

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**ENERJİ SEKTÖRÜNDEKİ YATIRIM DUYURULARININ PAY GETİRİLERİ
ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ**

Gözde ELBİR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA / 2016

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**ENERJİ SEKTÖRÜNDEKİ YATIRIM DUYURULARININ PAY GETİRİLERİ
ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ**

Gözde ELBİR

**Danışman : Doç. Dr. Serkan Yılmaz KANDIR
Jüri Üyesi : Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL
Jüri Üyesi : Doç. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA / 2016

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne;

Bu çalışma, jürimiz tarafından İşletme Ana Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Doç. Dr. Serkan Yılmaz KANDIR
(Danışman)

Üye : Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL

Üye : Doç. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.
.../.../2016

Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL
Enstitü Müdürü

NOT: Bu tezde kullanılan ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

ETİK BEYANI

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde ve ortaya çıkan sonuçlarda herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim. 15 / 08 / 2016

Gözde ELBİR

ÖZET

ENERJİ SEKTÖRÜNDEKİ YATIRIM DUYURULARININ PAY GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ

Gözde ELBİR

Yüksek Lisans Tezi, İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Doç. Dr. Serkan Yılmaz KANDIR

Ağustos 2016, 55 Sayfa

İşletmelerin pay getirileri, birçok faktörün etkisi altındadır. Finans literatüründe pay getirilerini etkileyen faktörlerin belirlenmesi araştırmacılar tarafından sürekli incelenmektedir. Pay getirilerini etkileyen bu faktörlerin belirlenmesi yatırımcılar ve portföy yöneticileri açısından önemli bir konudur. Gerçekleştirilen araştırmaların önemli bir kısmında, piyasaya yansıyan çeşitli bilgilerin pay getirileri üzerindeki etkisi olay çalışması yöntemiyle incelenmiştir. Pay getirilerini etkileme potansiyeline sahip bilgilerden biri de yatırım kararı duyurularıdır. Firmaların yaptıkları yatırım harcamaları, firma değerini etkileyen stratejik kararlardır. Bu çalışmanın amacı, enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların yatırım kararı duyurularının, pay getirileri üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığının olay çalışması yöntemi ile araştırılmasıdır.

Bu çalışmada araştırma yöntemi olarak olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Olay çalışması yöntemi, bir olay meydana geldiğinde payların bu olay karşısında verdiği olağandışı tepkinin ölçülmesini sağlayan yöntemdir. BİST’de işlem gören enerji sektöründeki 7 adet şirketin 2005 ve 2015 yıllarına ait 21 adet yatırım duyurusu incelenmiştir. Yatırım duyurusu gününden önceki ve sonraki 5 ve 10 günlük dönem olay penceresi ve olay penceresinden önceki 244 işlem gününü kapsayan dönem tahmin penceresi olarak belirlenmiştir. Olayın etkilerinin değerlendirilmesi için anormal getiri ve t testi hesaplanmıştır. Sonuçlar, enerji şirketlerinin yatırım duyurularının pay getirilerinde istatistiksel bakımdan önemli biçimde anormal getiriye neden olduğunu göstermiştir. Ayrıca, pay getirilerinin yatırım duyuruları öncesinde arttığı belirlenmiştir. Bu sonuçlar, Borsa İstanbul’un yarı kuvvetli formda etkin olmadığını ortaya koymuştur.

Anahtar Kelimeler: Yatırım duyuruları, olay çalışması yöntemi, enerji sektörü

ABSTRACT**INVESTIGATION OF INVESTMENT ANNOUNCEMENT EFFECT ON
STOCK RETURNS IN ENERGY INDUSTRY****Gözde ELBİR****Masters Thesis, Department of Business****Supervisor: Doç. Dr. Serkan Yılmaz KANDIR****August 2016, 55 Pages**

Stock returns of companies are influenced by several factors. These factors are widely investigated. It is essential for investors and portfolio managers to determine these factors, which affect stock returns. In most of the previous studies, the effect of various information on stock returns has been examined by using event study methodology. Investment announcements are among the information sources that have a potential to impact stock returns. Firms' capital expenditures are strategic decisions that impact firm value. The aim of this study is to investigate whether investment announcements affect stock returns in the energy industry.

In this study, we employ event study method. Event study is a method that measures the response of stock returns to specific events or announcements. A total of 7 companies that make investment announcements between 2005 and 2015 were included in the sample. For each announcement; the +/- 5 trading days and +/- 10 trading days are used as event window and 244 days prior to the event window is used as the estimation window. Abnormal returns and t-statistics are calculated to evaluate the events. The findings suggest that the investment announcements of the energy companies created significant abnormal returns in Borsa İstanbul. Consistent with the previous studies, stock prices seem to increase prior to investment announcements. Result simply that Borsa Istanbul is not semi-strongly efficient.

Keywords: Investment announcement, event study method, energy industry

ÖNSÖZ

Günümüzde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin hepsinde; yeni üretim alanlarının kurulması, var olan üretim kapasitesinin artırılması, mevcut tesislerin yenilenmesi ve modernizasyonu sayesinde beklenen faydanın elde edilmesi gibi nedenlerden dolayı yatırımlar yapılmaktadır. Bu çalışmada, firmaların yatırım kararı aldıklarına ilişkin duyuruların, ilgili firmaların pay getirileri üzerinde herhangi bir etkiye sahip olup olmadığı olay çalışması yöntemiyle ve enerji sektörü bazında incelenmiştir. Çalışmada elde edilen sonuçların; finans literatürüne katkı sağlamasını ve bu çalışmanın yeni araştırmalara yararlı olmasını dilerim.

Tez çalışmasının tüm aşamalarında, desteğini ve özverisini esirgemeyen, çalışmalarımı sabırla izleyen, birikim ve deneyimlerini paylaşan, yapıcı eleştirileri sayesinde tezdeki eksiklerin giderilmesinde yardımcı olan tez danışmanım Doç. Dr. Serkan Yılmaz KANDIR'a teşekkürlerimi sunarım.

Ayrıca hayatımın bütün evrelerinde almış olduğum tüm kararlarımın arkasında duran ve her zaman ihtiyaç duyduğum desteği veren sevgili aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Hazırlamış olduğum tez çalışmamı aileme armağan ediyorum.

Bu tez, Çukurova Üniversitesi Araştırma Projeleri Birimi (BAP) tarafından desteklenmiş olup, proje kodu SYL-2016-5276'dır.

Gözde ELBİR
Ağustos. 2016. Adana

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
ÖNSÖZ	vi
KISALTMALAR	ix
TABLolar LİSTESİ	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii

BÖLÜM I

GİRİŞ

1.1. Araştırma Problemi.....	1
1.2. Araştırmanın Amacı.....	2
1.3. Araştırmanın Önemi	2
1.4. Sınırlılıklar	3

BÖLÜM II

ENERJİ YATIRIMLARI İLE PAY GETİRİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN TEORİK OLARAK İNCELENMESİ

2.1. Genel Olarak Enerji Yatırımları	4
2.2. Etkin Piyasalar Hipotezi	10
2.3. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti (Insider Trading)	13
2.4. Yatırım Duyuruları ile Pay Getirileri Arasındaki İlişki	13

BÖLÜM III

LİTERATÜR TARAMASI

3.1. Olay Çalışması Yönteminden Yararlanan Çalışmalar	15
3.1.1. Uluslararası Çalışmalar	15
3.1.2. Türkiye'yi Konu Alan Çalışmalar	17
3.2. Yatırım Duyurularının Pay Getirilerine Etkisini İnceleyen Çalışmalar.....	21

BÖLÜM IV
ARAŞTIRMA YÖNTEMİ, VERİLER VE BULGULAR

4.1. Araştırma Yöntemi ve Veriler	29
4.1.1. Araştırma Verileri	29
4.1.2. Araştırma Yöntemi	32
4.2. Bulguların İncelenmesi	37
4.2.1. -5, +5 Penceresine Göre Bulgular	37
4.2.2. -10, +10 Penceresine Göre Bulgular	41

BÖLÜM V
SONUÇ

5.1. Sonuç	46
KAYNAKÇA	48
ÖZGEÇMİŞ	55

KISALTMALAR

AR	: Anormal Getiri
AAR	: Ortalama Anormal Getiri
AMEX	: American Stock Exchange
BİST	: Borsa İstanbul
BİAŞ	: Borsa İstanbul A.Ş.
BOTAŞ	: Boru Hatları ile Petrol Taşıma Anonim Şirketi
BTEP	: Birincil Enerji Talebi
CAPEX	: Capital Expenditure
CAPM	: The Capital Asset Pricing Model
CAR	: Kümülatif Anormal Getiri
CAAR	: Kümülatif Ortalama Anormal Getiri
CNTIC	: China National Technical Import & Export Corporation
DSİ	: Devlet Su İşleri Genel Müdürlüğü
EİE	: Enerji Kaynakları Etüt Dairesi Başkanlığı
EMH	: Efficient Market Hypothesis
EPDK	: Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu
HDPE	: High Density Polyethylene
HES	: Hidro Elektrik Santrali
ICE	: Increases in Capital Expenditures
IS	: Information Systems
ISE	: Istanbul Stock Exchange
ISL	: Investment Statistics Laboratory
IT	: Information Technology
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KLSE	: Kuala Lumpur Stock Exchange
LLDPE	: Linear Low-Density Polyethylene
MNCs	: Malaysian Multinational Corporations
MSE	: Madrid Stock Exchange
MTA	: Maden Tetkik ve Arama Genel Müdürlüğü
MTEP	: Milyon Ton Eşdeğeri Petrol
MW	: Megawatt

NYSE	: New York Stock Exchange
R&D	: Research and Development
RES	: Rüzgar Enerjisi Santrali
SIBE	: Spanish Continuous Market
TEİAŞ	: Türkiye Elektrik İletim A.Ş.
TKİ	: Türkiye Kömür İşletmeleri
VP	: Valuable Project Firms



TABLolar LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1. Enerji Sektöründe Faaliyet Gösteren BİST Şirketlerine İlişkin Yatırım Duyuları ve Tarihleri	31
Tablo 2. Olay Tarihinden 5 Gün Öncesi ve 5 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Ortalama Anormal Getiriler, t Değerleri ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler	38
Tablo 3. Olay Tarihinden 5 Gün Öncesi ve 5 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler.....	40
Tablo 4. Olay Tarihinden 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Ortalama Anormal Getiriler, t Değerleri ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler.....	42
Tablo 5. Olay Tarihinden 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler	43

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 1. Kullanışlarına ve dönüştürülebilirliklerine göre enerji kaynakları.....	5
Şekil 2. Enerji tesislerinin yatırım süreci.....	9
Şekil 3. Üç ayrı piyasa etkinliğinin birbirleri ile ilişkileri.....	11
Şekil 4. Olay çalışmasında zaman çizelgesi	33
Şekil 5. Olay çalışmasında zaman çizelgesi (-5,+5).....	37
Şekil 6. -5/+5 Olay aralığında yıllara göre AAR değerlerinin seyri.....	39
Şekil 7. -5/+5 Olay aralığında yıllara göre CAAR değerlerinin seyri	41
Şekil 8. Olay çalışmasında zaman çizelgesi (-10,+10).....	41
Şekil 9. -10/+10 Olay aralığında yıllara göre AAR değerlerinin seyri.....	43
Şekil 10. -10/+10 Olay aralığında yıllara göre CAAR değerlerinin seyri	44

BÖLÜM I

GİRİŞ

Yatırım kararı duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisini araştıran bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde giriş kısmı ile birlikte araştırma problemi, araştırmanın amacı, araştırmanın önemi ve sınırlılıkları yer almaktadır. İkinci bölümde genel olarak enerji yatırımları, etkin piyasalar hipotezi ve içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili açıklamalara yer verilmiş olup devamında yatırım duyuruları ile pay getirileri arasındaki ilişki hakkında açıklama yapılmıştır. Üçüncü bölümde literatür taraması yapılmıştır. Olay çalışması yönteminden yararlanan çalışmalar; uluslararası çalışmalar ve Türkiye'yi konu alan çalışmalar olarak ikiye ayrılarak özetlenmiştir. Yatırım duyurularının pay getirilerine etkisini inceleyen çalışmalar da ayrı bir başlık altında incelenmiştir. Dördüncü bölümde araştırmada kullanılan veriler ile araştırma yöntemi açıklanmıştır. Ayrıca bu bölümde çalışmanın uygulamasında kullanılan iki olay penceresine (-5,+5 ve -10,+10) göre elde edilen bulgulara da yer verilmiştir. Sonuç bölümünde elde edilen sonuçlar yorumlanmıştır.

1.1. Araştırma Problemi

İşletmelerin pay getirilerinin değerini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır ve bunların etki düzeyini inceleyen araştırmalar mevcuttur. Bu çalışmada, yatırım kararı duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisi olay çalışması yöntemi ile araştırılmıştır. Enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların yatırım kararı duyuruları baz alınarak pay getirileri incelenmiştir.

Yatırım genel olarak gelecekte edinilmesi umulan bir değeri elde etmek için bugün var olan bir değerden fedakârlık etmek olarak tanımlanmaktadır. Yatırımın en basit tanımı ise, daha fazla para kazanmak amacıyla belirli bir tutar parayı bir işe bağlamaktır (Karan, 2004, s. 3). Dolayısıyla, işletmeler varlıklarını sürdürebilmek, büyüebilmek ve değerlerini arttırmak için çeşitli yatırımlar yapmak zorundadır (Ercan ve Ban, 2008, s. 3). Firmaların yaptığı yatırım harcaması, stratejik bir karar olup aynı zamanda firma değerini arttıran önemli bir finansal karardır.

Literatürde enerji sektöründeki firmaların yatırım kararlarının pay getirileri üzerindeki etkisini inceleyen bir çalışmaya tarafımızca rastlanmamıştır. Bu çalışmada enerji sektöründeki firmaların yatırım kararlarının, pay getirileri üzerindeki etkisi

incelenmiştir. Çalışmamız sayesinde ilgili alandaki eksikliğin de giderilebileceğine inanıyoruz.

1.2. Araştırmanın Amacı

Finans literatüründe pay getirilerini etkileyen faktörlerin belirlenmesi araştırmacılar tarafından devamlı çalışılan bir alandır. Pay getirilerini etkileyen bu faktörlerin belirlenip bir çalışmada yer alması yatırımcılar ve portföy yöneticileri açısından en önemli konuyu teşkil etmektedir. Bundan dolayı kamuya açıklanan çoğu bilginin, pay getirileri üzerindeki etkileri birçok araştırmaya konu olmuştur ve literatürde önemli bir yer tutmaktadır. Mevcut araştırmaların önemli bir kısmında, bu etkilerin ne düzeyde olduğu olay çalışması yöntemiyle incelenmiştir.

Bu çalışmanın amacı, enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların yatırım kararı duyurularının, pay getirileri üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığının olay çalışması yöntemi ile araştırmaktır. Yapılacak olan araştırma sonucunda enerji sektöründeki firmalara yatırım yapmayı düşünen yatırımcılar bu payların firmaların yatırım duyurularından ne düzeyde etkilendiklerini görüp daha doğru yatırım kararları verebileceklerdir.

1.3. Araştırmanın Önemi

Çalışmanın sonucunda enerji sektöründeki yatırım duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisinin ne düzeyde olduğu ortaya çıkmıştır. Yapılacak çalışma sayesinde bir firmanın pay senediyle ilgilenen yatırımcıların, yatırım duyurularını dikkate alarak doğru kararlar vermesi sağlanacaktır.

Pay getirilerini etkileyen faktörlerden yatırım duyurularının seçilmesinin nedeni ise bu konunun Türkiye’de çok az araştırılmış olmasıdır. Enerji sektörünü konu alan çalışmalar ise yalnızca Türkiye’de değil dünya genelinde oldukça sınırlıdır.

Bu çalışmada incelenecek olan yatırım duyuruları yalnızca enerji sektöründeki firmaların kararlarına yöneliktir. Çalışmamız, diğer sektörlerdeki şirketlerin yatırım duyurularının pay getirilerine olan etkisini incelemek isteyen araştırmacılar için bir örnek oluşturabilecektir.

1.4. Sınırlılıklar

Çalışmada sınırlılıklar (kısıtlamalar) vardır. Yapılacak çalışma sadece BİST’de işlem gören enerji sektöründeki firmaların yaptığı açıklamalar baz alınarak yapılacaktır. BİST’e kayıtlı olmayan enerji sektöründeki diğer firmaların verilerine ulaşamaması bir sınırlılık oluşturmaktadır.



BÖLÜM II

ENERJİ YATIRIMLARI İLE PAY GETİRİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN TEORİK OLARAK İNCELENMESİ

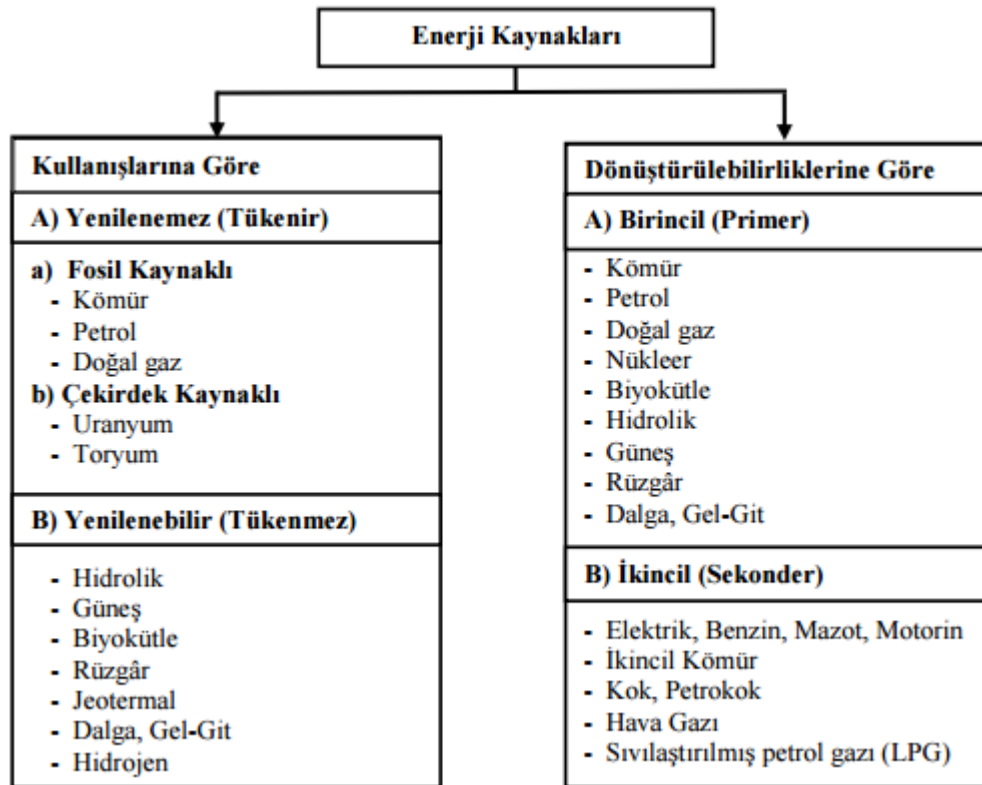
Yöneticilerin, firma faaliyetleriyle ilgili aldıkları kararlar firmanın kârlılığını ve risk derecesini etkilemektedir. Kârlılık ve risk düzeyi de firmanın piyasa değerini belirlemektedir. Bu bağlamda alınan yatırım kararları firmaların varlıklarını sürdürebilmesi için ve günümüzdeki temel firma amacı olan firma değeri maksimizasyonu yönünden oldukça önemli bir karar haline gelmiştir.

Bu bölümde genel olarak enerji yatırımları başlığı altında; enerji kaynakları, bir proje fikrinin doğuşundan işletmeye geçiş sürecine kadar olan aşamalar ve enerji sektöründeki firmaların yatırım süreçleri ile ilgili açıklamalara yer verilmiştir. Etkin piyasalar hipotezi bölümünde ise hipotezin açıklaması ve bu hipotezin içerdiği üç ayrı piyasa formu ile ilgili açıklamalar yapılmıştır. Son olarak da içeriden öğrenenlerin ticareti kavramından ve tanımından bahsedilmiştir ve yatırım duyuruları ile pay getirileri arasındaki ilişki hakkında bilgi verilmiştir.

2.1. Genel Olarak Enerji Yatırımları

Bugün, uğruna savaşlar yapılan ve birçok insanın ölümüne neden olan enerji, bütün ekonomiler ve toplumlar için çok önemli bir üretim faktörü ve girdi niteliğindedir. Enerjinin bulunmadığı bir coğrafyada; üretimden, tüketimden, ekonomiden ve tabii ki insan yaşamından söz etmek olası değildir (Bahar, 2005, s. 35). Enerji, ülkelerin kalkınmasında en önemli araç ve insan hayatında giderek önemi artan vazgeçilmez bir olgudur. Bu nedenle Dünya’da yaşanan önemli nükleer santral kazaları ve finansal krizlere rağmen, enerjiye talep artarak devam etmektedir (Enerji Raporu, 2014, s. 3).

Ülkelerin ekonomik, siyasi ve sosyal gelişimini etkileyen ana unsurlardan birisi haline gelen enerji, tüketiminde meydana gelen artış ve bu artışta beklenen devamlılık nedeniyle her ülkenin ucuz ve kesintisiz bir biçimde ulaşma isteğine neden olmaktadır. Çağımızda, dünyanın önde gelen enerji hammadde tedarikçileri ile büyük tüketicileri arasında doğal bir coğrafi köprü ve enerji koridoru oluşturan ülkemizin, küresel enerji piyasasında önemli bir konumu vardır (BOTAŞ Sektör Raporu, 2014, s. 4).



Şekil 1. Kullanışlarına ve dönüştürülebilme kabiliyetlerine göre enerji kaynakları

Kaynak: Koç ve Şenel, 2013, s. 33

Türkiye, yenilenemeyen enerji kaynakları açısından dışa bağımlı bir ülke olmakla beraber, yenilenebilir enerji kaynakları kullanılarak enerji talebinin önemli bir bölümünün karşılanabileceği ileri sürülmektedir. Türkiye’de enerji talebinde artan bir eğilim olduğu gözlenmekte olup, bu durumun ülkenin ekonomik gelişmişliğine yansıdığı düşünülmektedir (Korkmaz ve Develi, 2012, s. 2).

9. plan döneminde (2007-2013) kamunun enerji sektörüne yönelik gerçekleştirdiği yatırımlar 28,655 milyon TL değerindedir ve bu tutarın toplam kamu sermaye yatırımları içindeki payı %7,3’dür. 10. plan döneminde (2014-2018) kamunun enerji sektörüne yönelik gerçekleştirdiği yatırımlar 15,026 milyon TL değerindedir ve bu tutarın toplam kamu sermaye yatırımları içindeki payı %3,6 olması öngörülmüştür (Kalkınma Bakanlığı/ Onuncu Kalkınma Planı 2014-2018, 2013, s. 82, tablo 18).

Birincil Enerji Talebi (BTEP) için enerji sektöründe gelişmeler ve hedefler araştırmasında 2006 ve 2012 verileri sırasıyla 99.642 ve 119.302’dir. 2013 yılı verisi 123.600 iken 2018’de 154.000 olacağı öngörülmektedir (Onuncu Kalkınma Planı 2014-2018, 2013, s. 103, tablo 25).

2011 ve 2012 yıllarında dış ticaret açığının sırasıyla yüzde 45 ve yüzde 62'si net enerji ithalatından kaynaklanmıştır. Hızla büyümekte olan enerji talebinin karşılanabilmesi için petrol, doğal gaz ve taşkömürü ithalatı sürekli artmaktadır. Bu durum enerjide yüksek oranlı dışa bağımlılığın sürmesine yol açmakta, cari işlemler dengesi ve enerji arz güvenliği üzerinde baskı oluşturmaktadır. Türkiye ekonomisinin yüksek ve istikrarlı büyüebilmesi için mümkün olan bütün yerli kaynakların enerji üretimi amacıyla değerlendirilmesi öncelikli bir husustur. Özellikle yenilenebilir enerji kaynaklarının hem birincil enerji arzı hem de elektrik üretimi amacıyla değerlendirilmesi sürdürülebilir kalkınmanın temini açısından önem taşımaktadır (Onuncu Kalkınma Planı 2014-2018, 2013, s. 174).

Toplam enerji ihtiyacının yaklaşık %73'ünü ithalatla karşılamak durumunda olan Türkiye'nin 2008 yılı genel enerji üretimi toplamı yaklaşık 106,4 mtep (milyon ton eşdeğeri petrol) olarak gerçekleşmiştir. Bu rakamların açıkça gösterdiği şey, Türkiye'nin enerji ithal eden ve enerjide büyük ölçüde dışa bağımlı olan bir ülke olduğu gerçeğidir. Enerji Bakanlığı projeksiyonu 2020 yılı itibariyle Türkiye'nin enerji tüketiminin yıllık 222 mtep'e ulaşmasını öngörmektedir. Şu an yürürlükte olan enerji politikası 2020 yılı itibariyle bu talebin karşılanışında yerli ve yenilenebilir enerji kaynaklarının oranını mümkün olduğunca artırmayı ve önümüzdeki 10 yıllık süre içerisinde enerjide ülkenin dışa bağımlılığında %3'lük bir azalmayı öngörmektedir. Geçtiğimiz bazı yıllarda %8'lere ulaşmış olan talep artışı dikkate alınırca, ilave talebin karşılanmasının yanı sıra 3 puanlık bir düşüş de hedeflenmiştir. Bu hedeflerin tutturulması için istikrarlı ve titiz bir çalışmanın sürdürülmesi gerektiği açıktır (Seta Analiz, 2010, s. 5).

Enerji sektörü yatırım süreci hakkında açıklama yapmadan önce yatırımın tanımlanması gerekmektedir. Yatırımlar, gelecekte ulaşılması beklenen bir değere sahip olmak için bugün elde edilen bir değerden vazgeçmek şeklinde tanımlanmaktadır (Karan, 2004, s. 3). Diğer bir ifadeyle yatırım, gelecekte sağlanabilecek bir dizi faydanın beklentisi ile sahip olunan kaynakların belirli alanlara aktarılmasıdır (Şenel, 2007, s. 5). Yatırımların genel amaçları ise gelir elde etmek, topluma hizmet ve süreklilik olarak bilinmektedir (Uslu ve Önal, 2007, s. 25).

Çalışmamızda yer alan enerji sektörü yatırım projeleri duyuruları, yararlanılan hizmetlerin türüne göre yatırımlardan (Üretime yönelik yatırımlar, finansal yatırımlar ve sosyal çevre yararı sağlayan yatırımlar) üretime ilişkin yatırımlar içine girmektedir. Bunlar, yeni mal ve hizmet üretmek amacıyla üretim faktörlerinin bir araya getirildiği

yatırımlardır. Piyasada karşılanamayan bir talebin varlığı veya bugüne kadar karşılanamamış bir insan ihtiyacının belirlenmesi yeni bir mal veya hizmet üretmenin nedeni olabilir. İşletmelerin bu amaçla arazi satın alması, üzerine binalar inşa etmesi, makine ve ekipman satın alması ve üretime başlama süreci bu tür yatırım projelerine örnek olarak verilebilir. Yeni yatırımlarda yeni kapasite yaratılır ve yeni istihdam sağlanır (Yalçınar ve Aksoy, 2011, s. 5).

Bir yatırım projesinin hazırlanması, iktisatçıların, mühendislerin, mali analistlerin ve diğer ilgili alanlardaki uzmanların katılımı ile yapılan geleceğe ilişkin hesaplamalar sürecini kapsamaktadır. Yatırım projesinin fikir olarak tasarlanmasından, hazırlık, eleme, seçme, yatırımın gerçekleşmesi ve sonunda işletmeye alma dönemine kadar süren faaliyetler proje çalışmaları kapsamına girmektedir. Bir yatırım projesinin hazırlanmasındaki aşamaları başlıca gruplaştırmak mümkündür (Kargül, 1996, s. 8).

Projenin doğuşundan projenin uygulanması ve işletmeye geçiş aşamasına kadar pek çok faaliyetin gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Aşağıda bu faaliyetler özetlenmiştir (Kandır, Önal ve Karadeniz, 2007, s. 137-138) :

a) Proje fikrinin doğuşu: İşletmeler, normal faaliyetlerini sürdürürken bir takım sorunlarla ve değerlendirilmesi gereken fırsatlarla karşılaşır ve yeni yatırım projelerini ele alırlar. Bu sorunlar ve fırsatların bazıları şunlar olabilir:

- İşletmelerde kullanılmayan kaynakların varlığı,
- Üretilen mal serisinin tamamlanması yolundaki çabalar,
- İşletmenin maruz kaldığı risklerin, coğrafik ve faaliyet konusu bakımından çeşitlendirme yoluyla azaltılması isteğinin belirmesi,
- İşletme gelirlerinin azalması,
- İşletme ürünlerinin, değişen zevk ve tercihlere bağlı olarak demode olması.

b) Ön Araştırma: Yukarıda belirtildiği gibi değişik nedenlerden dolayı gündeme gelen yatırım imkânlarının uygunluğu, bir ön araştırma yapılarak incelenir. Fizibilite çalışmasına geçilmeden ön çalışma yapılarak yatırım konusunun uygun olup olmadığı araştırılır. Ön araştırmalardan olumlu sonuçlar elde edilirse, fizibilite çalışmasına başlanır.

c) Fizibilite Etüdüleri: Fizibilite etüdü, yatırımcının ne üreteceği, nasıl üreteceği, üretilen malı ve hizmeti nereye satacağı, ne kadar tutarda bir yatırım yapacağı ve ne kazanacağı gibi sorulara cevap vermek amacıyla hazırlanan bir rapordur.

d) Genel Değerlendirme ve Yatırım Kararının Alınması: Fizibilite raporundaki bilgilerin ışığında, yapılan değerlendirmeler olumlu sonuç verdiği takdirde yatırım kararı alınır. Değerlendirme aşaması, projenin kabul edilmesi veya reddedilmesi ile sonuçlanır.

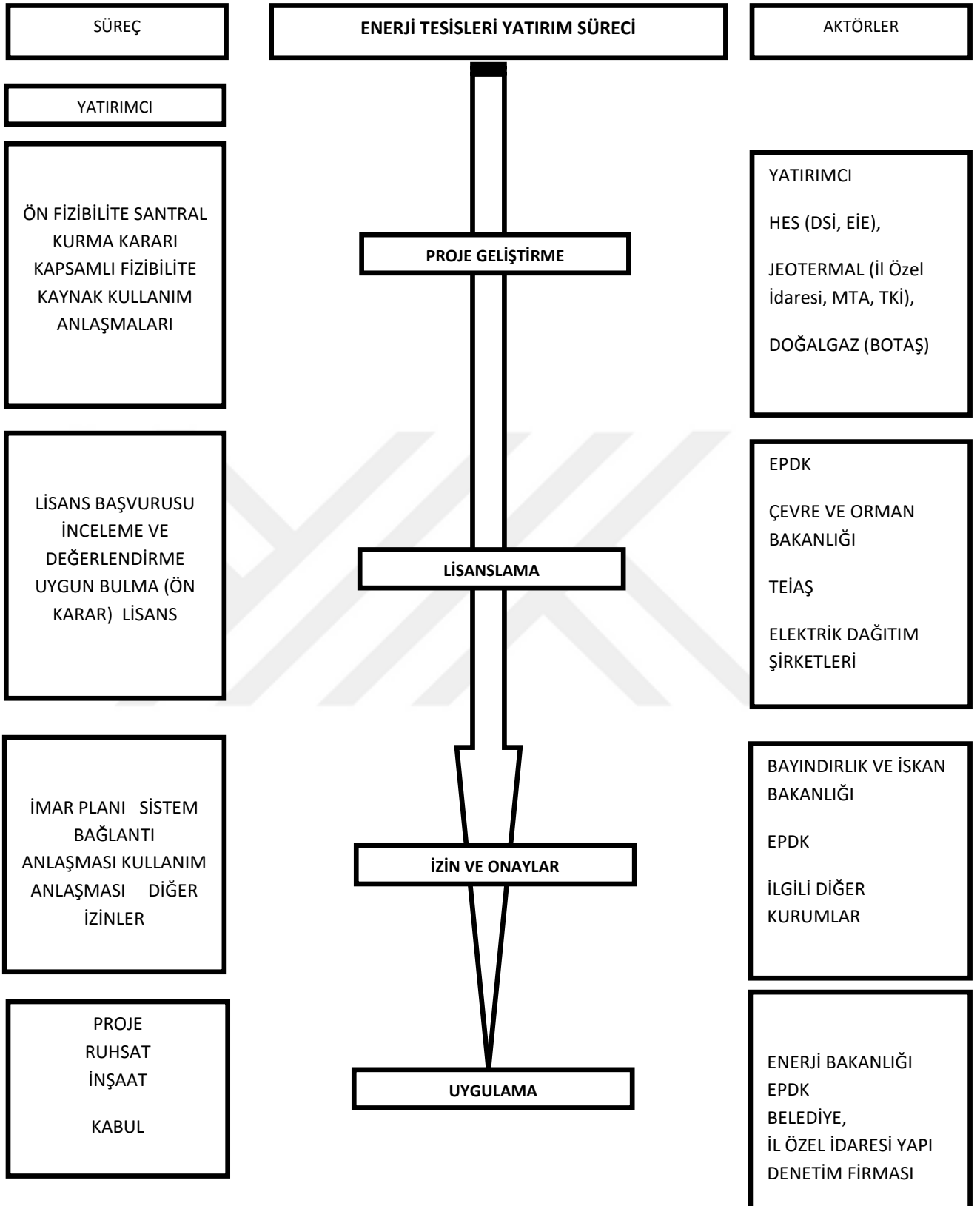
e) Kesin Proje: Proje kabul edilirse, projenin kesin hale dönüştürülmesi gerekmektedir. Kesin proje safhasında, kurulacak işletmenin hukuki şekli, inşa edilecek yapıların kesin ayrıntılı teknik hesapları ve işletmeye alınacak makinelerin kesin kapasiteleri ve maliyetleri ortaya konularak projeye son şekli verir.

f) Projenin Uygulanması (Yatırım): Bu safhada yatırım fiziksel olarak gerçekleştirilmektedir. Projenin uygulanması aşamasında, lisans ve patent sözleşmeleri, inşaat ve montaj çalışmaları ile deneme üretimi ile ilgili faaliyetler gerçekleştirilir.

g) İşletme (Üretime Geçiş): İşletme dönemi, kurulan işletmenin normal üretim faaliyetine geçtiği dönemdir. Bu safhada deneme üretimi tamamlanmış ve işletme normal üretim faaliyetlerine başlamıştır.

Yatırım politikası ile finans politikası arasındaki ilişkiyi belirtmeye yönelik olarak genel bir açıklama yaptığımızda yatırım politikasını mevcut kıt fonların, optimal kullanılması ile ilgili kararların oluşturduğu söylenebilir. Finans politikası ise, işletmenin amaçlarını gerçekleştirebilmesi ve yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için gerekli fonların tedariki, kullanılması, sermaye kaynaklarının seçilmesi, teşebbüs sahiplerinin koydukları sermayeye en yüksek kazancı sağlayabilecek biçimde fonların yönetimidir. Bu açıklamalar, yatırım politikasının, finans politikasının bir bölümü veya uzantısı sayıldığını da ortaya koyabilir (Uslu ve Önal, 2007, s. 10).

Enerji yapılarına ilişkin süreçte yatırımcılar tarafından uyulması gereken iş ve işlemler net olarak belirlenmediğinden her yatırım için ilgili kurumlarca farklı uygulamalar yapılmaktadır. Enerji yapıları yatırım süreci ve bu süreçte yer alan aktörler aşağıdaki şemada gösterilmektedir.



Şekil 2. Enerji tesislerinin yatırım süreci

Kaynak : Bayındırlık ve İskan Bakanlığı, 2010, s. 20

2.2. Etkin Piyasalar Hipotezi

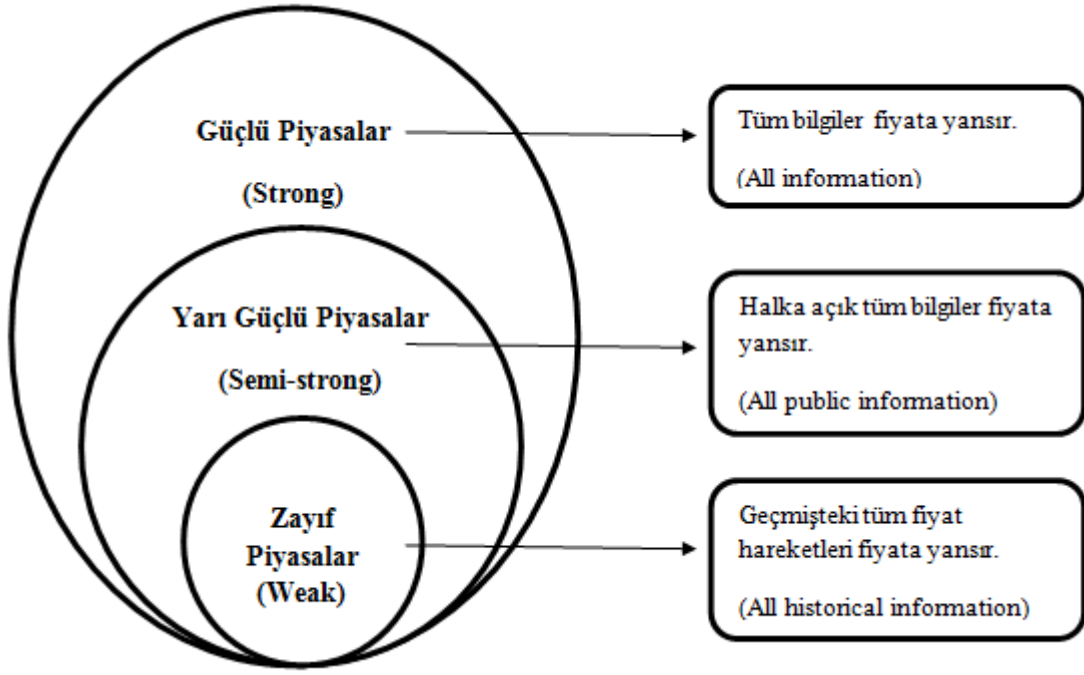
Modern portföy teorisi bize portföyünü iyi bir şekilde çeşitlendiren bir yatırımcının pazar portföyü kadar getiri elde edebileceğini söylemektedir. Ancak bazı yatırımcılar pazarın getirisinin üzerinde yani normalin üzerinde getiri elde etmeyi amaçlayabilirler. Bu durumda farklı yöntemlere başvuracaklardır. Bu tür yatırımcılar şu sorulara yanıt aramaktadırlar (Karan, 2004, s. 271) :

- Bir yatırımcı geçmişteki fiyat hareketlerinden yararlanarak gelecekteki fiyatları tahmin edebilir mi?
- Şirketlerin finansal tablolarını ve halka açıklanan diğer bilgilerini inceleyerek pay fiyatlarını tahmin etmek mümkün müdür?
- İçeriden haber alarak yatırım yapma (insider trading) ne kadar kârlıdır?
- Bir yatırımcı piyasayı yenebilir mi? Diğer bir ifade ile normalin üzerinde getiri sağlayabilir mi?

Yukarıdaki soruların yanıtı ilk defa 1960'larda "Etkin Piyasalar Hipotezi" tarafından ortaya konulmaya çalışılmıştır. Hipoteze göre; piyasaya yeni giren bilgi sonucunda, fiyatlar yeni bilgiye doğru ve hızlı bir biçimde uyarlanıyorsa o piyasa etkindir. Bu teoriye göre etkin bir piyasada bir yatırımcının anormal getiri sağlaması mümkün değildir (Karan, 2004, s. 271).

Bilgi yönünden etkin piyasa kavramı, güçlü bir araştırma yöntemi ortaya çıkarır. Eğer pay fiyatları mevcut durumda ulaşılabilir tüm bilgiyi yansıtırsa, o zaman fiyat değişiklikleri de yeni bilgiyi yansıtmalıdır (Bodie, Kane ve Marcus, 1999, s. 338). Şirketlerle ilgili haber niteliği taşıyan olayların etkilediği fiyatların bu bilgiyi hemen yansıtıp yansıtmadığını inceleyen olay çalışması yöntemi, piyasanın etkinliğini ölçmede kullanılan güvenilir bir yöntemdir. Olay çalışmalarında kamuya açık yeni bilginin pay fiyatına etkisinin olup olmadığı sorusu araştırılmaktadır. Yeni bir bilgi piyasaya geldiğinde pay hemen reaksiyon göstermelidir (Adalı, 2006, s. 15).

Fama (1970)'e göre bir piyasa, mevcut bilgiler fiyatlara yansıdığı ölçüde etkin olmalıdır (s. 383). Yani, piyasanın etkinlik ölçütü; fiyatların piyasa hakkındaki bilgiler sayesinde tahmin edilebilirlik derecesidir. Fama (1970), yaptığı çalışmada, bilgi çeşitlerinin fiyatlara yansıtılması yönünden etkin piyasaları; zayıf piyasalar, yarı güçlü piyasalar ve güçlü piyasalar olmak üzere üç bölüme ayırmıştır (s. 388) :



Şekil 3. Üç ayrı piyasa etkinliğinin birbirleri ile ilişkileri

Şekilde görüldüğü gibi zayıf piyasalar en az bilgiyi içermektedir. Bunun aksine güçlü piyasalar ise bütün bilgileri içermektedir. Şekilde içeriden dışarıya doğru gittikçe dışarıdaki formlar, kendinden öncesini de kapsamaktadır. Bu açıklamalardan yola çıkarak da bu üç ayrı piyasanın birbirinden bağımsız olmadığı sonucuna varmaktayız.

Zayıf formda etkinlik, piyasa fiyatlarının geçmiş fiyatları ile ilgili tüm bilgileri yansıttığı durumdur (Fama, 1970, s. 383). Geçmiş fiyat hareketlerinin gelecekteki fiyatları tahmin etmede hiçbir rolü yoktur. Böyle bir piyasada fiyatlar öngörülebilir bir yol izlemez ve geçmiş fiyat hareketlerine dayalı hiçbir öngörü yatırımcının daha fazla getiri elde etmesine olanak sağlamaz. Burada fiyatlar tesadüfi olarak, geçmiş fiyatlara bağlı olmadan, değişmektedir (Adalı, 2006, s. 12).

Yarı güçlü formda etkinlik durumunda piyasa fiyatlarının halka açıklanmış tüm bilgileri yansıtmaktadır (Fama, 1970, s. 383). Bu bilgiler payların geçmiş fiyat hareketlerini, firmaların muhasebe raporlarını, rakip firmaların raporlarını, ekonomi ile ilgili açıklanan bilgiler ve firmaların piyasa değerlerini etkileyen her türlü bilgiyi içermektedir (Adalı, 2006, s. 13). Yarı-güçlü formda etkin bir piyasa aynı zamanda zayıf formda etkin bir piyasadır. Çünkü geçmiş fiyatlar ve getiriler kamuya açıklanan bilginin bir parçasıdır. Buna göre, şirket raporlarında açıklanan muhasebe bilgisindeki değişikliklere bakarak piyasanın üstünde fazladan getiri kazanılamaz (Gürünlü, 2011, s. 38).

Yarı güçlü etkin piyasa formu (semistrong-form EMH), piyasa fiyatlarının halka açıklanmış tüm bilgileri hızlıca yansıttığını öne sürer yani mevcut pay fiyatları tamamen bütün kamu bilgilerini yansıtır. Zayıf formda etkin piyasa hipotezi pay fiyatları, getiri oranı ve işlem hacmi gibi kamusal bilgileri baz aldığından yarı güçlü piyasa hipotezi bu piyasa formunu içermektedir. Kamuya duyurulan bilgiler içerisinde gelir ve kâr payı duyuruları, fiyat kazanç oranı (P/E, price-to-earnings), kâr payı getiri oranı (D/P, dividend-yield), piyasa değeri defter değeri oranı (P/BV, pricebook value), pay bölünmesi (stock splits), politik ve ekonomi hakkındaki duyurular gibi bütün piyasa dışı bilgileri de içerir. Bu hipotez; herhangi bir önemli bilginin kamuya duyurulmasından sonra bu bilgi hakkında karar alan yatırımcıların ortalamanın üstünde riske uyarlanmış kâr elde edemeyeceğini çünkü pay fiyatının henüz yeni bilgiye tepki vermemiş durumda olduğunu vurgulamaktadır (Reilly ve Brown, 1999, s. 178-179).

Olay çalışması, yarı güçlü formda etkin piyasa hipotezinin test edilmesini sağlar. Olay çalışmaları, önemli özel ekonomik olaylar karşısında pay fiyatlarının hızlı bir şekilde nasıl uyum sağladığını inceler yani kamuya duyurulan önemli bir olayın pay getirileri üzerindeki etkisini ölçer. Olay çalışması, piyasa fiyatlarının halka açıklanmış tüm bilgileri yansıttığı konusunda etkin piyasalar hipotezini destekler (Reilly ve Brown, 1999, s. 181-182). Olay çalışması; pay bölünmesi (stock split), önerilen birleşmeler (proposed merger) ya da pay ihracı (stock issue) gibi önemli bir ekonomik olayın duyurulmasının hemen sonrasındaki dönem için anormal getiri oranını hesaplar. Olay çalışması bilginin kamuya yayınlanmasından sonra yatırım yaparak ortalamanın üstünde riske uyarlanmış kâr elde edemeyeceklerini belirler (Reilly ve Brown, 1999, s. 182-183). Eğer bir şirket ile ilgili özel bir bilginin kamuya duyurulması ile birlikte, o şirketin pay getirilerinde, bilginin niteliğine bağlı olarak anormal bir yükseliş veya düşüş gerçekleşiyorsa o piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı anlaşılmaktadır (Sakarya, 2011, s. 158).

Güçlü formda etkinlik, fiyatların gerçek değeri belirlemek için kullanılacak tüm bilgileri yansıttığı durumdur (Fama, 1970, s. 383). Güçlü formda etkinlik piyasa etkinliğini maksimum düzeye çıkarmaktadır. Piyasa gerçekten etkinse, menkul kıymet fiyatları tüm bilgileri yansıttığından özel bilgilerin ek kazanç sağlamada hiçbir önemi yoktur. Bu nedenle piyasanın güçlü formda etkin olması durumunda hiçbir analiz yöntemi ile piyasa ortalaması üzerinde ekstra bir kazanç sağlamak mümkün olmayacaktır (Adalı, 2006, s. 13).

Akademisyenler, hiçbir piyasanın mükemmel bir şekilde etkin olamayacağı konusunda fikir birliğine varmışlardır. Bu konuda ulaşılan genel kanı ise, piyasalarda düşük fiyatlandırılan menkul kıymetlerden kâr elde etme olanağı olmadığı sürece, piyasada alım-satımın duracağı ve piyasalara akan bilgilerin de kesileceğidir. Buna rağmen, piyasaların işleyişi açısından, ortaya henüz daha iyi bir hipotez konulmadığı için, Etkin Piyasalar Hipotezi'nin geçerliliğini sürdürdüğü söylenebilir (Güngör, 2003, s. 128).

2.3. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti (Insider Trading)

İçeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading), halka açık bir anonim şirket ile ilgili kamuya açıklanmamış önemli bir bilgiyi, şirket ile özel bir ilişki nedeniyle veya herhangi bir nedenle elde eden bir kişinin, özel menfaat sağlamak amacıyla bu bilgiyi kullanarak şirketin menkul kıymetlerine ilişkin ticari işlem yapmasını ifade etmektedir. Söz konusu önemli bilgiler konusunda şirket paydaşlarının önünde iki seçenek bulunmaktadır. Bu bilginin kamuya açıklanması sağlanabilir veya bu bilgiye dayanarak ticari bir işlem yapılmaması sağlanabilir. Aksi takdirde yatırımcılar arasındaki fırsat eşitsizliği ortaya çıkacaktır (Demir, 2001, s. 113). İçeriden öğrenenlerin ticareti eyleminin özü gereği bilginin kamuya açıklandığı an olarak, bilginin kamunun erişebileceği bilgi kaynakları ile kullanıma sunulduğu an olarak belirlenmesi gerekmektedir. Dolayısıyla bir bilginin kamuya açıklanmış sayılması için yetkili makamlara verilmesi yeterli olmayıp, bilgi iletişimi araçları ile kamunun kullanımına da sunulmuş olması gerekir. Ancak bunun için herkesin kullanımına sunulmuş olması gerekmez, piyasaya katılan yatırımcıların öğrenebileceği bir platformda açıklanmış olması yeterlidir (Şenol, 2012, s. 130-131).

2.4. Yatırım Duyuruları ile Pay Getirileri Arasındaki İlişki

İşletmeler, mal veya hizmet üretmek amacıyla kurulmuş ekonomik birimlerdir. İşletme kurmak, bir yatırım yapmak demektir (Şenel, 2007, s. 8). Yatırım harcamaları, bir milletin ekonomisinde iş yeri ve üretim yaratan en önemli kalemdir ve tüketim kavramları ile birleştirildiğinde milli geliri belirlediği için önem taşımaktadır (Pakdemirli, 1977, s. 3). Yatırım kararı verecek ekonomik birimlerin bunu yaparken kıt kaynakların optimal biçimde kullanılmasını sağlamaları gerekir. Bu nedenle kurulacak işletmenin ekonomik bakımdan yararlı olup olmayacağı incelenmelidir. Diğer bir

ifadeyle, işletme kurulmadan önce pazar incelenmeli, elde edilen sağlıklı bilgiler bilimsel yöntemlerle değerlendirilmeli ve pazarda yeterli ölçüde satılabileceği belirlenen mal veya hizmetin üretimini en uygun yer, ölçek ve niteliklerde gerçekleştirmeyi mümkün kılacak bir tesis ortaya çıkarılmaya çalışılmalıdır (Şenel, 2007, s. 8). Yatırımların amaçları ise yeni işletmelerin kurulması, mevcut kurulu kapasitelerin artırılması ve/veya modernizasyonu şeklinde özetlenebilir (Uslu ve Önal, 2007, s. 3).

Yatırım duyurularının firmanın pay getirileri üzerinde pozitif veya negatif etkisinin var olması durumuna bakarak firmanın paylarıyla ilgilenenler, kendileri için en doğru kararı verebileceklerdir. Bu duyuruların mevcut paylara olan etkisi veriler sayesinde ortaya çıkacaktır.

Bu çalışmanın amacı, firmaların yatırım kararı aldıklarına ilişkin duyuruların, ilgili firmaların pay getirileri üzerinde herhangi bir etkiye sahip olup olmadığının, olay çalışması yöntemiyle ve sektörel bazda ortaya konulmasıdır.

BÖLÜM III

LİTERATÜR TARAMASI

İşletmelerin pay getirileri, birçok faktörün etkisi altındadır. Bu faktörlerin önemli birçoğu yerli ve yabancı çalışmalarda araştırılmıştır. Bu çalışmalarda, araştırmacılar finansal piyasa verilerini kullanarak, belirli olayların firma değeri üzerindeki etkisini ölçen olay çalışması yönteminden yararlanmışlardır. Olay çalışması yöntemi, bir olay meydana geldiğinde piyasanın bu olay karşısında verdiği olağandışı tepkinin ölçülmesini sağlayan yöntemdir ve hem uluslararası araştırmalarda hem de Türkiye’yi konu olan araştırmalarda yaygın olarak kullanılan bir yaklaşımdır.

3.1. Olay Çalışması Yönteminden Yararlanan Çalışmalar

Bir olayın, pay getirileri üzerindeki etkisini ölçmek için olay çalışması yönteminden yararlanan uluslararası çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

3.1.1. Uluslararası Çalışmalar

Fama, Fisher, Jensen ve Roll (1969) çalışmalarında, pay fiyatlarının pay bölünmesine ve pay bölünmesiyle ilgili haberlere hızlıca adapte olması durumunu yani tepkisini araştırmışlardır. Çalışmada, 1927 yılının Ocak ayı ile 1959 yılının Aralık ayı arası baz alınmış ve New York Menkul Kıymetler Borsası’nda meydana gelen 940 pay bölünmesi ele alınmıştır. Pay piyasasının etkin olduğu ve pay fiyatlarının yeni haberlere hızlı bir şekilde uyum sağladığı sonucuna varılmıştır. Patell (1976) hedeflenen yıllık kâr tahminlerinin kamuya duyurulmasının pay değerine olan etkisini ölçmüştür. 1963-1967 yılları arasında New York Borsası’nda kayıtlı olan 258 firma tarafından duyurulan 336 kâr tahmini örneklem olarak alınmıştır. Sharpe modelinden yararlanılarak kâr tahmininin kamuya duyurulduğu hafta boyunca istatistiksel olarak önemli fiyat değişimine neden olduğu sonucuna varılmıştır. Brown ve Warner (1980) olay çalışmalarının, firmaya özgü olaylardan etkilenen firmaların pay fiyatları üzerindeki değişikliğe odaklandığını belirtmişlerdir. Gözlenen pay getiri verileri, olay çalışmalarında pay fiyatları performansını ölçmek için kullanılan çeşitli yöntemleri incelemek için kullanılmıştır. Bu veriler içinde anormal performans da tanımlanmıştır. Yaptıkları araştırmada, anormal performans ölçümünde aylık verilerin kullanılmasına

yoğunlaşmışlardır. Keown ve Pinkerton (1981) çalışmalarında planlanan birleşmelerin kamuya ilk olarak duyurulmasından önce, devralınan firmalardaki yatırımcılar tarafından aşırı getiri elde edilmesi durumunu incelemişlerdir. 1975 ve 1978 yılları arasında 101'i New York ve Amerika Borsası'nda ve 93'ü de tezgah üstü piyasada (over the counter market) listelenen toplam 194 firmanın günlük pay fiyatı hareketleri baz alınmıştır. Duyurunun önceden öğrenilmesinin, bilgi sızmasından kaynaklandığı yani içeriden öğrenenlerin ticaretinin önemli bir etken olduğu ifade edilmiştir. Brown ve Warner (1985) çalışmalarında, günlük pay getirileri kullanmışlar ve oluşan problemlerin olay çalışması yöntemini nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Paylar rastgele seçilmiş ve günlük getiri verilerine Chicago Üniversitesi'ndeki merkezi araştırma dosyalarından ulaşılmıştır. Baz alınan olaylar 2 Temmuz 1962 yılından 31 Aralık 1979 tarihleri arasındaki 18 yıllık dönemi kapsamaktadır. Mackinlay (1997), 1989-1993 yıllarını kapsayan beş yıllık dönemde Dow Jones Endüstriyel Endeksindeki (Dow Jones Industrial Index) 30 firmanın kâr duyurularının etkilerini incelemiştir. Olay çalışması yöntemi uygulanırken günlük pay getirileri kullanılmış ve olay tarihinden 20 gün öncesi ile 20 gün sonrası olay penceresinin sınırlarını oluşturmuştur. Çalışma sonucunda kâr duyurularının firmaların değerinin belirlenmesinde olumlu yönde etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Suarez (2002) çalışmasında evrensel ortaklık (global alliances) oluşumuna yönelik pay fiyatlarının tepkisini olay çalışması yöntemini kullanarak araştırmıştır. 1987 ile 1997 yıllarında Madrid Borsası'nda listelenen İspanyol firmalar tarafından yapılan 72 adet evrensel ortaklık oluşumu örneklem olarak kullanılmıştır. Çalışma sonucunda evrensel ortaklık duyurusunun çevresinde pozitif anormal getiriler tespit edilmiştir. Bartholdy, Olson ve Peare (2007) çalışmalarında, Kopenhag Borsası'ndan alınan az sayıda işlem gören pay verileri ile küçük bir borsada olay çalışması uygulamanın mümkün olup olmadığını analiz etmişlerdir. Sonuç olarak belirli düzenlemeler yapılırsa, olay çalışmalarının küçük bir borsadaki günlük veriler kullanılarak uygulanması anlamlı olabileceğini ifade etmişlerdir. Whitworth ve Rao (2008) çalışmalarında, A.B.D.'de 1926 yılından 2005 yılına kadar yapılan vergi kanunu değişikliklerinin pay getirileri üzerindeki etkilerini kâr payı dağıtımı ile ilişkili olarak incelemiştir. Sonuçlar, kâr payı dağıtımı sonrası gün oluşan getirilerin, sermaye kazancının ve kâr payı kazancının hangi oranda vergilendirildiğinden etkilenmekte olduğunu göstermiştir. Fernando ve Guneratne (2009) olay çalışmalarında normal performans ölçümünü, 1991'den 2007'ye kadar olan Colombo Borsası'ndaki kâr payı dağıtımı duyurularını baz alan bir uygulamayla incelemişlerdir. Sonuç olarak yüksek

kâr payı dağıtım duyuruları, örnekteki piyasa ve diğer paylara kıyasla daha yüksek fiyat değeri artışına neden olduğuna ulaşmışlardır. Böylelikle de yüksek kâr payı dağıtım oranının yüksek beklentilere neden olacağı kanısına varabiliriz. Ongena ve Roscovan (2009) olay çalışması yöntemi ile banka kredi duyurularının pay fiyatları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Borç veren bankaların yerli ya da yabancı olmasına bağlı olmaksızın yurtiçinden yaptıkları borçlanmalarda pay fiyatlarının olumlu etkilendiği, ancak firmaların merkezinin bulunduğu ülkenin dışındaki bir ülkeden yaptığı harcamalarda bu durumun söz konusu olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

3.1.2. Türkiye’yi Konu Alan Çalışmalar

Herhangi bir olayın, pay getirileri üzerindeki etkisini olay çalışması yönteminden yararlanarak araştıran ve Türkiye’yi konu alan çalışmalar da mevcuttur.

Odabaşı (1998), çalışmasında kâr duyurularına yönelik pay getirilerinin tepkisini İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndan bir örnek olay çalışmasıyla incelemiştir. Olay penceresi olarak -15,+15 alınmıştır. Olay çalışmasında 1992-1995 yılları ve 92 firmanın yıllık ve 6 aylık olan 603 adet kazanç duyurusu baz alınmıştır. Sonuç olarak duyuru günündeki ortalama anormal getirilerin, her alt örneklem için sıfırdan farklı olduğunu belirlenmiş ve elde edilen sonuçların kâr duyurularının bilgisel değere sahip olduğu varsayımı ile uyumlu olduğu vurgulanmıştır. Ayden ve Karan (2000) çalışmalarında İstanbul Menkul Kıymet Borsası’nda (İMKB) 1992-1995 yıllarında halka arz edilen 70 firmanın bu tarihten itibaren 36 ay sonrasına kadar olan yani uzun vadeli performanslarını olay çalışması yöntemiyle değerlendirmişlerdir. Çalışmada elde edilen bulgular sayesinde İMKB’de ilk kez halka açılan paylara yatırım yaparak uzun vadede anormal getiri elde edilemeyeceği sonucuna ulaşılmıştır. Mandacı (2003), çalışmasında İMKB’nin kuruluşundan bu yana gerçekleşen genel seçimlerin İMKB-100 endeksi getirisine etkisini araştırmıştır. Seçimlerin yapıldığı tarihlerden 15 gün öncesi ve 15 gün sonrasını ifade eden (-15,+15) zaman dilimi için İMKB-100 endeksi getirileri incelenmiş ve piyasa etkinliğinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Sonuç olarak, yatırımcıların, İMKB’nin kuruluşundan itibaren gerçekleşen seçimlerin bazılarının yapıldıkları tarihten sonraki birkaç günde ve sonraki dönemlerin bazılarında anormal getiriye ulaştıkları görülmüştür. Muradoğlu ve Aydoğan (2003), çalışmalarında İMKB’deki pay şeklinde kâr payı dağılımı (stock dividends) ve bedelli sermaye artırımını (rights offerings) duyurularına yönelik piyasa tepkilerini analiz etmişlerdir. Paylar, 1988 ile 1994 tarihleri

baz alınarak İMKB'den listelenmiştir. Olay çalışması yöntemi kullanılmıştır ve olay penceresi -30,+30 olarak belirlenmiştir. Araştırma döneminin sonuna doğru önemli ve sürekli fiyat tepkileri gözlenmiştir. Yörük ve Ban (2006), olay çalışması yöntemiyle gıda sektörü şirketlerinin birleşme durumundan önce şirket paylarını elinde bulunduran yatırımcıların, birleşme tarihine göre aşırı getiri elde edip edemeyeceklerini incelemiştir. Türkiye'deki gıda sektöründe 1997-2004 yıllarında gerçekleşen 8 adet şirket birleşme ve devralma olayı konu alınmıştır. Çalışmada baz alınan şirketlerin paylarına, birleşme öncesi yatırım yaparak uzun dönemde aşırı getiri elde edilip edilemeyeceği, ancak -5,+5 günlük olay penceresi dönemlerinde yatırım yapıldığında normalin üzerinde bir getiri elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Kaderli (2007), çalışmasında yapılan ihracat bağlantılarının ilgili firmaların pay getirileri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırmada olay çalışması yöntemi kullanılmış ve İMKB'deki bazı firmalar baz alınmıştır. Böylece piyasanın yarı güçlü formda etkinliği test edilmiştir. Çalışmanın sonucunda ülkemiz piyasasının yarı güçlü formda bile etkin olmadığı ve bu piyasada kamuya duyurulan özel bilgilerden yararlanılarak anormal getiri elde etmenin mümkün olduğu kanısına varılmıştır. Aygören ve Uyar (2007), çalışmalarında İMKB'de denetim görüşlerinin pay getirileri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. İMKB'de işlem gören 101 adet şirketin 2004 ve 2005 yıllarına ait denetim raporlarında açıklanan görüşler incelenmiştir. Veriler olay çalışması yöntemine göre değerlendirilmiş ve sermaye piyasasının yarı kuvvetli formda etkin olduğu varsayılmıştır. Sonuç olarak yatırımcılar olay penceresi içinde anormal getiriler elde etmişlerdir. Aksoy (2008), enflasyona göre düzeltilmiş finansal tabloların yatırımcılar için bilgi içeriği olup olmadığını ve finansal tablolardaki kârın ve sistematik riskin pay getirilerini açıklamadaki anlamlılığını Türkiye örneği ile olay çalışması yöntemini kullanarak incelemiştir. Olay penceresi olarak -10,+10 günleri seçilmiştir ve çalışmada 36 şirketin 72 finansal tablo duyurusu baz alınmıştır. Mali tablo karının ve sistematik riskin farklı ekonomik konjektürde pay getirilerini açıklamadaki anlamlılığı regresyon analiz yöntemi ile test edilmiştir. Çalışmada, 2002 mali yılındaki ortaya çıkan finansal tabloların rakamsal verileri ile 2004 mali yılındaki enflasyona göre düzeltilmiş finansal tablolar kıyaslanmıştır. Her bir pay ve sistematik risk için karları içeren 1999'dan 2004'e kadar olan mali yıllar için toplanmış çapraz kesit havuz regresyon analizi (pooled cross-sectional regression analysis) uygulanmıştır. Çalışma sonucunda 2002 mali tablolarının aksine, 2004 mali tablolarının açıklandığı dönemde anormal getirilerin/kayıpların (abnormal returns/ (losses)) gerçekleştiği ifade edilmiştir.

Sistematik riskin 2003 yılından önceki dönemler için önemliken; mali tablo karının da 2003 ve 2004 mali dönemleri için pay getirilerini açıklamada değerli bir bilgi olduğunu çalışma sonuçlarının gösterdiği belirtilmiştir. Bolak ve Süer (2008), olay çalışması yönteminden faydalanarak İMKB’de işlem görmekte olan finansal sektör payların getirileri üzerinde, 17 Ağustos 1999 yılındaki Marmara depreminin yarattığı etkiyi olay çalışması yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmada, Türkiye’deki bankacılık ve sigorta sektöründen 20 firma baz alınmıştır. Elde edilen bulgular sonucunda deprem sonrasında sigorta ve bankacılık sektörü paylarında negatif getiriler elde edilmiştir fakat bankacılık sektörüne kıyasla sigorta sektörü paylarında yüksek anlamlılık düzeyi gözlenmiştir. Koçyiğit ve Kılıç (2008), leasing sektöründe KDV oranı değişikliğinin İMKB’de işlem gören leasing şirketlerinin pay getirileri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Olay penceresi olarak 43 iş günü baz alınmıştır. Olay öncesi ve sonrası, istatistiksel olarak anlamlı pozitif getirilerin olduğu saptanmıştır. Kadioğlu (2008), nakit kâr payı (cash dividends) duyuru etkisini Türkiye sermaye piyasasını baz alarak araştırmıştır. Nakit kâr payı duyurularının İMKB’deki duyuru günü çevresinde anormal bir getiriye yol açıp açmadığı incelenmiştir. Çalışmada, olay çalışması yöntemi ve regresyon analizi kullanılmıştır. Olay penceresi -5,+5 olarak belirlenmiş ve 2003 ile 2007 yılları arasındaki dönemdeki 88 şirketin 330 olay duyurusu baz alınmıştır. Sonuç olarak duyurudan önce herhangi bir ilişki bulunmamasının aksine, duyuru gününden sonra nakit kâr payı duyuruları ve anormal getiriler arasında önemli derecede negatif ilişki bulunmuştur. Bozcuk (2010), çalışmasında İMKB’deki kurumsal yönetim derecelendirme (Corporate Governance Rating) duyurularına yönelik fiyat tepkisini incelemiştir. Olay çalışması analiz yapısı kullanılarak kümülatif anormal getirileri (AR - abnormal returns) her firmanın duyuru gününü çevreleyen çeşitli olay pencereleri için hesaplanmıştır. 2006 yılından 2009 yılının sonuna kadar olan dört yıllık dönem baz alınmıştır. Çalışma sonucunda gelecek 18 gün için ortalama pozitif kümülatif anormal getiriler tarafından izlenen duyuru gününde %0.5 ortalama anormal getiri bulunduğu ifade edilmiştir. Sakarya (2011), 2009 yılı içinde ilk defa iyi kurumsal yönetim derecelendirme notu alarak İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’ne alınan şirketlerin, almış oldukları derecelendirme notlarını kamuya duyurdukları tarihlerden (olay tarihi) itibaren 10 gün önce ve 10 gün sonraki zaman dilimi için günlük fiili getiri oranları hesaplanmıştır. Olay çalışması yöntemi kullanılarak yapılan analizde iyi kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile pay getirisi arasında pozitif bir ilişkinin olduğu, olay öncesi ve sonrasında endeks kapsamındaki şirketlerin paylarından anormal

getiriler elde edilebileceği tespit edilmiştir. Oelger ve Schiereck (2011), Türk hissedarlar için yabancı devralma duyurularının etkisini (the impact of cross-border takeover announcements) olay çalışması yöntemiyle incelemişlerdir. Olay penceresi -10;+10 olarak belirlenmiş ve t-testi kullanılmıştır. Mayıs 1992 ile Mart 2010 yılları arasında Türk şirketleri tarafından başlatılan yatırım duyuruları baz alınmıştır. Kullanılan duyurular Thomson Financial SDC veri tabanından elde edilmiştir. Listeleme İMKB'den yapılmıştır. Kullanılan örneklem; ulusal (national) ve yabancı (cross-border) birleşmeler olarak iki alt gruba ayrılmıştır ve toplamda 29 yabancı ve 83 yerel ticari işlemlerden oluşmak üzere 112 ticari işlem (alım satım işlemi) (transactions) örneklem olarak alınmıştır. Sonuç olarak pozitif anormal getiriler bulunmuştur ve bununla birlikte Türk sermaye piyasasının (Turkish capital market); yabancı devralmaları (cross-border takeovers), yerel işlemlerden (domestic transactions) daha kârlı olarak algıladıkları ifade edilmiştir. Kandır ve Yakar (2012), Kurumlar Vergisi oranındaki değişikliğin pay getirileri üzerindeki etkisini incelenmişlerdir. Çalışmada olay çalışması yönteminden yararlanılmıştır. 29 Kasım 2005 tarihinde yapılan kurumlar vergisi indirimi açıklaması olay günü olarak belirlenmiş ve olay penceresi olay gününün -5. gün ile +5. günü arasındaki dönem seçilmiştir. Çalışmanın sonuçları kurumlar vergisi indirimi açıklamasının olay gününde pay getirilerinde anormal bir tepkiye neden olduğunu göstermektedir. Çakır ve Gülcan (2012) çalışmalarında, olay etüdünü kullanarak birleşme ve devralma duyurularının pay getirileri üzerine etkisi incelenmiştir. Çalışmada, payları İMKB'de işlem gören ve finans sektörü dışında faaliyette olan şirketler baz alınmıştır. Araştırmanın sonucunda şirket birleşme ve devralma duyurularının pay getirisine etkisi olduğu tespit edilmiştir. Kandır (2013), beş bankaya ve bir katılım bankasına ait kurumsal yönetim derecelendirme notu açıklamalarının pay getirileri üzerindeki etkisini olay çalışması yönteminden yararlanarak incelemiştir. 2011 yılında yapılan kurumsal yönetim derecelendirme notu açıklamaları olay günleri olarak belirlenmiş ve olay penceresi olay gününün -5. gün ile +5. günü arasındaki dönem seçilmiştir. Çalışmanın sonucu, kurumsal yönetim derecelendirme notu açıklamalarının olay gününde pay getirilerinde anormal bir tepkiye neden olmadığını göstermektedir. Mazgit (2013), çalışmasında, BİST Temettü25 Endeksine dâhil olmanın payların fiyat performansına etkisinin olup olmadığını olay çalışması yöntemini kullanarak incelemiştir. Araştırma sonucunda BİST Temettü 25 Endeksi kapsamında yapılan değişikliklerin, değişiklikte yer alan payların fiyat performansı üzerine önemli bir etki yapmadığına ulaşıldığı ifade edilmiştir. Genç ve

Coşkun (2013), olay çalışması yöntemini kullanarak BİST’de işlem gören şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerinin, şirketlerin piyasa değerlerine etkisini araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda yapılan duyuruların piyasada farklı tepkiler meydana getirdiği ve en yüksek anormal getirinin ise hedef şirket paylarında konu ile ilgili ilk duyurunun yapıldığı dönemde ortaya çıktığı ifade edilmiştir. Parlak ve Bişirici (2014), çalışmalarında, futbol sporunun Türkiye’deki en önemli temsilcileri olan Fenerbahçe ve Galatasaray futbol takımlarının yaptıkları karşılaşmalarda aldıkları sonuçların borsada işlem gören paylarına ait fiyatlara etkisini incelemişlerdir. Kullanılan üç günlük olay çalışması ile maç sonuçlarına ait beklentilerin maçtan bir gün önce, maç sonuçlarının ise maçtan bir gün sonra kümülatif anormal getiri yarattığı belirlenmiştir.

3.2. Yatırım Duyurularının Pay Getirilerine Etkisini İnceleyen Çalışmalar

Pay getirilerini etkileme potansiyeline sahip duyurulardan biri de yatırım duyurularıdır. Firmalar büyüyebilmek için stratejik yatırım kararları verirler ve bu yatırım kararı duyuruları sonucunda firmaların pay getirilerinin de etkilenmesi beklenmektedir. Yatırım kararı duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisini ölçen çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmada ise enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların yatırım duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisi, olay çalışması yöntemi ile incelenecektir. Yatırım kararı duyurularının pay getirisi üzerindeki etkisini araştıran çalışmaların büyük çoğunluğunu uluslararası çalışmalar oluşturmaktadır.

McConnell ve Muscarella (1985), firmaların açıkladıkları geleceğe yönelik sermaye harcaması duyuruları ile pay değerleri arasındaki ilişkiyi olay çalışması yöntemi ile incelemişlerdir. 1975 ile 1981 arası 7 yıllık bir süre içinde yapılan sermaye harcama planlarının duyurularını baz alan McConnel ve Muscarella tarafından bu duyurular, kamu firmaları ve endüstri firmaları olarak sınıflandırılmıştır. Bu firmalar New York Borsası’ndan (NYSE – New York Stock Exchange) ya da Amerika Borsası’ndan (AMEX – American Stock Exchange) seçilmiştir. Günlük pay fiyatlarına da Yatırım İstatistikleri Laboratuvarı (ISL – Investment Statistics Laboratory) verilerinden ulaşılmıştır. Çalışmada, iki soru yanıtlanmaya çalışılmıştır. Bu sorulardan ilki: “Yöneticiler şirket yatırım kararlarını bildirdiklerinde piyasa, şirketlerin paylarını yeniden değerlendirerek tepki verir mi?”. İkinci soru ise : “Duyuruları içeren bilgi verildiğinde, piyasa değeri maksimizasyonu hipotezinin tahminleri ile piyasa tepkisi

uyumlu olacak mı?”. Yatırım harcama duyuruları ise “Beklenmeyen artışa neden olanlar” ve “Beklenmeyen azalışa neden olanlar” olarak sınıflandırılmıştır. Sonuç olarak, firmaların yatırım harcama kararlarını kapsayan duyurular sayesinde firmanın piyasadaki değeri hakkında bilgi sahibi olabileceği belirtilmiştir.

Trueman (1986), sermaye harcama düzeyi ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Firma yönetiminin, yatırım projelerini finanse etmek amacıyla yabancı sermayeyi arttırmaya ihtiyaç duyduğu zaman, projenin gelecekteki getirisi hakkında potansiyel yatırımcıların sahip olduğundan daha iyi bilgiye sahip olmasının muhtemel olduğu belirtilmiştir. Böyle bir durumda, yönetimin bazı finansal değişkenlerin kullanımı sayesinde bu bilgiye ulaşabileceği ifade edilmiştir. Bu çalışmada, firma üretim sürecinde bir girişimcinin yaptığı yatırım miktarının, firmanın gerçek değeri hakkında oldukça faydalı bir işaret sağladığı belirtilmiştir. Girişimcinin yatırımlarının miktarı ne kadar büyük olursa, yatırımcılar tarafından firma değerinin daha kolay belirlenebildiği ve ayrıca firmadaki girişimcilerin elde ettikleri payları ne kadar çok olursa, belirlenen değer de o kadar yüksek olduğu ifade edilmiştir. Yatırımların ve ortaklıkların, firma değerini göstermek için birlikte hareket ettikleri belirtilmiştir. Sonuç olarak çalışmada, yatırım düzeyinin, borsada işlem gören firmalar için bir sinyal işlevini görebileceği bilgisine ulaşılmıştır.

John ve Mishra (1990), şirket duyuruları hakkında içeriden öğrenenlerin ticaretinin bilgi içeriğini, yatırım harcaması örneği üzerinde incelemiştir. Çalışmada, şirketin sermaye harcama duyurularına odaklanılmıştır. Kâr paylarının, sermaye harcamalarının, sermaye sorunlarının, repoların (yeniden satın almaların) ve sermaye yapısındaki diğer değişikliklerin şirket duyurularına yönelik pay fiyatlarının tepkisi geniş çapta araştırılmıştır. İçeriden öğrenenlerin ticareti konusunda kamuyu aydınlatmaya yönelik olan açıklamaların, alım ve satım amacıyla yatırımcılar tarafından takip edildiği ifade edilmiştir. Bu makalenin yenilikçi bir özelliğinin, işaretlerden (sinyallerden) biri olarak şirket içeriden öğrenenleri tarafından yapılan ticareti modellemek olduğu belirtilmiştir. Sonuç olarak çalışmada, şirket içeriden öğrenenler tarafından yapılan ticaretin, kendi özel bilgilerini piyasaya iletmesi için olası bir yöntem olarak gösterilmesi gerektiği savunulmuştur.

Woolridge ve Snow (1990), çalışmalarında şirketin stratejik yatırım kararlarının kamuya duyurulmasına yönelik borsa tepkisini araştırmışlardır. Stratejik yatırım kararlarının; iş ortaklıkları kuruluşu (formation of joint ventures), araştırma ve geliştirme projelerini, önemli sermaye harcamalarını, yeni ürünlere veya piyasalara

yatırım yapma gibi kararları kapsadığı ifade edilmiştir. Çalışmalarında; hissedar değer maksimizasyonu hipotezi (The Shareholder Value Maximization), rasyonel beklentiler hipotezi (The Rational Expectations)ve kurumsal yatırımcılar hipotezi olmak üzere (Institutional Investors) üç hipotez test edilmiştir. 102 ülkedeki 248 şirket tarafından duyurusu yapılan 767 stratejik yatırım kararları analiz edilmiştir. Sonuç olarak stratejik yatırımlara yönelik olan borsa tepkisinin hissedar değer maksimizasyonu hipotezi ile daha uyumlu olduğu belirtilmiştir.

Dos Santos, Peffer ve Maurer (1993), çalışmalarında bilgi teknolojisi yatırım duyurularının firmanın piyasa değeri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Olay çalışması yöntemi kullanılarak, 1981'den 1988'e kadar olan finans ve imalat sektörlerindeki bilişim teknolojisi (IT-Information Technology) yatırım duyurularının, firmanın piyasa değeri üzerinde etkisi olduğunu gösteren bulgulara ulaşılmıştır. Baz alınan duyuru dönemi boyunca, örneklemin tamamı ya da diğer bir deyişle endüstri alt örnekleminin her biri için aşırı getiri bulunamamıştır. Ancak piyasanın, yenilikçi ve yenilikçi olmayan IT yatırım duyurularına karşı farklı tepkiler verdiği ortaya çıkmıştır.

Chan, Gau ve Wang (1995), çalışmalarında yatırım harcamasına yönelik olan borsa tepkisini iş yeri lokasyon değişikliklerini baz alarak araştırmışlardır. Böylesi kararlara karşılık borsa tepkisi, yeniden yerleştirme nedeni ve belirtilen firma beklentisi ile ilişkilendirilmiştir. Çalışmada, 1978-1990 arasındaki iş relokasyon kararları ile ilgili 447 duyuruya karşılık borsanın tepkisini araştırılmıştır. Elde edilen bulguların literatürdeki birçok sonuçla bağdaştığı belirtilmiştir. Literatüre göre, bazı yatırım kararlarının sonuçlarında borsa tepkisi negatif olurken bazı zamanlarda pozitif olması durumunun açıklanmasının zor olduğu ifade edilmiştir ve piyasa tepkisinin hem yatırım kararı türüne hem de yatırım duyuruları tarafından aktarılan diğer bilgilere bağlı olduğu sonucuna varılmıştır. Bu durumu incelemek için firmaların iş yeri lokasyon değişikliği kararları duyurularına yönelik olan borsa tepkisi araştırılmıştır. Elde ettikleri sonuçlara göre piyasa, yatırım kararlarını bir firmanın gelecekteki beklentisi olarak yorumlamakta ve piyasa tepkisinin belirlenmesinde önemli bir rol oynayan yatırım kararları sinyallerine (işaretlerine) göre alınan kararlara karşılık tepki vermektedir. Firmanın iş büyütmesine ya da üretim etkinliğinin artmasına yönelik olan firma yatırım kararına yönelik pozitif tepki verdiğini savunarak ve neden olarak da bu duyuruların, büyük olasılıkla firmanın gelecekteki nakit akışı hakkında pozitif bilgi içerebileceği açıklanmıştır. Firma olanaklarının (tesislerinin) ya da üretim kapasitesinin küçülmesine yönelik yatırım kararlarına yönelik negatif tepki oluşturduğu belirtilmiştir. Bunun

nedeni olarak da bu tür duyuruların büyük olasılıkla, firmanın gelecekteki yatırım fırsatları hakkında olumsuz bilgi iletebileceği belirtilmiştir.

Bajo, Bigelli ve Sandri (1998), çalışmalarında yatırım kararları karşısında oluşan borsa tepkisini olay çalışması yöntemiyle araştırmışlardır. Çalışmalarında Milano Borsası'nda yer alan İtalyan firmalarının 1989'dan 1995'e kadar olan yeni yatırım duyuruları kullanılmıştır. Duyuru gününün 30 gün öncesi ve 30 gün sonrası baz alınmıştır. Bu çalışma, İtalyan Borsası'ndaki yeni yatırım duyurularına karşılık olan piyasa tepkisini inceleyen ilk ampirik çalışma olarak gerçekleştirilmiştir. Çalışmada, yeni yatırım duyurularına karşılık olan ortalama bir pozitif piyasa tepkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Burton, Lonie ve Power (1999), İngiltere borsasında pay fiyatlarının, farklı türdeki yatırım harcamaları duyurularına yönelik olan tepkisini araştırmışlardır. Örneklem olarak 1989 ile 1991 döneminde yeni sermaye harcama duyuruları baz alınmıştır. Tek bir projeye yapılan sermaye harcama duyuruları karşısında borsanın tepkisinin ne yönde olduğu açıklanmıştır. Bu iki durum arasındaki ilişki altı farklı yolla incelenmiştir. İlk olarak, önceki çalışmaların Amerika (US) verilerine odaklanmasından farklı olarak bu çalışmada İngiltere (UK) veri kaynakları kullanılmıştır. İkinci olarak, yatırım duyuruları; uzun dönemli ve kısa dönemli yatırımlar olarak sınıflandırılmıştır. Üçüncü olarak, şahıs firmaları (individual firms) tarafından yapılan yatırım duyurularına yönelik olan pay fiyatları tepkisi ile ortak girişim anlaşmasındaki şirketler tarafından yapılan duyurulara yönelik olan piyasa tepkisi karşılaştırılmıştır. Dördüncü ve beşinci olarak, gerçekleşecek olan önemli sermaye harcama duyuruları hakkında önceden bilgi sızdırılması olasılığı dikkate alınmıştır. Sonucu olarak, şirkete ait büyüme beklentilerinin geleneksel göstergelerinin, şirkete ait yatırım planı duyurularına yönelik olan piyasa tepkisini etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Genellikle sadece ortaklık duyurularının pozitif piyasa tepkisiyle ilgili olduğu belirtilmiş ve tek şirket yatırım duyurularını izleyen önemli anormal getirilerin olmadığı sonucuna varılmıştır. Bireysel firmalar tarafından yapılan yatırım duyuruları arasında, anında nakit yaratan projelerin ortaya çıkışını takip eden anormal getirilerin, öngörülen harcamaların büyüklüğüyle ilişkisinin pozitif olduğu bulunmuştur. Ancak, firma büyüklüğünün, öngörülen sermaye harcamalarını finanse etmek için nakit kullanılabilirliğinin ve yatırım fırsatlarının seviyelerinin, sermaye harcama duyuruları (CEAs-Capital Expenditure Announcements) çevresinde kazanılan aşırı getirilerin büyüklüğü üzerinde önemli bir etki belirlenememiştir.

Im, Dow ve Grover (2001), çalışmalarında firmaların IT yatırımları ile piyasa değerleri arasındaki ilişkiyi olay çalışması yöntemiyle incelemişlerdir. IT yatırımlarının etkinliğini değerlendirmenin her zaman anlaşılması zor olduğu ama IS (information systems) araştırmacıları için önemli bir amaç olduğu ifade edilmiştir. Örnekleme 1989 ile 1996 arasında yapılan 238 IT yatırımı oluşturmuştur. IT yatırım duyurularının sadece pay getirisi üzerindeki etkisini değil aynı zamanda işlem hacmi üzerindeki etkisi de araştırılmıştır. Sanayi (industry), şirket büyüklüğü (firm size) ve gecikme (time lag) etkileri de analiz edilmiştir. Şirket büyüklüğü ve gecikme durumu etkilerinin bütün IT yatırım duyuruları için mevcut olduğu belirtilmiştir. Daha küçük firmalar için pozitif aşırı getirinin; küçük firmaların, yeni IT'nin daha düşük fiyat/performans oranını geliştirebildiği ve IT yatırımlarından büyük firmalara oranla daha çok kazanım elde edebildiği belirtilmiştir. Ek olarak da küçük firmaların IT yatırımlarının, firmaların piyasa değerini artırdığı ifade edilmiştir. Ayrıca, değişkenin etkisini göstermedeki gecikmenin (time lag) sonucu, borsanın son dönemlerde IT yatırımlarının hem somut hem de soyut faydalarını tanımlamaya başlamış olduğu ifade edilmiştir. Yakın zamandaki IT yatırım duyuruları için endüstri sınıflandırmasının ve şirket büyüklüğünün, duyurulara yönelik olan pay fiyatı tepkisini etkilediği sonucuna varılmıştır. Pay fiyatı ve işlem hacminin, eski duyurulara kıyasla yeni IT yatırım duyuruları için oldukça pozitif bir tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Del Brio, Perote ve Pindado (2003), çalışmalarında İspanya Borsası'ndaki şirketlerin yatırım duyurularının pay fiyatları üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemi ile ölçmüşlerdir. Çalışma dönemi olarak 1991 ile 1997 arasındaki süre ele alınmıştır. Örnekleme; İspanyol sürekli piyasası (SIBE-Spanish Continuous Market) ya da Madrid Borsası'nda (MSE-Madrid Stock Exchange) kote edilmiş olan firmaların 114 duyurusundan oluşmaktadır. Bunlardan 73 duyuru yatırımlarla; geri kalan 41 duyuru ise tasfiyelerle ilgilidir. Pay fiyatları üzerindeki sermaye harcama duyurularının etkisini inceleyen literatürün geleneksel olarak iki ana unsura odaklandığı ifade edilmiştir. Bu unsurlar, yatırım duyurularına karşılık borsanın tepkisini belirten durum ve hem firmanın hem de piyasanın tepkisine etkisi olan firmanın yatırım fırsatlarının farklı özellikleri olarak sınıflandırılmıştır. İlk olarak, bir firma tarafından yapılan yeni yatırım harcama duyurularını çevreleyen aşırı piyasa getirileri ölçülmeye odaklanılmıştır. Daha sonra yatırım harcaması ve firmanın yatırım fırsatları kalitesi (niteliği), firmanın nakit akış düzeyi gibi bazı değişkenler arasında gözlenen ilişkileri açıklanmıştır. Araştırmalarının sonucunda olay sonrası dönem boyunca İspanyol yatırımcıların,

yatırım harcama duyurularında artış (ICE-Increases in Capital Expenditures) olan değerli proje firmalarına (VP-Valuable Project Firms) yönelik pozitif tepki verdiği belirtilmiştir. Bu çalışma, yatırım duyurularına karşılık olan Avrupa finansal piyasa tepkisinin ne durumda olabileceğine yönelik olarak önemli bir katkıda bulunmuştur.

Noordin ve Nor (2006), çalışmalarında uluslararası yatırım duyurularına yönelik piyasa etkisini araştırmışlardır. 1990 yılından 2000 yılına kadar olan uluslararası yatırım duyurularının refah etkisini olay çalışması yöntemi ile araştırmışlardır. Malezya Kuala Lumpur Borsası'ndaki (KLSE-Kuala Lumpur Stock Exchange) firmalar baz alınmıştır. (firms listed on the main board of the KLSE of Malaysia). Bu çalışma Malaysian Multinational Corporations (MNCs) tarafından yapılan yabancı yatırım duyurularına yönelik olan borsa tepkisi üzerinde odaklanmıştır. Çalışmada 3 temel soru ele alınmıştır. (1) Yabancı yatırım duyuruları borsa tepkisi yaratabilen yeni bilgi içerir mi? (2) Hissedarlar kendi firmalarının yabancı yatırım kararlarından yararlanır mı? (3) Hedef ülkenin ekonomik gelişmesi gibi yabancı yatırımların özellikleri, hissedarların zenginlik oluşumunu etkiler mi? Bu sorulara cevap sağlamak için ise olay çalışması yönteminden yararlanılmıştır. Payların anormal getirilerinin, olay dönemi çevresinde önemli ölçüde pozitif olduğu belirlenmiştir. Bu durum, yabancı yatırım duyurularının piyasada hareketlilik yaratan yeni bilgi ile alakası olduğunu vurgulamaktadır. Ayrıca hedef ülkenin ekonomik gelişmesinin zenginlik yaratma süresini (the wealth creation process) etkilediği keşfedilmiştir. Yatırımcıların genellikle KLSE'de (Kuala Lumpur Stock Exchange) listelenen Malezya firmalarının uluslararası yatırım girişimlerine uygun olarak tepki gösterdiği sonucuna varılmıştır. Genel olarak, piyasanın Malaysian Multinational Corporations (MNCs)'daki yabancı yatırım duyurularına (firm's cross border investment announcements) yönelik pozitif tepki verdiğine ulaşılmıştır.

Nagm ve Kautz (2008), olay çalışması yöntemiyle IT yatırım duyurularının piyasa değerine etkisini incelemişlerdir. 1996 yılından 2006 yılına kadar olan süre boyunca IT yatırımlarıyla ilgili olan 217 duyuru seçilmiş ve duyuru günlerinde anormal getiriler belirlenmiştir. Duyuru yapan firmalar IT ve IT olmayan firmalar olarak iki ana gruba ayrıldığında benzer sonuçlar bulunmuştur. Firma büyüklüğünü baz alan her duyurunun etkileri ölçülmüştür. Duyuru günü, duyuru gününden bir gün önce ve bir gün sonra ve yapılan duyurudan 5 gün önceki ve 5 gün sonraki günleri örneklem geçerlilik süreleri olarak belirtilmiştir. Araştırma sonuçlarının, IT yatırım duyurularının bütün örneklem boyunca istatistiksel olarak önemli pozitif anormal getiri sağladığı ifade edilmiştir.

Bhana (2008), çalışmasında sermaye harcaması (CAPEX = Capital Expenditure) duyurularına karşılık piyasa tepkisini olay çalışması yönteminden yararlanarak incelemiştir. 1995-2004 dönemi boyunca Güney Afrika şirketlerinin yaptıkları sermaye harcaması duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisi araştırılmış ve sermaye harcama duyurularının aşırı getirilere neden olduğu belirlenmiştir. Örneklem olarak 378 sermaye harcama duyurusu baz alınmıştır ve duyuru gününden 10 gün öncesi ile 10 gün sonrası araştırma dönemi olarak belirlenmiştir. Maliyet düşürme projeleri, alım projeleri (asset expenditure projects), ürün/pazar çeşitlendirme projeleri ve R&D (araştırma ve geliştirme) projeleri gibi çeşitli yatırım projelerine yönelik yapılan sermaye yatırım harcama kararlarını, şirketlerin içinde buldukları duruma göre vermeleri gerektiği ifade edilmiştir.

Kaderli ve Demir (2009) çalışmalarında, yatırım kararı aldıklarını 2008 yılı içinde kamuya duyuran firmaları belirlemiş ve sektöre göre (Gıda, İçki ve Tütün Sektörü, Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Sektörü, Metal Ana Sanayi, Metal Eşya, Makine ve Gereç Sektörü, Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü) sınıflandırmış ve bu duyuruların pay getirileri üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemiyle analiz etmişlerdir. Kaderli ve Demir (2009), her bir sektör için firmaların duyuru tarihinden itibaren 5 gün önce ve 5 gün sonraki günlük getiriler baz alarak, anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler hesaplamıştır. Yapılan çalışma sonucunda elde edilen bulgular, İMKB’de yatırım kararı duyurularının ilgili firmaların pay getirilerini olumlu yönde etkilediğini ve piyasanın henüz yarı kuvvetli formda etkin olmadığını göstermektedir. Çalışmalar sonucunda pozitif anormal getiri sağlayan sektörlerden biri olduğu belirtilen kimya ve metal eşya sektörlerinin, yatırım kararı duyurularına en duyarlı sektör olduğu belirtilmiştir.

Tucker, Guermat ve Prasert (2010), çalışmalarında şirketin kârı, yeniden yapılanması, piyasa duyarlılığı, büyüme ve yatırımları, finansmanı gibi çeşitli konular hakkındaki 30 haberi duyurduğu gün çevresindeki getiri hareketlerini olay çalışması yöntemini kullanarak incelemiştir. 100 İngiliz şirketinden topladıkları 10 yıllık bir dönemde olan 8000 haber duyurusundan fazla veriyle çalışılmıştır. 1992-2002 yılları ve Londra Borsası’nda işlem gören şirketleri baz alınmıştır. Günlük ve anormal getirileri yalnızca olay günü getiri tepkilerini baz alarak değil aynı zamanda olay gününden önceki ve sonraki günleri de baz alarak getiri tepkileri hesaplanmıştır. Çalışma sonucunun etkin piyasalar hipotezi ile uyumlu olmadığı ifade edilmiştir.

Özbebek, Canikli ve Aytürk (2011) çalışmalarında, önemli sermaye harcamalarının kamuya duyurulmasına yönelik İMKB 30 endeksinde listelenen şirketlerin tepkisini incelemişlerdir. Olay çalışması yönteminden yararlanılmış ve ayrıca hissedar değer maksimizasyon hipotezi (The Shareholder Value Maximization) test edilmiştir. Çalışmada 2007-2011 dönemi içerisinde İMKB şirketleri (Mali sektör şirketleri hariç) baz alınmıştır. Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (the Public Disclosure Platform) listelenen duyuruları baz alınmıştır. 27 şirketin 37 duyurusu örneklem olarak seçilmiştir. Çalışma sonucunda duyuruların, pay fiyatını ve firma getirisini pozitif yönde etkilemediği ve sonuçların hissedar değer maksimizasyon hipotezine desteklemediği bilgisine ulaşılmıştır.

Lynn ve Shaikh (2011), çalışmalarında Malezya hizmet ve üretim sanayisini baz alarak sermaye harcama duyurularına yönelik olan borsa tepkisini araştırmışlardır. Bu çalışmada, hissedarların zenginliği üzerinde etkisi olan duyurular ve Malezya'da listelenen firmaların yatırım harcamaları incelenmiştir. Genel olarak, Malezya'daki hizmet ve üretim endüstrilerine yönelik 1998-2010 süreleri boyunca yapılan 43 sermaye harcama duyurusu üzerinde önemli pozitif düzenlenmemiş ham getiriler bulunmuştur. Bir olaya karşı borsa tepkisini araştırmak için kullanılan yaklaşımlardan biri olan olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Ayrıca, % 1.68 pozitif ve önemli ortalama getirilerdeki gerçek duyuru tarihinden 2 gün önce olan Malezya Borsası için bilgi sızması sinyalleri verilmiştir. Ayrıca piyasa riski dikkate alındığında, anormal getirileri tahmin etmek için piyasa modeli kullanılarak, duyuru günleri çevresinde pozitif getiri bulunmamıştır.

BÖLÜM IV

ARAŞTIRMA YÖNTEMİ, VERİLER VE BULGULAR

Bu başlık altında; yapılan araştırmada baz alınan araştırma verileri, uygulamada yararlanılan formüller ve kullanılan yöntem açıklanmıştır. Bulgular, -5,+5 ve -10,+10 pencerelerine göre iki bölüme ayrılarak yorumlanmıştır.

4.1. Türkiye’de Enerji Sektöründeki Yatırım Duyurularının Pay Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesinde Kullanılan Araştırma Yöntemi ve Veriler

Çalışmanın bu bölümünde, enerji sektöründeki firmaların 2005-2015 yıllarında yaptıkları yatırım duyurularının şirketlerinin pay getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu bağlamda çalışmada kullanılan araştırma verileri ve yararlanılan yöntem ile ilgili ayrıntılı bilgilere yer verilmiştir. Daha sonraki bulguların incelenmesi aşamasında ise yatırım kararı duyurularının şirketlerin pay getirileri üzerindeki etkisi, söz konusu veriler kullanılarak olay çalışması yönteminin uygulanması yoluyla incelenmiş ve elde edilen bulgular ile bu bulguların değerlendirilmesine yer verilmiştir.

4.1.1. Araştırma Verileri

Bu çalışmanın amacı enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Platformu aracılığıyla yaptıkları yatırım duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisini araştırmaktır. Çalışmada enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 2005 ve 2015 yıllarına ait yatırım duyuruları incelenmiştir. Çalışmanın konusunu oluşturan olaylar 7 şirket tarafından yapılan 21 yatırım duyurusu olup veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu’ndan elde edilmiştir. Çalışmada baz alınan şirketlerin pay fiyatlarına da BİST’den ulaşılmıştır (<http://www.borsaistanbul.com>). Bu çalışma olay çalışması yöntemi kullanılarak yatırım duyuruları öncesi ve sonrası günlerde yatırımcıların bu duyurulara karşılık verdiği tepki test edilmiştir. Bu çerçevede, şirketlerin yatırım duyuru tarihleri etrafındaki günlerde piyasanın yatırım duyurularına yönelik olan tepkisini ölçmek amacıyla anormal ve kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Anormal getiriler, piyasa modelinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Çalışmada iki farklı olay penceresi oluşturulmuştur. Yatırımların ilk duyurulduğu tarih olay anı olarak kabul edilmek üzere, çalışmaya konu olan her bir şirkete ait bu tarih çevresinde işlemin gerçekleşmesinin 5 gün öncesi ve 5 gün sonrasını gösteren (-5,+5) olay aralığı birinci olay penceresidir ve 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasını gösteren (-10,+10) olay aralığı içinde kalan günler ise ikinci olay penceresini oluşturmaktadır. Piyasa getirilerini hesaplayabilmek için baz alınan olay aralıklarında piyasa fiyatları belirlenmiştir. Pazar faktörünü temsil etmek üzere BİST 100 endeksinin verileri kullanılmıştır (<http://www.borsaistanbul.com>).



Tablo 1

Enerji Sektöründe Faaliyet Gösteren BİST Şirketlerine İlişkin Yatırım Duyuları ve Tarihleri

Tarih ve Saat	Şirket Kodu	Şirket Adı	Özet Bilgi
9.9.2008	AKENR1	AKENERJİ	Yatırım bilgisi
16.12.2010	AKENR2	AKENERJİ	Egemer Erzin projesinin inşa anlaşması
18.5.2011	AKSEN1	AKSA ENERJİ	Şanlıurfa Doğalgaz Kombine Çevrim Santrali
6.2.2013	AKSEN2	AKSA ENERJİ	251 MW. gücünde toplam yedi HES ile ilgili CNTIC ile imzalanan mutabakat zaptı hk.
13.7.2012	AKSEN3	AKSA ENERJİ	Aksa Enerji yerli kömürden enerji üretecek.
7.11.2014	AKSUE1	AKSU ENERJİ	1 MW. Güneş Enerji Santrali Yatırımı
14.12.2015	AKSUE2	AKSU ENERJİ	1 MW. Güneş Enerji Santrali Yapımı
25.5.2015	AKSUE3	AKSU ENERJİ	3. Güneş Enerji Santrali Yapımı
2.10.2014	ZOREN	ZORLU ENERJİ	İkizdere HES ve Sarıtepe RES Projesi Lisans Tadilleri hakkında
11.3.2008	TUPRAS1	TÜRKİYE PETROL	Fuel Oil Dönüşüm Projesi (Residuüm Upgrading Project)
10.1.2011	TUPRAS2	TÜRKİYE PETROL	Resid Upgrading Projesi Yatırım Teşvik Belgesi
18.10.2011	TUPRAS3	TÜRKİYE PETROL	Tekfen İnşaat'ın Yeni Projesi İçin Mukavele Görüşmelerine Başlanması
8.10.2013	TUPRAS4	TÜRKİYE PETROL	Tüpraş'ın Fuel Oil Dönüşüm Projesi için Stratejik Yatırım Teşvik Belgesi onaylandı
28.3.2005	PETKM1	PETROKİMYA	Yatırıma Başlanması
10.11.2008	PETKM2	PETROKİMYA	Rafineri Kurulum izni hk.
20.4.2009	PETKM3	PETROKİMYA	300 bin ton/yıl LLDPE/HDPE ve 1.650 bin ton/yıl Metanol tesisleri hk.
30.12.2010	PETKM4	PETROKİMYA	Rüzgar Enerjisi Santrali (RES) Otoprodüktör Lisansı Hk.
5.12.2012	PETKM5	PETROKİMYA	STAR Rafineri A.Ş.'nin "Stratejik Yatırım Teşvik Belgesi" başvurusunun onaylanması hk.
28.3.2014	PETKM6	PETROKİMYA	Rüzgar Enerjisi Santrali kurulması hk.
28.4.2015	TRCAS1	TURCAS PETROL	Bağlı Ortaklığımız Turcas Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.'nin Rüzgar Enerjisi Yatırımlarına İlişkin Ön Lisans Başvuruları Hakkında
12.4.2010	TRCAS2	TURCAS PETROL	RWE & Turcas Güney Elektrik Üretim A.Ş. Denizli Projesinin Yapı Ruhsatı alması hakkında.

Kaynak: <http://www.kap.gov.tr/>, Erişim tarihi: 05.10.2015

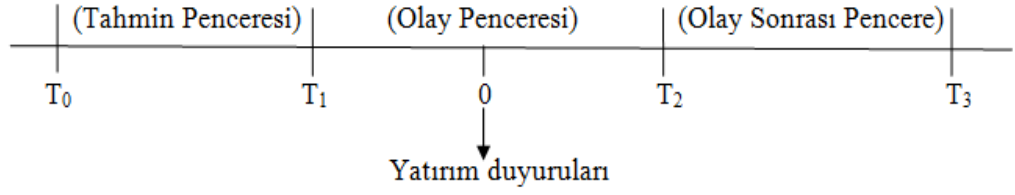
4.1.2. Araştırma Yöntemi

Bu çalışmada araştırma yöntemi olarak olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Olay çalışması, finansal piyasa verileri kullanılarak, belirli olayların firma değeri üzerindeki etkisinin ölçülmesini sağlamaktadır (Mutan ve Topcu, 2009, s. 1). Olayın etkilerinin, pay fiyatlarına hemen yansması beklendiğinde kullanışlı bir yöntemdir ve yaygın olarak kullanılmaktadır.

Olay çalışması yöntemi, şirket ile ilgili olayların gerçekleştiği tarih çevresinde şirket paylarının fiyat hareketlerini analiz etmek için kullanılır (Kothari ve Warner, 2004, s. 5). Aynı zamanda olay çalışması yöntemi, piyasanın etkinliğini ölçmede kullanılan güvenilir bir yöntemdir. Piyasanın etkinliği söz konusu olduğunda “Etkin Piyasalar Hipotezi”ndeki üç piyasanın varlığından söz edilmektedir. Bunlar “etkin”, “yarı-etkin” ve “zayıf” formda etkin piyasalardır. Etkin formda bir piyasa, fiyatları etkileyebilecek kamuya açıklanan ve açıklanmayan tüm bilgilerin fiyatlara tamamen yansıdığı bir piyasadır. Bu nedenle, etkin bir piyasada, yatırımcı normalin üzerinde getiri elde edememektedir. Yarı etkin formda bir piyasa geçmiş fiyat bilgilerinin yanı sıra halka açıklanmış bütün bilgilerin gecikme olmaksızın menkul kıymet fiyatlarına yansıdığı bir piyasadır. Zayıf bir piyasada ise, geçmiş fiyat hareketleri, halka açıklanan diğer bilgiler ve içeriden öğrenilen bilgiler kullanılarak normalin üstünde getiri elde etmek mümkün olabilmektedir (Çakır ve Gülcan, 2012, s. 80).

Olay çalışmasını yürütmenin ilk adımı ilgili olayı ve çalışmada incelenecek olayı kapsayan firmaların menkul kıymet fiyatları için belirlenen süreyi yani olay penceresini tanımlamaktır. Bu durum, olay gününde borsa kapandıktan sonra ortaya çıkan duyuruların fiyat üzerindeki etkilerini belirlemek için yapılır. İlgili olay belirlendikten sonra, çalışmaya belirli bir firmayı dahil etmek için seçilen kriteri tanımlamak gereklidir. Olayın etkisini değerlendirmek için anormal getirinin ölçümü gereklidir. Normal getiri ise yer alan olayda beklenen getiri olarak tanımlanır. Normal bir performans modeli seçildikten sonra, model parametreleri, tahmin penceresi olarak bilinen verilerin bir alt kümesi kullanılarak tahmin edilmektedir (Campbell, Lo, ve Mackinlay, 1997, s. 149-152).

Bir olay çalışması, önemli bir olayın tanımlanmasıyla başlar. Olay çalışmalarında incelenen olayın olduğu an olay zamanı (0 zamanı) olarak belirlenmekte ve zaman çizelgesinde “tahmin penceresi”, “olay penceresi” ve “olay sonrası pencere” şeklinde üç dönem yer almaktadır (Mazgit, 2013, s. 233).



Şekil 4. Olay çalışmasında zaman çizelgesi

Kaynak: Mackinlay, 1997, s. 20

(T₀.T₁) zaman dilimi olarak belirlenen tahmin penceresi, olayın henüz etkisinin görülmediği bir zaman dilimidir ve olay penceresinde kullanılacak parametrelerin tahmini bu dönemin verileriyle gerçekleştirilmektedir. Bu parametreler aracılığıyla, incelenecek her bir menkul kıymet için normal getiri tahmini yapılmaktadır. Olay penceresi olarak adlandırılan (T₁.T₂) dönemi için gerçekleşen getirilerden normal getiriler çıkarılarak anormal getiriler ve birikimli anormal getiriler hesaplanmaktadır. Bazı çalışmalarda kontrol amaçlı olarak, (T₂.T₃) zaman dilimi olarak belirlenen olay sonrası pencere kullanılmaktadır (Mazgit, 2013, s. 233).

Olay çalışmaları, olaylar karşısında pay getirisini ölçer. Pay getirileri de hem fiyat değişikliklerini hem de kâr paylarını içerir ve aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Henderson, 1990, s. 287) :

$$R_{it} = \ln \left[\frac{\text{Fiyat}_{i,t} + \text{Kâr payı}_{i,t}}{\text{Fiyat}_{i,t-1}} \right]$$

$$R_{it} = \ln \left[\frac{P_{i,t} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right]$$

$R_{i,t}$: i payının t dönemdeki getirisi,

$P_{i,t}$: i payının t dönemdeki fiyatı (Price),

$P_{i,t-1}$: i payının t-1 dönemdeki fiyatı

$D_{i,t}$: i payının sahiplerine t döneminde ödenen kâr payıdır (Dividend).

Anormal getiriler; sabit ortalama getiri modeli (constant mean return model), piyasa modeli (the market model), sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli (CAPM - the capital asset pricing model) gibi çeşitli yöntemler kullanılarak elde edilebilir.

Olay çalışması, bir olayın piyasaya ilk duyurulduğu zaman içinde anormal bir getirinin elde edilip edilemeyeceğinin tespit edilmesinde kullanılan bir yöntemdir.

Anormal getiriler, ilgili haberlerin piyasaya duyurulmaması halinde elde edilecek olan normal getirilerden yüksek veya düşük olan getirilerdir. Bu getiriler, genellikle olay tarihindeki toplam pazar endeksi getirisinin performansı ile ilişkilendirilir ve “anormal getiriler” (abnormal returns) ya da “aşırı getiriler” (excess return) olarak ifade edilir.

Piyasa modeli, her bir pay getirisi ile piyasa getirisi arasında doğrusal bir ilişki olduğunu varsaymaktadır (Eryiğit, 2007, s. 58). Piyasa modeli aşağıdaki şekilde tahmin edilir (Sharpe, 1963, s. 281):

$$R_{i,t} = a_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

R_{it} : i payının t dönemindeki getirisi,

R_{mt} : pazar portföyünün t dönemindeki getirisi,

a_i : sabit terim,

β_i : i payının sistematik riski,

e_{it} : hata terimidir.

Anormal getiri, olayın etkisi altındaki menkul kıymetin dönem sonu gerçekleşen güncel getirisinden normal getirinin düşülmüş halidir. Normal getiri, yer alan olayda beklenen getiri olarak ifade edilir. Olayın etkisine bir değer biçebilmek için anormal getiriyi ölçmek gerekir (Mackinlay, 1997, s. 15). Anormal getiri formülü aşağıdaki gibidir (Başdaş, 2013, s. 76):

$$AR_{it} = R_{it} - a_i - b_i R_{mt}$$

$$AR_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt})$$

AR_{it} : i payı için t günündeki anormal getiri,

R_{it} : i payının t günündeki fiili getirisi (Gerçek getiri),

R_{mt} : Pazar portföyünün t dönemindeki getirisi,

a_i : Regresyon Sabiti (Kesişim (intercept)),

b_i : Finansal varlık getirisinin piyasa getirisine olan hassasiyeti (Sistematik riskin ölçüsü olan beta katsayısı) (Beta/risk/eğim katsayısı (slope)).

Bu formüldeki a_i ve b_i olay öncesi penceresi döneminde piyasa modeli kullanılarak tahmin edilen parametrelerdir (Kandır, 2013, s. 26). Beta katsayısının ifade ettiği anlam ise pay getirisinin piyasa getirisine olan duyarlılığıdır.

Anormal getiriler hesaplandıktan sonra elde edilen anormal getirilerin toplamı, çalışmada baz alınan şirket sayısına bölünerek Ortalama Anormal Getiri (AAR) hesaplanır (Brown ve Warner, 1985, s. 7) :

$$AAR_{it} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

AR_{it} : i payı için t günündeki anormal getiri,

AAR_{it} : i payı için t günündeki ortalama anormal getiridir.

N : t tarihinde örneklemdaki pay sayısı

Hesaplanan ortalama anormal getiriler, sırasıyla birbirleriyle toplanarak, Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler elde edilir (Dodd ve Warner, 1983, s. 413):

$$CAAR_{it} = \sum_i^N AAR_{it}$$

AAR_{it} : i payı için t günündeki ortalama anormal getiri,

$CAAR_{it}$: i payı için t günündeki ortalama anormal getirilerin toplamıdır.

Olay çalışması yönteminin son aşaması olarak olay günü ve olay penceresindeki diğer günler için aşağıdaki formül yardımıyla t istatistiği hesaplanır (Brown ve Warner, 1985, s. 7) :

$$t = \frac{AAR}{S(AAR_t)}$$

t : t istatistiği

AAR : Ortalama anormal getiri

$S(AAR_t)$: t günündeki anormal getirinin standart sapması

Olay tarihinden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası için standart sapma hesabı:

$$S(AAR_t) = \sqrt{\frac{1}{238} \sum_{t=-244}^{-6} (AAR_t - \overline{AAR})^2}$$

$$\overline{AAR} = \frac{1}{239} \sum_{t=-244}^{-6} AAR_t$$

-5 : Olay penceresinin başladığı gün

-244 : Tahmin penceresinin başladığı gün

$$-6 = -5 - 1$$

$$238 = -5 - (-244) - 1$$

$$239 = -5 - (-244)$$

Olay tarihinden 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası için standart sapma hesabı:

$$S(AAR_t) = \sqrt{\frac{1}{233} \sum_{t=-244}^{-11} (AAR_t - \overline{AAR})^2}$$

$$\overline{AAR} = \frac{1}{234} \sum_{t=-244}^{-11} AAR_t$$

-10 : Olay penceresinin başladığı gün

-244 : Tahmin penceresinin başladığı gün

$$-11 = -10 - 1$$

$$233 = -10 - (-244) - 1$$

$$234 = -10 - (-244)$$

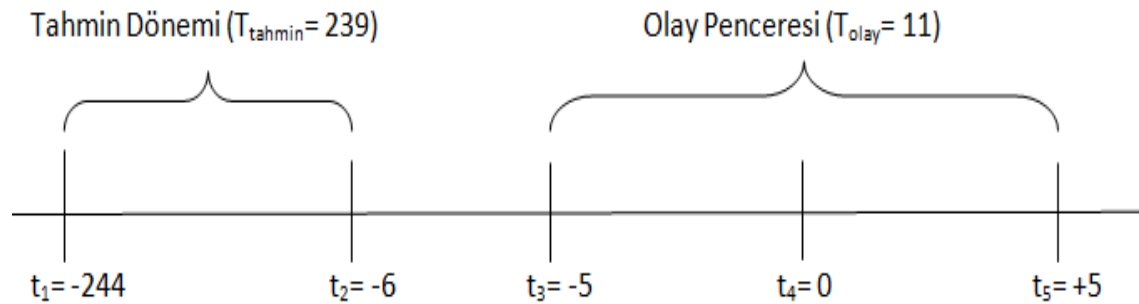
Olay gerçekleşmeden önce olaya ilişkin açıklamaların piyasaya sızması ihtimali mevcut olduğundan olay analizine konu olan olayın yatırımcılar tarafından öngörülmemiş, yeni bir bilgi olması gerekmektedir (McWilliams ve Siegel,1997, s. 629). Olayın piyasaya sızma durumunu belirlemek için olaydan önceki günlerin de incelenmesi bir gereklilik olarak ortaya çıkmaktadır (MacKinlay, 1997, s. 15). Olay çalışması yöntemiyle elde edilen sonuçların doğru olması için olay penceresi süresince karışıklığa neden olacak başka bir olayın (temettü dağıtımı, şirket hakkında açılan tazminat davaları, üst düzey bir yöneticinin değişmesi, yeni bir ürünün piyasaya

sürülmesi, vb) pay getirilerine ikinci bir etkide bulunmaması gerekmektedir (McWilliams ve Siegel,1997, s. 629).

4.2. Bulguların İncelenmesi

Tablo 1’de yer alan yatırım duyurularının, ilgili firmaların paylarına olan etkisini ölçmek amacıyla, öncelikle kamuya duyurulma tarihinden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası (-5,+5) ile 10 gün öncesini ve 10 gün sonrasını (-10,+10) gösteren zaman dilimleri için günlük getiri oranları hesaplanmış ve bu getiri oranları kullanılarak firmalara ilişkin ortalama anormal getiriler (AAR_{it}), ve kümülatif ortalama anormal getiriler ($CAAR_{it}$) hesaplanmış ve Tablo 2’de sunulmuştur. Hesaplamalarda, anormal getiri hesaplama yöntemi olarak pazar (BİST 100) getirisi kullanılmıştır.

4.2.1. -5, +5 Penceresine Göre Bulgular



Şekil 5. Olay çalışmasında zaman çizelgesi (-5,+5)

Her bir şirkete ait olay tarih çevresinde işlemin gerçekleşmesinin 5 gün öncesi ve 5 gün sonrasını gösteren (-5,+5) olay aralığının baz alındığı zaman çizelgesinde olay öncesi penceresinin uzunluğu 244 gün olarak belirlenmiştir. Bu çizelgede tahmin dönemi 239 gün olup, olay penceresinin uzunluğu ise 11 gün olarak belirlenmiştir. Buna göre, olay günü ile olay gününün beş gün öncesi ve olay gününün beş gün sonrası olay penceresine dahil edilmiştir. Böylece incelenen dönemin toplam uzunluğu 250 gün olarak gerçekleşmiştir.

Bu çalışmada yatırım duyurularının anormal getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığı enerji şirketleri açısından analiz edilmiştir ve bununla ilgili sonuçlar Tablo 2’de verilmiştir.

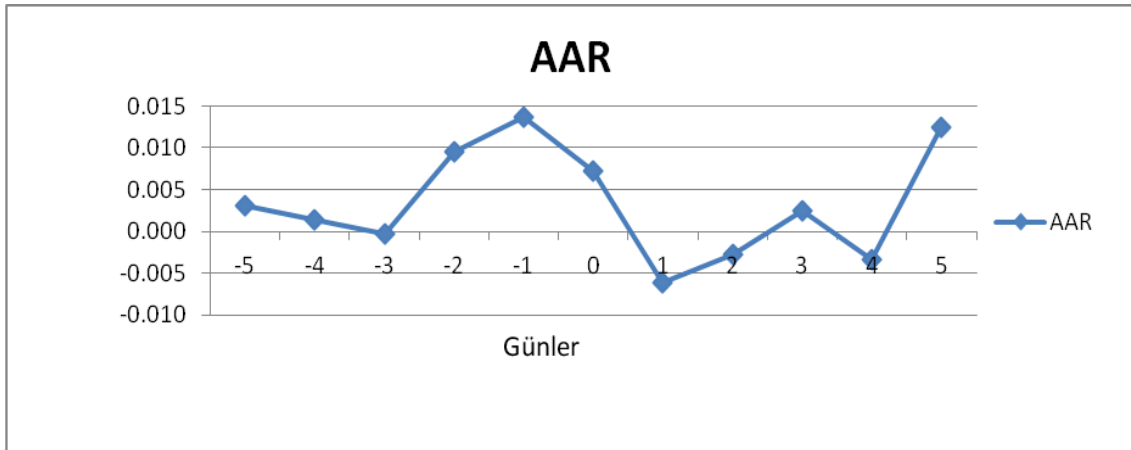
Tablo 2

Olay Tarihinden 5 Gün Öncesi ve 5 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Ortalama Anormal Getiriler, t Değerleri ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Olay Günleri	AAR	t istatistiği	CAAR
-5	0,006	0,743	0,004
-4	0,004	0,451	0,007
-3	0,002	0,242	0,009
-2	0,010	1,290	0,019
-1	0,016	2,029	0,035
0	0,010	1,226	0,045
1	-0,003	-0,395	0,042
2	0,001	0,101	0,043
3	0,003	0,380	0,046
4	-0,001	-0,072	0,045
5	0,014	1,757	0,059

Tablo 2’de 2005 ve 2015 yılları içinde yaptıkları yatırım duyuruları olay tarihi olarak kabul edilen şirketlerin, 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası için hesaplanmış ortalama anormal getirileri (AAR_t), kümülatif ortalama anormal getirileri ($CAAR_t$) ve t istatistiği sonucu gösterilmektedir. Kümülatif anormal getiri, şirketler tarafından yapılan duyuruların toplam etkisini gösterirken anormal getiri, bu duyuruların her bir gün için ortalama piyasa değeri üzerindeki etkisini belirlemek için kullanılmaktadır (Nagm ve Kautz, 2008, s. 70).

Yatırımın duyurulduğu tarih olan olay günü esas alınmak şartıyla -5,+5 olay penceresinde her bir gün olay bazında anormal getiriler hesaplanmış ve ortalamaları alınarak Şekil 6’da sunulmuştur.



Şekil 6. -5/+5 Olay aralığında yıllara göre AAR değerlerinin seyri

Tablo 2'deki sonuçlar detaylı olarak incelendiğinde -1. günde elde edilen ortalama anormal getirinin anlamlı olduğu görülmektedir. Olay tarihinden sonraki anormal getiriler anlamlı değildir. Yatırım duyurularıyla ilgili ilk duyuru öncesindeki 2 gün boyunca ortaya çıkan anormal getiri, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin bir kanıt olarak yorumlanabilir.

Tablo 2 incelendiğinde olay tarihine kadar olan günlerde kümülatif ortalama anormal getirilerde artış gözlenmektedir ve bu artış olay tarihinde de mevcuttur. Diğer bir ifadeyle yatırım duyurularından önceki 5 günden itibaren $CAAR_t$ değerlerinde artış gözlenmiş olay gününde ise bu durum önceki günlere kıyasla yüksek bir değere ulaşmıştır. Olay tarihinden önceki günlerde artış gösteren $CAAR_t$ değerleri, içeriden öğrenenlerin ticaretine işaret olarak yorumlanabilmektedir. Olay anından bir sonraki gün düşüşe geçen $CAAR_t$ değerleri olay anından sonraki 2. günden itibaren tekrar yükselişe geçmiştir. Kümülatif ortalama anormal getirilerin ($CAAR_t$) değerlerinin olay penceresi içerisindeki tüm günlerde sıfırdan farklı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla şirketlerin yatırım duyurularının, o şirketlerin payı üzerinde bir etki oluşturduğu ifade edilebilir ve bu da piyasanın yarı güçlü forma etkin olmadığı önemli bir göstergesidir. Çalışmadaki hesaplamalar sonucunda ulaşılan “piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı” bulgusu: Aygören ve Uyar (2007), Kaderli ve Demir (2009), Sakarya (2011), Çakır ve Gülcan (2012), Aksu ve AYTEKİN (2015), Kara (2015), Küçükşille ve Mizrahi (2015) ve Eyüboğlu ve Bulut (2016), tarafından yapılan çalışmalarla uyumludur.

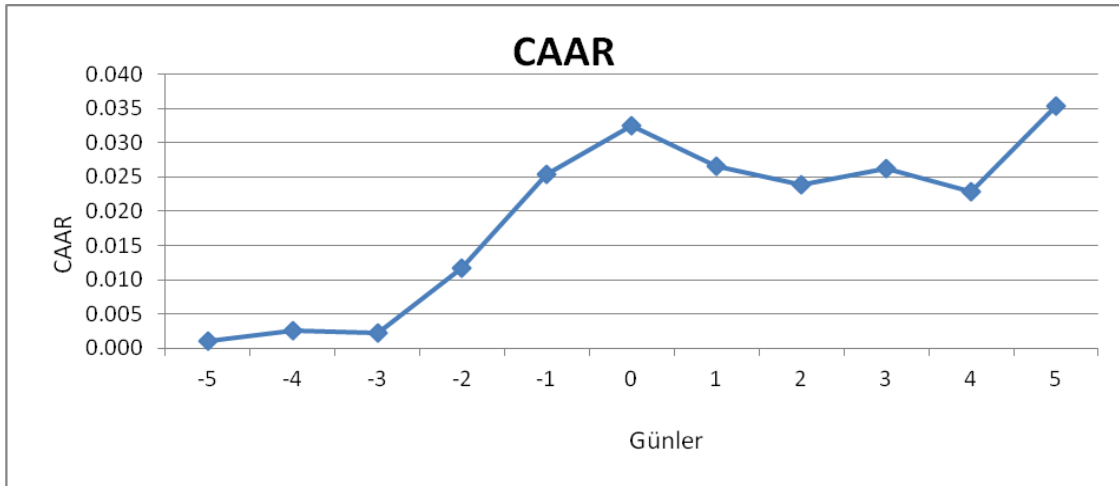
Tablo 3

Olay Tarihinden 5 Gün Öncesi ve 5 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Dönem	CAAR
CAAR(-5,5)	0,062
CAAR(-5,-1)	0,038
CAAR(1,5)	0,014

Kümülatif ortalama anormal getiriler; olay öncesi (pre-event), olay sonrası (post-event) ve bütün olay dönemi (the whole event period) olmak üzere üç farklı dönem için hesaplanmış ve bulgular Tablo 3’de verilmiştir. Kümülatif ortalama anormal getirilerin büyük kısmı olaydan önceki beş günde meydana gelmiştir. Olay penceresi boyunca oluşan yüzde 6,2 toplam getirinin yüzde 4,8 gibi önemli bir kısmı olay günü öncesinde ve olay gününde oluşmuştur. Olaydan sonraki günlerde ise yalnızca yüzde 1,4 toplam getiri gözlenmiştir.

Açıklamalardan önce meydana gelen önemli boyuttaki kümülatif anormal getirilerin iki ana kaynağı bulunmaktadır. İlk sebep, bir konuda kamuya açıklama yapılacağına dair bilginin çoğu kez açıklama tarihinden önce piyasaya yayılmasıdır. Bu nedenle açıklamanın kendisi sürpriz özelliğini yitirmekte ve açıklamaya dair yatırımcı tepkisi açıklama yapılmadan fiyatlara yansiyabilmektedir. Olay penceresinde önemli düzeyde kümülatif anormal getirilerin gözlenmesinin bir diğer nedeni ise bilginin önceden öğrenilmesi ihtimalidir (Kandır, 2013, s. 28). Yatırım bilgilerine açıklama tarihinden önce ulaşabilen yatırımcıların bu bilgi doğrultusunda piyasada işlem yapması halinde de anormal getirilerin zamana yayılması doğal kabul edilebilir.



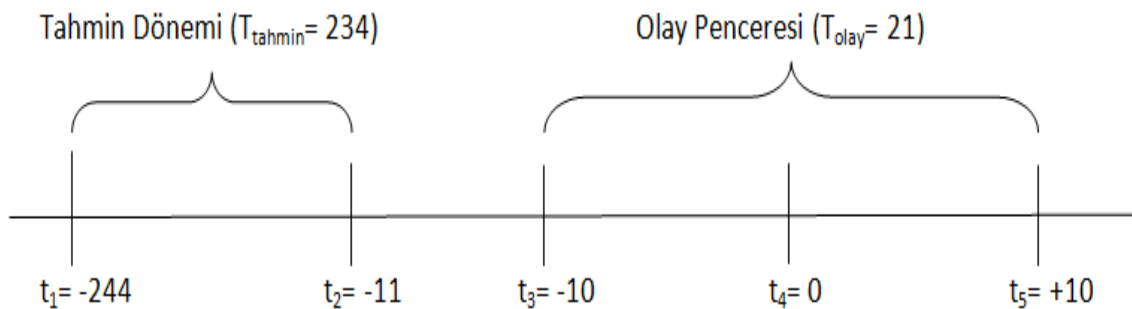
Şekil 7. -5/+5 Olay aralığında yıllara göre CAAR değerlerinin seyri

Şekil 7’de yatırımlar hakkında duyuru yapılmadan önce ve sonra pozitif CAAR_t değerleri görülmektedir.

4.2.2. -10, +10 Penceresine Göre Bulgular

Olay penceresinin uzunluğu belirlenirken, tahmin edilen parametrelerin firmaya özgü diğer olaylardan etkilenmemesi için mümkün oldukça kısa bir dönemi kapsamaması önerilmektedir (Ryngaert ve Netter, 1990, s. 258). Eğer baz alınan olaya dair bilginin piyasaya yayıldığı zaman biliniyorsa, uzun bir olay penceresi değil de kısa bir olay penceresi tercih edilmektedir. Ancak bir olay hakkındaki bilgilerin duyuru tarihi öncesi öğrenilmesi durumu mevcutsa, olay penceresinin bu soruna çözüm olarak daha uzun belirlenmesi gerekli olmaktadır (McWilliams ve Siegel, 1997, s. 636).

Bu çerçevede analizler, kısa süreli etkiyi görebilmek adına -5/+5 gün aralığında ve daha uzun süreli etkiyi görebilmek adına da -10/+10 gün aralığında yapılmıştır ve bu aralık için yapılan hesaplamalarda da, -5/+5 olay aralığı hesaplamalarında kullanılan yöntem uygulanmıştır.



Şekil 8. Olay çalışmasında zaman çizelgesi (-10,+10)

10 gün öncesi ve 10 gün sonrası gösteren (-10,+10) olay aralığının baz alındığı zaman çizelgesinde ise olay öncesi penceresinin uzunluğu 244 gün olarak belirlenmiştir. Bu çizelgede tahmin dönemi 234 gün olup, olay penceresinin uzunluğu ise 21 gün olarak belirlenmiştir. Buna göre, olay günü ile olay gününün on gün öncesi ve olay gününün on gün sonrası olay penceresine dahil edilmiştir. Böylece incelenen dönemin toplam uzunluğu 255 gün olarak gerçekleşmiştir.

Çalışmada yatırım duyurularının anormal getirilere neden olup olmadığı enerji sektörü şirketleri açısından -10,+10 olay aralığına göre analiz edilmiş ve bununla ilgili sonuçlar Tablo 4’de verilmiştir.

Tablo 4

Olay Tarihinden 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Ortalama Anormal Getiriler, t Değerleri ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Olay Günleri	AAR	t istatistiği	CAAR
-10	-0,001	-0,143	-0,002
-9	0,003	0,433	0,002
-8	0,000	0,032	0,002
-7	0,003	0,397	0,005
-6	-0,003	-0,334	0,002
-5	0,006	0,740	0,008
-4	0,004	0,459	0,012
-3	0,002	0,229	0,014
-2	0,010	1,270	0,024
-1	0,016	2,003	0,040
0	0,010	1,226	0,050
1	-0,003	-0,395	0,047
2	0,001	0,088	0,047
3	0,003	0,373	0,050
4	-0,001	-0,083	0,050
5	0,014	1,737	0,064
6	0,006	0,714	0,069
7	0,004	0,559	0,074
8	-0,007	-0,883	0,067
9	-0,002	-0,266	0,065
10	-0,004	-0,531	0,060

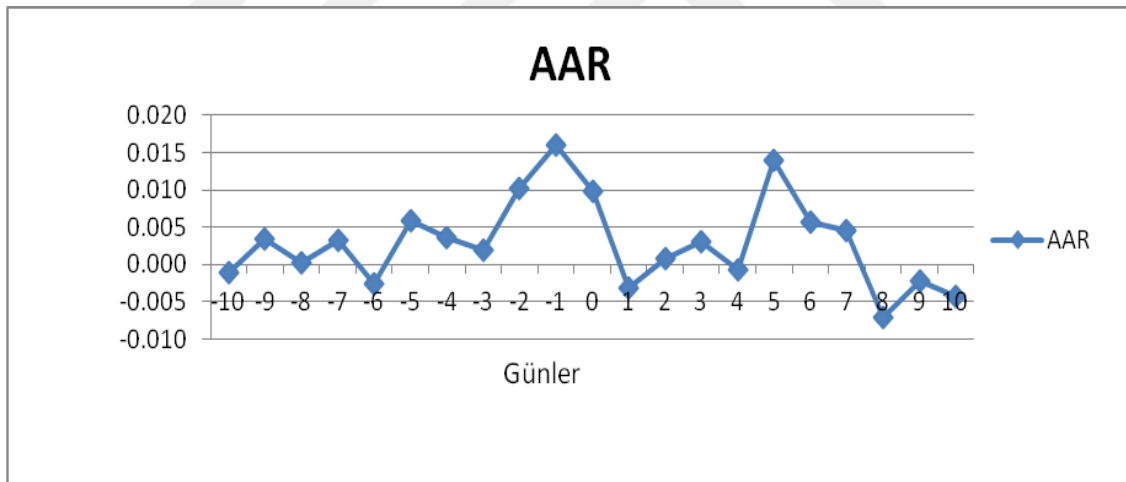
Tablo 4’de 2005 ve 2015 yılları içinde yaptıkları yatırım duyuruları olay tarihi olarak kabul edilen şirketlerin 21 günlük (-10,+10) hesaplanan ortalama anormal

(AAR_t), kümülatif ortalama anormal getirileri ($CAAR_t$) ve t istatistiği sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 4 incelendiğinde, kümülatif ortalama anormal getirilerin ($CAAR_t$) değerleri incelendiğinde şirketlerin yatırım duyurularının, o şirketlerin pay getirileri üzerinde bir etkisi olduğu ifade edilebilir. Kümülatif ortalama anormal getirilerde, olay tarihinden önceki 5. günden başlayarak olay tarihine kadar olan süreçte hızlı bir artış mevcuttur ve bu artış olay tarihinde de gözlenmektedir. Olay tarihinden sonraki iki günde ise duyurunun etkisi azalmaktadır.

Tablo 4'e göre yatırım duyuruları için en yüksek anormal getiri duyuru gününden 1 gün öncesinde yani -1. günde gerçekleşmiştir ve t istatistiği bakımından da anlamlı olduğu gözlenmektedir. Olay günü öncesinde yüksek getiriler elde edilmesi de içeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığına ilişkin bir kanıt olarak değerlendirilebilir.

Yatırımın duyurulduğu tarih olan olay günü esas alınmak şartıyla -10,+10 olay penceresinde her bir gün için anormal getiriler hesaplanmış ve ortalamaları alınarak Şekil 9'da sunulmuştur.



Şekil 9. -10/+10 Olay aralığında yıllara göre AAR değerlerinin seyri

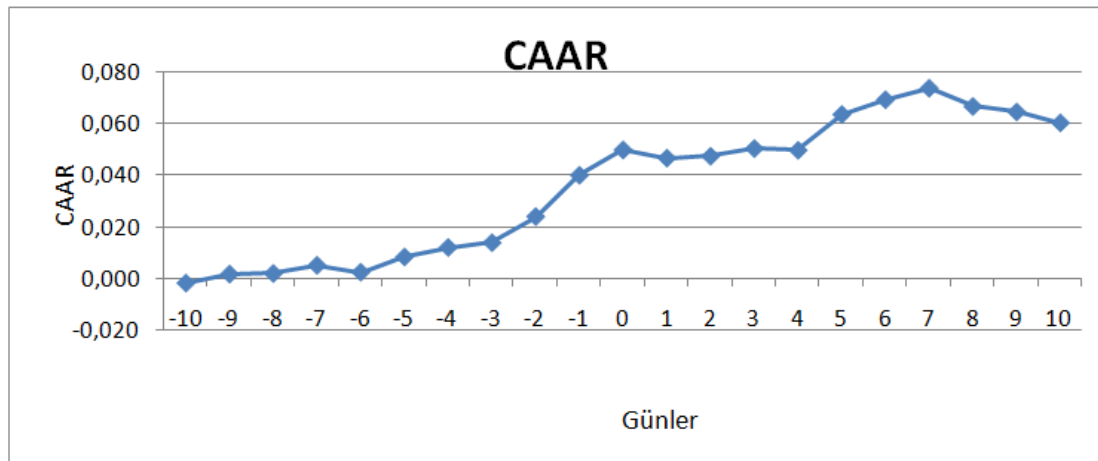
Tablo 5

Olay Tarihinden 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İçin Hesaplanan Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Dönem	CAAR
CAAR(-10,10)	0,061
CAAR(-10,-1)	0,041
CAAR(1,10)	0,011

Tablo 5’de yatırım duyurularıyla ilgili belirli olay aralıkları için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) gösterilmiştir. Bu kümülatif ortalama anormal getiriler; olay öncesi (pre-event), olay sonrası (post-event) ve bütün olay dönemi (the whole event period) olmak üzere Tablo 5’de verilmiştir. Olay penceresi boyunca oluşan yüzde 6,1 toplam getirinin yüzde 5,1 gibi önemli bir kısmı olay günü öncesinde ve olay gününde oluşmuştur. Olaydan sonraki günlerde ise yalnızca yüzde 1,1 toplam getiri gözlenmiştir. Kümülatif ortalama anormal getirilerin büyük kısmının olaydan önceki on günde (-10,-1) meydana gelmesi sonucunda yatırım duyurusu bilgisinin bu bilgiye ilk sahip olan kişiler tarafından kullanılabilceğini göstermektedir.

Çalışmada baz alınan firmaların kümülatif ortalama anormal getirilerinin olay tarihine olan duyarlılığı Şekil 10’da sunulmuştur.



Şekil 10. -10/+10 Olay aralığında yıllara göre CAAR değerlerinin seyri

Bu çalışmada elde ettiğimiz sonuçları Kaderli ve Demir (2009) ile Özbebek, Canikli ve Aytürk (2011) çalışmalarının sonuçlarıyla kıyasladığımızda benzerliklerin ve farklılıkların mevcut olduğunu ifade edebiliriz. Kaderli ve Demir (2009) çalışmalarında, yatırım kararı aldıklarını 2008 yılı içinde kamuya duyuran firmaları belirlemiş ve bu duyurularının pay getirileri üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemiyle ölçmüşlerdir. Bizim çalışmamızda yer alan 7 şirketten ikisi (PETKM ve TUPRS) Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Sektörü içinde bu çalışmada yer almıştır. Bu çalışmada ulaştığımız sonuçlar ile benzer olarak Kaderli ve Demir (2009) çalışmaları sonucunda, İMKB’de yatırım kararı duyurularının ilgili firmaların pay getirilerini olumlu yönde etkilediğini ve piyasanın yarı kuvvetli etkin olmadığını ifade etmişlerdir. Özbebek, Canikli ve

Aytürk (2011) ise 2007-2011 dönemi içerisinde İMKB şirketleri (Mali sektör şirketleri hariç) önemli sermaye harcamalarının kamuya duyurulmasına yönelik İMKB'nin tepkisini olay çalışması yöntemiyle incelemişlerdir. Bu çalışmada ulaştığımız sonuçlar ile farklı olarak çalışma sonucunda duyuruların, pay fiyatını ve firma getirisini pozitif yönde etkilemediği ve sonuçların hissedar değer maksimizasyon hipotezini desteklemediği bilgisine ulaşılmıştır.

Zayıf veya yarı-güçlü form testlerinin verileri, kamuya açık bilgilerden elde edilir. Bunun nedeni, herhangi bir yatırımcının, kamuya duyurulan bilgileri kullanarak normal-üstü getiri sağlayamayacağı varsayımdır. Güçlü formda piyasa etkinliğinde ise kamuya duyurulmamış bilgilerin, normal-üstü getiri sağlayıp sağlayamadığı test edilir. Kamuya duyurulmamış, özel bilgilere ancak şirketin ortakları, yöneticileri ve çalışanları ulaşabilirler. Özel bilgiye ulaşan yönetici ve çalışanlar, firmalarının paylarında normal-üstü getiri elde edebiliyorlar ise o piyasanın güçlü formda etkin olduğu varsayımı reddedilmiş olur. Güçlü formda etkin bir piyasada içeriden öğrenenlerin (insiders) normal-üstü getiri sağlayamaması beklenir. İçerden öğrenenlerin ulaştıkları özel bilgi hızlı biçimde kamuya ulaşır. Böylelikle bilgi fiyatlara yansır ve içerden öğrenenler, özel bilgidan ek bir getiri sağlayamazlar (Karan, 2004, s. 279).

Her iki olay penceresi (-5,+5 ve -10,+10) için de hesaplanan anormal getiriler, t istatistikleri ve kümülatif anormal getirilere ilişkin veriler incelendiğinde, olay tarihi öncesinde ilgili payların pozitif getirilerinin mevcut olması yatırım haberlerinin kamuya duyurulmadan önce ilk sahip olan kişiler tarafından kullanıldığını göstermektedir. Benzer bulgulara Uludağ ve Gülbudak (1997), Del Brio (2003), Cheuk, Fan ve So (2006), Müslümov (2008), Bhana (2008), Lynn ve Shaikh (2011), Selçuk ve Yılmaz (2011), Çakır ve Gülcan (2012), Kandır (2013), Genç ve Coşkun (2013) ve Eyüboğlu ve Bulut (2016) çalışmalarında da ulaşılmıştır.

BÖLÜM V

SONUÇ

Bu çalışmanın amacı, BİST’de işlem gören ve enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların “yatırım kararı” aldıklarına ilişkin kamuya yapılan açıklanmaların ardından bu açıklamaların ilgili firmaların pay getirileri üzerinde herhangi bir etkiye sahip olup olmadığının, olay çalışması yöntemiyle incelenmesi ve böylece piyasanın yarı güçlü formda etkinliğinin test edilmesidir. Türkiye’de yatırımcılar şirketlerle ilgili bu tür bilgilere Kamuyu Aydınlatma Platformu aracılığı ile ulaşabilmektedir. Çalışmada enerji sektöründe faaliyet gösteren 7 şirketin KAP aracılığıyla yaptıkları, 2005 ve 2015 yıllarına ait 21 yatırım duyurusu incelenmiştir. Kamuya duyurulma tarihinden (olay tarihi) -5,+5 ve -10,+10 olay penceresi için günlük getiri oranları hesaplanmıştır. Çalışmada kısa dönemi ifade eden -5,+5 olay penceresinin baz alınmasının nedeni tahmin edilen parametrelerin firmaya özgü diğer olaylardan etkilenmemesidir. Kısa dönemli olay penceresi baz alınarak yapılan hesaplamalar sonucunda olaylar hakkındaki bilgilerin duyuru tarihi öncesi öğrenilmesi olasılığı bulunduğundan, olay penceresi bu duruma çözüm olarak daha uzun yani -10,+10 olarak belirlenmiştir. Şirketlerin yatırım duyuru tarihleri etrafındaki günlerde piyasanın yatırım duyurularına yönelik olan tepkisini ölçmek amacıyla anormal ve kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Anormal getirilerin hesaplanmasında, piyasa modeli olarak da adlandırılan Sharpe modelinden yararlanılmıştır.

Çalışmaya konu olan firmalardan elde edilen veriler doğrultusunda şirketlerin yatırım duyurularının pay getirilerine etkisi olduğu tespit edilmiş ve bu durum piyasanın etkinliği hakkında da bilgi vermiştir. Çalışmada elde edilen bulgularda CAAR>0 olarak ifade edilen durum söz konusudur ve yatırım duyurusunun yapıldığı tarihte anormal getiri mevcut olduğu için enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin yatırım duyurularının pay getirilerine etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu veriler, piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığına önemli bir göstergesidir. Kümülatif ortalama anormal getiriler; olay öncesi (pre-event), olay sonrası (post-event) ve bütün olay dönemi (the whole event period) olmak üzere üç farklı dönem için hesaplanmıştır. -5,+5 olay penceresi boyunca oluşan yüzde 6,2 toplam getirinin yüzde 4,8 gibi önemli bir kısmı olay günü öncesinde ve olay gününde oluşmuştur. Olaydan sonraki günlerde ise yalnızca yüzde 1,4 toplam getiri gözlenmiştir. -10/+10 olay penceresi boyunca oluşan

yüzde 6,1 toplam getirinin yüzde 5,1 gibi önemli bir kısmı olay günü öncesinde ve olay gününde oluşmuştur. Olaydan sonraki günlerde ise yalnızca yüzde 1,1 toplam getiri gözlenmiştir. Kümülatif ortalama anormal getirilerin büyük kısmı olaydan önceki beş günde (-5,-1) ve on günde (-10,-1) meydana gelmiştir. Çalışmada elde edilen sonuçlar incelendiğinde -1. gündeki ortalama anormal getirinin anlamlı olduğu görülmektedir. Yatırım duyurularıyla ilgili ilk duyuru öncesindeki iki gün boyunca ortaya çıkan anormal getiri ve olay tarihinden önceki günlerde artış gösteren CAR_t değerleri, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin bir kanıt olarak yorumlanabilir.

Elde edilen bulguları t istatistiği yani anlamlılığı açısından incelediğimizde en yüksek düzeyde anlamlılığa sahip olan değer -1. günde oluştuğu görülmektedir. T istatistiği anlamlılık düzeyinin duyuru tarihi öncesindeki gün önemli düzeyde oluşması, bu günlerde yatırım yapanların daha çok kâr elde ettiğini ifade etmektedir ve bundan dolayı da piyasa etkinliğinin kayıp olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlar, Borsa İstanbul'un yarı kuvvetli formda etkin olmadığını ortaya koymuştur.

Bu çalışmanın finans literatürüne ve finansal piyasa katılımcılarına önemli yararlar sağlaması beklenmektedir. Öncelikle, elde edilen bulgular piyasa etkinliği konusunda önemli bilgiler sunmuştur. Böylece, gerek enerji sektörü ve gerekse diğer sektörlerde yatırım yapmayı planlayan bireysel ve kurumsal yatırımcılar bu çalışmanın sonuçlarından yararlanabilecektir. Anormal pay getirilerinin yatırım duyurularından hemen önce ortaya çıkması pay yatırımcıları için önemli bir bilgidir.

Literatürde enerji sektöründeki firmaların yatırım kararlarının pay getirileri üzerindeki etkisini inceleyen bir çalışmaya tarafımızca rastlanmamıştır. Çalışmamız sayesinde ilgili alandaki eksikliğin de giderilebileceğine inanıyoruz. Ayrıca örneklem dönemi ve incelenen sektör itibarıyla özgünlüğe sahip olan bu çalışmanın finans literatürüne katkı sağlaması beklenmektedir. Bu bağlamda; bulgular yeni çalışmalara da yararlı olabilecektir.

KAYNAKÇA

- Adalı, S. (2006). *Piyasa etkinliği ve İMKB: Zayıf formda etkinliğe ilişkin ekonometrik bir analiz*. Yüksek lisans tezi, Kadir Has Üniversitesi, İstanbul.
- Akben Selçuk. E. ve Altıok Yılmaz. A. (2011). The impact of mergers and acquisitions on acquirer performance: Evidence from Turkey. *Business and Economic Journal, BEJ-22*, 1-8.
- Aksoy, F. (2008). *The information content of earnings and systematic risk in changing economic conjecture: The Turkish case*. Yüksek lisans tezi, Orta Doğu Teknik Üniversitesi, Ankara.
- Aksu, M. ve AYTEKİN, S. (2015). Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu ile hisse senedi getirisi ilişkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) üzerine bir uygulama. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi, 6(13)*, 201-219.
- Ayden, T. ve Karan, M.B. (2000). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ilk halka arzların uzun vadeli fiyat performanslarının ölçülmesi. *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 3*, 87-96.
- Aygören, H. ve Uyar, S. (2007). İstanbul Menkul Kıymet Borsası'nda (İMKB) denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi. *İMKB Dergisi, 9(36)*, 31-51.
- Bahar, O. (2005). Türkiye'de enerji sektörü üzerine bir değerlendirme. *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi, 5(14)*, 35-59.
- Bajo, E., Bigelli, M., & Sandri, S. (1998). The stock market reaction to investment decisions: Evidence from Italy. *Journal of Management and Governance, 2(1)*, 1-16.
- Bartholdy, J, Olson, D. & Peare, P. (2007). Conducting event studies on a small stock exchange. *European Journal of Finance, 13(3)*, 227-252.
- Başdaş, Ü. (2013). *Event study methodology for the Borsa İstanbul*. Doktora tezi, Orta Doğu Teknik Üniversitesi, Ankara.
- Bayındırlık ve İskan Bakanlığı (2010). *Enerji yapılarının planlanmasında ve yapılaşmasında karşılaşılan sorunlar YOİKK yatırım yeri teknik komitesi çalışma raporu*, 1-49.

- Bhana, N. (2008). The market reaction to capital expenditure announcements. *Investment Analysts Journal*, 37(68), 53-64.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A.J. (1999). *Investments fourth edition*, McGraww-Hill International Editions, Financial Series.
- Bolak, M. ve Süer, Ö. (2008). The effect of Marmara earthquake on financial institutions. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9(2), 135-145.
- Borsa İstanbul. Borsa İstanbul Endeks Verileri. <http://www.borsaistanbul.com>, Erişim Tarihi: 05.10.2015.
- Borsa İstanbul. Borsa İstanbul Hisse Senedi Fiyatları. <http://www.borsaistanbul.com>, Erişim Tarihi: 05.10.2015.
- Bozcuk, A. (2010). Price reaction to corporate covernance rating announcements at the Istanbul Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 2(1), 1-6.
- Brown, S.J. & Warner, J.B. (1980). Measuruing security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8, 205-258.
- Brown, S.J. & Warner, J.B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.
- Burton, B.M., Alasdair Lonie, A. & Power, D.M. (1999). The stock market reaction to investment announcements: The case of individual capital expenditure projects. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(5-6), 681-708.
- Campbell, J.Y., Lo, A.W. & Mackinlay, A.C. (1997). *The econometrics of financial markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Chan, S.H., Gau, G.W. & Wang, K. (1995). Stock market reaction to capital investment decisions: Evidence from business relocations. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 30(1), 81-100.
- Cheuk, M., Fan, D.K. & So, R.W. (2006). Insider trading in Hong Kong: Some stylized facts. *Pasific-Basin Finance Journal*, 14(1), 73-90.
- Çakır, H. M. ve Gülcan, Z. (2012). Şirket birleşme ve devralma kararlarının hisse senedi getirilerine etkisi. *Mali Çözüm Dergisi*, 79-108.
- Del Brio, E.B., Perote, J. & Pindado, J. (2003). Measuring impact of corporate investment announcements on share prices: The Spanish experience. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(5-6), 715-747.

- Demir, Y. (2001). Hisse senedi fiyatını etkileyen işletme düzeyindeki faktörler ve mali sektör üzerine İMKB’de bir uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2), 109-130.
- Dodd, P. & Warner., J.B. (1983). On corporate governance a study of Proxy contestes. *Journal of Financial Economics*, 11, 401-438.
- Dos Santos, B.L., Peffer, K. & Mauer, D.C. (1993). The impact of information technology investment announcements on the market value of the firm. *Information Systems Research*, 4(1), 1-23.
- Enerji Raporu 2013, Ocak 2014, *Dünya enerji konseyi Türk Milli Komitesi (World Energy Council)*. Ankara, 1-328.
- Ercan, M.K. ve Ban, Ü. (2008). *Değerlere dayalı işletme finansı (Finansal Yönetim)*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Eryiğit, M. (2007). Stock market reaction to developments in Turkish-European Union relations. *Ekonomik Yaklaşım*, 18(63), 5-68.
- Eyüboğlu. K. ve Bulut. H.İ. (2016). Şirketlere özgü haberlerin hisse performansına etkisi: BİST-30 şirketleri örneği. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (16), 113-138.
- Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C. & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.
- Fama, E.F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fernando, K.G.K. & Guneratne, P.S.M. (2009). Measuring abnormal performance in event studies: An application with bonus issue announcements in Colombo Stock Exchange (CSE). *Social Science Research Network*, SSRN: 1513320.
- Genç, A. ve Coşkun, E. (2013). Birleşme ve satın alma duyurularında anormal getiri: Satın alan şirket ve hedef şirket açısından bir inceleme. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(3), 359-376.
- Güngör, B. (2003). Finans literatüründe anomali kavramı ve etkin piyasalar hipotezi. *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 17(1), 109-134.
- Gürünlü, M. (2011). Finansal piyasaların etkinliği teorisinden davranışsal finansa: Finans teorisinin evrimi. *Maliye Finans Yazıları*, 25(92), 31-50.
- Henderson, G.V. (1990). Problems and solutions in conducting event studies. *The Journal of Risk and Insurance*, 57(2), 282-306.

- Im, K.S., Dow, K. & Grover, V. (2001). Research report: A reexamination of IT investment and the market value of the firm – An event study methodology. *Information Systems Research*, 12(1), 103-117.
- John, K. & Mishra, B. (1990). Information content of insider trading around corporate announcements: The case of capital expenditures. *The Journal of Finance*, 45(3), 835-855.
- Kaderli, Y. (2007). Yapılan ihracat bağlantılarının ilgili firmaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin olay etüdü ile incelenmesi: İMKB'deki bazı firmalar üzerine bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 36, 144-154.
- Kaderli, Y. ve Demir, S. (2009). Yatırım kararı duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin ölçülmesi: Olay etüdü yöntemi. *Mali Çözüm Dergisi*, 91, 45-66.
- Kadioğlu, E. (2008). *The announcement effect of cash dividend: Evidence from Turkish capital market*. Yüksek lisans tezi, Leeds University Business School, İngiltere.
- Kamuyu Aydınlatma platformu <https://www.kap.org.tr/>, Erişim Tarihi: 05.10.2015.
- Kandır, S.Y., Önal, Y.B. ve Karadeniz, E. (2007). *Turizm yatırım projelerinin yönetimi değerlendirilmesi ve finansmanı*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Kandır, S.Y. ve Yakar, S. (2012). Kurumlar vergisi oranındaki değişikliğin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin incelenmesi. *Maliyet Dergisi*, 163, 170-186.
- Kandır, S.Y. (2013). Kurumsal yönetim derecelendirme notu açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin incelenmesi. *Bankacılar Dergisi*, 85, 21-30.
- Kara, S. (2015). Denetim görüşlerinin hisse senedi anormal getirileri üzerine etkisinin 2009-2014 yılları bazında ölçülmesi. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 8(2), 137-152.
- Karan, M.B. (2004). *Yatırım analizi ve portföy yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kargül, İ.D. (1996). *Yatırımlarda proje analizi*. İstanbul: Rem Ofset Matbaacılık.
- Keown, J. & Pinkerton, J.M. (1981). Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation. *The Journal of Finance*, 36(4), 855-869.
- Koç, E. ve Şenel, M. C. (2013). Dünya'da ve Türkiye'de enerji durumu - Genel değerlendirme. *Mühendis ve Makina*, 54(639), 32-44.

- Koçyiğit, M. ve Kılıç, A. (2008). Leasing sektöründe KDV oranı değişikliğinin İMKB’de işlem gören leasing şirketlerinin hisse senedi getirisine etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 40, 165-174.
- Korkmaz, O. ve Develi, A. (2012). Türkiye’de birincil enerji kullanımı, üretimi ve Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) arasındaki ilişki. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 27(2), 1-25.
- Kothari, S.P. & Warner, J.B. (2004). Econometrics of event studies, *B.E. Eckbo (Edited by.) Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, 1-51, Elsevier/North-Holland.
- Küçüksille, E. ve Mizrahi, R. (2015). Bedelsiz sermaye artırımını duyurularının şirketlerin piyasa değerlerine etkisi: Borsa İstanbul örneği. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 35, 129-149.
- Lynn, L.Y.H. & Shaikh, J.M. (2011). Stock market reaction towards capital expenditure announcements: Malaysia case for servicing and manufacturing industry. *Global Review of Accounting and Finance*, 2(1), 29-41.
- Mackinlay, A.C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Mandacı, P.E. (2003). İMKB’de genel seçimler öncesi ve sonrasında anormal fiyat hareketleri. *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Dergisi*, 7(27), 1-16.
- Mazgit, İ. (2013). Endeks kapsamında olmanın hisse senedi getirilerine etkisi: BİST temettü 25 endeksi üzerine bir uygulama. *Sosyo Ekonomi*, 20(2), 225-264.
- Mcconnell, J.J. & Muscarella, C. J. (1985). Corporate capital expenditure decisions and the market Value of the firm. *Journal of Financial Economics*, 14(3), 399-422.
- Mcwilliams, A. & Siegel, D. (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657.
- Muradoğlu, G. ve Aydoğan, K. (2003). Trends in market reactions: Stock dividends and rights offerings at İstanbul Stock Exchange. *The European Journal of Finance*, 9(1), 41-60.
- Mutan, O. ve Topcu, A. (2009). Türkiye hisse senedi piyasasının 1990-2009 tarihleri arasında yaşanan beklenmedik olaylara tepkisi. *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*, 1-20.
- Müslümov, A. (2008). The effects of insider trading on the stock price volatility in an emerging market setting: Evidence from İstanbul Stock Exchange. *In*

Corporate Governance And Corporate Social Relationship eds. Crowther, D. And G. Aras, 59-68.

- Nagm, F. & Kautz, K.(2008). The market value impact of IT investment announcements- An event study. *Journal of Information Technology Theory and Application, 9(3)*, 62-80.
- Noordin, B.A. & Nor, F.M. (2006). Wealth effect of international investment announcements: Eviednce from developing market. *Asian Academy of Management Journal, 11(10)*, 49-65.
- Odabaşı, A. (1998). Security returns' reactions to earnings announcemenets: A case study on the Istanbul Stock Exchange. *Boğaziçi Journal:Review of Social, Economic, and Administrative Studies, 12(2)*, 3-19.
- Oelger, M. & Schiereck, D. (2011). Cross-Border M&A and international stock market iIntegration – Evience from Turkey. *Inrternational Journal Economics Research, 2(3)*, 40-55.
- Ongena, S. & Roscovan, V. (2009). Bank loan announcements and borrower stock returns: Does bank origin matter?. *Working paper Series, No 1023*, 1-42.
- Onuncu Kalkınma Planı 2014-2018. (2013). *T.C. Kalkınma Bakanlığı*, Ankara, 1-199.
- Özbebek, A., Canikli, S. ve Aytürk, Y. (2011). Turkish stock market react to public announcements of major capital expenditures?. *Procedia Social and Behavioral Sciences, 24*, 928-934.
- Pakdemirli, E. (1977). Yatırım planlaması ve fizibilite etüdleri. *Ege Üniversitesi Mühendislik Bilimleri Fakültesi Yayınları No:17*, İZMİR: Ege Üniversitesi matbaası.
- Parlak, D. ve Bişirici, E. (2014). İki spor kulübünün hisse senedi getirileri üzerine bir inceleme. *Doğuş Üniversitesi Dergisi, 15(2)*, 181-192.
- Patell, J.M. (1976). Forecasts earning per share and stock price behavior: Empirical test. *Journal of Accounting Research, 14(2)*, 246-276.
- Reilly, F.K. &Brown, K.C. (1999). *Investment analysis and portfolio management, Solutions Manual*. Sixth edition.
- Ryngaert, M. &Netter, J. (1990). Shareholder wealth effects of the 1986 Ohio antitakeover law revisited: Its real effects. *Journal of Law, Economics & Organization, 6(1)*, 253-262.
- Sakarya, Ş. (2011). BİST kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay

- çalışması (event study) yöntemi ile analizi. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(3), 147-162.
- Sharpe, W.F. (1963). A simplified model for portfolio analysis. *Management Science*, 9(2), 227-293.
- Seta / Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı/ www.setavorg, Aralık 2010, 1-23.
- Suarez, M.M. Vidal. (2002). Emerald article: Stock market response to the formation of global alliances: Evidence from Spanish corporations. *European Business Review*, 14(6), 401-408.
- Şenel, S.A. (2007). Turizm sektöründe yatırım kararları. *Selçuk Üniversitesi Karaman İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12, 1-12.
- Şenol, C. (2012). İçeriden öğrenilen bilgi ve içeriden öğrenilen kavramlarını ceza hukuku açısından incelenmesi, *Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2(2), 126-145.
- Trueman, B. (1986). The relationship between the level of capital expenditures and firm value. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 115- 129.
- Tucker. J., Guermat. C. & Prasert. S. (2010). Short-run reaction to news announcements: UK evidence. *Centre For Global Finance Working Paper Series (ISN 2041-1596)*, University of the West of England, Bristol, 1-42.
- Uludağ, B. Kırkulak ve Gülbudak, Ö. Demirkaplan. (1997). Hisse senedi fiyatlarının şirket birleşme duyurularına tepkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) üzerine bir uygulama. *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Dergisi*, 12(47), 19-46.
- Uslu, M.Z. ve Önal, Y.B. (2007). *Yatırım projeleri*. Adana: Karahan Kitabevi.
- Yalçınar, K. ve Aksoy, E.E. (2011). *Yatırım projelerinin değerlendirilmesi*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Yörük, N. ve Ban, Ü. (2006). Şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatlarına etkisi: İMKB’de işlem gören gıda sektörü şirketlerinde birleşme etkisinin analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 30, 88-101.
- Whitworth, J.& Rao, R.P. (2008). Do Tax Law Changes Influence Ex-dividend Stock Price Behaviour? Evidence From 1926-2005. *Financial Management, SSRN*: <http://ssrn.com/abstract=933382>.
- Woolridge, J.R. & Snow, C.C. (1990). Stock market reaction to strategic investment decisions. *Strategic Management Journal*, 11(5), 353-363.
- 2014 Yılı Sektör Raporu, *Boru Hatları ile Taşıma A.Ş. (BOTAŞ)*, 1-32.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı : GÖZDE
Soyadı : ELBİR
Doğum Yeri ve Yılı : Adana, 17 Eylül 1990
Medeni Durumu : Bekâr
E-Posta : gozdeelbir@msn.com / gozdeelbir1@gmail.com

ÖĞRENİM DURUMU

Yüksek Lisans

2014 – 2016 : Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Ana Bilim Dalı (Tezli), Adana

Lisans

2009 – 2014 : Çukurova Üniversitesi İ. İ. B. F. İşletme Bölümü, Adana
2009 – 2010 : Çukurova Üniversitesi YADİM, Adana