	Piyasa Modeli								
	A. İyi haberler			B. Haber yok			C. Kötü haber		
	AR	T-değer	CAR	AR	T-değer	CAR	AR	T-değer	CAR
-20	0.042	0.080	0.042	-0.737	-1.489	-0.737	-0.587	-1.433	-0.587
-19	0.260	0.491	0.303	-0.435	-0.878	-1.172	0.023	0.057	-0.563
-18	0.956	1.805	1.259	0.476	0.962	-0.696	-0.007	-0.016	-0.570
-17	0.738	1.394	1.997	0.154	0.311	-0.542	-0.377	-0.922	-0.947
-16	0.389	0.735	2.386	0.487	0.984	-0.055	0.046	0.112	-0.901
-15	0.126	0.237	2.512	0.052	0.104	-0.003	0.024	0.058	-0.878
-14	0.613	1.158	3.125	0.190	0.383	0.186	-0.236	-0.576	-1.114
-13	0.472	0.892	3.598	-0.206	-0.416	-0.020	-0.343	-0.837	-1.457
-12	0.371	0.701	3.969	-0.019	-0.039	-0.039	-0.033	-0.079	-1.489
-11	-0.210	-0.396	3.759	0.401	0.809	0.362	0.107	0.262	-1.382
-10	-0.088	-0.167	3.671	-0.241	-0.486	0.121	-0.276	-0.675	-1.658
-9	0.517	0.976	4.188	0.220	0.445	0.341	-0.149	-0.364	-1.807
-8	0.100	0.188	4.287	0.058	0.118	0.400	-0.283	-0.692	-2.091
-7	0.462	0.872	4.749	-0.119	-0.240	0.281	-0.160	-0.392	-2.251
-6	0.421	0.795	5.170	0.189	0.381	0.470	-0.093	-0.228	-2.345
-5	0.444	0.838	5.614	0.461	0.931	0.931	-0.188	-0.458	-2.532
-4	0.397	0.749	6.011	-0.215	-0.433	0.716	0.350	0.855	-2.182
-3	0.356	0.673	6.367	-0.260	-0.524	0.456	-0.248	-0.606	-2.430
-2	0.390	0.736	6.757	-0.360	-0.727	0.096	-0.162	-0.396	-2.592
-1	0.100	0.189	6.857	0.102	0.206	0.199	0.178	0.434	-2.415
0	1.057**	1.996	7.914**	0.015	0.031	0.214	-1.79***	-4.388	-4.21***
+1	0.178	0.336	8.092	0.106	0.214	0.320	-1.41***	-3.444	-5.62***
+2	-1.22**	-2.278	6.885**	0.547	1.106	0.867	-0.536	-1.309	-6.157
+3	-0.345	-0.651	6.541	-0.028	-0.058	0.839	0.408	0.996	-5.749
+4	0.600	1.134	7.141	-0.110	-0.221	0.729	-0.106	-0.259	-5.856
+5	0.537	1.015	7.679	0.126	0.253	0.855	0.016	0.038	-5.840
+6	0.005	0.010	7.684	0.370	0.748	1.225	0.083	0.203	-5.757
+7	0.496	0.937	8.180	-0.104	-0.210	1.121	0.454	1.110	-5.303
+8	0.313	0.591	8.493	-0.147	-0.297	0.974	-0.197	-0.482	-5.500
+9	0.281	0.530	8.774	0.308	0.621	1.281	-0.065	-0.159	-5.565
+10	0.442	0.834	9.216	0.130	0.263	1.412	0.025	0.062	-5.539
+11	0.002	0.003	9.217	-0.314	-0.634	1.098	-0.281	-0.687	-5.821
+12	-0.004	-0.007	9.214	-0.372	-0.752	0.725	-0.014	-0.034	-5.835
+13	0.526	0.994	9.740	-0.647	-1.307	0.078	0.078	0.191	-5.757
+14	0.070	0.132	9.810	-0.078	-0.157	0.000	-0.213	-0.520	-5.970
+15	0.121	0.228	9.931	-0.365	-0.736	-0.364	0.224	0.547	-5.746
+16	0.012	0.022	9.942	0.477	0.964	0.113	-0.044	-0.106	-5.790
+17	0.529	0.998	10.471	-0.136	-0.275	-0.023	-0.060	-0.147	-5.850
+18	-0.002	-0.003	10.469	-0.022	-0.045	-0.046	-0.105	-0.256	-5.955
+19	0.467	0.881	10.936	0.091	0.183	0.045	0.008	0.019	-5.947
+20	0.015	0.029	10.951	-0.228	-0.460	-0.183	-0.190	-0.464	-6.137

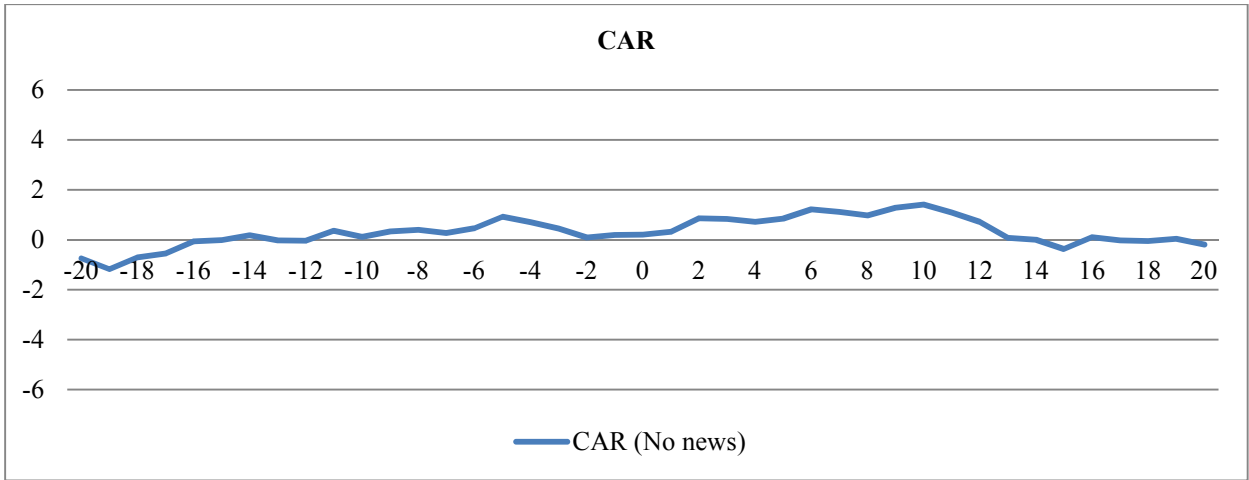
Bu nedenle çalışma sonucu, kazanç değişiminin hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Örneğin, iyi haberin (olumlu kazanç duyurusu)

hisse senedi getirilerini olumlu etkilerken, kötü haberin (olumsuz kazanç duyurusu) hisse senedi getirilerini olumsuz etkilediği bulunmuştur. Olay çalışması sonucuna göre, kötü haberin (olumsuz kazanç duyurusu) normal üstü getiri üzerindeki etkisi, iyi haber (olumlu kazanç duyurusu) duyurusundan daha büyüktür. ABD hisse senedi piyasalarındaki yatırımcıların rasyonel olduğu ve riskten kaçındıkları yorumlanmıştır. Riskten kaçınan bir yatırımcı, bilinmeyen risklerle daha yüksek getiriler yerine bilinen risklerle daha düşük getiri tercih eden bir yatırımcıdır. Bu nedenle, çalışma sonucu sinyalleşme hipotezini desteklemiştir. Sinyal verme hipotezine göre, gerçekleşen kazançlar, tahmin edilen kazançlardan daha büyük olduğunda hisse senedi fiyatı yükselme eğilimi gösterir ve gerçekleşen kazançlar, tahmini kazançlardan daha az olduğunda hisse senedi fiyatı azalmaya eğilimlidir. Şekil 5.1, iyi haber örnek verilerinden kümülatif normal üstü getirileri (CAR) göstermekte ve diyagramdan da görebileceğiniz gibi kümülatif normal üstü getirilerin artma eğilimi vardır. Yirminci gün (t_{-20}) olay öncesi duyurusunda %0.042'den başlayarak, kümülatif normal üstü getirileri (CAR) olay penceresinin son gününde (t_{+20}) %10.951'e yükselmiştir. Olumlu kazanç açıklamalarına ortalama olarak ABD piyasasının olumlu tepki verdiğini söyleyebilirim.



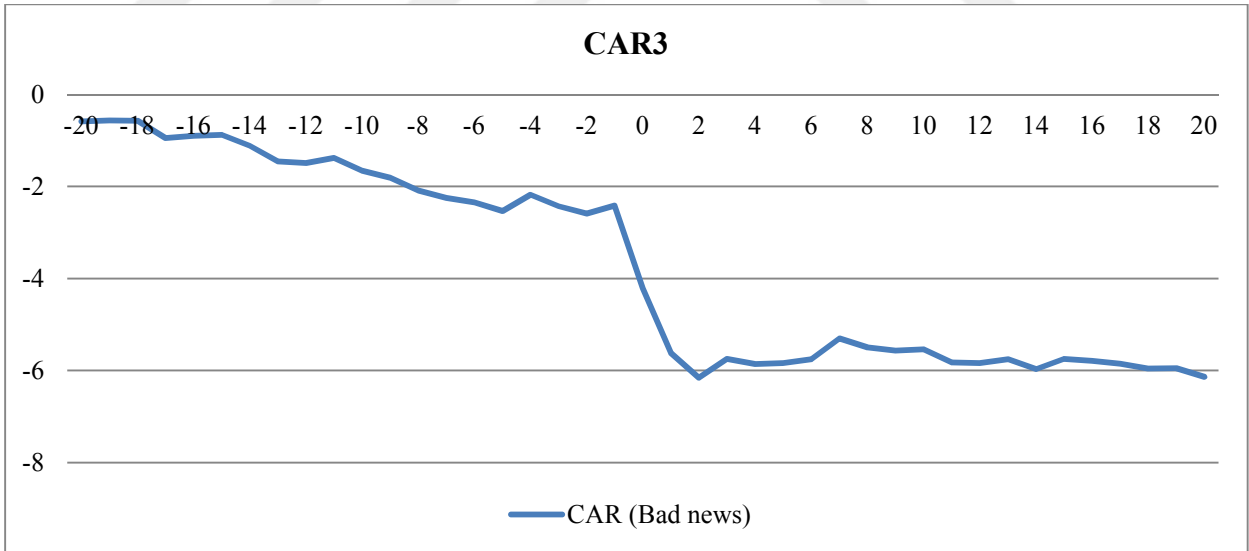
Şekil 5.1 İyi Haberlere (Pozitif Kazanç Duyurusu) Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Şekil 5.2, haber yok (nötr kazanç duyurusu) ile ilgili örnek verilere dayanan kümülatif normal üstü getirileri (CAR) göstermektedir. Panel A ve panel C kümülatif normal üstü getirileri ile karşılaştırıldığında, ortalama olarak haber yok verilerinden kümülatif normal üstü getirilerin net bir yukarı veya aşağı yönü olmadığını söyleyebilirim. Bu yüzden, kazanç değişmemiş (nötr) duyurusu yapan şirketlerin hissedarlarını olay penceresi boyunca normal getiri elde edeceği şekilde yorumlanabilir.



Şekil 5.2 Haber Yok (Nötr Kazanç Duyurusu) Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Şekil 5.3, kötü haberler (olumsuz kazanç duyurusu) örnek verilerinden kümülatif normal üstü getirileri göstermektedir. Bu şeklin gösterdiği gibi, yatırımcılar ABD piyasalarında yaşanan kötü haberlere (negative kazanç duyurusu) olumsuz tepki vermiştir. Kümülatif normal üstü getiriler olay duyurusundan önceki yirminci günde %0,587'den azalmaya başlamıştır ve olay duyurusundan sonraki yirminci günde %6,137'ye kadar düşmeye devam etmiştir. Duyuru öncesi kümülatif normal üstü getirilerin azaldığı, ancak duyuru sonrası kümülatif ortalama normal üstü getirilerin durağan hale geldiği bulunmuştur.



Şekil 5.3 Kötü Haberlere (Negatif Kazançlar Duyurusu) Dayalı Kümülatif Normal Üstü Getiriler

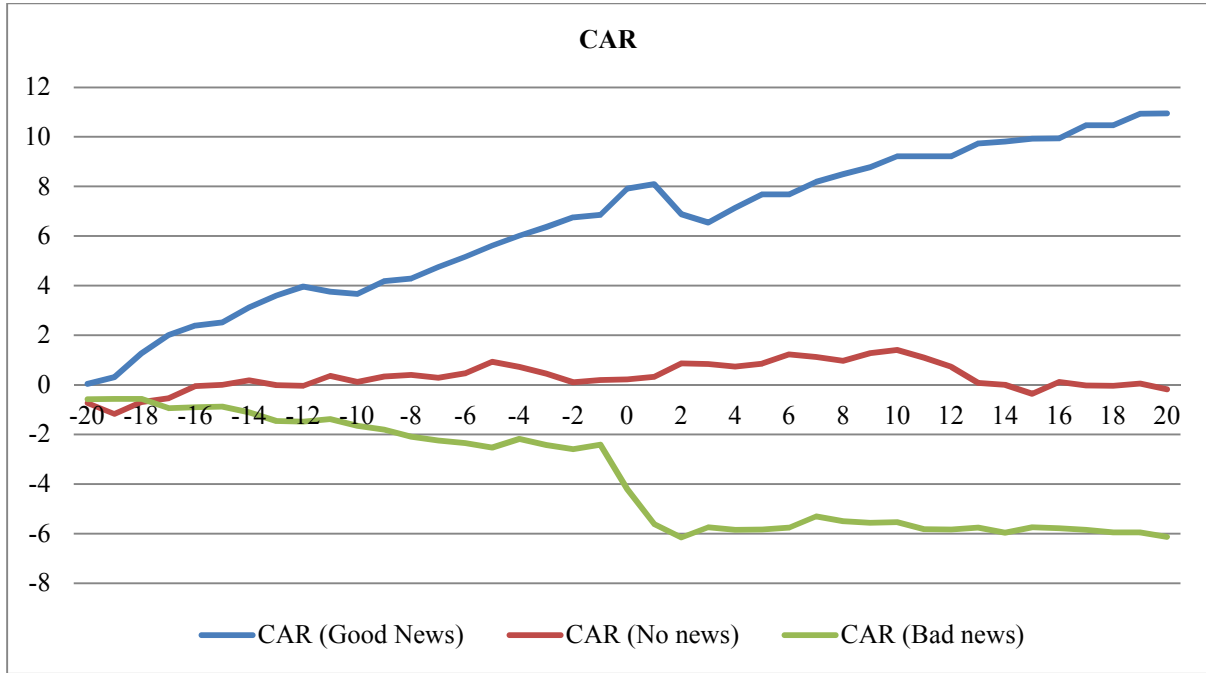
Şekil 5.4, iyi haber (olumlu kazanç duyurusu), haber yok (nötr kazanç duyurusu) ve kötü haberlerin (olumsuz kazanç duyurusu) kümülatif normal üstü getirilerini göstermektedir. Şekil 5.4 sonuçlarına göre, borsa olay tarihinden sonraki negatif kazanç duyurusunun kümülatif normal üstü getirilerini ayarlamıştır. Ancak, pozitif kazanç duyurusundan elde

edilen kümülatif normal üstü getiriler, fiyat'ın yeni bilgilere anında ayarlanmasını öngören verimli piyasa hipotezinin aksine, kazanç sonrası duyuru sapması göstermiştir.

CAR (İyi haber) –Pozitif kazanç örnek verilerinden kümülatif normal üstü getirileri temsil eder.

CAR (Haber yok) –Nötr kazanç örnek verilerinden kümülatif normal üstü getirileri temsil eder.

CAR (Kötü haber –Negatif kazanç örnek verilerinden kümülatif normal üstü getirisi temsil eder.



Şekil 5.4 İyi Haberler (Pozitif Kazançlar), Haber Yok (Nötr Kazançlar) ve Kötü Haberler (Negatif Kazançlar) Kümülatif Normal Üstü Getiriler

5.4.2. Kazanç Duyurusunun Hisse Fiyatına Etkisi: New York Borsasında İşlem Gören Şirketler ile İstanbul Borsasında İşlem Gören Şirketler Arasında Bir Karşılaştırma Analizi

Kazanç duyurusunun her iki piyasada da listelenen şirketlerin hisse fiyatı üzerindeki etkilerini karşılaştırmak ve analiz etmek için, 319 firma verisi kullanılmıştır. 319 şirketten 172'si ABD borsasından, kalan 147 şirket ise Borsa İstanbul'dan toplanmış ve olay çalışmasının sonucu tablo 4'te sunulmuştur. A bölümünde sunulan veriler New York borsalarında (NYSE) işlem gören şirketlerin verileri, B bölümünde(BIST) sunulan sonuç ise İstanbul borsasında işlem gören şirketlerin verileridir.

Bölüm A: ABD Borsa Piyasasına Dayalı Kazanç Duyurusu Olay Çalışma Sonuçları

Tablo 5.4, bölüm A'da gösterildiği gibi, aşağıdaki normal üstü getirilerin (t_{-3} :%-0.571**; t_0 : %0.659**; t_{+1} :%-1.169***)%1 ve %5 seviyelerinde istatistiksel olarak önemli olduğu bulunmuştur. Öte yandan, aşağıdaki kümülatif normal üstü getiriler de

(t_3 : %0.119**; t_0 : %0.687**; t_{+1} : %-0.482***) istatistiksel olarak %1 ve %5 seviyelerinde anlamlı bulunmuştur.

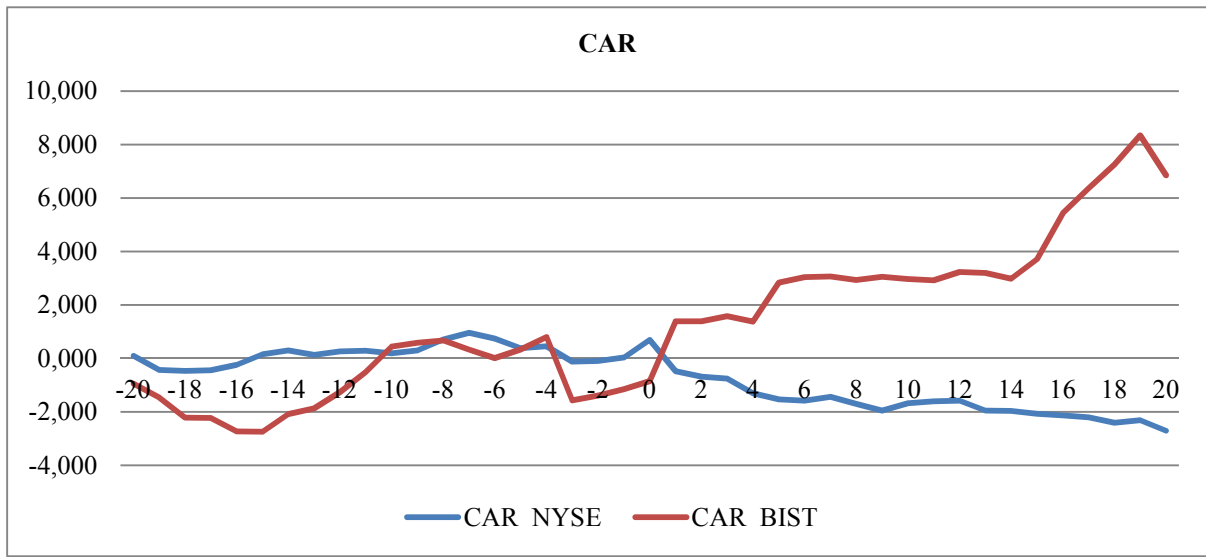
Bölüm B: Türkiye Borsasına Dayalı Kazanç Duyurusu Olay Çalışma Sonuçları

Tablo 5.4'ün B bölümü sunduğundan, aşağıdaki normal üstü getirilerin (t_3 : %-2.373***; t_{+1} : %2.233***; t_{+5} : %1.472**; t_{+16} : %1.722** and t_{+20} : %-1.493**) %1 ve %5 seviyelerinde istatistiksel olarak önemli olduğu bulunmuştur. Öte yandan, aşağıdaki kümülatif normal üstü getiriler (t_3 : %-1.572***; t_{+1} : %1.381***; t_{+5} : %2.841**; t_{+16} : %5.435** and t_{+20} : %6.848**) de sırasıyla %1 ve %5 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Tablo 5.4 Normal Üstü ve Kümülatif Normal Üstü Getiriler

Piyasa Modeli							
Bölüm A				Bölüm B			
NYSE				BIST			
Pencere	AR	T değeri	CAR	Pencere	AR	T değeri	CAR
-20	0.096	0.318	0.096	-20	-0.948	-1.393	-0.948
-19	-0.528	-1.757	-0.432	-19	-0.518	-0.762	-1.466
-18	-0.033	-0.109	-0.465	-18	-0.745	-1.095	-2.211
-17	0.019	0.063	-0.446	-17	-0.016	-0.023	-2.227
-16	0.206	0.685	-0.242	-16	-0.512	-0.749	-2.737
-15	0.389	1.293	0.148	-15	-0.011	-0.016	-2.747
-14	0.148	0.492	0.296	-14	0.659	0.968	-2.088
-13	-0.163	-0.542	0.133	-13	0.222	0.326	-1.867
-12	0.132	0.439	0.265	-12	0.608	0.894	-1.259
-11	0.022	0.075	0.288	-11	0.736	1.082	-0.523
-10	-0.102	-0.338	0.186	-10	0.968	1.422	0.445
-9	0.106	0.351	0.292	-9	0.144	0.212	0.589
-8	0.407	1.353	0.698	-8	0.083	0.121	0.672
-7	0.263	0.866	0.959	-7	-0.352	-0.517	0.320
-6	-0.216	-0.719	0.742	-6	-0.307	-0.451	0.013
-5	-0.361	-1.202	0.381	-5	0.319	0.473	0.333
-4	0.071	0.237	0.452	-4	0.468	0.688	0.801
-3	-0.571	-1.900	-0.119	-3	-2.373	-3.484	-1.572
-2	0.016	0.052	-0.103	-2	0.184	0.271	-1.385
-1	0.132	0.438	0.028	-1	0.228	0.335	-1.157
0	0.659	2.191	0.687	0	0.306	0.449	-0.852
+1	-1.169	-3.888	-0.482	+1	2.233	3.281	1.381
+2	-0.208	-0.691	-0.689	+2	0.012	0.015	1.391
+3	-0.063	-0.209	-0.752	+3	0.187	0.274	1.577
+4	-0.551	-1.833	-1.303	+4	-0.207	-0.304	1.378
+5	-0.233	-0.774	-1.536	+5	1.472	2.161	2.841
+6	-0.052	-0.167	-1.586	+6	0.194	0.285	3.035
+7	0.142	0.473	-1.444	+7	0.024	0.036	3.059
+8	-0.261	-0.867	-1.704	+8	-0.125	-0.183	2.934
+9	-0.247	-0.821	-1.951	+9	0.117	0.171	3.051
+10	0.277	0.923	-1.673	+10	-0.084	-0.124	2.967
+11	0.068	0.226	-1.605	+11	-0.054	-0.079	2.913
+12	0.022	0.073	-1.583	+12	0.321	0.472	3.234
+13	-0.368	-1.226	-1.952	+13	-0.044	-0.065	3.192
+14	-0.017	-0.057	-1.969	+14	-0.212	-0.311	2.978
+15	-0.099	-0.334	-2.068	+15	0.736	1.081	3.713
+16	-0.062	-0.206	-2.132	+16	1.722	2.534	5.435
+17	-0.072	-0.239	-2.202	+17	0.925	1.363	6.362
+18	-0.201	-0.668	-2.403	+18	0.888	1.304	7.248
+19	0.093	0.309	-2.313	+19	1.093	1.606	8.341
+20	-0.393	-1.308	-2.703	+20	-1.493	-2.195	6.848

Şekil 5.5, ABD ve Türkiye borsalarında işlem gören şirketlerin kümülatif normal üstü getirilerini (CAR) göstermektedir. ABD borsalarında işlem gören şirketlerin kümülatif normal üstü getirileri(CAR NYSE), Türk borsasına kote olan şirketlerin kümülatif normal üstü getirilerinden(CAR BIST) daha sabit olduğunu göstermiştir. Bu iki kümülatif normal üstü getirinin, özellikle olay duyurusu dönemi sonrası kazanç duyurusuna zıt bir tepki olduğu görülmüştür. Gelişmekte olan piyasadan elde edilen kümülatif normal üstü getiriler olay duyurusundan sonra artarken, gelişmiş piyasadan elde edilen kümülatif normal üstü getirilerin olay duyurusu sonrasında azaldığı görülmüştür.



Şekil 5.5 Kazanç Duyurusunun Kümülatif Normal Üstü Getirileri

5.4.3. Kazanç ve Hisse Fiyatı Arasındaki İlişki

Kazanç ve hisse fiyatı arasındaki ilişkiyi araştırmak için çalışmada doğrusal bir regresyon analizi yapılmıştır.

5.4.3.1. Tanı Testleri

OLS regresyonu yapılmadan önce modelin sağlamlığını kontrol etmek için heteroskedastisite testi, model specification test ve normallik testi gibi bir dizi tanısal test yapılmıştır. Tablo 5.5'te sunulan sonuca göre, bu model heteroskedastisite testi ($p=0.814>0.10$); model spesifikasyon testi ($p=0.204>0.10$) ve son olarak normallik testi gibi tanı testlerini geçmiştir.

5.4.3.2. Regresyon Analizi Sonuçları

Tablo 5.5'te sunulan analiz sonucu aylık hisse fiyatlarının bağımlı değişken olarak, çeyrek kazançların ise bağımsız değişken olarak kullanıldığını göstermektedir.

$$Y_{i,t}(\text{hisse senedi fiyatları}) = \alpha_i + \beta_i X_{i,t}(\text{Çeyrek kazançlar}) + e_{i,t}$$

Tablo 5.5 Regresyon Sonuçları

Bağımlı Değişkeni: Hisse fiyatı				
Değişkenler	Katsayıları	Std. hata	T-Stat	P-değer
Sabit	0.33273966	0.20669520	1.60980837	0.114282
Kazanç	0.39768735	0.04979644	7.98625971	0.000000
R-kare	0.58098145			
Düzeltilmiş r-kare	0.57187235			
F (1, 46)	63.7803400			
Olasılık > F	0.00000000			
Gözlem sayısı	48			
Değişen varyans, Breusch-Pagan / Cook-Weisberge testi, P = 0.814 > 0.10				
Model özellikleri, model özellikleri için RESET testi, P = 0.204 > 0.10				
Normallik testi, Kalıntılar için Shapiro-Wilk Normallik testi, P = 0.086 > 0.05				

Note: ***, **, * denotes statistical significance at the 1%, 5% and 10% levels, respectively

Tablo 5.5'te sunulan regresyon analizine göre kazançların %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olan hisse fiyatı üzerinde olumlu etkisi olduğunu ve katsayısının 0,3977 olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, sıfır hipotez (H_0) reddedilmiş ve alternatif hipotez (H_2) kabul edilmiştir. Çeyrek kazançların hisse senedi fiyatları ile çok güçlü bir ilişki içinde olduğu ve kazançtaki her dolarlık artış karşılığında hisse fiyatına %39,77 oranında artış olacağını tespit edilmiştir. Model sonuçlarına göre düzeltilmiş r-kare katsayısı 0,5719 olup, bu da bağımlı değişkendeki varyansın %57,19'unun kazançlar olan bağımsız değişken tarafından açıklandığı anlamına gelmektedir. Modelin f-istatistikleri ve p-değeri sırasıyla 63.780 ve 0.0000'dir.

5.5. Sonuç

Bu çalışmanın temel amacı kazanç açıklamalarının New York Borsaları ve Nasdaq Borsası'nda işlem gören şirketlerin hisse senedi getirilerini etkileyip etkilemediğini test etmiştir. Bu çalışma üç kazanç duyurusu türüne (pozitif, nötr ve negatif kazanç duyurusu) ve bu türlerin her birinin örnek alınan şirketlerin hisse getirilerini nasıl etkilediğine odaklanmıştır. Bu çalışmayı yapmak için 163 şirketten oluşan bir örneklem seçilmiştir. 163 şirketten 50'si iyi haber vermiş (olumlu kazanç duyurusu). 163 şirketten 66'sı haber

vermezken (nötr kazanç duyurusu), kalan 47 şirket ise kötü haber (olumsuz kazanç duyurusu) yapmıştır. Öte yandan çalışmada, New York Borsası ve Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında kazanç duyuruları ve hisse getirileri üzerindeki etkisinin bir karşılaştırması da yapılmıştır. Karşılaştırma analizi için 2016-2019 dönemi 319 şirketten toplanan örnek veriler kullanılmıştır. 319 şirketten 172'si New York Borsasından, geri kalan 147 şirket ise Borsa İstanbul'dan alınmıştır. Brown ve Warner (1985); Fama ve diğerleri (1969) tarafından önerilen geleneksel olay çalışma metodolojisi analizde kullanılmıştır.

Çalışma sonuçları, hem iyi haberin (olumlu kazanç duyurusu) hem de kötü haberin (olumsuz kazanç duyurusu) hisse fiyatları üzerinde istatistiksel olarak önemli bir etkiye sahip olduğunu, haber yok (nötr kazanç duyurusu) ise istatistiksel olarak önemli bir etki göstermediğini doğrulamıştır. Bu nedenle, getirileri maksimize etmek veya herhangi bir kaybı en aza indirmek için, yöneticilerin kazanç duyuru türlerini ve piyasanın her bir duyuru türüne nasıl tepki vereceğini anlaması gerekmektedir. İyi haber hisse fiyatını olumlu etkilemiş, kötü haber ise hisse fiyatını olumsuz etkilemiştir. Bu çalışma, bilgi içeriği hipotezi doğrultusunda, iyi haber olay duyurusu normal üstü getirileri olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı şekilde etkilemiştir. Öte yandan, kötü bir haber ise olayı duyurusu normalüstü getirileri olumsuz ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilediğini bulunmuştur. Çalışma sonucu Ball ve Brawn (1968); Alzahrani ve Skerratt (2009); Kross, W. (1982); Schroeder ve Kross (1984); Bamber, S. (1986); Mahmoudi ve Salari (2016); Sare, Akuoko ve Esumanba (2013) ve Chari, V. ve Ofer, R. (1986) tarafından ulaşılan sonuçlarla uyumludur.

Araştırma bulgularına göre, New York Borsası ve Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler üzerinde uygulanan karşılaştırmalı çalışma analizi, New York borsasında işlem gören şirketler için kazanç duyurusunun olay ilan tarihinde (t_0) hisse fiyatı üzerinde önemli bir etkisi olduğunu göstermiştir. Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler için olay duyuru tarihinde (t_0) önemli bir etki bulunmuştur. Bu bulgulara dayanarak, New York menkul kıymetler borsasının verimli piyasa hipotezinin yarı güçlü biçiminde bile verimsiz olduğunu bulunmuştur. Öte yandan, etkin piyasa hipotezinin yarı güçlü formunda Borsa İstanbul'un verimli olduğu görülmüştür. Çünkü olay ilan tarihinde (t_0) önemli bir normal üstü getiri bulunamamış, bu da kazanç duyuru haberlerinin hızlı bir şekilde ayarlandığı ve hisse fiyatlarına yansıtıldığını anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, bu çalışma, hiçbir yatırımcının sadece temel ve teknik analiz kullanarak Borsa İstanbul'dan daha fazla kazanamayacağı sonucuna varmaktadır. Bu çalışmada ayrıca kazanç ve hisse fiyatları arasındaki ilişkinin test edildiği bir regresyon analizi yapılmıştır. Kazanç ile hisse fiyatı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu bulunmuştur.

SONUÇ

Bu çalışmada birleşme, devralma, ilk ve ikincil halka arz, temettü ve üçer aylık (çeyrek) kazanç duyurularının halka açık şirketlerin finansal performansını etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Tezin farklı bölümleri için örnekleme dahil edilen firma sayısı 1.262 firma olup, veri periyodu 2013-2019 arasındır. Normal üstü ve kümülatif normal üstü getirileri hesaplamak için piyasa modeli kullanılmıştır. Kurumsal karlılığı etkileyen faktörleri belirlemek için finansal oranlardan seçilen şirkete özgü faktörleri kullanarak bir regresyon analizi yapılmıştır. Regresyon analizi, 2000-2019 yılları arasında araştırmaya dahil olan şirketlerin finansal raporlarından toplanan üçer aylık verilere dayanmıştır.

Bu tez aşağıdaki soruları cevaplamıştır:-

- Birleşme ve devralma duyurularının alıcı ve hedef firmaların hisse senedi fiyatlarını etkiliyor mu?
- Sermaye ihraç (ilk ve ikincil arz) duyuruları hisse senedi fiyatlarını etkiliyor mu?
- Temettü değişim duyurularına piyasasın nasıl tepki veriyor?
- Çeyrek kazanç duyurularına piyasa nasıl tepki veriyor?

Tezin genel sonuçları ikinci bölümden başlayarak beşinci bölüme kadar sırasıyla, aşağıda sunulmuştur.

İkinci bölümdeki çalışmada, dünya genelinde 16 farklı borsada listelenen 200 şirket için olay çalışması metodolojisi ve regresyon analiz uygulanmıştır. Olay çalışması, 2015-2019 yılları arasında toplanan, hem aylık hem de günlük verilere dayanmıştır. Piyasa modeli, normal üstü (AR) ve kümülatif normal üstü getirileri (CAR) tahmin etmek için uygulanmıştır. Buna ek olarak, etkisi olabilecek içsel faktörleri test etmek amacıyla yapılan regresyon analizinde şirketler tarafından açıklanan üçer aylık veriler kullanılmıştır.

Aylık verilere dayanan olay çalışması bulgularına göre, alıcı firmaların normal üstü ve kümülatif normal üstü getirileri olay ilan tarihinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmazken, hedef firmaların normal üstü ve kümülatif normal üstü getirileri ise istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Öte yandan, günlük verilere dayanan olay çalışması sonuçlarına göre, gelişmiş piyasalarda listelenen şirketler için, olay duyurusu tarihinden normal üstü ve kümülatif normal üstü getiriler, alıcı şirketler için istatistiksel olarak anlamlı bulunurken ve hedef şirketler için anlamlı bulunamamıştır. Ancak, gelişmekte olan piyasalarda listelenen şirketler için, olay duyurusu tarihinden normal üstü ve kümülatif normal üstü getiriler, alıcı şirketler için istatistiksel olarak anlamlı bulunmazken, hedef şirketler için anlamlı bulunmuştur.

Regresyon analizinde ise, şirketin finansal performansına etkisi olan sadeceborçlanma oranı (DAR:borç-varlık oranı) ve şirket büyüklüğü (LNASSET:varlıkların doğal logaritması) değişkenleri olup, %1 düzeyinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuşlardır. Geriye kalan bağımsız değişkenler (CARL, ATR, DER, BVPS, EPS, DPS and MKV) istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Üçüncü bölümde ise, ilk ve ikincil (dönemsel) halka arzda bulunan şirketler için, olay duyuru gününde önemli bir normal üstü getiri tespit edilememiştir. İlk ve ikincil halka arzda, olay duyuru gününde ortalama normal üstü getiriler, ABD borsasında listelenen şirketler için, sırasıyla, %0,34 ve %0,21 iken, BIST’de listelenen şirketler için, sırasıyla %0,14 ve %0,25’dir. Aktif karlılığı (ROA) ve kümülatif normal üstü getirilerin (CAR) bağımlı değişken olarak kullanıldığı iki farklı regresyon modelinde ise sadece cari oranın (CARL) pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur.

Dördüncü bölümde ise, çalışma örneklemini ABD (NYSE & IXIC) ve Türkiye (BIST) borsalarında listelenen şirketlerden oluşmaktadır. Temettü ilanı ile ilgili bilgiler Nasdaq ve Kamuyu Aydınlatma platformundan (KAP) alınmıştır. Çalışmaya katılan şirketlerin finansal verileri şirketweb sitelerinden alınmış, hisse fiyatıyla ilgili veriler ise yahoo finans ve tr.investingweb sitelerinden indirilmiştir. Regresyon analizindeki finansal oranları hesaplamak amacıyla şirketlerin üçer aylık raporlarına da başvurulmuştur. Olay duyurusunun hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini hesaplamak ve analiz etmek için Fama (1969) tarafından önerilen olay çalışma metodolojisi uygulanmıştır.

Olay çalışmasında kullanılan veriler iki ana kısımdan oluşmaktadır. İlk kısım, 2013-2019 yılları arasında nakit temettü ilanı yapan 171 şirketten oluşmaktadır. 171 şirket arasından 55’i nakit temettü artırım duyurusu yapmış, 53 şirket nötr nakit temettü duyurusu yapmış ve geri kalan 63 şirket nakit temettü indirimi duyurusu yapmıştır. İkinci kısım, ABD ve Türkiye’de işlem gören şirketler arasındaki karşılaştırma analizini içermektedir. İlk kısımdaki bulgular genel olarak etkin piyasa hipotezinin yarı güçlü formunu desteklemektedir. Olay duyuru tarihi itibarıyla normal üstü getiriler istatistiksel olarak anlamlı değildir. ABD sermaye piyasaları için benzer bulgular, Grullon vd. (2005); DeAngelo vd. (1996); Watts (1973) tarafından da elde edilmiştir.

Son olarak, beşinci bölümde, üçer aylık kazanç duyurularını incelemek amacıyla seçilen 163 şirketten 50’si iyi haber (olumlu kazanç duyurusu), 66’sı nötr haber (nötr kazanç duyurusu), kalan 47’si ise kötü haber (olumsuz kazanç duyurusu) vermiştir. Ayrıca, New York Borsası ve Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler için, kazanç duyuruları ve hisse

getirileri üzerindeki etkisinin bir karşılaştırması da yapılmıştır. Karşılaştırma analizi için 2016-2019 döneminde 319 şirket için toplanan veriler kullanılmıştır.

Bulgular, hem iyi haberin (olumlu kazanç duyurusu) hem de kötü haberin (olumsuz kazanç duyurusu) hisse fiyatları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu doğrulamıştır. Bilgi içeriği hipotezi doğrultusunda, iyi haber duyurusu pozitif ve anlamlı normal üstü getirilere, kötü haber ise negatif normal üstü getirilere yol açmaktadır. Bulgu ABD sermaye piyasaları için Ball ve Brown (1968), Kross (1982), Schroeder ve Kross (1984), Alzahrani ve Skerratt (2009),ve Mahmoudi ve Salari (2016) çalışmalarında ulaşılan sonuçlarla uyumludur.



KAYNAKÇA

- Aamir, M. ve Shah, A. (2011). "Dividend Announcements and the Abnormal Stock Returns for the Event Firm and its Rivals". *Australian Journal of Business and Management Research*, 1(8), 72-76.
- Agus S. (2000). *The Effect of Mergers and Acquisitions on Shareholder Returns*. Victoria University of Technology, Graduate School of Business Faculty of Business and Law.
- Aharony, J.,& Swary, I. (1980). "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis". *The Journal of Finance*, 35(1), 1-12.
- Akhigbe, A. ve Borde, F. (1993). "Dividend Policy and Signaling by Insurance Companies". *The Journal of Risk and Insurance*, 60(3), 413-428.
- Akinyi, M. ve Melissa, G. (2017). "Effects of Earnings Announcement on Share Prices of Companies Listed in Nairobi Securities Exchange", *European Business & Management, Science Publishing Group*, 1-8.
- Al Qaisi, F., Tahtamouni, A. ve AL-Qudah, M. (2016). "Factors Affecting the Market Stock Price -The Case of the Insurance Companies Listed in Amman Stock Exchange". *International Journal of Business and Social Science*, 7(10), 81-90.
- Al-Baidhani, M. (2019). "Impact of Earnings Announcements on Share Prices: Switzerland". *ResearchGate, Universiti Putra Malaysia*, 3-32.
- Alford, A., Jones, J., Leftwich, R. and Zmijewski, M. (1993), "The Relative Informativeness of Accounting Disclosures in Different Countries". *Journal of Accountings Research*, Vol. 31, *Studies on International Accounting*, 31(1993), 183-223.
- Alhassan, A., Alhomaiddi, A. and Almuhtadi, B. (2019). "The Information Content of Earnings Announcements: Evidence From the Saudi Market". *Capital Market Authority*, 2-23.
- Al-Malkawi, N., Rafferty, M. ve Pillai, R. (2010). "Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence". *International Bulletin of Business Administration*, 9, 171-200.
- Alzahrani, A. ve Skerratt, L. (2009). "How Markets React to Earnings Announcements in the Absence of Analysts and Institutions. Evidence From the Saudi Markets". *Economics and Finance Working Paper Series, Working Paper No. 09-40*.
- Archana, J., Chinmay, J. and Khanapure, B. (2020). "Pre-Earnings Announcement Returns and Momentum". *Economics Letters*, Elsevier, 1-3.
- Ball, R. ve Brown, P. (1968). "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers". *Journal of Accounting Research*, Autumn, 6(2), 159-178.

- Bamber, S. (1986). "The Information Content of Annual Earnings Releases: A Trading Volume Approach". *Journal of Accountings Research, Spring*, 24(1), 40-56.
- Bayless, M. ve Chaplinsky, S. (1996). "Is there a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance". *The Journal of Finance*, 51(1), 253-278.
- Beatty, P. ve Ritter, R. (1984). "Investment Banking, Reputation and The Underpricing of Initial Public Offerings". *Journal of Financial Economics*, 15(1986), 213-232.
- Bergsma, K. and Tayal, J. (2020). "Quarterly Earnings Announcements and Intra-industry Information Transfer From the Pacific to the Atlantic". *International Review of Financial Analysis*, 1-17.
- Bernard, V. ve Thomas, J. (1990). "Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings". *Journal of Accounting and Economics*, 13(4), 305-340.
- Binay, M., Gatchev, A. ve Pirinsky, A. (2007). "The Role of Underwriter-Investor Relationships in the IPO process". *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42 (3), 785-809.
- Bradley M., Desai A., & Kim H., (1987), "Synergistic Gains fro Corporate Acquisitions and thier Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms". *Journal of Financial Economics*, 21(1), 3-40.
- Brown, L. (1978). "Earnings Changes, Stock Prices, and Market Efficiency". *The Journal of Finance*, 33(1), 17-28.
- Brown, S. J. ve Warner, J. B. (1985). "Using daily stock returns". *Journal of Financial Economics*, 14 (1), 3-31.
- Brunelli, S. and Giosi, A. (2018). "Stock Market Reaction to Yearly Earnings Announcements for Firms in Financial Distress: Evidences From Italy". *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 14(7), 357-379.
- Bruzgyte, E. ve Guliyeva, G. (2016). "IPO Underpricing in NASDAQ First North Stockholm: Can Investors Beat the Market?.*Lunda University, School of Economics & Management*.
- Chan, K. ve Seow, G. (1996). "The association between stock returns and foreign GAAP earnings versus earnings adjusted to U.S. GAAP". *Journal of Accounting and Economics*, 21(1), 139-158.
- Chari, V., Jagannathan, R. ve Ofer, A. (1988). "Seasonalities in Security Returns: The Case of Earnings Announcements". *Journal of Financial Economics*, 21(1988), 101-121.
- Cheng, L. ve Alice, L. (2013). *Encyclopedia of Finance*, Springer. Boston, MA.

- Connelly, B., Certo, S., Ireland, R. ve Reutzel, C. (2010). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Dangol, J. and Bhandari (2019). "Quarterly Earnings Announcement Effect on Stock Return and Trading Volume in Nepal". *International Research Journal of Management Science*, 4(1), 32- 47.
- Dastory, L. (2009). *An Event Study of the Merger Proposal Between BHP-Billiton and Rio Tinto*. Lulea University of Technology, Department of Business Administration of Social Science, Division of Social Science.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., ve Skinner, D. (1996). "Reversal of Fortune Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth". *Journal of Financial Economics*, 40(3), 341-371.
- Dodd, P. ve Ruback, R. (1977). "Tender Offer and Stockholder Returns: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, (5)35, 351-373.
- Dsouza, J. and Mallikarjunapp (2016). "Quarterly Earnings and Stock Prices Reactions - A Study of BSE-500 Companies". *Amity Journal of Finance*, 1(1), (9-35).
- Dsouza, J. ve Mallikarjunappa, T. (2016). "Quarterly Earnings and Stock Prices Reactions – A study of BSE-500 Companies". *Amity Journal of Finance*, 1(1), 9-35.
- EY (2021). "Halka Arzlarda İlk Çeyrekte 20 Yılın En Yüksek Performans". https://www.ey.com/tr_tr/news/2021/05/halka-arzlarda-ilk-ceyrekte-20-yilin-en-yuksekk-performansi-kuresel-halka-arz-trendleri
- Fama F., Fisher L., Jensen, C. ve Roll, R. (1969). "The Adjustment of Stock Prices to New Information". *International Economics Review*, 10(1), 2-27.
- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M. ve Roll, R. (1969). "The Adjustment of Stock Prices to New Information". *International Economic Review*, 10(1), 1-21.
- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M., ve Roll, R. (1969). "The Adjustment of Stock Prices to New Information". *International Economic Review*, 10(1), 1-21.
- Fama, F. (1969). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *Session topic: Stock Market Price Behavior, the Journal of Finance*, 25(2), 382-417.
- Firth, M. (1976). "The Impact of Earnings Announcements on the Share Price Behaviour of Similar Type Firms". *The Economic Journal*, 86(342), 296-306.
- Fraunhoffer, R., Freytag, A. ve Schiereck, D. (2013). "Market Power Consolidation and M&A Success: A study of US-American and German utility takeovers". *Journal of Economic & Financial Studies*, 1(1), 29-43.

- Givoly, D. ve Lakonishok, J. (1979). "The information content of financial analysts' forecasts of earnings". *Journal of Accounting and Economics*, 1(3), 165-185.
- Gordon, M. J. (1963). "Optimal Investment and Financing Policy". *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., ve Thaler, R. (2005). Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. *The Journal of Business*, 78(5), 1659-1682.
- Holtrop, M. W. (1963). "Monetary Policy in an Open Economy: Its Objectives, Instruments, Limitations, and Dilemmas". *Essays in International Finance, Princeton University, Department of Economics*, (43), 7- 47.
- Imaa (2019). "Merger and Acquisition (M&A) Statistics: Number of Value and Largest M&A Transactions by Region". *Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances*.
- Jensen, C. ve Ruback, S. (1983). "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11(1983), 5-50.
- Jensen, G. R. ve Johnson, J. M. (1995). "The Dynamics of Corporate Dividend Reductions". *Financial Management*, 24(4), 31-51.
- Jung, K., Kim, Y.-C., & Stulz, R. (1996). "Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision". *Journal of Financial Economics*, 42(2), 159 -185.
- Kao, C. ve Wu, C. (1994). "Tests of Dividend Signaling Using the Marsh-Merton Model: A Generalized Friction Approach". *The Journal of Business*, 67(1), 45-68.
- Korsten, D. (2018). *IPO Underpricing Based on the Asymmetric Information Theories*. Radboud University, Nijmegen School of Management, 7-22.
- KPMG (2019). "KPMG Perspektifinden Birleşme ve Satın Alma Trendleri 2020". <https://home.kpmg/tr/tr/home/gorusler/2021/01/kpmg-perspektifinden-birlesme-ve-satin-alma-trendleri-2020.html>
- Kross, W. (1982). "Profitability Earnings Announcement Time Lags, and Stock Prices". *Journal of Business Finance & Accounting*, 9(3), 313-328.
- Kross, W.,& Schroeder, D. (1990). "An Investigation of Seasonality in Stock Price Responses to Quarterly Earnings Announcements". *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(5), 649-675.
- Landsman, W., Maydew, E. ve Thornock, J. (2012). "The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS". *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 34–54.

- Leepsa, M. ve Mishra, S. (2016). "Theory and Practice of Mergers and Acquisitions: Empirical Evidence from Indian Cases". *IIMs Journal of Management Science*, 7(2), 179-194.
- Li, K., ve Zhao, X. (2008). "Asymmetric Information and Dividend Policy". *Financial Management*, 37(4), 673-694.
- Mahmoudi, V., Shirkavand, S. ve Salari, M. (2016). "How Do Investors React To the Earnings Announcements?". <https://www.researchgate.net/publication/328063816>(erişim tarihi: 12.08.2020).
- Malkiel, G. (2003). "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics". *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59-82.
- Meursault, V. (2019). "The Language of Earnings Announcements". *ST. Petersburg Economic Seminar*, 1-59.
- Michael C. J. (1987). "The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy". *Conference Series, Federal Reserve Bank of Boston*, vol. 31, 102-148.
- Miller, H. ve Modigliani, F. (1961). "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares". *The Journal of Business, the Graduate School of Business of the University of Chicago*, 34(4), 411-433.
- Nissim, D. ve Ziv, A. (2001). "Dividend Changes and Future Profitability". *The Journal of Finance*, 56(6), 2111-2133.
- Ozan, G. (2018). "Birleşme ve Devralma İşlemlerinin Yarattığı Paydaş Değeri Üzerinde Etkili Olan Faktörler: Borsa İstanbul Üzeine Bir Uygulama". *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt 14, Sayı 1, 2018. *Int. Journal of Management Economics and Business*, Vol. 14, No. 1, 2018
- Panagiotaki, A. (2015). *Merger and Acquisition Announcements -The Effect on European Equity Prices*. University of Gothenburg, School of Business, Economics and Law.
- Panigrahi, S. ve Zainuddin, Y. (2015). "Dividend Policy Decisions: Theoretical Views and Relevant Issues". *Reports on Economics and Finance*, 1(1), 43-58.
- Parkinson, M. ve Mania, N. (2010). "Paying dividends by Kenyan Companies". *Savings and Development, Centre for Socio-economic Dynamics and Cooperation of the University of Bergamo*, 34 (1), 35-51.
- Patel, N. ve Prajapati, K. (2014). "Impact of Dividend Announcement on the Stock Prices of Indian Companies: An Empirical Evidence". *ELK Asia Pacific Journal of Finance and Risk Management*, 5(2), 1-11.

- Peprah, C. and Joenvaara, J. (2019). "Effect of Earnings Announcements on Share Prices on Companies Listed at the Ghana Stock Exchange". *Oulu Business School, Department of Finance*, 2.
- Perera, W. ve Kulendran, N. (2015). "Why do IPO leave money on the table for investors on the first day of trading? A Theoretical Review". *International Journal of Accounting & Business Finance*, Issue I - 2015.
- Prasad, K. and Prabhu, N. (2020). "Does Earnings Surprise Determine the Timing of the Earnings Announcement?, Evidence From Earnings Announcements of Indian Companies". *Asian Journal of Accounting Research*, 5(1), 119-134.
- Rathnayaka, N., Louembe, A. ve Kassi, F. (2019). "Are IPOs Underpriced? Evidence from an Emerging Market". *Research in International Business and Finance*, 50 (2019), 171-190.
- Reilly, K. & Hatfield, K. (1969). "Investor Experience With New Stock Issues". *Financial Analysts Journal*, 25 (5), 73-80.
- Ritter, J. (1991). "The long-run performance of initial public offering, the journal of finance, *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27.
- Rock, K. (1985). "Why New Issues Are Underpriced". *Journal of Financial Economics*, 15 (1985), 187-212.
- Rosario, S. ve Chavali, K. (2016). "Market Reaction on Dividend Announcement in Oman - An Event Study Methodology". *International Journal of Economics and Financial*, 6(1), 103-108.
- Samitas, A. G. ve Kenourgios, D. F. (2007). "Impact of Mergers and Acquisitions on Stock Returns of Tramp Shipping Firms". *International Journal of Financial Services Management*, 2(4), 327-343.
- Sankar, B. ve Leepsa, N. (2018). "Payment Methods in Mergers and Acquisitions: A Theoretical Framework". *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 8(1), 170-187.
- Sare, A., Akuoko, E. ve Esumanba, V. (2013). "Effects of Earnings Announcement on Share Price: The case of Ghana Stock Exchange". *International of Research in Social Sciences*, 2(4), 71-81.
- Seok, I., Cho, H. and Ryu, D. (2019). "Firm - Specific Investor Sentiment and the Stock Market Response to Earnings News". *North American Journal of Economics and Finance* , 48 (2019), 221-240.

- Shah, P. ve Arora, P. (2014). "M&A Announcements and Their Effect on Return to Shareholders: An Event Study". *Accounting and Finance Research*, 3(2), 170-190.
- Sheel, A., ve Zhong, Y. (2005). "Cash Dividend Announcements and Abnormal Returns in the Lodging and Restaurant Sectors: an Empirical Examination". *The Journal of Hospitality Financial Management*, 13(1), 49-58.
- Shim, J. K. (2013). *A practical Guide to Mergers, Acquisitions and Divestitures*. Cranbrook, Kent, England.
- Simiyu, A. (2014). "Signaling Theory of Dividends". *Journal of Behavioral Finance*. 1(1), 1-9.
- Solomon, D. (2011). "Why I.P.O.'s Get Underpriced". *The New York Times Magazine* <https://dealbook.nytimes.com/2011/05/27/why-i-p-o-s-get-underpriced/>
- Srinivasa, K. (2011). "The aftermarket pricing performance of initial public offers: Insights from India". *Indian Institute of Technology Roorkee, MPRA Paper 62885, University Library of Munich, Germany*.
- Subing, H. ve Kusumah, R. (2017). "An Empirical Analysis of Internal and External Factors of Stock Pricing: Evidence from Indonesia". *Problems and Perspectives in Management*, 15(4), 178-187.
- Tanushev, C. 2016. "Theoretical Models of Dividend Policy". *Economic Alternatives, Sofia, UNWE Publishing Complex*, 3, 299-316.
- Thomson Reuters. (2017). "Mergers & Acquisitions Review: Financial Advisors". *M&A Financial Advisory Review*. <http://dmi.thomsonreuters.com> (erişim tarihi: 12.10.2020).
- Travlos, N., Trigeorgis, L. ve Vafeas, N. (2001). "Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market: The Case of Cyprus". *Multinational Finance Journal*, 5 (2), 87-112.
- Voesenek, A. (2014). *The Effects of Mergers and Acquisitions on Firm Performance: An International Comparison Between the Non-crisis and Crisis Period*. Master Thesis Finance Tilburg School of Economics and Management Department of Finance.
- Walter, J. E. (1963). "Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise". *The Journal of Finance*, 18(2), 280-291.
- Watts, R. (1973). The Information Content of Dividends. *The Journal of Business*, 46 (2), 191-211. <https://www.jstor.org/stable/2351363>(erişim tarihi: 12.10.2020).
- Yuliza, A. (2018). "The Effects of Earnings Per Share and Firm Size to Stock Price LQ45 Company Listed in Indonesian Securities". *Research Paper, International Journal of Engineering & Technology*, 7(4.9), 2014-249.

ÖZGEÇMİŞ

Adı ve Soyadı	Abdullahi Mohamed NUR
EĞİTİM DURUMU	
Mezun Olduğu Lise	Baidoa Model School, Baidoa/SOMALIA, 2006
Lisans Diploması	Mogadishu University, Faculty of Economics & Management Science, Business Administration, Mogadishu/SOMALIA, 2011
Yüksek Lisans Diploması	Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, Antalya/TURKEY, 2016
Tez Konusu	İslami Bankacılığın (Katılım Bankacılığının) Gelişimi ve Performans Açısından Değerlemesi: Türkiye ve Malezya Örneği
Yabancı Diller	Arapça, Türkçe ve İngilizce
İŞ DENEYİMİ	
Çalıştığı Kurumlar	Mogadishu University, Research Assistance and Librarian, (2011-2012)