



**HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDE
BEKLENMEDİK OLAYLAR ve POLİTİK
SEÇİMLERİN ETKİLERİNİN ARAŞTIRILMASI:
BİST’TE BİR UYGULAMA**

Yunus YILMAZ

**Doktora Tezi
İşletme Anabilim Dalı
Prof. Dr. Bekir ELMAS
2018
Her Hakkı Saklıdır**

**T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

Yunus YILMAZ

**HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDE BEKLENMEDİK
OLAYLAR ve POLİTİK SEÇİMLERİN ETKİLERİNİN
ARAŞTIRILMASI: BIST’TE BİR UYGULAMA**

DOKTORA TEZİ

**TEZ YÖNETİCİSİ
Prof. Dr. Bekir ELMAS**

ERZURUM-2018



T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
TEZ BEYAN FORMU



16.11.2018

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
BİLDİRİM

Atatürk Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Uygulama Esaslarının ilgili maddelerine göre hazırlamış olduğum **“HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDE BEKLENMEDİK OLAYLAR VE POLİTİK SEÇİMLERİN ETKİLERİNİN ARAŞTIRILMASI: BIST’TE BİR UYGULAMA”** adlı tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Uygulama Esaslarının ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim *.

- ☐ Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- ☐ Tezimin makale için **altı ay**, patent için **iki yıl** süreyle erişiminin ertelenmesini istiyorum.

16.11.2018

Yunus YILMAZ

*** LİSANSÜSTÜ TEZLERİN ELEKTRONİK ORTAMDA TOPLANMASI, DÜZENLENMESİ VE ERİŞİME AÇILMASINA İLİŞKİN YÖNERGE**

.....

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Çeşitli ve Son Hükümler

Lisansüstü tezlerin erişime açılmasının ertelenmesi MADDE 6– (1) Lisansüstü teze ilgili patent başvurusu yapılması veya patent alma sürecinin devam etmesi durumunda, tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu iki yıl süre ile tezin erişime açılmasının ertelenmesine karar verebilir.

(2) Yeni teknik, materyal ve metotların kullanıldığı, henüz makaleye dönüşmemiş veya patent gibi yöntemlerle korunmamış ve internetten paylaşılması durumunda 3. şahıslara veya kurumlara haksız kazanç imkanı oluşturabilecek bilgi ve bulguları içeren tezler hakkında tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile altı ayı aşmamak üzere tezin erişime açılması engellenebilir.

Gizlilik dereceli tezler MADDE 7– (1) Ulusal çıkarları veya güvenliği ilgilendiren, emniyet, istihbarat, savunma ve güvenlik, sağlık vb. konulara ilişkin lisansüstü tezlerle ilgili gizlilik kararı, tezin yapıldığı kurum tarafından verilir. Kurum ve kuruluşlarla yapılan işbirliği protokolü çerçevesinde hazırlanan lisansüstü tezlere ilişkin gizlilik kararı ise, ilgili kurum ve kuruluşun önerisi ile enstitü veya fakültenin uygun görüşü üzerine üniversite yönetim kurulu tarafından verilir. Gizlilik kararı verilen tezler Yükseköğretim Kuruluna bildirilir.

(2) Gizlilik kararı verilen tezler gizlilik süresince enstitü veya fakülte tarafından gizlilik kuralları çerçevesinde muhafaza edilir, gizlilik kararının kaldırılması halinde Tez Otomasyon Sistemine yüklenir.

F-83/00/22.12.2016



T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



TEZ KABUL TUTANAĞI

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Prof. Dr. Bekir ELMAS danışmanlığında, Yunus YILMAZ tarafından hazırlanan bu çalışma 16/11/2018 tarihinde aşağıda isimleri yazılı jüri tarafından İşletme Anabilim Dalı'nda Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof. Dr. Bekir ELMAS

İmza:

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Adem DURSUN

İmza:

Jüri Üyesi : Prof. Dr. M.Sinan TEMURLENK

İmza:

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Abdulkadir BİLEN

İmza:

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Nevzat TETİK

İmza:

Prof. Dr. Sait UYLAŞ

Enstitü Müdürü

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	V
ABSTRACT	VI
GRAFİKLER DİZİNİ	VII
TABLolar DİZİNİ	VIII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ, HİSSE SENETLERİNDE GETİRİ KAVRAMI ve HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

1.1. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ.....	5
1.1.1. Zayıf Form Piyasa Etkinliği	6
1.1.2. Yarı Kuvvetli Form Piyasa Etkinliği	6
1.1.3. Kuvvetli Form Piyasa Etkinliği	7
1.2. HİSSE SENETLERİ ve HİSSE SENETLERİNDE GETİRİ KAVRAMI.....	9
1.2.1. Hisse Senetleri Hakkında Genel Bilgiler.....	9
1.2.2. Hisse Senetlerinde Getiri Kavramı.....	14
1.2.2.1. Basit Getiri.....	16
1.2.2.2. Bileşik Getiri.....	17
1.2.2.3. Gerçekleşen ve Beklenen Getiri	17
1.2.2.4. Anormal Getiri.....	19
1.2.2.5. Kâr Payı Getirisi	21
1.2.2.6. Sermaye Kazancı	21
1.3. HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER	22
1.3.1. İşletme İçi Faktörler	22
1.3.1.1. Kâr Dağıtım Politikası	22
1.3.1.2. Sermaye Artırımı	24
1.3.1.3. İçerden Öğrenenler Ticareti (Insider Trading).....	25
1.3.1.4. Manipülasyon	26
1.3.1.5. Finansal Yapı	27
1.3.1.6. İşletmenin Faaliyet Konusu	29
1.3.1.7. Teşvikler	29

1.3.2. İşletme Dışı Faktörler	30
1.3.2.1. Makroekonomik Faktörler	30
1.3.2.1.1. Faiz Oranı.....	30
1.3.2.1.2. Döviz Kuru.....	31
1.3.2.1.3. Para Arzı	33
1.3.2.1.4. Enflasyon	34
1.3.2.1.5. Gayri Safı Milli Hâsıla	35
1.3.2.1.6. Petrol Fiyatları	36
1.3.2.1.7. Altın Fiyatları.....	37
1.3.2.2. Diğer Faktörler.....	38
1.3.2.2.1. Siyasi Faktörler	38
1.3.2.2.2. Spekülasyon	39
1.3.2.2.3. Anomaliler	40

İKİNCİ BÖLÜM

POLİTİK RİSK, BEKLENMEDİK OLAYLAR ve POLİTİK SEÇİMLER

2.1. POLİTİK RİSK.....	42
2.1.1. Politik Risk Kavramı	42
2.1.2. Politik Risk Kaynakları	47
2.1.2.1. Terörizm	47
2.1.2.2. Politik İklim	48
2.1.2.3. Ekonomik İklim	49
2.1.2.4. Yerel İstikrarsızlık	50
2.1.2.5. Savaş Hareketleri	51
2.1.2.6. Kamulaştırma.....	52
2.1.3. Politik Risk Türleri.....	54
2.1.3.1. İşletmeye Etkilerine Göre Politik Risk	54
2.1.3.1.1. Makro Risk.....	54
2.1.3.1.2. Mikro Risk	56
2.1.3.2. Kaynaklarına Göre Politik Risk	58
2.1.3.2.1. Hükümet Riski	58
2.1.3.2.2. Siyasi Ortam Riski	59
2.2. BEKLENMEDİK OLAYLAR ve POLİTİK SEÇİMLER.....	60

2.2.1. Beklenmedik Olaylar ve Politik Seçimler	60
2.2.2. Beklenmedik Olaylar ve Politik Seçimlerin Sınıflandırılması	62
2.2.2.1. Terörizm İle İlişkili Olaylar.....	62
2.2.2.2. Politik İklim İle İlişkili Olaylar	65
2.2.2.3. Ekonomik İklim İle İlişkili Olaylar	69
2.2.2.4. Yerel İstikrarsızlık İle İlişkili Olaylar.....	69
2.2.2.5. Savaş Hareketleri İle İlişkili Olaylar	70

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDE BEKLENMEDİK OLAYLAR ve POLİTİK SEÇİMLERİN ETKİLERİNİN ARAŞTIRILMASI

3.1. ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ.....	72
3.1.1. Araştırmanın Önemi ve Amacı.....	72
3.1.1.1. Araştırmanın Önemi	72
3.1.1.2. Araştırmanın Amacı.....	73
3.1.2. Araştırmanın Kapsamı ve Kısıtı	73
3.1.2.1. Araştırmanın Kapsamı	73
3.1.2.2. Araştırmanın Kısıtı	73
3.2. LİTERATÜR TARAMASI	74
3.3. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ ve HİPOTEZLERİ.....	86
3.3.1. Araştırma Yöntemi	86
3.3.2. Araştırma Hipotezleri	92
3.4. ARAŞTIRMA BULGULARI.....	94
3.4.1. Her Bir Olayın Ayrı Ayrı İncelenmesine İlişkin Bulgular	94
3.4.1.1. Terörizm İle İlişkili Olaylara Ait Bulgular	94
3.4.1.2. Politik İklim İle İlişkili Olaylara Ait Bulgular.....	100
3.4.1.2.1. Beklenmedik Politik Olaylara Ait Bulgular.....	100
3.4.1.2.2. Politik Seçimlere Ait Bulgular	106
3.4.1.3. Ekonomik İklim İle İlişkili Olaylara Ait Bulgular.....	111
3.4.1.4. Yerel İstikrarsızlık İle İlişkili Olaylara Ait Bulgular	113
3.4.1.5. Savaş Hareketleri İle İlişkili Olaylara Ait Bulgular.....	118
3.4.2. Olay Kategorilerinin İncelenmesine İlişkin Bulgular	122
3.4.2.1. Terörizm Kategorisine Ait Bulgular	123
3.4.2.2. Politik İklim Kategorisine Ait Bulgular.....	125

3.4.2.2.1. Beklenmedik Politik Olaylara Ait Bulgular.....	125
3.4.2.2.2. Politik Seçimlere Ait Bulgular.....	127
3.4.2.3. Ekonomik İklim Kategorisine Ait Bulgular.....	129
3.4.2.4. Yerel İstikrarsızlık Kategorisine Ait Bulgular.....	131
3.4.2.5. Savaş Hareketleri Kategorisine Ait Bulgular.....	133
3.4.3. Olay Kategorilerinin Karşılaştırılmasına İlişkin Bulgular	135
SONUÇ.....	138
KAYNAKÇA	147
ÖZGEÇMİŞ.....	166



ÖZET**DOKTORA TEZİ****HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDE BEKLENMEDİK OLAYLAR VE
POLİTİK SEÇİMLERİN ETKİLERİNİN ARAŞTIRILMASI: BİST’TE BİR
UYGULAMA****Yunus YILMAZ****Tez Danışmanı: Prof. Dr. Bekir ELMAS****2018, 166 Sayfa****Jüri: Prof. Dr. Bekir ELMAS
Prof. Dr. Adem DURSUN
Prof. Dr. M. Sinan TEMURLENK
Prof. Dr. Abdulkadir BİLEN
Doç. Dr. Nevzat TETİK**

Etkin bir piyasada olay, haber veya duyurularla ilgili bilgiler hızlı bir şekilde yatırımcılara ulaşır ve fiyatlara yansır. Fakat etkinliğin düşük olduğu piyasalarda fiyatlar bu bilgilerin etkisini doğru bir şekilde yansıtmaz. Hisse senedi getirileri, önem derecesi farklı olmakla birlikte ekonomik, politik ve toplumsal olayların hemen hemen hepsinden etkilenir. Özellikle yerel ayaklanmalar, askeri darbeler, hükümet krizleri, terör saldırıları, doğal afetler ve savaş durumu gibi olaylara karşı daha hassastır.

Bu çalışmada, Türkiye’de 1990-2016 yılları arasında meydana gelen ekonomik, politik ve toplumsal 78 adet beklenmedik olay ile 17 adet politik seçimin, hisse senedi getirileri üzerinde anormal getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığının tespit edilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca bunlar arasında hangi tür olayların daha çok etkiye sahip olduğu ve Borsa İstanbul’un yarı kuvvetli formda etkin olup olmadığının test edilmesi amaçlanmıştır. Olay çalışması yönteminin kullanıldığı çalışmada; tüm kategorilerde anormal getiri ortaya çıktığı, hisse senedi getirilerini en fazla savaş hareketleri, ekonomik iklim ve politik iklim ile ilişkili olayların etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Anormal Getiri, Beklenmedik Olay, Olay Çalışması, BİST.

ABSTRACT**PhD THESIS****RESEARCHING THE IMPACT OF UNEXPECTED EVENTS AND POLITICAL ELECTIONS ON STOCK RETURNS: AN APPLICATION IN ISE****Yunus YILMAZ****Supervisor: Prof. Dr. Bekir ELMAS****2018, Pages: 166****Jury: Prof. Dr. Bekir ELMAS****Prof. Dr. Adem DURSUN****Prof. Dr. M. Sinan TEMURLENK****Prof. Dr. Abdulkadir BİLEN****Doç. Dr. Nevzat TETİK**

In an effective market, informations about events, news and announcements reach to the investors, and alter the prices. However, prices are not reflected accurately by these informations in ineffective markets. Stock returns, which have different importance levels, are affected by all the economical, political and social events. They are, especially, more responsive to the local rebels, military coups, government crises, terror attacks, natural disasters and wars.

In this study, it is aimed to detect whether 78 unexpected economical, political and social events, and 17 political elections lead to abnormal returns or not on stock returns in Turkey between 1990-2016. Beside that it aims to test what sort of events have effects and the semi-strong forms of İstanbul Stock Exchange. In the study, by the event study method, it was found that abnormal returns occurred in the all categories and stock returns were affected by wars, economic and political circumstances.

Keywords: Abnormal Returns, Unexpected Event, Event Study, ISE.

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 3.1. Terörizm İle İlişkili Olayların Olay Gününde Anormal Getirileri	96
Grafik 3.2. Beklenmedik Politik Olayların Olay Gününde Anormal Getirileri	101
Grafik 3.3. Politik Seçimlerin Olay Gününde Anormal Getirileri	107
Grafik 3.4. Ekonomik İklim İle İlişkili Olayların Olay Gününde Anormal Getirileri	112
Grafik 3.5. Yerel İstikrarsızlık İle İlişkili Olayların Olay Gününde Anormal Getirileri	114
Grafik 3.6. Savaş Hareketleri İle İlişkili Olayların Olay Gününde Anormal Getirileri	119
Grafik 3.7. Terörizm Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler	124
Grafik 3.8. Beklenmedik Politik Olaylara Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler	126
Grafik 3.9. Politik Seçimlere Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler	128
Grafik 3.10. Ekonomik İklim Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler	130
Grafik 3.11. Yerel İstikrarsızlık Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler	132
Grafik 3.12. Savaş Hareketleri Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler	134

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 2.1. Makro Politik Risk İçeriği.....	56
Tablo 2.2. Mikro Politik Risk İçeriği	58
Tablo 2.3. Terörizm İle İlişkili Olaylar	63
Tablo 2.4. Politik İklim İle İlişkili Olaylar.....	66
Tablo 2.5. Ekonomik İklim İle İlişkili Olaylar.....	69
Tablo 2.6. Yerel İstikrarsızlık İle İlişkili Olaylar	70
Tablo 2.7. Savaş Hareketleri İle İlişkili Olaylar.....	71
Tablo 3.1. Terörizm İle İlişkili Olayların Olay Penceresinde Anormal Getirileri	97
Tablo 3.2. Terörizm İle İlişkili Olayların Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri	99
Tablo 3.3. Beklenmedik Politik Olayların Olay Penceresinde Anormal Getirileri	103
Tablo 3.4. Beklenmedik Politik Olayların Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri	105
Tablo 3.5. Politik Seçimlerin Olay Penceresinde Anormal Getirileri	108
Tablo 3.6. Politik Seçimlerin Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri	110
Tablo 3.7. Ekonomik İklim İle İlişkili Olayların Olay Penceresinde Anormal Getirileri	111
Tablo 3.8. Ekonomik İklim İle İlişkili Olayların Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri.....	113
Tablo 3.9. Yerel İstikrarsızlık İle İlişkili Olayların Olay Penceresinde Anormal Getirileri	115
Tablo 3.10. Yerel İstikrarsızlık İle İlişkili Olayların Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri.....	117
Tablo 3.11. Savaş Hareketleri İle İlişkili Olayların Olay Penceresinde Anormal Getirileri	120
Tablo 3.12. Savaş Hareketleri İle İlişkili Olayların Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri.....	121
Tablo 3.13. BIST 100 Endeksinin Geri Kazanma Süresi	122
Tablo 3.14. Terörizm Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler.....	123

Tablo 3.15. Terörizm Kategorisine Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler	124
Tablo 3.16. Beklenmedik Politik Olaylara Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler	125
Tablo 3.17. Beklenmedik Politik Olaylara Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler	126
Tablo 3.18. Politik Seçimlere Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler	127
Tablo 3.19. Politik Seçimlere Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler	128
Tablo 3.20. Ekonomik İklim Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler	129
Tablo 3.21. Ekonomik İklim Kategorisine Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler	130
Tablo 3.22. Yerel İstikrarsızlık Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler .	131
Tablo 3.23. Yerel İstikrarsızlık Kategorisine Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler	132
Tablo 3.24. Savaş Hareketleri Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler ...	133
Tablo 3.25. Savaş Hareketleri Kategorisine Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler	134
Tablo 3.26. Olay Kategorilerine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler	135
Tablo 3.27. Olay Kategorilerine Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler	136

GİRİŞ

Finans uzmanları tarafından, hisse senedi fiyatları ile bu fiyatları etkileyen sebepler, olaylar ve faktörler arasındaki ilişki uzun yıllar boyunca birçok çalışmanın konusu olarak seçilmiştir. Bu çalışmalardan bir kısmı bazı göstergeler kullanılarak hisse senedi fiyatlarındaki düşüş veya yükselişin önceden tahmin edilebileceğini öne sürmüşlerdir. Bir kısmı ise fiyatların, piyasadaki tüm bilgi ve beklentileri zaten yansıttığını ve bu yüzden geçmişteki verileri kullanarak gelecekteki fiyatların tahmin edilmesinin imkânsız olduğunu ileri sürmüşlerdir. Eugene Fama, piyasanın etkin bir piyasa olması halinde fiyatların piyasaya giren tüm bilgileri taşıdığını ve bu nedenle herhangi bir yatırımcının piyasadaki ortalama getirinin üzerinde bir getiri elde edemeyeceğini ifade eden *Etkin Piyasalar Hipotezini* ileri sürmüştür. Buna göre yatırımcıların tüm bilgilere kolaylıkla ulaşmaları ve etkin bir şekilde kullanmaları, yatırım kararlarını alırken rasyonel davranmaları varsayımı altında ortalama olarak hiçbir yatırımcı diğerlerinden daha fazla bir kazanç sağlayamaz.

Piyasanın etkin olduğu bir durumda, fiyatları etkileyen ve gerçekleşme zamanı önceden bilinen bir olay, meydana gelmeden önce yatırımcılar tarafından dikkate alınır ve böylece olay tarihine yaklaştıkça olayın etkisi fiyatlara yansıtılacağı için olay etrafında anormal getiri elde edilmesi söz konusu olmayacaktır. Olay tarihi önceden bilinmeyen olaylarda ise olayın gerçekleşmesi sonucu olayla ilgili bilgi, çok hızlı bir şekilde piyasaya ulaşacak ve fiyatlar bu bilgiye göre yeniden şekillenecektir. Piyasanın etkin olmadığı durumda ise, yatırımcıların gerek bilgiye zamanında ulaşma gerekse bu bilgileri en ideal bir şekilde kullanma bakımından birbirlerinden farklı yeteneklere sahip olduğundan, bilgi düzeylerinin de farklı olduğu görülmektedir. Bu nedenle olaylarla ilgili bilgiler piyasaya ve tüm yatırımcılara eş zamanlı olarak ulaşmadığı ve yatırımcıların farklı bilgi düzeylerine sahip olmalarından dolayı fiyatlar da bilgiyi yansıtmamakta, sonuç olarak anormal getiri elde edilmesi mümkün olmaktadır.

Menkul kıymet piyasalarında işlem gören hisse senetleri, özellikle ülkenin içinde bulunduğu ekonomik, politik ve toplumsal olay ve beklentilere aşırı derecede duyarlı olan yatırım araçlarıdır. Öyle ki hisse senedi yatırımcıları, yatırım yaptığı ülkede yaşanabilecek hükümet krizleri, uluslararası gerginlikler, terör saldırıları veya savaş durumu gibi birçok faktörü de satın almış olmaktadır. Hisse senetleri yatırımcılar için

birçok risk faktörünü taşımaktadır. Bu riskler arasında, politik güçlerin; ekonomik, politik ve sosyal çevredeki ilişkiler üzerinde ortaya çıkarabilecekleri olumsuz etkilerini ifade eden “politik risk” en önemli risk faktörlerinden birisidir. Olası ekonomik veya siyasi krizler, döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalar, yabancı sermaye yatırımlarındaki azalmaların yanısıra terör, doğal afet, savaş, yerel grup çatışmaları gibi durumlar da politik risk kapsamı altında sayılmaktadır.

Hisse senedi fiyatları, önem derecesine göre farklı olmakla birlikte piyasaya ulaşan her türlü bilgi ve olayın etkisi ile değişim gösterebilmektedir. Dolayısıyla ortaya çıkan fiyat değişimi, bu bilgilere göre fiyatların yeniden şekillenmesi ve bilginin fiyatlara yansımaları anlamına gelmektedir. Aynı şekilde yatırımcıların hisse senetlerinden elde edeceği getiriler de bu bilgi ve olaylara göre değişim gösterecektir.

Bu çalışmada Türkiye’de 1990-2016 yılları arasındaki dönemde meydana gelen ekonomik, politik ve toplumsal beklenmedik olaylar ile politik seçimlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini ölçmek amaçlanmıştır. Bu olayların, hisse senedi getirileri üzerinde anormal getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığı, hangi tür olayların daha çok etkiye sahip olduğu ve piyasa etkinliğinin ne düzeyde olduğu belirlenmeye çalışılmıştır. Literatürde anormal getiriler üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde araştırmaların genellikle, şirket birleşmeleri, temettü dağıtımları veya tek bir olay incelemesi ile belli şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerine odaklanıldığı görülmektedir. Bu çalışmada ise, bütün olarak borsadaki hisse senedi getirilerini etkileyebilecek genel ve önemli olaylar kapsamlı bir şekilde incelenmiştir.

Ülke gündeminde önemli yer edinen ve hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek beklenmedik olaylar ve politik seçimler tarih sırasına göre belirlenmiştir. Belirlenen bu olaylar “Politik Risk Kaynakları” başlığı altında sıralanan alt başlıklara göre kategorize edilmiştir. Dolayısıyla inceleme konusu seçilen olaylar; Terörizm, Politik İklim, Ekonomik İklim, Yerel İstikrarsızlık ve Savaş Hareketleri olmak üzere beş kategoriye ayrılarak analize tabi tutulmuştur. İnceleme kapsamına alınan toplamda 95 adet olayın 78’i beklenmedik olaylardan, 17’si ise politik seçimlerden oluşmaktadır. Bu olay ve haberlerin Borsa İstanbul’da anormal getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığı araştırılmıştır. Anormal getiriler yardımıyla piyasanın, olaylara vermiş olduğu tepki ölçülmüş ve sonuç olarak piyasanın hangi olayı daha çok önemsendiği ve anormal tepki verdiği ortaya

konulmuştur. Yöntem olarak “olay çalışması” yöntemi benimsenmiştir. Belli bir olayın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ölçmeyi sağlayan olay çalışması, temelde piyasanın olaylara verdiği anormal tepkileri ölçmede kullanılan bir yaklaşımdır. Anormal tepki, hisse senetlerinin anormal getirilerini ifade eder. Anormal getiri, hisse senetlerinin olay günü etrafındaki getirilerinin aynı günlerdeki normal getirilerden yüksek ya da düşük olan kısmıdır. Söz konusu normal getiri ise, endeks düzeyindeki getiri olarak tanımlanır.

İlgili dönem içerisinde meydana gelen olayların gerçekleşme tarihi **olay günü**, olay tarihinden 10 gün önce ve 10 gün sonrası **olay penceresi** olarak belirlenmiştir. Anormal getirilerin hesaplanmasında “Ortalama Ayarlanmış Getiri Yaklaşımı” benimsenmiş ve piyasa getirisi olarak BIST-100 endeks getirisi kullanılmıştır.

Üç bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde; Etkin Piyasalar Hipotezi hakkında bazı açıklamalara yer verilmiş, daha sonra hisse senetleri ve hisse senetlerinde getiri kavramı üzerinde durulmuştur. Bir sonraki başlıkta ise hisse senedi getirilerini etkileyen faktörler açıklanmıştır.

İkinci bölümde yatırımcıların göz ardı edemeyeceği kadar önemli bir risk türü olan politik risk kavramı, kaynakları ve türleri hakkında bilgiler verilmiştir. Sonraki aşamada çalışmanın konusunu oluşturan beklenmedik olaylar hakkında bilgiler verilerek, bu olayların politik risk kaynaklarına göre sınıflandırılması yapılmıştır.

Üçüncü bölümde ise araştırma metodolojisi ile ilgili açıklamalar yapıldıktan sonra literatür taramasına yer verilmiştir. Araştırma yöntemi ve hipotezleri açıklanmıştır. Uygulama aşamasında ilgili literatüre göre istatistikî analizler yapılmış ve elde edilen bulgular tablo ve grafikler halinde sunulmuştur. Bu aşamada, hesaplamalar için Microsoft Excel ve SPSS Statistics 22 paket programı kullanılmış, hipotezlerin test edilmesinde One-Samples T Testinden yararlanılmıştır. Sonuç kısmında ise, elde edilen bulgular değerlendirilerek ileri sürülen hipotezler tartışılmıştır.

Her bir olayın ayrı ayrı incelenmesi sonucu piyasayı, en fazla %-16,1 anormal getiri oranı ile 19.02.2001 tarihli olay, daha sonra %-13,7 oranıyla 01.03.2001 tarihli olay, üçüncü olarak ise %-11,6 oranıyla 17.08.1999 tarihli olay etkilemiştir. Olay kategorileri bazında ise %-3,45 anormal getiri ile piyasanın en fazla savaş hareketleri ile ilişkili olaylara tepki verdiği, ikinci sırada %-2,75 anormal getiri değeri ile ekonomik

iklim kategorisi, daha sonra ise %-2,62 oranı ile beklenmedik politik olayların piyasayı etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Araştırma bulguları piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olmadığı sonucunu göstermiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ, HİSSE SENETLERİNDE GETİRİ KAVRAMI ve HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

1.1. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ

Etkin piyasaların varlığıyla ilgili ilk bulgular Maurice Kendall (1953) tarafından ortaya atılmıştır. İngiltere’de hisse senedi ve temel tüketim malları fiyatlarının davranışı üzerine yaptığı çalışmada Kendall, yaptığı çalışmanın amacından çok farklı bir sonuç ortaya çıktığını görmüştür. Çalışmasında düzenli fiyat dalgalanmalarını aramasına karşın, fiyatlar rastgele değişme eğilimi göstermekteydi. Piyasanın yükselme veya düşme ihtimali bir önceki günden bütünüyle bağımsız olarak gerçekleşmekteydi. Kraliyet İstatistik Derneğine sunulan bu çalışmanın sonuçları büyük yankı oluşturdu. Çünkü hisse senedi fiyatlarının bir paranın yazı veya tura gelme olasılığı gibi rastlantısal olarak oluştuğu söylemi çok büyük şüphe uyandırmıştı.¹ Hisse senetlerinin fiyatlarını teknik analiz yoluyla tahmin etmeye çalışan birçok yatırımcı vardı. Kendall’ın ortaya koyduğu sonuçla tüm bu yatırımcılara, bu yaptıklarının hiçbir geçerliliği yok, demesi çok büyük bir iddia idi. Bu nedenle bu iddianın önemli bir incelemeden geçmesi şarttı.²

Fama ve diğ. 1969 yılında yayınladıkları “The Adjustment Of Stock Prices to New Information” adlı makalelerinde, yeni bir bilgiye hızlıca adapte olan piyasa koşullarının “Etkin Piyasa” kavramını ifade ettiğini belirtmişlerdir.³ Daha sonraki çalışmalarında ise Fama, piyasa etkinliğini, menkul kıymet fiyatlarının piyasadaki mevcut tüm bilgileri tam olarak yansıtması şeklinde tanımlamıştır.⁴ Fakat uzun yıllardan beri yapılan bazı araştırmalar, çeşitli teknikleri kullanarak yatırımcıların belirli borsalarda normalin üzerinde bir getiri elde edebildiklerini ortaya koymuştur.⁵

¹ Richard A. Brealey ve Stewart C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, The McGraw-Hill Companies, New York 2003, 347.

² Emrah İsmail Çevik ve Sedat Erdoğan, “Bankacılık Sektörü Hisse Senedi Piyasasının Etkinliği: Yapısal Kırılma ve Güçlü Hafıza”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 10 (1), 2009, 27.

³ Eugene F. Fama, Lawrence Fisher, Michael C. Jensen ve Richard Roll, “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, *International Economic Review*, 10 (1), 1969, 1-21

⁴ Eugene F. Fama, “Efficient Capital Markets: II”, *The Journal of Finance*, XLVI(5), 1991, 1575-1617.

⁵ Mehmet Baha Karan, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, 4.Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara 2013, 279.

Etkin bir piyasada, bütün bilgiler tüm yatırımcılar tarafından serbestçe elde edilebilmekte, aynı şekilde işlem gören bütün finansal araçlar istenilen miktar ve hacimde alınıp satılabilmektedir.⁶ Piyasa etkinliği, hisse senedi fiyatlarının piyasaya giren bilgi türlerine verdikleri tepkiye göre: Zayıf Form, Yarı Kuvvetli Form ve Kuvvetli Form olarak üç gruba ayrılır.

1.1.1. Zayıf Form Piyasa Etkinliği

Hipotezin en düşük derecesi olan zayıf form piyasa etkinliğinde, hiçbir yatırımcının geçmişteki fiyat hareketlerine bakarak normalin üstünde bir getiri elde edemeyeceği kabul edilir. Bu nedenle teknik analiz gibi benzer hiçbir analizin fiyatları tahmin etmede yararı yoktur.⁷ Menkul kıymetler halka ilk arz tarihinden itibaren, fiyatları etkileyecek tüm bilgileri yansıtır. Bu nedenle zayıf form etkin piyasada fiyatlar incelenerek anormal kâr elde edilemez.⁸ Başka bir ifadeyle cari menkul kıymet fiyatları, geçmişteki getirileri ve piyasadaki diğer bilgileri yansıtır. Geçmiş fiyat hareketlerinden yararlanarak gelecekteki fiyatları tahmin etmeye çalışmak, o menkul kıymeti satın al ve elde tut yönteminin izlenmesiyle sağlanacak getiriden daha fazla bir getiri sağlamaz.⁹

1.1.2. Yarı Kuvvetli Form Piyasa Etkinliği

Hipotezin ikinci derecesi yarı kuvvetli formda etkin bir piyasada, geçmiş fiyat hareketlerinin yanında, kamuya açıklanmış bilgilerle normalin üstünde getiri sağlanamayacağı varsayılır. Dolayısıyla şirketle ilgili kamuya açıklanan tüm bilgiler ve finansal tablolar yatırım kararı için etkili olmamalıdır. Bu tür etkin piyasada şirketler tarafından yapılan açıklamalar, yapılan tahminler anında piyasaya dağıldığı için menkul kıymetler de bu bilgiler ışığında yeni fiyatını bulacak ve yine piyasadaki hiçbir yatırımcı normalüstü getiri elde edemeyecektir.¹⁰

⁶ Jeff Madura, *Financial Markets and Institutions*, 11.Baskı, Cengage Learning, Stamford 2015, 300.

⁷ Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of theory And Empirical Work", *The Journal of Finance*, 25(2), 1970, 383-417.

⁸ Derya Kahraman ve Mehmet Erkan, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Tesadüfi Yürüyüş Testi", *Yönetim ve Ekonomi*, 12 (1), 2005, 11-24.

⁹ Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield ve Jeffrey Jaffe, *Corporate Finance*, 6.Baskı, McGraw-HillCompanies, 1996, 345.

¹⁰ Tuna Taner ve Koray Kayalıdere, "1995-2000 Döneminde İMKB'de Anomali Araştırması", *Yönetim ve Ekonomi*, 9 (1-2), 2002, 3.

1.1.3. Kuvvetli Form Piyasa Etkinliği

Etkin piyasalar hipotezinin en yüksek derecesi olan kuvvetli form etkin piyasada ise yatırımcılar, kamuya açıklanmamış özel bilgilerle dahi normalin üstünde getiri elde edemeyecekleri kabul edilmektedir. Yani bu form etkin piyasada hiç kimse anormal kazanç elde edemez. Çünkü kamuya duyurulsun veya duyurulmasın tüm bilgilerin çok hızlı bir şekilde, bütün yatırımcılara ulaşacağı ve bu nedenle de söz konusu bu bilgilerin çok hızlı olarak fiyatlara yansıtacağı varsayılır.¹¹ Sonuç olarak; zayıf formda etkin, yarı kuvvetli formda etkin ve kuvvetli formda etkin piyasalar birbirinden bağımsız değildir. Piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olabilmesi için zayıf formda da etkin olması gerekmektedir. Aynı şekilde, piyasanın kuvvetli formda etkin olabilmesi için hem zayıf, hem de yarı kuvvetli formda etkin olması gerekmektedir. Aksi takdirde piyasa, fiyatlar ile ilgili tüm bilgileri içermez.¹²

Herhangi bir piyasada; dağıtımsal etkinlik, işletimsel etkinlik ve bilgisel etkinlik sağlanmış ise o piyasada etkinlikten söz edilebilir. Bir menkul kıymet piyasasının her üç etkinlik türüne de sahip olması oldukça zordur. Dolayısıyla etkinlik kavramını açıklamak için daha özele inilmekte ve etkinlik şu şekilde tanımlanmaktadır: piyasaya gelen bilgiler, bütün yatırımcılara eşzamanlı olarak ulaşıyorsa ve piyasadaki tüm şirketlerin bilgileri tüm aktörler tarafından temin ediliyorsa bu piyasa etkin bir piyasadır.¹³

Etkin piyasalar hipotezi bazı varsayımlara dayanmaktadır:

1. Yatırımcılar rasyonel davranır ve bu yüzden hisse senedi fiyatları rasyonel olarak belirlenmiş olur.

2. Yatırımcıların bazıları rasyonel değildir ancak ticari etkileşimleri rastgeledir. Bu nedenle birbirlerini dengelerler ve fiyatı etkilemez.

3. Rasyonel olan yatırımcıların aynı şekilde rasyonel olmayan yatırımcılarla karşılaşması neticesinde fiyatlar üzerindeki etkileri ortadan kalkar.¹⁴

¹¹ Fama, 383-417.

¹² Karan, 285.

¹³ Çevik ve Erdoğan, 28.

¹⁴ Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, New York 2000, 2.

Reilly ve Brown'a göre ise bir piyasanın etkin bir piyasa olabilmesi için bazı öncüller şunlardır: (1) Birbiriyle kâr maksimizasyonu için yarışan ve sayıları çok olan yatırımcılar menkul kıymetleri analiz eder ve değerlerler. (2) Yeni bilgiler piyasaya belli bir düzen içinde gelmez ve duyuruların zamanlaması birbirinden bağımsızdır. (3) Yatırımcıların birbirleriyle olan mücadelesi yeni bilgiyi hızlı bir şekilde menkul kıymet fiyatına yansıtır. Fiyat düzeltmesi bazen mükemmel olmasa da her zaman tarafsızdır. Bu öncüller piyasadaki fiyat hareketlerinin bağımsız ve tesadüfi olması sonucunu sağlar.¹⁵

Etkin piyasalar hipotezinin temelinde, Rassal (Tesadüfi) Yürüyüş Hipotezi vardır. Bu hipotez, fiyatların tesadüfi bir dağılım gösterdiği için fiyat hareketlerinin bütünü tahmin etmenin mümkün olmayacağını ifade etmektedir. Rassal yürüyüş kavramı, eğer piyasa etkin piyasa ise bu piyasada işlem gören menkul kıymetlerin herhangi bir zamandaki fiyatının gerçek değerine eşit olduğunu belirtmek için kullanılmaktadır.¹⁶ Başka bir ifadeyle tesadüfi yürüyüş teorisi, fiyatları tahmin etmede kullanılan temel analiz ve teknik analiz gibi yaklaşımların geçersiz olduğunu ileri sürmektedir. Çünkü geçmişteki fiyat hareketleri gelecekte oluşacak fiyat hareketlerini etkilemez. Fiyat değişimleri bir önceki fiyat değişimlerine bağlı olmadığından dolayı yeni fiyatlar tesadüfi olarak oluşur. Etkin bir piyasada hisse senetleri gerçek değerlerini taşıyacağından, bu piyasada yanlış fiyatlanmış hisse senedi bulunmayacaktır.

Fiyatlar, rasyonel olarak ortaya çıkmış ise sadece piyasaya gelen yeni bilgi fiyatların değişmesine neden olacaktır. Fiyatların her zaman mevcut bilgiyi yansıtmasının doğal bir sonucu olarak rassal bir yürüyüş ortaya çıkacaktır. Hipoteze göre, eğer eldeki tüm bilgiler fiyatlara yansımamış ise sadece bu durumda hisse senedi fiyatlarını tahmin edebilmek mümkün olacaktır. Hisse senedi fiyatlarının tahmin edilebilmesi ise piyasa etkinsizliğinin önemli bir kanıtı olarak kabul edilebilir.¹⁷

Kuşkusuz etkin piyasa kuramına inanmayan çok sayıda yatırımcı vardır ve bunlar sürekli olarak düşük ya da yüksek fiyatlandırılmış hisseler arayarak “Piyasa değeri- Gerçek değer” farklarını kişisel kazanca dönüştürmek isterler. Bu işi meslek edinmiş yatırım uzmanlarının bir bölümü temel analizci, bir bölümü de teknik analizci olarak

¹⁵ Frank K. Reilly ve Keith C. Brown, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 6.Baskı, Dryden Press, 1989, 177.

¹⁶ Nuray Ergül, “Ulusal Hisse Senetleri Piyasasında Etkinlik”, *Çanakkale 18 Mart Üniversitesi Biga İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yönetim Bilimleri Dergisi*, 7(1), 2009, 103.

¹⁷ Zvi Bodie, Alex Kane ve Alan J. Marcus, *Essentials Investments*, Fifth Edition, McGraw-Hill Inc, New York 2004, 263.

bilinir. Bu kişiler ülke ekonomisi, sektörler, firmalar ve hisse senedi pazarıyla ilgili tüm verileri ve bilgileri çeşitli yöntemlerle analiz ederler ve bu analizler sonunda ne zaman alım, ne zaman satım yapılacağına ilişkin kurallar koyarlar. Etkin piyasa kuramının doğruluğuna inananlar ise, bu şekilde geliştirilen alım-satım kurallarının hiç birinin istenen getirinin üzerinde bir getiri sağlayamayacağı görüşündedir.¹⁸

1.2. HİSSE SENETLERİ ve HİSSE SENETLERİNDE GETİRİ KAVRAMI

1.2.1. Hisse Senetleri Hakkında Genel Bilgiler

Sermaye piyasalarında fonların, tasarruf sahiplerinden yatırımcılara transferine aracılık eden finansal araçların başında hisse senetleri gelmektedir. Bu senetler bir firmadaki sahipliğin parçalarını temsil eder.¹⁹ En önemli sermaye piyasası araçlarından birisi olan hisse senetleri, bir asır evvelden beridir yatırımcılar tarafından gelişmiş sermaye piyasalarında önemli bir yatırım aracı olarak kullanılmaktadır. Ülkemizde ise menkul kıymet borsasının kurulması ve son dönemlerde Borsa İstanbul'daki gelişmelere paralel olarak günden güne artarak ilgi gören bir yatırım aracı haline gelmiştir.²⁰ Pay senetleri olarak da isimlendirilen hisse senetleri temettü ve sermaye kazancı sağlamaktadır.²¹ Hisse senetleriyle ilgili farklı şekillerde tanımlamalar yapılmaktadır. Bunlardan bazıları;

Hisse senetleri, Anonim şirketlerin eşit paylara bölünmüş sermayesinin belli bir parçasını temsil eden, sahiplerine oy kullanma hakkı ve temettü alma hakkı sağlayan kıymetli evrak niteliğine sahip belgelerdir.²²

Sermaye Piyasası Kurulu Pay Tebliğine göre; Hisse Senedi, Anonim Şirketlerin sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymettir.²³

Hisse senetleri, anonim şirketler tarafından ihraç edilen ve anonim ortaklık sermaye payını temsil eden kıymetli evrak niteliğinde senetlerdir. Bir anonim şirketin

¹⁸ Cudi Tuncer Gürsoy, *Finansal Yönetim İlkeleri*, 2.Baskı, Doğu Üniversitesi Yayınları, İstanbul 2007, 294.

¹⁹ Haim Levy ve Thierry Post, *Investments*, First Edition, Prentice Hall, London 2005, 33.

²⁰ Mesut Albeni ve Yusuf Demir, "Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi-İMKB Uygulamalı", *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, (14), 2005, 2.

²¹ Metin Aktaş ve Saffet Akdağ, "Türkiye'de Ekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatları ile İlişkilerinin Araştırılması", *International Journal Social Science Research*, 2 (2), 2013,51.

²² Bodie, Kane ve Marcus, 39.

²³ Pay Tebliği, (2013), T.C. Resmi Gazete, 28865, 22 Haziran 2013.

payına sahip olmak, o şirkete ortak olmayı ifade etmektedir.²⁴ Dolayısıyla, halka açık bir şirkette sahipliği temsil eden senetlere hisse senedi denir.²⁵

Karşılı'ya göre (2004) ise Hisse senedi, anonim şirket sermayelerinin birbirine eşit olan paylarından bir parçasını temsil eden ve kanunda belirtilen şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen, yasal olarak kıymetli evrak hükmünde bir belgedir.²⁶

Anonim şirket ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde sermaye belirli paylar halinde hisse senetleriyle temsil edilir. Ancak sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde komanditer ortağın sahipliği hisse senetleriyle temsil edilir. Sermaye piyasalarında dolaşıma konu olan hisse senetleri, anonim şirket hisse senetleridir. Bu nedenle hisse senedi kavramı anonim şirket hisse senetlerini ifade etmektedir. Hisse senetlerini çıkarma hakkı, sermaye şirketi niteliğinde olan anonim şirket ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlere aittir. Ayrıca özel kanunla kurulan bazı şirketler de hisse senedi çıkarabilir. Bunlar; T.C.M.B, bankalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş iktisadi devlet teşekkülleri, kamu iktisadi devlet teşekkülleri, bağlı ortaklıklar ve sigorta şirketleridir. Hisse senetleri elinde bulunduran kişiye bazı haklar sağlar. Bunlar; Şirket yönetimine katılma hakkı, oy kullanma hakkı, şirket kârından pay alma hakkı, rüçhan hakkı, tasfiyeden pay alma hakkı ve şirket faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı olarak sıralanabilir.²⁷

Sermaye Piyasası Kurulunun kararı ile İstanbul Menkul Kıymet Borsası'nda işlem gören hisse senetleri 28.11.2005 tarihinden itibaren Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) sisteminde kayden izlenmeye başlanmıştır. Kaydi sistem; sermaye piyasası araçlarının ve bu araçlara ilişkin hakların MKK tarafından, elektronik ortamda, ihraççılar, yatırım kuruluşları ve hak sahipleri itibarıyla izlendiği sistemdir. Bu sistemde sermaye piyasası araçları fiziki olarak bastırılmamakta, bunun yerine MKK tarafından kayden izlenmektedir. Bu kapsamda, hisse senetlerinin kaydileştirilme tarihi olan 28.11.2005 tarihinden sonra yapılan tüm bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarında artık

²⁴ Paylar, Erişim Tarihi: 06 Mart 2017, <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar>

²⁵ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus, *İşletme Finansmanının Temelleri*, (2007), (Çev.: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı), McGraw-Hill ve Literatür Yayıncılık, İstanbul 2007, 115.

²⁶ Muharrem Karşı, *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, Ormen Pazarlama, İstanbul 2004, 327.

²⁷ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 12.Basım, Ekin Kitabevi, Bursa2012, 445-447.

fiziki senet basımı ve teslimi yapılmamakta, sadece kaydi pay ihracı söz konusu olmaktadır.²⁸

Bir ekonomide hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmelerde toplayarak hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar. Bu sayede üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle sermayeyi tabana yaymış ve daha dengeli bir gelir dağılımı sağlamış olurlar. Hisse senetleri halkı, ekonomik kararlarda az da olsa söz sahibi yaparak demokrasinin iktisadi yönünü tamamlar. Hisse senetleri, enflasyona karşı dayanıklı ve enflasyonla birlikte değerlendirilen bir yatırım aracı olduğundan, halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken, yatırımcının hem yatırımını hem de gelirini enflasyona karşı korur.²⁹

Ülkemizde sermaye piyasalarının gösterdiği gelişmeyle birlikte, bu piyasalara olan güven artmış ve tasarruf sahipleri ellerindeki bu tasarruflarını başta hisse senedi olmak üzere çeşitli finansal araçlara yönlendirmişlerdir. Hisse senedine ilginin artmasıyla işlem hacmi de artmış ve hisse senedi fiyatlarındaki değişiklikler yakından takip edilir hale gelmiştir. Hisse senedi fiyatları, ülkenin olduğu kadar dünyanın da makro ve mikro değişkenleriyle ilişkilidir.³⁰

Hisse senetleri farklı açılardan değişik sınıflandırmalara tabi tutulmaktadır. Bunlar; Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri, Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri, Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri ve son olarak Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleridir.

Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri: Türk Ticaret Kanununa göre; Pay senetleri, nama veya hamiline yazılı olarak iki şekilde çıkarılabileceği gibi senede bağlanmamış anonim ortaklık payları da söz konusu olabilir. Belli bir kişinin adına yazılı olup da onun emrine kaydını içermeyen ve kanunen de emre yazılı senetlerden sayılmayan kıymetli evrak niteliğindeki hisse senedi nama yazılı senet sayılır (TTK m.654). Bununla birlikte senedin metninden veya şeklinden, hamili kim ise o kişinin hak sahibi sayılacağı anlaşılan her kıymetli evrak, hamile veya hamiline yazılı senet sayılır (TTK M.658). Nama yazılı olan bir pay senedinin hamiline yazılı hale

²⁸ T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, *Sermaye Piyasası Araçlarında Kaydileştirme*, SPK Yayınları, Ankara 2016, 2-4.

²⁹ Karan, 317.

³⁰ Ahmet Kar, Özlem Özer, Fatih Şantaş ve Fatih Budak, "Kâr Dağıtımının Hisse Senedi Değeriyle İlişkisi: Spor Hizmetleri Sektöründe Bir Uygulama", *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 4(1), 2012, 2.

dönüştürülebilmesi için payların bedelinin bütünüyle ödenmiş olması şartı vardır. Ayrıca bedelleri tamamen ödenmiş paylar için hamiline yazılı pay senetleri çıkarılabilir.

Kanunda veya şirketin esas sözleşmesinde aksi belirtilmedikçe, herhangi bir sınırlandırmaya bağlı olmaksızın nama yazılı paylar devredilebilirler. Devir işlemi, ciro edilmiş nama yazılı pay senedinin zilyetliğinin devralana geçirilmesiyle gerçekleşir. Şirket, nama yazılı pay senedi sahiplerini pay defterine kaydeder. Nama yazılı pay senedinin usulüne uygun olarak devredildiği veya üzerinde intifa hakkı kurulduğu ispat edilemezse, pay senedini devralan pay defterine yazılamaz. Nitekim şirketle pay sahipleri arasındaki ilişkilerde, pay defterine kayıtlı bulunan kimse pay sahibi olarak kabul edilir (TTK M.490). Bu hükümler çerçevesinde, nama yazılı hisse senetlerinin devri hamiline yazılı hisse senetlerine göre daha uzun bir süreç gerektirmektedir.³¹

Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri: Anonim şirketlerin sahip olduğu en önemli özelliklerden birisi yeni özsermaye sağlanmasındaki kolaylıktır. Bunu da ya mevcut ortakların sermayelerini artırarak veya kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna verilen yetkinin kullanılmasıyla yeni hisse senedi ihraç ederek gerçekleştirirler. Finans piyasalarının temel özelliği olan çeşitlilik, hisse senetlerinde de geçerli olup yatırımcıların yönetimde söz sahibi olması, risk ve getiri tercihlerinde de hisse senetleri çeşitlendirilmektedir. Nitekim Türk Ticaret Kanununda, bazı hisse senetlerine kârdan pay alma veya tasfiyeden pay alma gibi bazı konularda ayrıcalık tanınmasına olanak verilmektedir. Bu kapsamda; tüm dünyada hisse senetleri, adi hisse senetleri (common stocks) ve imtiyazlı hisse senetleri (preferred stocks) olarak ayrılmaktadır.³²

Sahiplerine genel kurulda eşit oy hakkı, kârdan ve tasfiyeden eşit pay alma hakkı sağlayan hisse senetlerine adi hisse senetleri denilir. Anonim şirketlerin gerçek sahipleri adi hisse senedi sahipleridir. Sahiplerine, adi hisse senedi sahiplerinden bazı konularda üstünlük sağlayan hisse senetlerine ise imtiyazlı hisse senetleri denir. İmtiyazlı hisse senetlerine dönemsel olarak belirli tutar veya oranlarda temettü ödemesi yapılır. Tüm şirketler başlangıçta özkaynaklarını artırmak için adi hisse senedi çıkarırlar. Bu firmaların bazıları daha sonraları yine kaynak artırımını için ek adi hisse senedi ya da imtiyazlı hisse senedi çıkarırlar. Adi hisse senedi ile imtiyazlı hisse senedinin her ikisi

³¹ Selma Kurtay, *Hisseleri İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Büyük Ortak ve Yöneticilerinin Hisse Alım Satım Açıklamalarının Hisse Fiyatına Etkisi*, İMKB Yayınları, Ankara 2009, 7.

³² Gürsoy, 732.

de özsermaye formları olmasına rağmen, imtiyazlı hisse senedi, diğerine göre bazı yönleriyle yabancı kaynak temin etme araçlarına benzerlik göstermektedir.³³

Türk Ticaret Kanununa göre, anonim şirketlerin esas sözleşmesinde belirtilmek şartıyla bazı paylara imtiyaz tanınabilir. Söz konusu imtiyaz; kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, paya tanınan üstün bir hak olarak tanımlanmıştır (TTK m.478). İmtiyazlı hisse senetlerinin hukuki zemini olmasının yanısıra, uygulamada nadiren görülen hisse senedi türüdür. Bir şirkette imtiyazlı hisse senedinin bulunması halinde, sermayeyi birlikte temsil eden adi hisse senetleri ile imtiyazlı hisse senetlerinin farklı gruplar altında ifade edilmeleri gerekmektedir.³⁴

Bir kısım anonim şirketler, adi hisse senedinin tek bir türü olmasına rağmen, özel ihtiyaçları karşılamak için “sınıflandırılmış adi hisse senetleri” kullanmaktadır. Burada sınıflandırmanın standart bir tanımı olmamasına rağmen özellikle dışardan kaynak arayan küçük ve yeni işletmeler sık sık farklı çeşit adi hisse senedi kullanırlar. Sınıflandırma kullanıldığında, adi hisse senetleri genelde bir çeşit A Sınıf, diğer çeşit ise B Sınıfı olarak tanımlanmaktadır. Sınıflandırma arasındaki fark ise A sınıfının hisse başına bir oy hakkı varken, B sınıfının hisse başına 10 oya sahip olabilmesidir. Dolayısıyla sınıflandırılmış hisse senedi kullanımı yoluyla, şirket kurucularına hisselerin çoğunluğuna sahip olmadan şirket üzerindeki kontrolü sürdürmelerine imkân verilmiş olur.³⁵

Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri: Kurucu hisse senetleri, şirket açısından önem arz eden şahıslara ve özellikle şirket kurucularına, oy hakkından yoksun, genellikle bedelsiz olarak verilen ve sadece temettü hakkı olan hisse senedi türüdür. Bu paylar, belli bir sermaye payını temsil etmez ve şirket yönetimine katılma hakkı da vermez.³⁶ İntifa hisse senetleri ise, Genel kurulun alacağı kararlar, çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak bazı kimselere şirket kuruluşundan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir.³⁷

³³ Lawrence J. Gitman, *Principles of Managerial Finance*, 10. Baskı, Prentice Hall, 2002, 309-313.

³⁴ Kurtay, 7.

³⁵ Eugene F. Brigham ve Joel F. Houston, *Finansal Yönetimin Temelleri*, (2003), (Çev.Edit: Nevzat Aypek), Nobel Yayıncılık, Ankara 2014, 301-302.

³⁶ Güven Sayılğan, *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*, 6. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara 2013, 95.

³⁷ Pay Çeşitleri, Erişim Tarihi: 08 Mart 2017, <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-cesitleri>

Şirket Genel Kurulu, ana sözleşmede belirterek, bedeli kanuna uygun olarak yok edilen payların sahipleri, alacaklılar veya bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar lehine intifa senetleri çıkarılmasına karar verebilir. Kurucular için çıkarılanlar da dâhil olmak üzere, intifa senetleri emre ve hamiline yazılı olabilir (TTK m.502).

Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri: Yeni taahhüt veya ödeme yoluyla çıkarılan ve ortakların bir bedel karşılığında sahip olabildikleri hisse senetlerine bedelli hisse senedi denilmektedir. Bu hisse senetleri ya şirketin kuruluş aşamasında ya da sermaye artırımını yoluyla çıkarılır. Sermaye artırımıyla çıkarıldığında eski ortaklar tarafından rüçhan hakkı kullanımıyla veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınırlar. Dağıtılmayan kârlar, yeniden değerlendirme değer artış fonu veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılan ve işletmeye fon girişi sağlamayan hisse senetleri ise bedelsiz hisse senetleridir. Ortaklar herhangi bir bedel ödemedi bu senetlere sahip olacağından, şirkete de dışarıdan fon girişine yol açmamaktadır.³⁸

Esas sözleşme veya genel kurul kararıyla ayrılmış ve belirli bir amaca özgülenmemiş yedek akçeler ile kanuni yedek akçelerin serbestçe kullanılabilen kısımları ve mevzuatın bilançoza konulmasına ve sermayeye eklenmesine izin verdiği fonlar sermayeye dönüştürülerek sermaye iç kaynaklardan artırılabilir. Mevcut pay sahipleri mevcut paylarının sermayeye oranına göre bedelsiz payları kendiliğinden iktisap ederler. Bedelsiz paylar üzerindeki hak kaldırılamaz ve sınırlandırılmaz; bu haktan vazgeçilemez (TTK m.462).

1.2.2. Hisse Senetlerinde Getiri Kavramı

Hisse senetlerinin el değiştirdiği piyasalar, uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar olarak tanımlanır. Gelişmiş ülkelerde etkin olarak çalışan bu piyasalar gelişmekte olan ekonomilerde daha az etkin olmasına rağmen, ülke ekonomisinin barometresi olarak ifade edilmektedir. Özellikle yabancı yatırımcıların bu piyasa üzerinde oldukça etkili olduğu bilinmektedir.³⁹

³⁸ Karan, 318.

³⁹ Aktaş ve Akdağ, 50-67.

Hisse senedi sahipleri fonlarını hisse senetlerine yatırırken, kendilerine belli bir verim sağlamasını beklerler.⁴⁰ Yatırımdan elde edilen getiri, belirli bir dönem içindeki yatırım değerindeki değişim ile bu yatırımdan bu dönem içinde elde edilen faiz ya da temettü geliri toplamının ilk yatırım tutarına oranıdır.⁴¹

Bir hisse senedi yatırımının getirisi herhangi bir dönem için; hisse senedinin dönem sonundaki değeri ile (satış fiyatı) dönem başındaki değeri (alış fiyatı) arasındaki fark ile hisse senedine yapılan kâr payı ödemelerinin toplamına eşittir. Diğer bir ifadeyle yatırımcılar hisse senedi yatırımından sermaye kazancı ve kâr payı getirisi elde etmeyi amaçlamaktadırlar.⁴²

Hisse senedi yatırımcıları temelde iki tür getiri elde ederler. İlki anonim şirketlerin bir yıl boyunca elde ettikleri kârın ortaklara dağıtılmasından sağlanan kâr payı (temettü) geliridir. Borsada hisseleri işlem gören dolayısıyla SPK'ya tabi anonim şirketler, kârlarını SPK tarafından her yıl kamuya açıklanan oran ve esaslar dâhilinde nakden ya da kâr payını sermayeye ilave ederek hisse senedi ihracı ile dağıtabilir. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen yani halka kapalı anonim şirketler ise dağıtılabılır kârlarının en az %20'sini birinci temettü olarak dağıtmak zorundadır. İkincisi ise; zaman içinde hisse senedinin değerinde meydana gelen artıştan elde edilen sermaye kazancıdır.⁴³ Daha açık bir ifadeyle hisse senedine yatırım yapan yatırımcıların getirileri, şirketin bir yatırım dönemi boyunca elde ettiği kârdan, hisse başına ödenen miktar olarak ifade edilen temettü ve hisse senedinin piyasa fiyatındaki artıştan oluşmaktadır.⁴⁴

Bir yatırımcının ister kâr payı elde etmek ister fiyat değişiminden yararlanarak sermaye kazancı sağlamaya yönelik olsun, nihai amacı yaptığı yatırıma yeterli ve doyurucu bir getiri sağlamaktır.⁴⁵ Finansal piyasalar ve ekonomik yatırımlar hemen hemen her yönüyle getiri kavramını barındırır ve en az şu iki nedenden dolayı varlık fiyatlarından ziyade getirilere odaklanılması gerekir. Birincisi, ortalama bir yatırımcı için finansal piyasalar mükemmele yakın bir şekilde rekabetçi olabilmekte, bu nedenle yatırımın büyüklüğü fiyat değişimlerini etkilemez. İkincisi, getiriler varlık fiyatlarına

⁴⁰ Ceylan ve Korkmaz, 445-447.

⁴¹ Karan, 132.

⁴² Frank J. Fabozzi ve Pamela Peterson Drake, *Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management*, 10. Baskı, John Wiley&Sons, Inc, New Jersey 2009, 608.

⁴³ Muharrem Afşar, (Ed), *Finansal Ekonomi*, 2.Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir 2013, 43.

⁴⁴ İbrahim Engin Üstünel, *Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması*, İMKB Yayınları, Ankara 2000, 4.

⁴⁵ Öztin Akgüç, *Finansal Yönetim*, 8.Baskı, Avcıol Basım Yayın, Ankara, 864.

göre durağanlık gibi daha çekici istatistiki özelliklere sahiptir. Özellikle dinamik genel denge modellerinde genellikle fiyatlar durağan değilken, getiriler durağandır.⁴⁶

1.2.2.1. Basit Getiri

Bir varlığın t zamanındaki fiyatını P_t olarak alırsak ve bu varlığın $t-1$ ile t zamanları arasındaki *basit net getirisi* R_t , fiyat değişiminden kaynaklanan yani sermaye kazancı olarak ifade edilen getirisi aşağıda verilen formül aracılığıyla bulunur.

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

R_t = Hisse senedinin getirisi

P_t = t dönemindeki hisse senedi fiyatı (satış fiyatı)

P_{t-1} = $t-1$ dönemindeki hisse senedi fiyatı (alış fiyatı)

Aynı varlığın basit brüt getirisi ise $R_t + 1$ 'dir.⁴⁷

Hisse senedinin sermaye kazancının dışındaki ikinci getirisi ise temettü getirisidir. Temettü geliri ve sermaye kazancından oluşan toplam getiri aşağıdaki gibi formüle edilir.⁴⁸

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}}$$

Burada;

R_t = Hisse senedinin getirisi

P_t = t dönemindeki hisse senedi fiyatı (satış fiyatı)

P_{t-1} = $t-1$ dönemindeki hisse senedi fiyatı (alış fiyatı)

D_t = Hisse senedinden elde edilen temettüleri gösterir.⁴⁹

⁴⁶ John Y. Campbell, Andrew W. Lo ve A. Craig MacKinlay, *The Econometrics of Financial Markets*, 2.Baskı, Princeton University Press, New Jersey 1997, 9.

⁴⁷ Campbell, Lo ve Mackinlay, 9.

⁴⁸ Levy ve Post, 162.

⁴⁹ Niyazi Berk, *Finansal Yönetim*, 5. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul 2000, 359.

1.2.2.2. Bileşik Getiri

Bir payın her ay sonunda satılıp tekrar alınması durumunda başlangıç dönemindeki değerinin kaç katına ulaştığını gösteren getiri, bileşik getiri olarak ifade edilir ve aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır.⁵⁰

$$BG_n = (1 + G_1)(1 + G_2) \dots (1 + G_n) = \prod_{i=1}^n (1 + G_i)$$

BG_n = “n”ci ay sonuna kadar bileşik getiri

G_i = “i”nci aya ait getiri

n = Dönem (ay) sayısı

1.2.2.3. Gerçekleşen ve Beklenen Getiri

Bir varlık veya yatırımdan beklenen getiri %100 kesinlikle tahmin edilemiyorsa, bu varlık veya yatırımın riskli olduğu ifade edilir. Riskli bir varlığın getirisi de, ancak bir olasılık dağılımı olarak tahmin edilebilir. Olasılık dağılımı, yatırımdan beklenen olası getirilerden her birini ve her bir getirinin yatırımcı tarafından subjektif olarak tahmin edilen gerçekleşme olasılığını göstermektedir.⁵¹

Getiri, gerçekleşmiş olsun ya da olmasın yatırımcılar tarafından beklenilir ve garanti edilmediğinden dolayı basit bir kavram değildir. Dolayısıyla beklenen getiri umulan, arzulanan ve kesin olmayan bir tahmindir.⁵² Hisse senedi yatırımında bulunanlara nakit akışı; nakit temettü ödemeleri ve sermaye kazancı/kaybı şeklinde gerçekleşir.⁵³

İster kısa vadeli varlıklara, ister uzun vadeli varlıklara yatırım olsun, bu yatırım kararıyla ilgili risk ve getiri dikkate alınarak belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiriyi sağlayacak seçeneğin belirlenmesi gerekir. Bu, seçenekler arasında en yüksek getiriyi sağlayacak seçenek seçilir şeklinde anlaşılmamalıdır. Getirinin, kabul edilebilir

⁵⁰ Borsa İstanbul Şirketleri Aylık Fiyat ve Getiri Verileri, Erişim Tarihi: 23 Şubat 2017, <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/sirketler-verileri/aylik-fiyat-ve-getiri-verileri>

⁵¹ Gürsoy, 222.

⁵² Hiriyappa.B, *Investment Management Securities and Portfolio Management*, New Age Publishers, New Delhi 2008, 40.

⁵³ Brealey ve Myers, 61.

minimum getiri düzeyinin üstünde olması gerekir. Kabul edilebilir minimum getiri, işletmenin finansman yapısına ve yatırımın riskine bağlı olarak belirlenir. Yatırım yapılacak varlığın riski arttıkça beklenen getiri de artmalıdır.⁵⁴

Belli bir dönemde elde edilen getiriler ile bu getirilerin gerçekleşme olasılıklarının çarpımları toplamı beklenen getiriyi tanımlamaktadır. Buna göre;

$$E(r) = \sum P_{ij} R_{ij}$$

$E(r)$: i varlığının beklenen getirisi,

P_{ij} : i varlığının j gerçekleşme olasılığını,

R_{ij} : i varlığının j olasılığa ait getirisini temsil etmektedir.⁵⁵

Beklenen getirinin temsilcisi olarak Gerçekleşen getiri (realized return) oranı kullanılmaktadır.⁵⁶ Buna göre gerçekleşen hisse senedi getirisi;

$$r = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0}$$

Formülde;

P_0 = Hisse senedinin şimdiki fiyatı

P_1 = Hisse senedinin yılın sonunda beklenen fiyatı

P_0 = Hisse başına beklenen temettü

Beklenen getiri, piyasa aktifleştirme oranı olarak da bilinmektedir.⁵⁷

Fama ve French (2002)'e göre ise hisse senedinin beklenen toplam getirisi, temettü verimi (temettü/fiyat oranı) toplamı ve beklenen temettü artış oranının (g) toplamına eşittir:

$$E(r) = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Formülde D_1 , yılsonundaki temettü tutarı, P_0 ise hisse senedinin şimdiki fiyatıdır.⁵⁸

⁵⁴ Güven Sevil ve Mehmet Başar, (Ed), *Finansal Yönetim 1*, 1.Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir 2012, 7.

⁵⁵ Niyazi Yörük, *Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB'de Test Edilmesi*, İMKB Yayınları, İstanbul 2000, 23.

⁵⁶ Edwin J. Elton, "Presidential Address: Expected Return, Realized Return, And Asset Pricing Tests", *The Journal of Finance*, 54 (4), 1999, 1199-1220.

⁵⁷ Brealey ve Myers, 61.

1.2.2.4. Anormal Getiri

Finans literatüründe risk, yatırımlardan elde edilecek getirinin beklenen getiriden farklılaşma olasılığı olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım içerisinde risk sadece kötü geliri (beklenenden daha az getiri) değil, aynı zamanda iyi geliri de (beklenenden daha fazla getiri) içermektedir.⁵⁹ Anormal getiri, referans alınan bazı varlıklardan elde edilen getiriler ile bir varlığın getirisi arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Referans alınan varlık risksiz olmakta ve genellikle hazine bonosu getirisi kullanılmaktadır. Basit getiri kullanıldığında i varlığının anormal getirisi;

$$Z_{it} = R_{it} - R_{0t}$$

olmaktadır. R_{0t} referans olarak alınan varlığın getirisidir.⁶⁰ Beklenen getiri ile risksiz faiz oranı arasında ortaya çıkan fark “risk primi” olarak da ifade edilmektedir. Herhangi bir varlığın tahmini risk primi, anormal getirilerin ortalamasıdır.⁶¹ Anormal getiri bir yatırımcının normal olarak alması gereken getiriden farklı olan getiriye verilen isimdir. Normal olarak elde edilmesi gereken getiri, endeks düzeyi veya CAPM’e göre olması gereken getiri olarak tanımlanabilir. Bu tanıma göre, anormal getiri ise, normal olarak elde edilmesi gereken söz konusu getirinin üzerinde bir yatırım aracından elde edilen getiridir. Literatürde, anormal getiri hesaplamalarında çeşitli yaklaşımlar kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlardan bazıları şu şekilde tanımlanmıştır.⁶²

İlk yaklaşım olan CAPM’e göre anormal getiri, modelden elde edilmesi gereken getirinin üzerindeki getiridir. Şöyle hesaplanmaktadır:

$$ar_{it} = r_{it} - r_{fit} - ((r_{mt} - r_{fit})\beta_{it})$$

$$ar_{it} = \text{t dönemindeki aylık anormal getir}$$

$$r_{it} = \text{Hisse senedinin aylık getirisi}$$

$$r_{mt} = \text{Borsa endeksinin aylık beklenen getirisi}$$

$$r_{fit} = \text{Risksiz oran}$$

⁵⁸ Eugene F. Fama ve Kenneth R. French, “The Equity Premium”, *The Journal of Finance*, 57(2), 2002, 637-659.

⁵⁹ Aswath Damodaran, *Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2.Baskı, John Wiley&SonsInc., New York 2002, 60.

⁶⁰ Campbell, Lo ve Mackinlay, 12-13.

⁶¹ Bodie, Kane ve Marcus, 140.

⁶² Karan, 700.

β_{it} = Beta

Anormal getirinin hesaplamasında ikinci yaklaşım, endeks getirisinin üzerindeki getiridir. Bu yaklaşıma göre anormal getiri; hisse senedi (**i**)'nin endekse (**m**) göre, (**t**) günündeki anormal getirisi (ar_{it}), hisse senedi getirisi (r_{it}) ile endeks getirisi (r_{mt}) arasındaki farktır.

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

n adet hisse senedinden oluşan portföyün, endekse göre (**t**) günündeki ortalama anormal getirisi (AR_t) ise, hisse senetlerinin endekse göre (**t**) günündeki anormal getirilerinin (ar_{it}) eşit ağırlıklı aritmetik ortalamasıdır:

$$AR_t = 1/n \left(\sum_{i=1}^n ar_{it} \right)$$

Portföyün endekse göre birikimli ortalama anormal getirisi ($CAR_{q,s}$), portföyün (q)'dan (s)'e kadar olan dönemdeki ortalama anormal getirilerin (AR_t) toplamıdır:

$$CAR_{q,s} = \sum_{t=q}^s AR_t$$

Bu çalışmada anormal getirilerin hesaplanmasında, BIST-100 endeks getirisi kullanılmıştır. Pazar getirisi olarak alınan BIST-100 endeks getirisinden farklı olarak ortaya çıkan getiri **anormal getiri** olarak tanımlanmıştır.

Anormal getirinin hesaplamasında üçüncü yaklaşım, geçmiş verilerden yararlanılarak bir regresyon modelinin oluşturulmasıdır. Modelin katsayılarından yararlanılarak gelecekteki dönemler için getiri öngörülleri yapılmaktadır. Bu durumda anormal getiri, gerçekleşen getiriler ile öngörülen getiriler arasındaki farktır. Model aşağıdaki gibi formüle edilebilir:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it}$$

r_{it} = i hisse senedinin günlük getirisi

r_{mt} = Borsa endeksinin günlük getirisi

ε_{it} = Hata terimi

1.2.2.5. Kâr Payı Getirisi

Kâr payı getirisi, şirketlerin yılsonunda elde ettikleri kârın ortaklara dağıtılması sonucu ortakların elde ettikleri gelirdir.⁶³ Başka bir tanıma göre ise kâr payı getirisi, kanunlar ve ana sözleşmedeki şartlar veya şirketin genel kurul kararlarına göre dağıtılmaya ayrılan yıllık kâra veya dağıtılmayarak şirkete tahsis edilen yedek akçelere hissedarların katılma hakkıdır.⁶⁴

Kar payları, firmadan hissedarlarına periyodik olarak yapılan nakit dağıtımlarıdır.⁶⁵ Nakit temettü ödemeleri, hisse senedi çıkaran firma tarafından hissedarlara yapılan nakit ödemelerdir. Tipik olarak, firmalar tüm kârlarını nakit temettü olarak ödememektedir. Genellikle firma, şirketin piyasa değerini arttırmak için diğer projelere yeniden yatırım yaparak kazancının bir kısmını elinde tutacaktır. Şirketler, hisse fiyatlarını artırma eğiliminde olduğundan sabit bir temettü ödemesi yapmaya çalışmaktadırlar.⁶⁶

Hisseleri borsada işlem gören anonim şirketler, şirketin piyasa değerini artırmak veya korumak için, elde ettikleri kârı Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenen oran ve esaslar çerçevesinde ortaklarına nakit ödeme şeklinde veya mevcut hissedarlarına yeni hisse senedi ihraç ederek bedelsiz vermek suretiyle kâr payı dağıtımını gerçekleştirmektedirler. Böyle olmakla birlikte, otofinansman maksadıyla bazen kârın bir kısmını işletmede bırakma yoluna gidilmektedir.⁶⁷

1.2.2.6. Sermaye Kazancı

Sermaye getirisi (kazancı), varlığın alım fiyatı ile satılacağı fiyat arasındaki farktır.⁶⁸ Zaman içinde payların değerinde meydana gelen artıştan elde edilen gelir sermaye getirisiidir.⁶⁹ Bir yatırımcı, hisse senetlerini satın alma fiyatından daha yüksek bir fiyata sattığı zaman, varlığın alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki olumlu fark olan sermaye kazancını elde eder. Eğer hisse senedi satın alma fiyatının altında bir fiyata

⁶³ T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, *Sermaye Piyasası Araçları*, SPK Yayınları, Ankara 2016, 3.

⁶⁴ Reha Poray, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku*, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul 2005, 753.

⁶⁵ Brealey, Myers ve Marcus, (Çev.: Bozkurt, Arıkan ve Doğukanlı), 117.

⁶⁶ Levy ve Post, 33.

⁶⁷ Yusuf Demir, “İşletmelerin Kar Payı Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 6(1), 2001, 56.

⁶⁸ Hiriya, 40.

⁶⁹ T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, *Sermaye Piyasası Araçları*, SPK Yayınları, Ankara 2016, 3.

satılırsa, bir sermaye kaybı meydana gelir.⁷⁰ Dolayısıyla hisse senedinin alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark pozitif ise sermaye kazancından, söz konusu fark negatif ise sermaye kaybından söz edilir.

1.3. HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Uzun yıllardan bu yana hisse senedi fiyatları ile genel ekonomik durum arasındaki ilişki çeşitli ekonomi ve finans uzmanları tarafından araştırmalara konu edilmiştir. Bunlardan bazıları ekonomik göstergelere dayanarak hisse senedi fiyatlarındaki artış veya azalışın önceden tahmin edilebileceğini ileri sürmüştür. Diğer bazı araştırmacılar ise etkin piyasalar hipotezine dayanarak hisse senedi fiyatlarının piyasadaki tüm beklentileri yansıttığını ve bu nedenle geçmişteki bilgi ve verilerle gelecekteki fiyatların tahmin edilmesinin mümkün olamayacağını ileri sürmüşlerdir. Etkin bir piyasada geçmiş fiyat hareketleri analiz edilerek ortalama pazar getirisinin üzerinde bir getiri elde edilemez. Tüm bu yaklaşımlarla birlikte finansal piyasaların gelişmesi ve serbestleşmesi hisse senedi fiyatlarını ekonomik ve siyasi gelişmelere son derece duyarlı hale getirmiştir.⁷¹ Bu bağlamda yatırımcıların alacakları kararların doğru ve sağlıklı olabilmesi hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesine bağlıdır.

Hisse senedi fiyatlarına etki eden birçok faktör mevcuttur. Bu faktörler, işletme ile ilgili faktörler ve işletme dışı faktörler olarak ikiye ayrılabilir. İşletme ile ilgili faktörler; kâr dağıtım politikası, sermaye artırım, içerden öğrenenler ticareti, manipülasyon, finansal yapı, işletmenin faaliyet konusu ve teşvikler olmak üzere yedi başlıkta incelenmiştir. İşletme dışı faktörler de, makroekonomik faktörler ve diğer faktörler olarak ikiye ayrılmıştır.

1.3.1. İşletme İçi Faktörler

1.3.1.1. Kâr Dağıtım Politikası

İşletmelerde yatırım kararları, finansman kararları ve kâr payı (temettü) dağıtım kararları finansal yönetimin temel politikalarıdır. Kâr dağıtım, işletme kârlarının ortaklara dağıtılması ya da dağıtılmayarak işletme bünyesinde bırakılmasıyla yeniden

⁷⁰ Levy ve Post, 33.

⁷¹ Albeni ve Demir, 2.

yatırıma dönüştürülmesi kararlarını içerir. İşletmelerin kuruluş amaçlarından birisi kâr elde edip, ortaklara bu kârdan dağıtım yapılmasıdır. Kâr dağıtım politikası, hisse senedi fiyatlarının maksimizasyonu açısından da önemlidir. Ancak, bir işletmeden hem büyüme hem de yüksek kâr payı dağıtmasını beklemek birbiriyle çelişmektedir. Çünkü yüksek kâr payı dağıtımını yapılması daha az oto finansman yapılması anlamına gelmektedir.⁷²

Yatırımcılar şirket hakkındaki bilgilere genelde finansal tablolar yardımıyla ulaşırlar. Finansal tablolar ise, çok iyi bildiğimiz gibi, gelecekle değil kapanmış bir hesap dönemiyle ilgili bilgiler içerir. Oysaki ortaklar şirketin geleceği ile çok daha fazla ilgilidirler. Geleceğe ait ipuçlarından biri, şirketin bu yıl dağıttığı temettü miktarıdır. Genellikle istikrarlı temettü ödemeleri yapan bir şirketin dağıttığı temettü miktarında bu yılki dikkate değer bir artış iyiye, ciddi bir kesinti ise kötüye yorumlanır. Zira yatırımcılar düşünür ki, istikrarlı temettüden yana olan şirketler sürdüremeyecekleri düzeyde temettü dağıtmak istemezler. O halde, temettüde ciddi bir artış olmuşsa, bu, yönetimin şirketin gelecekteki karlılığı konusunda iyimser olduğu şeklinde algılanır. Tam tersine temettü miktarındaki ciddi bir kesinti beklentilerin olumlu olmadığını gösterir. Yatırımcılar şirketin gelecekteki nakit girişlerini satın aldıkları için, temettü artışları, söz konusu şirketin hisse senetlerinin piyasa fiyatının artmasına, temettü kesintileri ise piyasa fiyatının düşmesine neden olur.⁷³ Başka bir ifadeyle geçmişte dağıtılan ve gelecekte dağıtılacağı tahmin edilen temettü miktarı hisse senedi fiyatlarına önemli bir etki oluşturur. Hisse senetlerinin getirisi sermaye kazancı ve temettü geliri olduğundan dolayı, şirketlerin temettü ödemeleri hisse senedi fiyatını etkilemektedir. Ancak bu konuda farklı yaklaşımlar mevcuttur. Lintner (1962)⁷⁴ gibi, kâr payı dağıtmanın hisse senetlerinin fiyatını olumlu etkileyeceğini düşünenlerin olmasının yanı sıra; Miller ve Modigliani (1961)⁷⁵ ise hisse fiyatlarına temettü dağıtımının herhangi bir etkisinin olmadığını düşünmektedirler. Dahası Walter (1956)⁷⁶ temettü dağıtmanın hisse fiyatlarına olumsuz etki edeceğini ileri sürmektedir.

⁷² Mehmet Pekkaya, “Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz”. *ZKU Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(4), 2006, 184.

⁷³ Gürsoy, 616-617.

⁷⁴ John Lintner, “Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations”, *The Review of Economics and Statistics*, 44 (3), 1962, 243-269.

⁷⁵ Merton H. Miller ve Franco Modigliani, “Dividend Policy, Growth, And The Valuation Of Shares”, *The Journal of Business*, 24 (4), 1961, 411-433.

⁷⁶ James E. Walter, “Divident Policies and Common Stock Prices”, *The Journal of Finance*, 11(1), 1956, 29-41.

Şirketler, temettü dağıtım politikasını etkileyen faktörleri değerlendirerek, kendi şartlarına uygun bir temettü ödeme politikası belirlemelidirler. Şirketin yatırım fırsatları temettü politikasını etkileyen en önemli faktörlerden birisidir. Dağıtılacak kâr paylarının nakit olarak ödemenin yerine, çoğunlukla hisse senedi vererek şirkette bırakılması sağlanmalıdır. Bu sayede düşük maliyetli oto finansman yapıldığı için, borçlanma ve yeni hisse senedi çıkarma ihtiyacı azalacaktır.⁷⁷

Borsanın tartışılmayacak biçimde değişmeyen yargısı, cimri değil cömert temettü ödemelerinden yanadır. Hisse senedi yatırımcılarının bu yargıyı hesaba katmaları gerekir.⁷⁸ Temettü ödeme dönemi yaklaştıkça bir hisse senedinin piyasa değeri yükselir. Bu yükselişin miktarı, kâr payı ödeme tarihinde ödenecek kar payı miktarına kadar çıkar. Bu tarihte hisse senedinin fiyatı, normal fiyat ve beklenen kâr payı toplamı kadardır.⁷⁹

Crowder ve Wohar (1998) temettü dağıtım ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik geliştirdikleri model aracılığıyla, geçici ve sürekli unsurları modele sokarak daha gerçekçi kısıtları kullanarak hisse senetleri ile temettü ödemesi arasında kuvvetli bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır.⁸⁰

1.3.1.2. Sermaye Artırımı

Sermaye artırımı genel olarak ikiye ayrılmaktadır. Hukuki olarak bir işletmenin tescilli sermayesini artırması bedelli sermaye artırımındır. Hukuki olarak sermayeyi artırmak her zaman reel sermaye artırımını ifade etmez. Artırılan sermayenin ortaklara rüşhan hakkı yoluyla nakden verilmesi sermaye artırımının doğal sonucudur denilebilir. Ortaklar tarafından sermaye artırımının karşılanamaması durumunda ise sermaye halka açılarak artırılır.⁸¹

Sermaye artırımından sonra, hisse senedini elinde bulunduran yatırımcılar rüşhan hakkını kullanarak fazla bir getiri elde edemez. Bu noktada spekülâtörler ellerindeki

⁷⁷ Pekkaya, 194.

⁷⁸ Benjamin Graham, *Security Analysis: Principles and Technique*, 2. Baskı, Mc Graw Hill Companies, New York 1940, 376.

⁷⁹ Yusuf Demir, "Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB'de Bir Uygulama", *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 6(2), 2001, 112.

⁸⁰ William J. Crowder ve Mark E. Wohar, "Stock Price Effects of Permanent and Transitory Shocks", *Economic Inquiry*, 36 (4), 1998, 540-553.

⁸¹ Karşlı, 336-337.

hisse senetlerini satışa çıkarırlar. Beklenen sermaye artırımını uzun süre gerçekleşmese dahi sermaye artırımını beklediği sürece hisse senetleri yüksek fiyattan alınıp satılır.⁸² Dolayısıyla rüçhan hakkı ve sermaye artırımını beklentisi hisse senedi fiyatlarını pozitif yönde etkiler. Rüçhan hakkının kullanımı nedeniyle bir şirketin sermaye artırımına gideceği haberi, hisse senetlerinin piyasa fiyatını yükseltici etki yapar.

1.3.1.3. İçerden Öğrenenler Ticareti (Insider Trading)

İçerden öğrenenler ticareti, şirket ile özel bir ilişki sonucu veya herhangi bir nedenle halka açıklanmamış özel bir bilgiyi elde eden bir kişinin, özel menfaat sağlamak maksadıyla elindeki bilgiyi kullanmak suretiyle şirketin menkul kıymetleri üzerinde ticaret yapmasıdır.⁸³ Başka bir ifadeyle içerden öğrenenler ticareti, kendisi veya başkalarına menfaat sağlamak maksadıyla, henüz kamuya açıklanmamış ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek bilgileri kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapan yatırımcılar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde yarar sağlamak ya da bir zarardan kurtulmak olarak tanımlanabilir.⁸⁴ Genel olarak bu işlemler hem etik hem de yasal olmayan faaliyetler bütününe kapsamaktadır.⁸⁵

Bulundukları şirkette görevleri gereği önemli finansal bilgilere, kamuoyuna açıklanmadan önce ulaşabilen kimselere “Insider” denilmektedir. Bu kişilerin şirket içerisinde elde etmiş oldukları bilgiye ise “Inside Information” denilmektedir. İç bilgi, bir şirketin halka duyurulmadan geleceğe dönük planları veya o zamanki durumu olarak açıklanır. Bu bilgiyi elde edenler, yani terimsel olarak içerden öğrenenler, ellerindeki bilgi aracılığıyla “smart money” adıyla anılan diğer yatırımcıların zararına rağmen, profesyonel yatırımcıların kâr elde etmeleri durumunu ortaya çıkarmaktadırlar.⁸⁶

Özellikle gelişen piyasaların ekonomik çalkantı dönemlerine girdiği süreçte, içerden öğrenenler ticareti nedeniyle asimetrik bilginin ortaya çıkardığı etki daha da ciddi boyutlara ulaşmaktadır. Olumsuz ekonomik şartlardan dolayı finansal açıdan sıkıntıya düşen şirketlerdeki içerden öğrenenler ticaretini yapanlar, söz konusu şirketin

⁸² Osman Barak, Davranışsal Finans Teori ve Uygulama, 1.Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara 2008, 46.

⁸³ Ümit Gücenme, *Türkiye’de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler*, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara 1994, 55.

⁸⁴ Peter-Jan Engelen ve Luc Van Liedekerke, “The Ethics of Insider Trading Revisited”, *Journal of Business Ethics*, 74(4), 2007, 497–507.

⁸⁵ Robert W. McGee, “Analyzing Insider Trading from the Perspectives of Utilitarian Ethics and Rights Theory”, *Journal of Business Ethics*, 91(1), 2009, 65.

⁸⁶ Fehmi Karasioğlu, “İçerden Öğrenenler Ticareti (Insider Trading) ve Türkiye’de Muhasebenin Yatırımcılara Bilgi Sağlama Sorumluluğu”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 3 (Güz), 1998, 115.

iflasından önce ellerinde bulundurdıkları hisselerini satarlar. Bu durumun sonucu olarak diğer yatırımcıların uğrayacağı kayıplar büyük boyutlarda olabilmektedir. Bu işlemi yapan kişilerin amaçları, kamuya açıklanmamış ve hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olabilecek bir bilgiyi, bu etkiyi göstermeden önce kullanarak anormal bir getiri elde etmektir.⁸⁷

1.3.1.4. Manipülasyon

Manipülasyon anlam bakımından, “oyun, entrika, hile, dalavere, hokkabazlık, piyasada yalan yanlış haberler yayarak ve faaliyette bulunarak piyasayı kendi çıkarları doğrultusunda yönlendirme” şeklinde tanımlanmaktadır.⁸⁸ Manipülasyon, arz ve talep koşulları dışında, herhangi bir finansal aracın fiyatının yapay olarak yükseltilmesi, düşürülmesi, belli bir seviyede tutulması veya aktif bir piyasa izlenimi oluşturmak amacıyla yapılan işlemlerdir.⁸⁹ İçeriden bilgi alarak, menkul kıymetin fiyatını etkileme işlemi; yanlış bilgilerin piyasaya yayılmasıyla veya internet ortamındaki yanlış söylem ve ifadeler gibi değişik yollarla ortaya çıkabilir.⁹⁰

Yapılan tanımlarda manipülasyon, yatırımcıları kandırarak bir finansal aracı almaya yada satmaya yönlendirmek veya finansal aracın fiyatını yapay bir seviyede tutmaya dönük davranışlar olarak belirtilmektedir. Sermaye piyasalarında, serbest bir şekilde arz ve talebin karşılaşmasıyla fiyatların belirlenmesine yönelik sürecin kasıtlı olarak engellenmesi şeklinde de tanımlar yapılmaktadır. Söz konusu tanımlara göre; (1) arz ve talebin serbest bir şekilde karşılaşmasını engelleyerek fiyatlara müdahalede bulunmak, (2) insanları kandırarak bir menkul kıymette işlem yapmaya yönlendirmek, (3) finansal araçların fiyatlarını yapay bir düzeyde tutmak, amacıyla yapılan işlemler manipülatif olarak kabul edilir.⁹¹

Manipülasyon üç gruba ayrılabilir.

⁸⁷ Min-Hsien Chiang, Long-Jainn Hwang ve Yui-Chi Wu, “Insider Trading Performance in the Taiwan Stock Market”, *International Journal of Business and Economics*, 3(3), 2004, 240.

⁸⁸ Aydın Alber Yüce, “Sermaye Piyasasında Manipülasyon”, *TBB Dergisi*, 98, 2012, 365.

⁸⁹ Pierre Hillion ve Matti Suominen, “The Manipulation of Closing Price”, *Journal of Financial Markets* 7(4), 2004, 352-353.

⁹⁰ Rajesh K. Aggarwall ve Guojun Wu, “Stock Market Manipulation–Theory and Evidence”, AFA San Diego Meetings, 2003, 1.

⁹¹ Sermaye Piyasası Kurulu, “Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon”, SPK Raporu, 2003, 2.

i. Hareket bazlı manipülasyon; menkul kıymetlerin gerçek değerlerinin değiştirilmesini amaçlayan hareketlere dayanan işlemleri kapsamaktadır.

ii. Bilgi bazlı manipülasyon; piyasada yanlış bilgi yayınlama veya asılsız söylentiler yayarak gerçekleştirilen işlemlerdir.

iii. İşlem bazlı manipülasyon; firma ya da hisse senetlerinin değerini değiştirmek için açıkça gözlemlenebilir bir hareket olmadan, hisse senetlerinin alınıp daha sonra satımı suretiyle gerçekleştirilen işlemlerdir. Burada fiyatlar yapay olarak kontrol altına alınır veya değiştirilir.⁹²

Piyasada işlem yapan yatırımcılar, piyasadaki mevcut durumun hisse senetleri hakkında gerçek durumu yansıttığını düşünürler. Çünkü fiyatlar menkul kıymet piyasasında bir gösterge niteliği taşımaktadır. Bu nedenle, finansal araçlara ilişkin analizlerde, mevcut durum üzerinden hareket edilir. Fakat manipülatif işlemler sayesinde manipülatörler, bu analizlerin isabetsiz olmasına neden olup aşırı getiri elde edebilmektedirler. Finansal aracın fiyatının düşük olacağını bilen bir manipülatörün, bu aracın fiyatını yukarı yönlü etkilemesi neticesinde yüksek fiyattan satış gerçekleştirmesi bu duruma bir örnektir.⁹³ Özellikle manipülasyona derinliği düşük, gelişmekte ve genç piyasalar maruz kalmaktadır.⁹⁴ Manipülasyonun bir piyasada varlığının yatırımcılar tarafından bilinmesi, cesaretlerini kırarak alternatif piyasalara yönelmelerine neden olabilir. Bu durumda söz konusu piyasaların likit varlıkları azalır ve ticaret maliyeti yükselir. Şirketlerin sermaye maliyetini yükselten manipülasyon, firmaların halka açılma eğilimlerini azaltır.⁹⁵

1.3.1.5. Finansal Yapı

İşletmelerde borçlanmanın maliyeti alınan borca karşılık ödenen faizdir. Öz kaynağın maliyeti ise alternatif maliyet (fırsat maliyeti) olarak ifade edilir. Genel olarak borçlanmanın maliyeti öz kaynak maliyetine göre daha düşüktür. Bunun nedeni öz kaynak sahiplerine ödenen kâr paylarının gelir tablosunda gider olarak gösterilmezken,

⁹² Franklin Allen ve Gary Gorton, "Stock Price Manipulation, Market Microstructure and Asymmetric Information", *European Economic Review*, 36, 1993, 624-630.

⁹³ Aggarwall ve Wu, 6.

⁹⁴ Asim Ijaz Khwaja ve Atif Mian, "Unchecked Intermediaries: Price Manipulation in an Emerging Stock Market", *Journal of Financial Economics*, 78(1), 2005, 203-241.

⁹⁵ James Jambalvo, "Discussion of Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1996, 37-47.

borca karşılık ödenen faiz gider olarak gösterildiği için işletmenin daha az vergi ödemesine neden olmasıdır. Dolayısıyla borcun maliyeti vergi etkisi kadar azalmaktadır. Borçlanmanın maliyetinin öz kaynak maliyetine göre daha düşük olması işletmeleri ihtiyaç duydukları fonların önemli bir kısmını yabancı kaynaklardan sağlamalarına neden olur. Yabancı kaynak kullanımı işletmeyi borç ödeme yükümlülüğü altına soktuğu için, ne kadar çok yabancı kaynak kullanılırsa işletmenin finansal riski de o nispette artar. Hem yöneticiler hem de borç verenler işletmenin finansal riskinin çok artmasını istemezler. Bu durum borç kullanımını sınırlar. Zaten artan finansal risk nedeniyle işletmeye kredi verenler belirli bir borçlanma düzeyinden sonra ya işletmeye kredi vermezler ya da yüksek faiz isterler. Bu durum da borçlanmanın maliyet avantajını ortadan kaldırır.⁹⁶

Şirketlerin finansal yapısındaki değişiklikler, söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarını etkilemektedir. İşletmenin finansal yapısındaki değişiklikler, o işletmenin finansal riskini oluşturmaktadır. Ödememe riski olarak da isimlendirilen finansal risk, finansal kaldıraç derecesinin yükselmesi yani faiz ödemesi gerektiren borç kalemlerinin artması, bu faiz ödemelerinin yerine getirilememesi olasılığı olarak ifade edilir.⁹⁷ Hisse senetlerinin fiyatlarının düşmesine neden olan finansal riski artıran en önemli faktörler; yabancı kaynakların yani borçların artması, satışlarda azalmalar, hammadde fiyatlarındaki yükselmeler, işletme performansının azalması, devlet politikalarının değişmesi, rekabetin artması ve işletme sermayesinin yetersiz gelmesidir.⁹⁸

İşletmelerin sabit yükümlülükleri çoğaldıkça finansal riski de çoğalacaktır. Çünkü sabit yükümlülüklerin artması, bu yükümlülükleri yerine getirmek için daha fazla kaynağın temin edilmesi ihtiyacını doğuracaktır. Tasfiye ve iflas riski gibi uzun süreli borçların ödenememesinden doğan risklerin artması hisse senetlerinin piyasa fiyatı üzerinde olumsuz bir etki yapacaktır.⁹⁹

⁹⁶ Bekir Elmas, *Finansal Analiz Uygulamaları*, İmaj Yayınevi, Ankara 2017, 124.

⁹⁷ H. Kent Baker ve Gary E. Powell, *Understanding Financial Management A Practical Guide*, First Published, Blackwell Publishing Ltd, USA 2005, 372.

⁹⁸ Hiriappa, 17.

⁹⁹ Demir, 110.

1.3.1.6. İşletmenin Faaliyet Konusu

İşletmelerin faaliyetlerini sürdürdükleri alan, hisse senetlerinin fiyatını belli bir düzeyde etkilemektedir. Yasal düzenlemeler, tüketim alışkanlıkları, ekonominin genel yapısı ve teşvikler belirli sektörleri ön plana çıkarmaktadır. Ön plana çıkan sektörlerdeki firmaların hisse senetlerinin performansı ve kârlılığı yüksek olmaktadır. Dolayısıyla işletmelerin faaliyet konuları, geleceği etkiler. Kaynak temininin güç, rekabetin yoğun olduğu sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerle, piyasada büyük bir boşluğu dolduran ve faaliyet alanında uzun süre doygunluk beklemeyen işletmelerin hisse senetleri diğerlerine göre daha hızlı değer kazanır.¹⁰⁰

Birden çok iş kolunda faaliyet gösteren firmaların, kârlarında meydana gelen değişimler, bu firmalara ait hisse senedi fiyatlarında belirgin dalgalanmalara neden olabilmektedir. Söz konusu hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcı, sermaye ya da gelir kaybına uğramaktadır.¹⁰¹

1.3.1.7. Teşvikler

Birçok ülke, kalkınma ve ekonomik büyümeye sağladığı katkı yönünden yatırımları teşvik etmekte ve etkin teşvik mekanizmalarını çalıştırmaktadır. Teşvikler belirlenirken, yatırımcıyı çekmek amaçlanmakta ve seçilen teşviklerin mali anlamda maliyetleri ile teşvik sonrası ülkeye olan kazancın dikkatli bir şekilde karşılaştırılması gerekmektedir.¹⁰² Türkiye’de tercih edilen teşvik uygulamaları dünyadaki birçok ülke ile benzer bir şekilde; vergi indirimi, vergi muafiyeti ve yatırım indirimini içeren mali teşvikler, kredi olanakları sağlayan finansal teşvikler, az gelişmiş bölgelere yönelik özel yatırım teşvikleri ve ayrıcalıklı sektörlerle yönelik teşvikler şeklinde sınıflandırılır.¹⁰³

İşletmelere sağlanan teşvikler, maliyet kalemlerinde önemli azalma ve kârda da önemli artışlara neden olmaktadır. İşletmenin artı kâr elde etmesi, dağıtılacak kârlarda da bir artışa neden olacaktır. Dağıtılacak kârın artması ise hisse senedi fiyatlarının yükselmesini sağlayacaktır. Dahası işletme teşvikler yardımıyla faiz riskini azaltarak

¹⁰⁰ Demir, 113.

¹⁰¹ Richard Pike ve Bill Neale, *Corporate Finance and Investment Decisions&Strategies*, Fifth Edition, Prentice Hall, England 2006, 196.

¹⁰² Gülsüm Gürler Hazman, “Türkiye’de Mali Nitelikteki Teşviklerin Doğrudan Yabancı Sermaye Üzerindeki Etkisi: Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi Çerçevesinde Değerlendirme”, *Maliye Dergisi*, 158 (1), 2010, 274.

¹⁰³ Erdal Akdeve ve Erdal Tanas Karagöz, “Geçmişten Günümüze Türkiye’de Teşvikler ve Ülke Uygulamaları”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 37, 2013, 348.

finansal riski düşürecektir. Bu da işletmenin kısa vadeli borçlarına karşı işletmeyi daha emniyetli bir duruma getirecek ve firmanın değerinin artmasına dolayısıyla da o firmanın hisse senetlerinin piyasa değerinin yükselmesine neden olacaktır.¹⁰⁴

1.3.2. İşletme Dışı Faktörler

İşletme dışı faktörler, makroekonomik faktörler ve diğer faktörler olarak iki başlık altında incelenebilir.

1.3.2.1. Makroekonomik Faktörler

1.3.2.1.1. Faiz Oranı

Bireysel ve kurumsal yatırımcılar tarafından tasarruf edilen fonlar finansal sistemde, finansal aracılar aracılığıyla fon talep edenlere belli bir fiyat karşılığında aktarılır. Tasarruf sahiplerinden, finansal aracılar tasarrufları bünyelerinde toplayarak tasarruf sahibine belli bir miktar faiz öderler. Aracılar ödedikleri faiz miktarının üzerine belli bir getiri oranı da ekleyerek topladıkları fonları kredi talep eden yatırımcıya aktarırlar.¹⁰⁵

Geçmiş yıllarda, faiz oranlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin kuvvetli olduğunu ortaya koyan çalışmalar yapılmıştır. Hatta faiz oranları hisse senedine alternatif bir yatırım aracı olan tahvillerin değerini etkileyerek hisse senetlerine olan talebi etkilemektedir.¹⁰⁶ Şirket kârı üzerinde faiz oranlarının iki temel etkisi vardır: (1) faiz ödemeleri bir gider olarak yazıldığından, faiz oranları arttığında şirketin kârları azalır, (2) faiz oranları ekonomik faaliyet düzeyine etki ederek şirket kârını etkileyebilir. Şirket kârlarındaki etkilerinden dolayı faiz oranları hisse senedi fiyatlarını da etkilemektedir. Faiz oranları aşırı yükselirse; hisse senedi yatırımcıları, tahvillerden

¹⁰⁴ Demir, 115.

¹⁰⁵ Mahmudul Alam ve Gazi Salah Uddin, "Relationship Between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries", *International Journal of Business and Management*, 4 (3), 2009, 43-44.

¹⁰⁶ Ömer Yılmaz, Bener Güngör ve Vedat Kaya, "Hisse Senedi Fiyatları ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki Eşbütünleşme ve Nedensellik", *İMKB Dergisi*, 9(34), 1997, 4.

daha fazla getiri elde edebileceklerini düşünerek ellerindeki hisse senetlerini satıp tahvil piyasasına kayabilirler. Bu durum da hisse senetlerinin fiyatını düşürür.¹⁰⁷

Faiz oranındaki herhangi bir değişiklik hisse senedi fiyatlarına birkaç açıdan etki edebilir. Birincisi; faiz oranındaki bir değişiklik borçlanmanın maliyetini değiştirecek ve dolayısıyla firmanın kârlılığı ve temettü ödemesi yapma kabiliyetini etkileyecektir. İkincisi; faiz oranındaki değişiklik, özkaynak yatırımlarının fırsat maliyetini etkileyebilir ve bu da yine hisse senedi fiyatlarını etkiler. Üçüncüsü ise, faiz oranındaki herhangi bir değişiklik, kısa ve orta vadede gerçek faaliyet seviyesini etkileyebilir ve bunun sonucunda beklenen gelecekteki nakit akışlarının değerini etkileyerek hisse senetlerinin fiyatlarına etki eder.¹⁰⁸

Faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin konu edinildiği çalışmalarda, faiz oranındaki artışların hisse senedi fiyatlarını düşürdüğü, faiz oranındaki azalmaların ise hisse senedi fiyatlarını arttırdığı bulgusu yaygındır. Faiz oranları arttığında hisse senedi değerlemede kullanılan iskonto oranı artacağı için yatırımlar öz kaynak piyasalarından borç piyasalarına doğru kayacak ve hisse senedi fiyatlarını düşürecektir. Ters durumda ise tahvillere olan ilgi azalacak ve bu sefer yatırımcılar tahvil piyasalarından hisse senedi piyasalarına doğru kayacaktır. Bunun sonucunda ise hisse senedi fiyatları yükselecektir.¹⁰⁹ Bir başka açıdan, bankalar mevduat faiz oranlarında bir artış gerçekleştirdiklerinde, borç verme faiz oranı da arttıkça, ekonomideki yatırımlar da düşecek ve bu durum hisse senedi fiyatlarının düşmesinin bir diğer nedeni olacaktır. Sonuçta, teorik olarak faiz oranı ile hisse senedi fiyatı arasında ters orantı vardır.¹¹⁰

1.3.2.1.2. Döviz Kuru

Döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasında bir ilişkinin olup olmadığı ve bir ilişki varsa bunun yönü birçok ekonomistin dikkatini hem teorik hem de ampirik

¹⁰⁷ Eugene F. Brigham, *Finansal Yönetimin Temelleri* (Çev. Özdemir Akmut ve Halil Sarıaslan), Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları, 1.cilt, Ankara 1999, 94.

¹⁰⁸ Olan T. Henry, "Regime Switching in The Relationship Between Equity Returns And Short-Term Interest Rates in The UK", *Journal of Banking & Finance*, 33 (2), 405.

¹⁰⁹ Hasan Ayaydın ve Hüseyin Dağlı, "Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler Üzerine Bir İnceleme: Panel Veri Analizi", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(3/4), 2012, 49.

¹¹⁰ Alam ve Uddin, 43-44.

nedenlerle çekmiştir.¹¹¹ Bu alanda yapılan çalışmalar incelendiğinde, farklı temel yaklaşımlara dayanan çalışmalar yoğunluk kazansa da, çalışmaların daha çok geleneksel ve portföy yaklaşımları temel alınarak desteklendiği görülmektedir. Bu durumda döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda “geleneksel” ve “portföy” yaklaşımları, bu ilişkiyi açıklayan çalışmalarda temel alınan modellerin başında gelmektedir.¹¹²

Geleneksel yaklaşım, döviz kurundaki bir değişimin hisse senedi fiyatlarında da bir değişime neden olacağını ileri sürmektedir. Buna göre, döviz kurundaki bir değişim şirketlerin sahip oldukları varlıkları, yükümlülüklerini, girdi maliyetlerini ve rekabet gücünü etkileyecektir. Bu etkilerin sonucunda şirket kârlılığında bir değişim meydana gelecek ve bu durum hisse senedi fiyatına yansımayaacaktır.¹¹³

Portföy yaklaşımı ise, piyasalarda hisse senedi getirilerini artırmaya ve riskleri azaltmaya yönelik meydana gelen her türlü olay ya da yatırımcıların gelecekle ilgili beklentilerinin pozitif yönde değişmesi, döviz kurunu düşürücü bir etkiye sahipken ulusal paranın değerini artıran bir etki yapacağını ileri sürmektedir. Bu yaklaşıma göre, hisse senedi fiyatlarındaki bir azalış sırasıyla para talebini azaltıp faiz oranlarını düşürerek yurtiçi yatırımcıların servetlerinin azalmasına neden olacaktır. Böylece düşük faiz oranları, yatırımcıları portföylerinde daha yüksek oranda yabancı ve daha düşük oranda yerli varlık bulundurmaya yöneltecektir. Yani yatırımcılar yerli varlıkları ellerinden çıkararak yabancı varlıklara yönelirler. Dolayısıyla sermaye, faiz oranı yüksek olan ülkeye yönelecek ve bu da sermaye çıkışı ve döviz kuru artışı ile sonuçlanacaktır. Bu bağlamda döviz kuru ile hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişki olduğu ve bunun neticesinde hisse senedi fiyatlarından döviz kuruna doğru bir nedensellik ilişkisi olduğu ileri sürülmektedir.¹¹⁴ Portföy yaklaşımı geleneksel

¹¹¹ Chien Chung Nieh ve Cheng Few Lee, “Dynamic Relationship Between Stock Prices and Exchange Rates for G-7 Countries”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 41 (4), 2001, 477.

¹¹² Bekir Elmas ve Ömer Esen, “Hisse Senedi Fiyatları ile Döviz Kuru Arasındaki Dinamik İlişkinin Belirlenmesi; Farklı Ülke Piyasaları İçin Bir Araştırma”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim 2011, 154.

¹¹³ Clive W.J. Granger, Bwo-Nung Huang ve Chin-Wei Yang, “A Bivariate Causality Between Stock Prices And Exchange Rates: Evidence From Recent Asian Flu”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40 (3), 2000, 337-354.

¹¹⁴ Golaka C. Nath ve G. P. Samanta, “Dynamic Relation Between Exchange Rate and Stock Prices - A Case for India”, *39th Annual Conference Paper of Indian Econometric Society also Published in NSE News*, 2003, 1.

yaklaşımından farklı olarak nedensellik ilişkisinin negatif yönlü ve hisse senedi fiyatlarından döviz kuruna doğru olduğunu belirtmektedir.¹¹⁵

Sonuç olarak hisse senedi fiyatları ile döviz kurları arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Döviz kurlarında meydana gelen bir artış hisse senedi fiyatlarını düşürecek, döviz kurları düştükçe hisse senedi fiyatları artacaktır. Döviz kurlarının artması ulusal para biriminin değerinin azalması anlamına gelmekte, ulusal paranın değerinin düşmesi ise hisse senetlerinin reel getirisinin azalması anlamına gelmektedir.¹¹⁶

1.3.2.1.3. Para Arzı

Para arzı, bankalarda bulunan ve merkez bankası tarafından doğrudan doğruya kontrol edilemeyen mevduatın toplamından oluşmaktadır. Basit bir formülle ifade edecek olursak;

$$M = C + MEV$$

Formülde para arzı (M), dolaşımdaki nakit para (C) ile mevduatın toplamına eşittir.¹¹⁷ Başka bir tanımlamayla, bir ekonomide dolaşımda mevcut olan para miktarına para arzı denir.¹¹⁸ Para arzı ile ilgili 1960'lı yıllarda ve 1970'li yılların başında yapılan ilk çalışmalar, para arzı değişiklikleri ile hisse senedi fiyatları arasında güçlü bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Sonuçlar, para arzı değişikliklerinin hisse senedi fiyatlarını etkilediğini ve hisse senedi fiyatlarının, para arzı değişikliklerine çok çabuk uyum sağladığını göstermiştir. Dolayısıyla parasal çevre hisse senedi getirilerini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.¹¹⁹

Para arzı ile hisse senedi fiyatları arasında genel kabul gören kanı, para arzında meydana gelen artışların hisse senedi fiyatlarında artışlara neden olduğu yönündedir. Para arzındaki değişimler genel ekonomi üzerinde öncelikle finansal piyasaları etkilemektedir. Para arzındaki artış oranı yüksek ise, piyasa faiz oranı kredi olarak verilebilecek para miktarının artması nedeniyle düşecektir. Ayrıca bu artış oranı

¹¹⁵ Richard A. Ajayi, Joseph Friedman ve Seyed M. Mehdian, "On The Relationship Between Stock Returns and Exchange Rates: Tests of Granger Causality", *Global Finance Journal*, 9 (2). 1998, 241-251.

¹¹⁶ Albeni ve Demir, 6.

¹¹⁷ Rudiger Dornbusch ve Stanley Fischer, "Exchange Rates and the Current Account", *The American Economic Review*, 70 (5), 1980, 960-971.

¹¹⁸ M. Erdal Ünsal, *Makro İktisat*, İmaj Yayıncılık, 3. Baskı, Ankara 2000, 383.

¹¹⁹ Reilly ve Brown, 417.

şirketlerin faaliyetlerini ve ekonomik büyümeyi artırdığı için hisse senedi fiyatlarını artırıcı bir etkiye sahip olacaktır.¹²⁰

Para arzındaki değişiklikler hisse senedi fiyatlarından önce hareket etmesi nedeniyle, para arzı hisse senedi fiyatlarındaki değişikliklerin öncü bir göstergesi olarak kullanılmaktadır. Para arzı tasarruf ve yatırım amacıyla elde tutulan para miktarını da artıracak, artan bu paranın bir bölümünün borsaya yönelmesi sonucunda hisse senedi fiyatları artabilmektedir. Diğer taraftan para arzındaki artışlar genel ekonomide toplam harcamalar yoluyla satışları ve işletmelerin kârlarında artışa neden olur. Şirket kârlarındaki artışın, yatırımcılar için hisse senedine yönelmenin önemli bir nedeni olduğu göz önüne alındığında, hisse senetleri fiyatlarında da artışlar meydana gelecektir.¹²¹

1.3.2.1.4. Enflasyon

Fiyatlar genel düzeyinin izlenmesi amacıyla genel fiyat endeksleri hesaplanır ve bu endekslerin önemli ölçüde ve sürekli olarak yükselmesi enflasyon olarak tanımlanır. Enflasyon, reel borçlanma maliyetini ve borç vererek elde edilen reel getiriyi etkilemektedir. Menkul kıymet borsalarında ise oynaklığın artmasına ve fiyatlardaki değişimlerin tahmin edilebilirliğinde azalmaya yol açmaktadır.¹²²

Enflasyon; Düşük Enflasyon, fiyatların tahmin edilebilir olduğu ve yavaşça yükselme gösterdiği enflasyon türüdür. Dört nala Enflasyon, enflasyon oranının yılda yüzde 20, 100 veya 200'lük çift veya üç basamaklı oranlara çıktığı enflasyondur. Hiper enflasyon ise, oranların %1000'in üzerine çıktığı enflasyondur.¹²³ Enflasyon özellikle gelişmekte olan sermaye piyasalarının neredeyse tümünün karşı karşıya olduğu ciddi bir sorundur.¹²⁴ Enflasyonun ortalama seviyesi ve oynaklığı pek çok ülkeyi etkilemiş

¹²⁰ M. Banu Durukan, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi", *İMKB Dergisi*, 3 (11), 1999, 27.

¹²¹ Albeni ve Demir, 8-9.

¹²² Bradley T. Ewing, "Macroeconomic News and the Returns of Financial Companies", *Managerial and Decision Economics*, 23 (3), 2002, 440.

¹²³ Paul A. Samuelson ve William D. Nordhaus, *Economics*, 16. Baskı, McGraw-Hill Companies, 1998, 581-582.

¹²⁴ Panayotis Alexakis, Nicholas Apergis ve Emmanuel Xanthakis, "Inflation Volatility and Stock Prices: Evidence from ARCH Effects", *International Advances in Economic Research*, 2 (2), 1996, 101-102.

olması nedeniyle, enflasyon ile fiyatlar arasındaki ilişkiyi konu edinen teorik ve ampirik çalışmaları teşvik etmiştir.¹²⁵

Hisse senetlerinin yatırımcısını enflasyona karşı koruduğu ile ilgili iki farklı tanım literatürde ortaya çıkmıştır. İlk tanıma göre, bir varlığın reel getiri oranının sıfıra düşme olasılığı yok edilebiliyorsa o varlık enflasyona karşı koruma sağlayabiliyor demektir. İkinci tanıma göre ise, eğer söz konusu varlığın sadece reel getirisi enflasyon oranından bağımsız ise o varlık enflasyona karşı koruma sağlayabiliyor demektir.¹²⁶

Ancak enflasyonun çok yüksek olduğu dönemlerde yatırımcıların hisse senedine olan güvenleri sarsılmıştır. Hisse senedinden sağlanacak getirinin satın alma gücünde meydana gelen azalış nedeni ile ortaya çıkan riskin hisse senedi değerini de olumsuz yönde etkileyeceği ileri sürülerek enflasyonist dönemlerde hisse senedi getirilerinin yatırımcıyı koruyamadığı belirtilmektedir.¹²⁷ Enflasyonun yüksek olması, yatırımcıların hisse senedinden elde etmeyi bekledikleri getiri ile ilgili kötümser bir bakış açısına yol açar. Bu bakış açısı hisse senedinden beklenen nakit akışlarını ve getiri oranını olumsuz etkileyerek hisse senedi fiyatlarına negatif olarak yansıyacaktır. Bunun sonucunda yükselen enflasyon oranı ile birlikte artan risk, hisse senedi fiyatlarında düşüşe neden olacaktır.¹²⁸

1.3.2.1.5. Gayri Safi Milli Hâsıla

Bir ülkede belli bir zaman diliminde üretilen tamamlanmış ürün ve hizmetlerin toplam değeri Gayri Safi Milli Hâsıla olarak tanımlanır. GSMH bir ülke ekonomisinin genel durumu hakkında bilgi veren önemli makroekonomik değişkenlerden birisi olarak kabul edilir. GSMH'nın arttığı yani ekonominin büyüdüğü dönemlerde hisse senetlerinde de değer artışı gözlenmektedir.¹²⁹

GSMH'da meydana gelen bir artış çarpan etkisi yoluyla reel geliri artırmaktadır. Reel gelir arttıkça o ekonomideki bireylerin kullanılabilir gelirlerinde de artma meydana gelir. Bireylerin gelirlerindeki artış onların mal ve hizmetleri daha çok talep etmelerine

¹²⁵ Bruno Solnik, "The Relation Between Stock Prices and Inflationary Expectations: The International Evidence", *The Journal of Finance*, 38 (1), 1983, 35.

¹²⁶ Zvi Bodie, "Common Stocks as a Hedge Against Inflation", *The Journal of Finance*, 31 (2), 1976, 460.

¹²⁷ Akgüç, 866.

¹²⁸ Durukan, 25.

¹²⁹ Durukan, 26.

yol açacaktır. Bu da toplam talebin yükselmesini sağlayacaktır. Toplam talepteki yükselme, şirket kazançlarını pozitif yönde etkileyecektir.¹³⁰ Şirketlerin faaliyetlerini ve durumlarını yakından takip eden yatırımcılar, takip ettikleri şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparak hisse senetlerine olan talebi artıracaklardır. Bu talebin artması ise hisse senedi fiyatlarını yükseltecektir.¹³¹

1.3.2.1.6. Petrol Fiyatları

Petrol fiyatları modern ekonomilerde sermaye piyasalarını etkileyen önemli değişkenlerden birisi olarak kabul edilmektedir. Genel düşünce, yaşanan çeşitli politik, ekonomik ve finansal krizler sonucu petrol fiyatlarındaki bir değişikliğe karşın sermaye piyasalarının bu duruma tepki vereceği şeklindedir.¹³² Yatırımcılar gerek spekülasyon amaçlı olsun gerekse uzun dönemli yatırım amacıyla olsun yatırım kararı aldıklarında petrol fiyatları ve enerji hisselerini bu karar aşamasında önemli bir gösterge olarak kabul ederler.¹³³

Petrol fiyatlarının ekonomik faaliyetleri etkileyen en önemli unsurlardan biri olmasının yanı sıra piyasadaki genel anlayış hisse senedi fiyatlarının petrol fiyatlarının değişimine tepkisiz kalmadığı yönündedir.¹³⁴ Petrol fiyatlarındaki değişiklikler ile hisse senedi fiyatları ve getirileri üzerine yapılan araştırmalar, bu iki fiyat arasında yakın bir ilişkinin varlığını göstermektedir.¹³⁵

Şirketlerin girdi maliyetlerini doğrudan etkileyen petrol fiyatlarının artması, maliyetlerin artmasına ve şirketlerin nakit akışlarının değişmesine sebep olmaktadır. Maliyetleri artan şirketlerin piyasa değerlerinin düşmesi ve bunun sonucunda hisse senedi fiyatlarının düşmesi beklenebilir. Firmalar doğrudan petrol kullanmıyor olsalar bile, girdilerinde kullanılan maddelerin çoğu petrol ile üretildiğinden dolayı petrol fiyatındaki artış her tür firmaya ve bu yolla da tüm ekonomiye yansımaları

¹³⁰ Albeni ve Demir, 6.

¹³¹ Güven Sayılın ve Cemil Süslü, "Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme", *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 5 (1), 2011, 78.

¹³² Eva Regnier, "Oil and Energy Price Volatility", *Energy Economics*, 29, 2007, 405-427.

¹³³ Sevinç Güler, Ramazan Tunç ve Çağatay Orçun, "Petrol Fiyat Riski ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi; Türkiye'de Enerji Sektörü Üzerinde Bir Uygulama", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24 (4), 2010, 310.

¹³⁴ Erhan İşcan, "Petrol Fiyatının Hisse Senedi Piyasası Üzerindeki Etkisi", *Maliye Dergisi*, 158, 2010, 607.

¹³⁵ Mohan Nandha ve Robert Faff, "Does Oil Move Equity Prices? A Global View", *Energy Economics*, 30, 2008, 991.

mümkündür.¹³⁶ Petrol, birçok mal ve hizmetin üretiminde rol alan önemli bir üretim faktörü olup, fiyatındaki değişim şirketlerin nakit akışını etkilemektedir. Yani petrol fiyatlarındaki bir artış üretim maliyetlerini de artırmaktadır. Üretim maliyetlerinin yükselmesi firma nakit akışlarını azaltmakta ve hisse senedinden elde edilen getirilerin düşmesine neden olmaktadır. Sonuç olarak petrol fiyatındaki artışın sermaye piyasalarına etkisinin negatif olması beklenmektedir.¹³⁷

1.3.2.1.7. Altın Fiyatları

Tüm zamanlarda önem ve değerini artırarak koruyan altın, tarih boyunca insanlar tarafından kullanılan en eski metallerden biridir. Önemli bir değer saklama aracı olan altın, asırlarca para ve mücevher yapımında kullanılan kıymetli bir madendir. Geçmişte altın çoğunlukla para olarak kullanımı düşünülmüşse de günümüzde bir yatırım aracı olarak önemini korumaktadır. Son yıllarda sermaye piyasalarının gelişmesiyle alternatif yatırım araçlarının artması altının önemini bir nebze geriye düşürmüş gibi görünse de, özellikle yakın dönemlerde küresel ekonomide yaşanan finansal krizler, politik istikrarsızlıklar, terör eylemler ve devletler arasındaki siyasi gerginliklerin piyasalardaki riskleri artırmasıyla yatırımcılar tarafından altına yeniden önem verilmeye başlanmıştır.¹³⁸

Hisse senedine alternatif olan kıymetli madenlerin başında altın yer almaktadır. Günümüzde çoğunlukla tasarruf aracı olarak kullanılan altın yıllar boyu devam eden önemini sürdürmektedir. Altın fiyatları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin ortaya çıkarılması amacıyla yapılan çalışmalar, bu iki yatırım aracı arasında ters yönlü bir ilişkinin mevcut olduğunu göstermektedir.¹³⁹

¹³⁶ M. Başaran Öztürk, Gülşar Kurt Gümüş, F. Dilvin Taşkın ve Efe Çağlar Çağlı, “Petrol ve Doğalgaz Fiyatları ile İmalat ve Kimye-Petrol-Plastik Sektörlerinin Endeksleri Arasındaki İlişki”, Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi, 6 (2), 2013, 65.

¹³⁷ Sayılğan ve Süslü, 79.

¹³⁸ Mine Aksoy ve Nuraydın Topçu, “Altın ile Hisse Senedi ve Enflasyon Arasındaki İlişki”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27 (1), 2013, 60-61.

¹³⁹ Albeni ve Demir, 7.

1.3.2.2. Diğer Faktörler

Hisse senedi fiyatına etki eden fakat işletme ile ilgili faktörlerden veya makroekonomik faktörlerden olmayan diğer faktörler; Siyasi faktörler, Spekülasyon ve Anomaliler olarak ele alınabilir.

1.3.2.2.1. Siyasi Faktörler

Borsalarda işlem gören hisse senetleri içinde bulundukları ülkedeki politik beklentilere ve olaylara çok fazla duyarlı olan yatırım araçlarıdır. Siyasi istikrarsızlığın oluşması ve seçim tartışmalarının yoğun bir gündem oluşturması gibi durumlar hisse senetlerinin kırılganlığını daha da artırmaktadır. Yapılan çalışmalar, siyasi faktörlerin finansal faktörlerden daha fazla etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Siyasi istikrarsızlığın yüksek olduğu ülkelerdeki sermaye piyasaları bu durumdan oldukça fazla etkilenir. Politik belirsizliğin olduğu ülkelerdeki piyasalar, yatırımcılar tarafından riskli olarak görülür ve bu piyasalara yatırım yapmaktan uzak dururlar. Siyasi seçimler sermaye piyasalarındaki konjoktürü neredeyse her zaman etkilemektedir. Özellikle seçim sonucunda bir koalisyon hükümeti kurulması durumu söz konusuysa yatırım araçları bu duruma genelde negatif tepki verirler. Seçim sonucunda devletçi politika uygulayan bir partinin iktidara gelme ihtimali varsa, hatta bu parti güvenoyu alana kadar piyasalar durma noktasına gelir. Fakat serbest piyasa görüşünü benimseyen ve ekonomik kalkınma amacı olan bir siyasi partinin iktidara gelme ihtimali güçlü ise piyasalarda belirgin bir canlanma olur.¹⁴⁰

Siyasi olaylar bir ülkedeki menkul kıymet borsası üzerinde son derece önemli bir etkiye sahiptir. Ülke içinde yaşanan siyasi, politik olaylar borsayı etkiler. Siyasi istikrarsızlık, hükümete duyulan güvenin azalması, yönetime yapılan askeri müdahaleler, yolsuzluklar ve ülke parlamentosundaki derin kutuplaşmalar gibi problemler borsayı etkileyebilecek öneme sahip siyasi, politik olaylar olarak gösterilebilir. Bu gibi siyasi, politik istikrarsızlıklar ülke ekonomilerini olumsuz etkiler, olumsuz etkilenen ekonomi de borsayı olumsuz etkiler. Benzeri olayların yaşanmadığı

¹⁴⁰ Muharrem Bakkal, Süreyya Bakkal ve Şükrü Suha Öztürk, *Sermaye Piyasalarında Hisse Senetleri ve Hisse Senetlerini Etkileyen Makroekonomik Faktörler*, Birinci Baskı, Hiperlink Yayınları, İstanbul 2012, 121-122.

ve siyasi istikrarın olduğu bir ülkede de tam tersi olarak olumlu etkiler ortaya çıkabilmektedir.¹⁴¹

Ülkede erken seçim olasılığı yüksekse ya da koalisyon hükümeti kurulması güçlü bir ihtimal ise hisse senedi fiyatlarını tahmin etmek zorlaşır ve fiyatlarda iniş çıkışlar artar. Seçim tartışmalarının olmadığı veya gelecekle ilgili belirsizliklerin büyük oranda ortadan kalktığı ekonomilerde siyasal istikrarın sağlanması ile hisse senedi fiyatlarının ve diğer yatırım araçlarının olumlu yönde tepki vermesi beklenir. Fakat seçimlerin hisse senedi fiyatlarını herhangi bir şekilde etkilemediği yönünde bulgulara ulaşan çalışmalar da mevcuttur. Hudson ve diğerleri (1998) İngiltere'deki seçimlerin, Jones ve Banning (2009)¹⁴² ise Amerika Birleşik Devletleri'ndeki seçimlerin hisse senedi fiyatları üzerinde bir etkiye sahip olmadıklarını ortaya koymuşlardır.¹⁴³

1.3.2.2.2. Spekülasyon

Spekülasyon, malın kullanımıyla elde edilecek faydadan değil, geçerli olan fiyattaki bir değişim beklentisinden kaynaklanan, ilerideki bir tarihte malın yeniden satış (veya alış) niyetiyle alınması (veya satılması) işlemidir.¹⁴⁴ Spekülatörler kısa sürede büyük getiri sağlayacağını ümit ettikleri fırsatları aramaktadır. Gerçek yatırımcıların ilgi duyduğu emniyetli kazançlardan ziyade, çok daha kısa bir zaman dilimi içerisinde anormal ve yüksek düzeylerdeki getiri oranlarıyla ilgilenmektedirler. Yani spekülatörler menkul kıymetlerden elde edilecek gelirlerle değil, onların sağlayacağı sermaye kazançlarıyla ilgilenmektedirler.¹⁴⁵

Yatırımcıların kendi yaptığı tahminlere dayanarak, fiyatının yükselmesini beklediği varlığı satın alması, fiyatının düşmesini beklediği varlıkları ise satması

¹⁴¹ Hisse Senedi Fiyatlarını Belirleyen 10 Faktör, Erişim Tarihi: 18 Nisan 2017, <https://ekonomist.co/yatirim/borsa/hisse-senedi-fiyati-nasil-belirlenir-9648/>

¹⁴² Steven T. Jones ve Kevin Banning, "US Elections and Monthly Stock Market Returns", *Journal of Economics and Finance*, 33 (3), 2009, 273-287.

¹⁴³ Robert Hudson, Kevin Keasey ve Mike Dempsey, "Share Prices Under Tory and Labour Governments in the UK Since 1945", *Applied Financial Economics*, 8 (4), 1998, 389-400.

¹⁴⁴ İsmail Mazgit, "Sermaye Piyasalarında Spekülasyon: Tarihin Tekerrürü", *Gündem*, 44(512), 2007, 8.

¹⁴⁵ Erhan Birgili, Tasarrufların Yönlendirilmesinde Hisse Senedi Verimlilik Analizi ve Değerlendirilmesi, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, İzmir 1994, 10-11.

yoluyla kâr elde etmesidir. Eğer tahminler isabetli çıkarsa kâr, isabetli çıkmazsa zarar edilir.¹⁴⁶

1.3.2.2.3. Anomaliler

Eugene Fama, menkul kıymet fiyatlarının, etkin bir piyasada piyasaya giren tüm bilgiyi yansıttığını ve bundan dolayı hiçbir yatırımcının piyasa ortalamasının üzerinde bir getiriye sahip olamayacağını ileri sürmüştür. Yatırımcılar, yatırım kararı alırken rasyonel olarak davranmaktadırlar ve bu nedenle piyasadaki tüm bilgileri etkin olarak kullandıkları için hiçbir yatırımcı diğerinden ortalama olarak daha fazla kazanç sağlayamaz.¹⁴⁷ Etkin piyasalar hipotezinin iki temel özelliği vardır. Birincisi, yatırımcıların, piyasaya giren tüm bilgilere ulaşabildikleri ve tam olarak sahip oldukları varsayılır. İkincisi ise, yatırımcıların yatırım kararlarını optimal olarak veren rasyonel bilgi işlemcisi oldukları kabul edilir.¹⁴⁸

Fama'nın ortaya attığı etkin piyasalar hipotezine göre hiçbir yatırımcının anormal getiri sağlayamayacağına rağmen bazı çalışmalarda bu teori ile çelişen ampirik bulgulara rastlanılmıştır. Hipotez ile bağdaşmayan bu bulgular için normalden sapma anlamına gelen anomali (anomaly) terimi kullanılmaktadır.¹⁴⁹ Anomali, teori ile örtüşmeyen bir realite veya olağandan farklı bir davranıştır. Yani anomali genel kabul görmüş esas ve ilkelere uyumlu olmayan olağan dışı bir davranış türüdür.¹⁵⁰ Başka bir ifadeyle hisse senetlerinin fiyatları Etkin Piyasalar Hipotezine aykırı olabilmekte ve bu aykırılık anomali kavramı ile ifade edilmektedir.¹⁵¹

Finansal piyasalardaki anomaliler, menkul kıymet fiyatlarının gerçek değerlerini yansıtmalarına engel olmaktadır. Söz konusu anomalilerin finansal piyasalarda varlığı

¹⁴⁶ Markus Hochradl ve Christian Wagner, "Trading the Forward Bias: Are There Limits to Speculation?", *Journal of International Money and Finance*, 29(3), 2010, 423-441.

¹⁴⁷ Eugene F. Fama, "The Behavior of Stock-Market Prices", *The Journal of Business*, 38 (1), 1965, 34-105.

¹⁴⁸ Alon Brav ve J. B. Heaton, "Competing Theories of Financial Anomalies", *The Review of Financial Studies*, 15 (2), 2002, 575-606.

¹⁴⁹ Karan, 287.

¹⁵⁰ Turhan Korkmaz, Ümit Başaran ve Emrah İsmail Çevik, "Yaz Saati Uygulaması Anomalisinin İMKB 100 Endeks Getirisine Etkisinin Test Edilmesi", *Ege Akademik Bakış*, 10(4), 2010, 1140.

¹⁵¹ John Y. Campbell and John H. Cochrane, "By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior", *Journal of Political Economy*, 107(2), 1999, 205-251.

hem piyasanın etkin olmadığına işaret etmekte hem de sermaye varlıklarını fiyatlandırmada yeterli koşulların olmadığını ortaya koymaktadır.¹⁵²



¹⁵² Nilgün Çağlarırnak Uslu, *Finansal Piyasalarda Etkinlik ve Etkinliğin Zayıf Formda Test Edilmesi*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir 2002, 55.

İKİNCİ BÖLÜM

POLİTİK RİSK, BEKLENMEDİK OLAYLAR ve POLİTİK SEÇİMLER

Risk kavramının birçok farklı tanımı bulunmaktadır. Çift taraflı tanıma göre risk; beklenen değerde meydana gelen olumlu veya olumsuz sapmadır. Tek taraflı tanıma göre ise risk; beklenen değerde meydana gelen olumsuz sapmadır.¹⁵³ Literatürde daha çok tek taraflı tanımın ifade ettiği risk kavramı kullanılmaktadır. Risk genel olarak sistematik risk ve sistematik olmayan risk olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Sistematik risk, sistematik faktörlere bağlı olarak varlığın değerinde değişime yol açan ve çeşitlendirme yoluyla tamamen yok edilemeyen risktir. Tüm yatırımcılar, ellerindeki varlık veya borçların değerlerindeki değişim ile ekonomik faktörlere bağlı olarak bu riskle karşılaşır.¹⁵⁴ Sistematik riskler: Enflasyon riski, Faiz oranı riski, Kur riski ve Politik risk gibi farklı başlıklara ayrılmaktadır. Sistematik olmayan riskler ise çeşitlendirme yoluyla ortadan kaldırılabilen ve firmanın kendi özelliklerinden kaynaklanan risklerdir. Bu risk grubu; yönetim riski, finansal risk, faaliyet riski, teknolojik risk ve vade riski gibi başlıklar altında incelenmektedir.¹⁵⁵ Sistematik riskler arasında yer alan politik risk, bu çalışmanın konusu ile yakından ilgili olması nedeniyle aşağıda geniş bir şekilde açıklanmıştır.

2.1. POLİTİK RİSK

2.1.1. Politik Risk Kavramı

Gelişmekte olan ülkelerin özellikle 1970'lerden itibaren kamulaştırma aracılığıyla, şirketlerin sahip olduğu varlık ve gelirleri üzerinde hak sahibi olma kararları, politik risk üzerine yapılan araştırmaların başlangıcı sayılabilir. Ekonomik

¹⁵³ E. Şule Aydeniz, *İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi*, Arıkan Yayınevi, İstanbul 2008, 4.

¹⁵⁴ Pınar Evrim Mandacı, "Türk Bankacılık Sektörünün Taşıdığı Riskler ve Finansal Krizi Aşmada Kullanılan Risk Ölçüm Teknikleri", *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5(1), 2003, 70.

¹⁵⁵ Bernd Reitwiesner ve Andreas Huther, "Wertorientierte Entscheidungsunterstützung", *Diskussionspapier Wl 55 Universität Augsburg*, Augsburg 2000, 9.

araştırma konuları arasında politik riskin yer alması 1980'li yılların başlarına dayanmaktadır.¹⁵⁶

Uluslararası şirketler, yatırım kararlarını vermeden önce yatırım yapmayı planladıkları ülkenin politik koşullarını, yatırımın belirleyicisi olarak değerlendirirler. Politik açıdan hükümetin istikrarlılığı ve sağlamlığı yatırımı çekmede önemli bir faktördür. Rekabetin yoğunlaşması işletmeleri yerel ve bölgesel olmaktan öteye uluslararası alanda faaliyet göstermeye zorlamaktadır. Hiçbir büyük veya küçük şirket, faaliyet göstereceği ülkedeki politik çevreyi göz ardı ederek hayatini sürdürmez.¹⁵⁷

Ülkeler arası sermaye yatırımlarında özellikle hesabedilmesi gereken önemli bir faktör olan politik risk, ister bireysel ister kurumsal bir yatırımcının uluslararası yatırımları sırasında karşılaşılabileceği ve sağlanacak nakit akımlarını olumsuz etkileyebilecek hükümet faaliyetlerini ifade etmektedir.¹⁵⁸ Politik risk, bir şirketi yurt dışında yatırım yapmaktan caydırabilir; başka bir deyişle, bir ülkenin siyasi ortamındaki belirsizlik düzeyinin yüksekliği, yabancı sermayeyi ülkeye çekmekte zorluk yaratabilir.¹⁵⁹

Politik risk kavramı ile ifade edilmek istenen; her hangi bir ülkede bir yatırım yapıldıktan sonra ortaya çıkabilecek olan “hükümetlerin oyunun kurallarını değiştirebilmesi tehdididir”. En kötü ihtimalle, kamulaştırma işlemi ile bir yatırımcının varlıkları hiçbir karşılık sunulmadan devletin eline geçebilmektedir. Buna benzer bir şekilde elde edilen şirket kârlarının ülke sınırları içerisinde alıkonulmasını sağlayabilmektedirler.¹⁶⁰ Politik riskler daha çok politik güçlerin ekonomik hayatta yol açabileceği politik, sosyal ve ekonomik çevrede ortaya çıkan ilişkilerde olumsuz etkilerini ifade etmektedir.¹⁶¹ Olası siyasi, ekonomik krizler ve bunlara ilaveten savaş gibi durumların yaşanmasıyla oluşan risktir. Bu durumlarla birlikte döviz kurlarındaki

¹⁵⁶ Philipp Harms, *International Investment, Political Risk and Growth*, 1.Edition, Kluwer Academic Publishers, New York 2000, 95.

¹⁵⁷ Diogo Faria de Moura vd., “An Analysis of the Political Risks Environment in American Developing Countries”, *International Journal of Academic Research*, 3 (4,) 2011, 289.

¹⁵⁸ Geert Bekaert, Campbell R. Harvey, Christian T. Lundblad ve Stephan Siegel, “Political Risk and International Valuation”, *Journal of Corporate Finance*, 37, 2016, 1-23.

¹⁵⁹ Warren J. Keegan ve Mark C. Green, Çeviri Rezan Tatlıdıl, *Küresel Pazarlama*, 7.Baskıdan çeviri, Nobel yayınları, Ankara 2015, 129.

¹⁶⁰ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers and Alan J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, Third Edition, McGraw-Hill Primis Custom Publishing, USA 2001, 616.

¹⁶¹ Antti Loikas, *A Government Analysis of Political Risk: Exploring Equilibrium, Instability and Pluralism at the Local, National and Supranational Level in Europe*, Turku School of Economics and Business Administration, Finland 2003, 62.

dalgalanmalar, yabancı sermaye yatırımındaki azalmalar ve benzeri durumlar da bu riskin kapsamına dâhil edilebilir.¹⁶² Başka ülkelerdeki finansal varlıklara yatırım yapan yatırımcılar, yatırım yaptıkları ülkenin politik riskini de taşımak zorundadır. Bu ülkelerde yaşanabilecek hükümet krizleri, olası uluslararası gerginlikler ve savaşlar akla ilk gelen politik risklerdir. Ülkelerin yabancı sermaye politikalarında yaşanabilecek gelişmeler de yine politik risk kapsamında değerlendirilmelidir. Yabancı sermayenin dolaşım serbestisinde ya da ilgili vergi mevzuatında olabilecek değişiklikler bu tip gelişmelere örnek gösterilebilir.¹⁶³

Franklin R. Root'a göre (1972); politik risk, "Uluslararası işletme hareketlerinde kâr veya maddi varlıkların kaybına yol açan savaş, ihtilal, askeri darbe, kamulaştırma, vergilendirme, döviz sınırlamaları ve ithalat sınırlamaları gibi farklı olayların olabilirliği" olarak tanımlanmaktadır. Politik risk faktörleri ise, seçim sistemi ve zamanları, dış politika gelişmeleri, demokrasinin ne ölçüde yerleştiği, politik lider veya gündemdeki değişimler, koalisyonların yapısı, muhalefetin durumu ve Merkez Bankası'nın bağımsızlık derecesi şeklinde özetlenebilir. Özellikle genel seçimler, hükümet ve muhalefetin güç dengesi, hükümetin istikrarı, sosyal huzursuzluk ve karışıklık, silahlı mücadeleler, yerel ayaklanmalar ve isyanlar piyasaları etkileyebilecek politik riskler arasında yer almaktadır.¹⁶⁴

Sethi ve Luther (1986)¹⁶⁵ politik risklere karşı önlem alınabilmesi için önce nedenlerinin ve kaynaklarının araştırılarak tanımlanması gerektiğini ifade etmişlerdir. Onlara göre politik riskler yalnızca politik şartlardan oluşmaz, birbirleriyle bağlantılı politik, ekonomik ve sosyokültürel oluşum ve nedenlerden ortaya çıkabileceğini belirtmişlerdir.

Hükümet veya politik kurumlardan kaynaklanan belirsizliklerin yanı sıra ev sahibi ülkelerde politik risklerin azınlık grupların ve ayrılıkçı hareketlerin etkisiyle de ortaya çıktığını ileri süren Dünya Bankası, politik riski "işletme faaliyetlerinin ev sahibi ülke veya uluslararası çevredeki politik güçler ve olaylar kanalıyla kesintiye uğraması"

¹⁶² Üstünel, 4.

¹⁶³ TSPAKB, *İleri Düzey Lisanslama Kılavuzları, Finansal Yönetim*, İstanbul 2012, 100.

¹⁶⁴ Ayşe Gül Bölükbaşı ve Dina Çakmur Yıldıztan, "Yapısal Kırılma Altında Politik Riskin Bireysel Emeklilik Sistemine Etkilerinin Analizi", *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 2(3), 2010, 14-15.

¹⁶⁵ S.Prakash Sethi ve K.A.N. Luther, "Political Risk Analysis and Direct Foreign Investment: Some Problems of Definition and Measurement", *California Management Review*, 28 (2), 1986, 57-68.

olarak tanımlamaktadır.¹⁶⁶ Politik risklerin yaygın olarak sık sık hükümet değişimlerinin olduğu az gelişmiş ülkelerde görüleceği öngörülmektedir. Ancak gelişmiş ekonomilerde de bu tür risklere rastlamak mümkündür.¹⁶⁷ Yabancı yatırımcılar için politik risk; muhtemel kamulaştırmadan, mal, hizmet ve işgücü arasındaki bozulmadan ve politik müdahaleden kaynaklanan fon kayıplarını kapsamaktadır. Politik risk etmenleri, gelişmekte olan ülkelere girmeye çalışan yabancı yatırımcılar için farklı bir önem teşkil etmektedir. Politik risk, değişen hükümetlerle sınırlandırılabilir. Ancak Fransa gibi bazı ülke hükümetlerinin politikaları, Japon yatırımlarını sınırlandırmaktadır. Bu da, politik riskin yüksek derecede endüstrileşmiş ülkelerde yatırım yapan firmalar için de geçerli olduğunu göstermektedir.¹⁶⁸

Politik riski oluşturan gruplar farklı olabildiği gibi, politik risk de birçok farklı kaynaktan beslenebilmektedir. Söz konusu riskin etkileri de çok yönlü olabilmektedir.¹⁶⁹

Politik Riskin Kaynakları

- Birbirleriyle rekabet halinde olan veya sürekli değişen politik felsefeler,
- Değişen ekonomik koşullar,
- Toplumsal kargaşa,
- Silahlı çatışmalar veya terörizm,
- Aşırı milliyetçilik,
- Olası politik bağımsızlık,
- Yerel iş gruplarının kazanılmış hakları,
- Rekabet halinde olan dini gruplar,
- Yeni oluşturulmuş uluslararası anlaşmalar.

Politik Riski Oluşturan Gruplar

- Mevcut hükümet ve onun çeşitli kolları,
- İktidarda olmayan fakat politik nüfuza sahip olan karşıt gruplar,
- Örgütlenmiş öğretmenler, öğrenciler, işçiler, emekliler gibi çıkar grupları,

¹⁶⁶ World Bank Group, *World Investment and Political Risk*, The International Bank for Reconstruction and Development, USA 2011, 21.

¹⁶⁷ Alan M. Rugman and Simon Collinson, *International Business*, Prentice Hall Financial Times, 4. Basım, London 2006, 376.

¹⁶⁸ Mustafa Emir ve Ahmet Kurtaran, "Doğrudan Yabancı Yatırım Kararlarında Politik Risk Unsuru", *Karadeniz Teknik Üniversitesi İİBF İşletme Bolumu Dergisi*, 2005, 4.

¹⁶⁹ Rugman ve Collinson, 378.

- Ülkede faaliyet gösteren terörist veya anarşist gruplar,
- Dünya Bankası veya Birleşmiş Milletler gibi uluslararası organizasyonlar,
- Ülkeyle uluslararası anlaşmalar içinde olan yabancı hükümetler.

Politik Riskin Etkileri

- Varlıkların bedelli veya bedelsiz kamulaştırılması,
- İşe alma politikaları ve ürün imalatıyla ilgili hareket serbestisinin sınırlandırılması,
- Anlaşmaların tekrar gözden geçirilmesi veya iptali,
- Terörden, ayaklanmalardan, vb'den kaynaklanan can veya mal kaybı,
- Kârların transfer edilebilmesi gibi finansal özgürlüklerin azalması,
- Artan vergiler ve diğer finansal cezalar.

Farklı kaynaklar tarafından farklı farklı tanımlanan politik risk tanımlamaları dört temel bölüme ayrılabilir:

Politik Risk;

1) Politik çevreden kaynaklanan ancak tanımlanmamış ve belirlenmemiş bir risktir.

2) Hükümetlerin faaliyetleri, müdahaleleri veya hükümet uyuşukluğu ve bunların olumsuz etkileri olarak tanımlanmıştır.

3) Politik oluşumlar, politik olaylar, ülke yönetiminin değişmesi veya şiddet olayları gibi politik zorlamaların belli bir endüstri veya şirketi hedef alması olarak tanımlanmıştır.

4) Yatırımın yapıldığı ülkede ortaya çıkan politik risk, işletmelerin hedeflerinin sapmasına ve daha düşük kazanç elde edilmesine neden olur. Bütün bu tanımlamaların ortak noktası hepsinin politik olaylara doğru yönelmeleridir.¹⁷⁰

¹⁷⁰ Mark Fitzpatrick, "The Definition and Assessment of Political Risk in International Business", *Academy of Management Review*, 8 (2), 1983, 249-254.

2.1.2. Politik Risk Kaynakları

2.1.2.1. Terörizm

Aralarında Keynes, Pigou, Meade ve Robbins'in de bulunduğu önde gelen ekonomistler, Birinci Dünya Savaşından İkinci Dünya Savaşına kadar, ekonomiye etkileri bakımından savaş ve barış dönemlerini ve bu dönemlerin birbirleriyle etkileşimini araştırmışlardır. Savaş ve barış dönemlerinin ekonomik sonuçları ile uzun yıllardır ilgilenmişlerdir. Teröre ve terörün ekonomiye olan etkisine ise savaşlara göre daha az önem atfedilmiştir. Ancak bu durum son yıllarda yaşanan uluslararası terör olaylarından sonra değişmeye başlamıştır.¹⁷¹ Terörizm sadece insanları öldürmekle kalmayıp, aynı zamanda demokratik kurumlara korku salmakta, ekonomilerin altını oymakta ve bölgeleri geri bırakarak istikrarsızlaştırmaktadır.¹⁷²

Terörizm, oldukça kompleks ve sürekli değişen, ulusal ve uluslararası gündemde hep önde olan bir olgudur. 1960'lı yıllardan bu yana terörizm, araştırmaların temel konusunu oluşturmakla beraber terörizmin küresel yapısı 11 Eylül saldırılarından sonra daha da belirginleşmiş, hiçbir ülke ve bireyin kendisini tam bir güven içerisinde hissetmediği bir sürece girilmiştir. Çok eskiden beri var olan bir savaşın adıdır terör. Ancak 11 Eylül 2001'de ABD'de, 2004'te İspanya'da, 2005'te de İngiltere'de gerçekleştirilen terör saldırılarından sonra özellikle batıdaki ülkelerin ortak endişesi haline gelmiştir.¹⁷³

Terör saldırılarının hemen ardından, medyada bu saldırıların finansal piyasalardaki etkisi geniş ölçüde tartışılır. Hisse senedi fiyatları terörizmin ekonomik zararlarının göstergesi anlamında önemli bir bilgilendirici ölçüdür. Hisse senedi fiyatları, bir şirketin gelecekteki ve beklenen kazançlarını gerçekleştirme ihtimalini yansıtmaktadır.

Terör saldırıları nedeniyle;

¹⁷¹ İnönü Akgül Alp, "Terörün Ekonomik Etkileri", *Uluslararası Güvenlik ve Terörizm Dergisi*, 4 (1), 2013, 2.

¹⁷² Charles Tilly, "Terror Terrorism Terrorist", *Sociological Theory*, 22 (1), 2004, 5.

¹⁷³ Serdar Öztürk ve Kamil Çelik, "Terörizmin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri", *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 1 (2), 2009, 87.

1) Güvenlik önlemleri maliyetindeki artış, üretim ve iş yapma maliyetlerini artırarak tüketicilerin –sivil havacılık sektöründe olduğu gibi- talebini azaltıp beklenen kârların daha da düşmesine yol açar.

2) Terörizm, bir firmanın piyasadaki beklentileri hakkındaki belirsizliği artırdığı için risk primini de yükseltmektedir.¹⁷⁴

11 Eylül saldırıları sonrasında havayollarına ve otellere olan talep ciddi bir şekilde azalmıştır. Diğer taraftan, sigorta şirketleri, uçakların da terör saldırılarında kullanıldığı gerekçesiyle havayolu şirketlerinin sigorta primlerini yükseltmiştir. Bu durum, söz konusu şirketlerin borsadaki hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olmuştur. Fon yöneticileri, portföylerinde havayolu şirketlerinin hisselerini azaltmaya gitmiş ve sonuçta bu durum havayolu şirketlerinin piyasa değerlerinde önemli düşüşlere yol açmıştır.¹⁷⁵ Havacılık sektöründeki bu durum, terör saldırılarının hisse senedi fiyatlarına etkisini yansıtmaması bakımından önemli bir örnek olabilir.

2.1.2.2. Politik İklim

Politik iklim kavramı, akla ilk olarak siyasi sistemin istikrarını getirmektedir. Sık hükümet değişimlerinin olduğu bir ülkede, bu değişimler beraberinde radikal politikaları getiriyor ya da şiddetli toplumsal çatışmaları yansıtıyorsa, bu durum işletme faaliyetleri için güvensiz bir ortamın göstergesidir.¹⁷⁶ Siyasi çalkantılar ve rejim değişiklikleri, genellikle ekonomik faktörlerle bir arada bulunmaktadır. Örneğin insan kaynakları gelişimi kişi başı milli gelir seviyesinin ötesine geçtiğinde toplumsal huzursuzluklar baş göstereceği “toplumsal performans aralığı” kavramı ile ifade edilmektedir. Buna göre bir ülkede performans aralığı ne kadar yükselirse, kişilerin geliri, eğitim seviyesiyle ölçülen insan kaynakları kalitesinin ne kadar ardında kalırsa, beklentileri karşılanmayan toplumsal gruplar doğrudan şiddete olmasa da, sistem değişikliklerine yol açmaktadır. Bu değişim özellikle az gelişmiş ülkelerdeki yabancı yatırımlar üzerinde kamulaştırma gibi doğrudan etkilere yol açabilmektedir. Ayrıca

¹⁷⁴ Bruno S. Frey, Simon Luechinger ve Alois Stutzer, “Calculating Tragedy: Assessing the Costs of Terrorism”, *Journal of Economic Surveys*, 21, 2004, 13.

¹⁷⁵ Tilman Brück ve Bengt A. Wickström, “The Economic Consequences of Terror: A Brief Survey”, *School of Social Sciences and Cultural Studies University of Sussex*, (3), 2004, 4.

¹⁷⁶ Anthony Annett, “Social Fractionalization, Political Instability, and the Size of the Government”, *IMF Staff Papers*, 48, (3/4), 2001, 564-565.

işletmelerin, siyasi istikrarsızlık ya da istikrarlı bir hükümetin değişen politikaları gibi risk faktörleriyle karşılaşması mümkündür.¹⁷⁷

Her ulusun aynı zamanda, hükümetinin yasal sisteminin ve bireylerinin politik sistemle olan ilişkilerinin görece önem derecesine göre içeriği değişen kendi politik kültürü vardır. Kendi ülkesi dışında iş yapan her kuruluş, hedef ülkenin politik kültürünü dikkatlice incelemeli ve politik çevrenin ürettiği kanunları analiz etmelidir. Bu inceleme iktidar partilerinin özerklik politikaları, politik risk, vergiler, öz sermaye azalmaları ve kamulaştırmaları da içine almaktadır.¹⁷⁸ Bir hükümetin aşırı sağ ya da aşırı sol eğilimli olma derecesi, muhafazakâr ya da liberal olması bu eğilimlerin tipik göstergeleri, komünist partisinin büyüklüğü, yasamadaki sosyalist sandalyeler, aşırı dinci partilerin durumu ve politik süreç içerisinde ordunun rolü ülkedeki politik iklimin göstergesidir. Ev sahibi ülkelerin kamu politikaları sayesinde yerel çevreyi şekillendirmek ve milli amaçlarını gerçekleştirmek için uluslararası işletmelerin faaliyetlerini etkilemeye çalıştıkları düşünüldüğünde politik iklimin diğer politik risk etmenleri karşısında en dolaylı olduğu anlaşılabilir. Uluslararası işletmelerin yatırımlarına sıcak bakılmadığı ülkelerde, uluslararası işletmelerin bir hükümet müdahalesiyle karşılaşma olasılığı çok yüksektir. Bu nedenle söz konusu işletmelerin politik manzarayı her yönüyle araştırmaları gerekmektedir.¹⁷⁹ Türkiye açısından, politik ortamın finansal piyasalara yansımalarının en belirgin örneği; Şubat 2001’de, zaten Kasım ayından beri devam etmekte olan ekonomik ve mali sistemdeki kırılgan ortamın Milli Güvenlik Kurulu’nda Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında yaşanan bir anlaşmazlık sonucu tavan yapması olmaktadır. Bu gerilim, yatırımcılar arasında politik riskin arttığı yönünde bir algı oluşturmuş ve finansal piyasalarda önemli dalgalanmalar yaşanmasıyla sonuçlanmıştır.¹⁸⁰

2.1.2.3. Ekonomik İklim

Bir ülkedeki ekonomik iklim, söz konusu ülkedeki bütçe açıkları, borçları, faiz oranları, enflasyon oranları ve istihdam oranlarına ilişkin makroekonomik göstergeler

¹⁷⁷ Jeffrey D. Simon, “Political Risk Assessment: Past Trends and Future Prospects”, *Columbia Journal of World Business*, 17 (3), 1982, 67.

¹⁷⁸ Keegan ve Green, (Çev: Tatlıdil), 127.

¹⁷⁹ Ercan Gegez, Müge Arslan, Emrah Cengiz ve Mert Uydacı, *Uluslararası Pazarlama Çevresi*, Der Yayınları, İstanbul 2003, 159.

¹⁸⁰ Lale Erdem Karabıyık, *Türkiye’de Finans Tarihi*, Vipaş Basım, Bursa 2001, 48.

ile hükümetin yatırım ortamlarına ilişkin tutumlarındaki değişiklikler ve beklentileri kapsamaktadır.¹⁸¹ Ekonomik iklim temeline dayanan politik riskin artma ihtimalini gösteren birçok belirti vardır. Ekonomik düşüşe eşlik eden para değerindeki düşüşler politik suların ısınmasının bir göstergesidir. Paranın değiştirilebilir olmadığı ülkelerde uluslararası firmaların kârlarını kendi ülkelerine yollamasını engelleme riski vardır. Söz konusu risk yüksek gelirli ülkelerde, düşük gelirli ülkelere göre oldukça sınırlı kalmaktadır.¹⁸²

Ekonomik yönlü politik riskin bir diğer unsuru, ülkedeki hükümetin ekonomik politikalarının rengidir. Özellikle yabancı yatırım karşıtı ve millileştirme taraftarı politikalar ya da bu politikaları benimseyen siyasi partiler, uluslararası işletmeler ve yabancı yatırımcılar açısından, her zaman için politik riske dönüşebilecek faaliyetleri uygulamaya geçirebilirler. Ekonomilerin gelişmişlik düzeyi, ülkedeki politik riskin düzeyini etkileyebilmektedir. Gelişmiş ekonomilerde politik risklerin daha zayıf kalabileceği söylenebilmektedir.¹⁸³ Örneğin 1980’li yılların başlarında Çin Halk Cumhuriyeti ekonomisindeki finansman açığı ve yüksek enflasyon gibi sorunlar nedeniyle yatırım ve işletme faaliyetleri açısından riskli bir ülke tablosu çizmekteydi. Ancak günümüzde Çin Halk Cumhuriyeti, özellikle sunduğu büyük pazar fırsatı dikkate alındığında bu kategorinin bir hayli dışına çıkmış ve önemli bir yatırım cazibesi olan bir ülke haline gelmiştir.¹⁸⁴ Ayrıca mevcut iktidarın ekonomi hedefleri de politik riskin önemli bir kaynağını teşkil etmektedir. Hükümetin ve siyasi partilerin ekonomi politikaları ile kamulaştırma yanlısı yaklaşımları, yatırımcılar açısından her zaman politik risk taşıyan göstergeler olmaktadır.

2.1.2.4. Yerel İstikrarsızlık

Yerel istikrarsızlık ve bunun işletmeler üzerindeki etkisi politik risk alanındaki önemli çalışma konularından birisidir. İstikrarsızlığın nedenine göre, işletme üzerindeki etkisi değişmektedir. Bu başlık altındaki risk temelleri söz konusu ülkeye özgü ve yerel

¹⁸¹ James Meadowcroft, “Engaging with the Politics of Sustainability Transitions”, *Environmental Innovation and Societal Transitions*, (1), 2011, 70-75.

¹⁸² Alan Levinsohn, “New Geopolitics Spotlights Political Risk Management”, *Strategic Finance*, 83 (7), 2002, 40.

¹⁸³ Adel Al Khattab, John Anchor and Eleanor Davies, “Managerial Perceptions of Political Risk in International Projects”, *International Journal of Project Management*, (25), 2007, 737.

¹⁸⁴ Gegez, Arslan, Cengiz ve Uydacı, 157.

özellik taşıması dikkati çekmektedir.¹⁸⁵ Suikastlar, büyük gerilla savaşları ve hükümet krizleri yerel istikrarsızlık içerisinde sayılabilecek önemli durumlardır. Ayrıca sivil kargaşa ve etnik çatışma tehdidi de yerel istikrarsızlık olarak kabul edilmektedir. Yerel istikrarsızlık sonucu ortaya çıkan politik çatışma işletmeler üzerinde etkili de, etkisiz de olabilir. Örneğin İran'da Şah yönetiminin görevden uzaklaştırılması pek çok batı işletmesi için önemli kayıplara neden olmuştur. Öte yandan Mısır Devlet Başkanı Enver Sedat'ın suikast sonucu öldürülmesi işletmeler için hiçbir iş kaybıyla sonuçlanmamıştır. Ancak çoğu zaman yerel istikrarsızlığın hoş olmayan politik risk durumlarının ortaya çıkmasına temel oluşturduğu kabul edilmektedir.¹⁸⁶

Uluslararası ticari ilişkilerde hükümetler önemli birer oyuncudurlar. Her hükümet, ülkesinin üretim ve ticaret alanlarında gelişmesini ve büyümesini desteklemelidir.¹⁸⁷ Ülkemizde 1990'lı yıllarda iktidara gelen hükümetlerin ortalama yaşama süresi 8 aydı. 1960-1971 yılları arasındaki hükümetlerin ömrü 1 yıl 3 ay; 1971-1980 yılları arasında 7 ay; 1980-1989 yılları arasında ise 1 yıl 6 aydı. Sık sık değişen hükümetler, öncelikle, diğer politikalar gibi ekonomi politikalarının da sürdürülmesine engeldir, çünkü her hükümet kendi anlayışı çerçevesinde politikaları yürütmek istemektedir. Dolayısıyla bir hükümetin yaşam süresini aşacak vadelerde sonuç verecek politikalar uygulanamaz durumda kalmaktadır. Ayrıca sıklaşan seçimler seçim giderlerini sürekli hale getiriyor ve bunun sonucunda ise seçimlere yapılan harcamaların artması nedeniyle devlete yüklenen giderlerin payı yükselmektedir.¹⁸⁸

2.1.2.5. Savaş Hareketleri

Savaş hareketleri bir ülkenin çeşitli nedenlerle diğer bir ülkeye karşı açıkça düşmanlık gösterdiği durumdur. Bu durum sıcak temasın yaşandığı çatışmalardan, diplomatik ilişkilerin kesildiği soğuk savaşa kadar değişik seviyelerde oluşabilmektedir. Politik risk kaynaklarının en etkilisi olan savaş, işletmelerin yatırımlarına açık bir şekilde etki eder. Fiziksel tesislerin apaçık ortadan kaldırılmasının haricinde savaş ekonomiyi bozar ve çok yönlü şekillerde kayıplar getirir. Savaş durumu, sadece çatışan

¹⁸⁵ Oscar Shub and Robert Carey, "Recent Developments in Political Risk Insurance in the Asia Pacific Region: An Antipodean Perspective", *FDCC Quarterly*, 57 (3), 2007, 282-283.

¹⁸⁶ Gegez, Arslan, Cengiz ve Uydacı, 155-156.

¹⁸⁷ Khattab, Anchor ve Davies, 734.

¹⁸⁸ Gülten Kazgan, *Tanzimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi*, 4. Baskı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul 2009, 287.

ülkelerde değil diğer ülkelerde de politik riske neden olabilmektedir.¹⁸⁹ Ülkedeki güven ortamını sarsması, ekonomik ve politik istikrarsızlığa yol açması nedeniyle savaş hareketleri politik risk kaynağı olarak ortaya çıkmakta ve yalnızca gelişmekte olan ülkelerde değil gelişmiş ekonomilerdeki yatırımları da olumsuz etkilemektedir. Yatırımcılar savaş hareketleri nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak yatırım faaliyetlerinin kesintiye uğraması veya kaynaklarında zarara uğrama gibi olumsuzluklara maruz kalabilmektedirler.¹⁹⁰

Diplomatik ilişkilerin kesilmesinden sıcak temasların yaşandığı ortamlara kadar uzanan savaş hareketlerinin, çatışan ülkeler ile birlikte çevredeki ülkeleri de politik riske maruz bıraktığı görülmektedir. Örneğin 1990-1991 döneminde yaşanan Körfez krizi bir yandan Türkiye'nin kamu finansman açıklarının artmasını etkilemiş diğer yandan da yatırım ortamını olumsuz etkilemiştir.¹⁹¹ 2003 yılının Mart ayında başlayan ABD ile Irak arasındaki savaş, çevre ülkelerdeki uluslararası işletmelerin politik risklerle karşı karşıya kalmalarına neden olmuştur. Bu denli büyük savaş hareketlerinin oluşması durumunda ülkelerdeki zararlar sadece o ülkelerde yatırım yapan uluslararası işletmelerle sınırlı kalmayıp ticari ilişkilere de sıçrayabilir.¹⁹²

2.1.2.6. Kamulaştırma

Kamulaştırma; yatırımın mülkiyetini, kontrolünü veya haklarını azaltabilecek dahası ortadan kaldıracabilecek, devletin herhangi bir kurumunun ayrımcı davranışlarından kaynaklanan yatırım kaybıdır.¹⁹³ Politik risk kaynakları arasında en sert ve en öne çıkan bir politik risk kaynağıdır. Kapsamına göre bazı belirli yabancı şirketlere yönelik olarak ortaya çıkabileceği gibi, tüm endüstri ve ülkenin

¹⁸⁹ Llewellyn D. Howell and Brad Chaddick, "Models of Political Risk For Foreign Investment and Trade: An Assessment of Three Approaches", *The Columbia Journal of World Business*, 1994, 76.

¹⁹⁰ Mohamed A. Ramady, *Political, Economic and Financial Country Risk, Analysis of the Gulf Cooperation Council*, Springer International Publishing, Switzerland 2014, 55-60.

¹⁹¹ Ömer Arasil, Fatih Saygılı, Şebnem Sayılğan ve Ahmet Burçin Yereli, "5 Nisan'dan 5 Temmuz'a 1994 Ekonomik İstikrar Tedbirlerinin İlk Üç Aylık Değerlendirilmesi ve İstikrarın Sağlanmasına Yönelik Öneriler", *İzmir Ticaret Odası*, Erişim Tarihi: 19 Ağustos 2017, <http://ahmetburcinyereli.com/5N5T.pdf>

¹⁹² Gegez, Arslan, Cengiz ve Uydacı, 156.

¹⁹³ World Bank Group, *World Investment and Political Risk*, The International Bank for Reconstruction and Development, USA 2011, 21.

kamulaştırılması, başka bir ifadeyle yerli ve yabancı ayrımı yapılmaksızın tüm endüstrinin devletin eline geçmesi şeklinde de görülebilmektedir.¹⁹⁴

Kamulaştırma planlarını eyleme geçiren hükümetler sadece kendi ülkelerindeki yatırımları değil aynı zamanda komşu ülkelerdeki yatırım iklimini de olumsuz yönde etkilemektedirler.¹⁹⁵ Kamulaştırma riskini azaltmak için işletmeler, ortaklıklar edinmek, taklit edilmesi zor yeni teknolojiler kullanmak veya hükümet taraflıyla sıkı ilişkiler geliştirmek gibi önlemler alabilirler.¹⁹⁶ İşletmeler için önemli olan nokta, bir işletme ev sahibi ülkenin ekonomik çıkarlarını ne kadar gözetirse ve söz konusu işletmenin kamulaştırma maliyeti ne kadar yüksek olursa, karşı karşıya kalacağı riskin oranı bir o kadar düşük olacaktır.¹⁹⁷

Belirli ülkelerdeki yabancı firmaların ekonomik faaliyetlerini kısıtlama uygulamaları için, açıkça istimlak etme ve kamulaştırma dışında dolaylı kamulaştırma uygulaması da söz konusudur. Kârların geri dönüş kısıtlamaları, temettüleri, telifler ve yerel yatırımlar veya teknik düzenlemelerden oluşan teknik yardım giderleri buna dâhildir. Diğer konular yerel içerik gereksinimlerinin artışı, ülke vatandaşlarını işe alma kotaları, fiyat kontrolleri ve yatırımın geri dönüşünü etkileyen diğer kısıtlamaları içerir. Küresel şirketler ayrımcılık yapılan patent ve ticari marka düzenlemelerinin yanısıra ayrımcı gümrük tarifeleri, belirli endüstriyel ve tüketici mallarının piyasaya giriş kısıtı olarak tarife dışı engeller gibi konularda da mağdur durumdadır.¹⁹⁸

Ülkemizde yürürlükte olan anayasanın 46. maddesinde¹⁹⁹ “Devlet ve kamu tüzel kişileri; kamu yararının gerektirdiği hallerde, gerçek karşılıklarını peşin ödemek şartıyla, özel mülkiyette bulunan taşınmaz malların tamamını veya bir kısmını, kanunla gösterilen esas ve usullere göre, kamulaştırmaya ve bunlar üzerinde idarî irtifaklar kurmaya yetkilidir” ifadesi yer almaktadır. Elbette ki yatırımcılar bu durumu göz ardı etmeyeceklerdir.

¹⁹⁴ Mehmet Toptaş, *Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Analizi (Yayınlanmamış Doktora Tezi)*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 1996, 142.

¹⁹⁵ Franklin R. Root, “The Expropriation Experience of American Companies”, *Business Horizons*, 1968, 69.

¹⁹⁶ Guy L.F. Holburn, Political Risk, Political Capabilities and International Investment Strategy: Evidence from the Power Generation Industry, 2001, 5-6, Erişim Tarihi: 18 Temmuz 2017, <http://www.hec.edu/var/fre/storage/original/application/6a92afda4a240eb195dd62f1950b309f.pdf>

¹⁹⁷ Alan C. Shapiro, “Managing Political Risk: A Policy Approach”, *Columbia Journal of World Business*, 16, 1981, 64.

¹⁹⁸ Keegan ve Green, (Çev: Tatlıdil), 134.

¹⁹⁹ Türkiye Cumhuriyeti Anayasası, Erişim Tarihi: 18 Temmuz 2017, <https://www.tbmm.gov.tr/anayasa/anayasa82.htm>

2.1.3. Politik Risk Türleri

Politik açıdan işletmelere kayıp getirebilen olaylar olabileceği gibi kazanç getiren olayların da olması söz konusu olduğu için politik risk diğer risk türlerine göre farklılık göstermektedir. Bu tür olayların niteliği ve geniş bir etkileme alanına sahip olması politik riskin sınıflandırılmasını gerekli kılmaktadır.²⁰⁰ Genel olarak politik risk türleri; İşletmeye Etkilerine göre ve Kaynaklarına göre iki başlık altında incelenebilir.

2.1.3.1. İşletmeye Etkilerine Göre Politik Risk

İşletmeye etkilerine göre politik riskler, işletme varlıklarının tamamen kamulaştırılmasından, projelerin kârlılığını olumsuz etkileyen vergi kanunlarında beklenmedik değişikliklere kadar farklılık gösterebilir. Politik olayların kendilerini nasıl etkilediğine göre işletmelerin karşı karşıya kaldıkları riskler iki şekilde sınıflandırılabilir. Ülke içerisindeki tüm işletmelerin politik gelişmelerden etkilendiği Makro Risk, özellikle yabancı firmalar olmak üzere belirli sektörlerin etkilendiği Mikro Risktir.²⁰¹

2.1.3.1.1. Makro Risk

Siyasi olarak şekillenmiş ve beklenmedik durum değişiklikleri, bütün yabancı girişimcilere yöneldiği zaman ortaya çıkan risk makro risktir. Politik çevrede meydana gelen riskler belirli bir alanı veya sektörü değil, bütün ilgili yabancı yatırımcıları etkilemektedir. Ülkede meydana gelen politik kargaşa, toplumsal olaylar ve bunun gibi yatırımcıyı etkileyebilecek birçok unsur vardır.²⁰² Makro risk, ülkeden ülkeye değişmekle birlikte yatırım yapılan ülkedeki tüm firmaları aynı ölçüde etkileyen bir risktir. Yatırım sahiplerine belli bir tazminat ödense bile kamulaştırma bir makro politik risk örneğidir. Genel olarak makro riskler; bir ülkedeki tüm yabancı firmaların

²⁰⁰ Stephen J. Kobrin, "Political Risk: A Review and Reconsideration", *Journal of International Business Studies*, 10 (1), 1979, 67-68.

²⁰¹ Choel S. Eun and Bruce G. Resnick, *International Financial Management*, Mc Graw-Hill, Sixth Edition, New York 2012, 422.

²⁰² Yusuf Erbay, *Küresel İşletmelerin Yönetimi ve Türk İşletmelerinin Yeni Türk Cumhuriyetlerine Yönelik Faaliyetleri*, Mahalli İdareler Genel Müdürlüğü, Ankara 1996, 5.

kamulaştırılmasından, vergi kanunlarındaki değişikliklerden ve sermayenin transferindeki kısıtlamalardan oluşmaktadır.²⁰³

Makro riskler düzensiz ve dolaylı olabildiği gibi doğrudan ve göreceli de olmaktadır. İktidardaki hükümet veya siyasi güçler tarafından yabancı yatırımcılara karşı yapılan boykotlar şeklinde de görülebilmektedir. Bu duruma örnek olarak, Çin'in Tayvan'a ve Güney Kore'ye kredi veren, yatırım yapan, Amerikan şirketleriyle ortak girişim yapan veya Vietnam Savaşı'na destek veren Japon şirketleriyle iş yapmaması, bu şirketlerle herhangi ticari bir bağ kurmaması gösterilebilir.²⁰⁴

Makro risk, tüm yabancı işletmeleri aynı şekilde etkileyen bir risk türüdür. Özel işletmelerin hükümet tarafından ele geçirilmesi işlemi olan kamulaştırma, makro riske bir örnektir. Doğu Avrupa'daki ve Çin'deki komünist hükümetler II. Dünya Savaşı'ndan sonra özel şirketleri kamulaştırdı. Fidel Castro 1958'den 1959'a kadar Küba'da aynı şeyi yaptı. Son yıllarda Angola, Şili, Etiyopya, Peru ve Zimbabwe'deki hükümetler özel teşebbüsleri kamulaştırdı. Bazı durumlarda bu, yerli halkın tüm işletmelerde çoğunluk çıkarına sahipliğinin olmasını gerektiren yerlileştirme yasalarından kaynaklanmaktadır.²⁰⁵ Son yıllarda çoğu ülkedeki makro politik risk yapısı değişim göstermektedir. Polonya, Macaristan ve Çek Cumhuriyeti gibi Batı Avrupa ülkeleri, yabancı yatırımları desteklemekte ve ülkelerine çekmektedirler. Rusya da aynı şekilde yabancı yatırımcıları ülkesine çekmeye çalışmaktadır. Bu gelişmeler, makro politik riskin gerçekleşmesini azaltmış ve böylelikle yabancı yatırımların desteklenmesi sağlanmıştır.²⁰⁶

²⁰³ Emir ve Kurtaran, 4.

²⁰⁴ Stefan H. Robock, "Political Risk: Identification and Assessment", *Columbia Journal of World Business*, 6, 1971, 9.

²⁰⁵ Rugman ve Collinson, 377.

²⁰⁶ Alan M. Rugman, Richard M. Hodgetts, *International Business: A Strategic Management Approach*, Financial Times Prentice Hall, 2. Basım, 2000, 363

Tablo 2.1. Makro Politik Risk İçeriği

Toplumsal İlişkili	Yönetimle İlişkili
İçsel	İçsel
- İhtilal - Devrim - İç savaş - Sosyal Çatışmalar - Etnik veya dinsel kargaşa - Terörizm - Ülke çapındaki grevler - Toplum görüşündeki değişiklikler - Birlik, dernek, sendika faaliyetleri	- Kamulaştırma - Transfer sınırlamaları - Liderlik çatışmaları - Radikal rejim değişikliği - Yüksek enflasyon - Yüksek faiz oranları - Bürokrasi
Dışsal	Dışsal
- Sınırlar arası gerilla savaşı - Uluslararası terör - Dünya kamuoyu - Yatırımı engelleme baskısı	- Nükleer savaş - Konvansiyonel savaş - Sınır çatışmaları - Müttefik değişimi - Ambargolar - Yüksek dış borç - Uluslararası ekonomik istikrar

Kaynak: Jeffrey D. Simon, “Political Risk Assessment: Past Trends and Future Prospects”, Columbia Journal of World Business, 17 (3), 1982, 67.

2.1.3.1.2. Mikro Risk

Ekonomide belirli bir sektörde gerçekleşen ve belirli sayıdaki şirketleri etkileyen olumsuz olaylar mikro risk olarak tanımlanmaktadır.²⁰⁷ Ülkedeki politik değişiklik ekonominin belirli bir bölümü, belirli bir sektörü veya seçilmiş bir işletmeyi etkileme yönünde olursa bu politik risk mikro risk olarak değerlendirilir. Makro risk çok daha dramatik etkilere sahipken mikro risk makro riske göre çok daha yaygın ve belirli faaliyet alanlarında yoğunlaştığından daha etkili bir risk türüdür. Ani ve beklenmedik politik değişimlerin olduğu bir ülkede, uluslararası yöneticiler faaliyette bulundukları

²⁰⁷ Helen Deresky, *International Managment: Managing Across Borders and Cultures-Text and Cases*, Prentice Hall, 6. Basım, New Jersey 2008, 17.

alana göre bu tarz değişiklikler ile karşılaşabilmektedirler.²⁰⁸ Mikro riskler, hükümetlerin bazı sektörlerde yaptığı düzenlemeler, belirli iş kollarına getirilen vergiler ve bölgesel düzenlemeler sonucunda ortaya çıkmakta ve o sektör içerisindeki şirketleri etkilemektedir.²⁰⁹ Dolayısıyla makro riskler bütün bir ülkeyle ilgiliyken mikro riskler belli sektör, endüstri, işletme veya projeye yöneliktir.²¹⁰

İlaç sanayii birçok ülkede “halk sağlığı” gibi kritik bir sebeple, yabancı sermaye tarafından kurulmuştur. Başlangıçta bu yatırımlara çok sıcak bakılmış, yerli sanayinin kurulması ile yabancı yatırımlar siyasi bir tehdit olarak görülmeye başlanmış ve bu yatırımlar üzerinde baskılar artmıştır.²¹¹ Bunun gibi daha önceleri oldukça popüler olan alt yapı projeleri, hem yabancı hem de ev sahibi ülke tarafından ilgi görmüştür. İlerleyen zamanda “milli güvenlik” açısından önem arz eden yatırımlar ile kalkınma yolunda önemli görülen alt yapı yatırımları hükümet programlarında devlet yatırımı olarak düşünülmüştür. Bu nedenle yabancı yatırımcılar bu alanda genişleyememiştir. Doğal olarak bu alanlarda mikro politik risk yüksek oranlarda olmuştur. Yine petrol ve maden kaynakları ile ilgili yatırımlarda da “ülke insanının faydalanması gerektiği” düşüncesiyle yüksek bir politik risk söz konusudur.²¹²

Yukarıdaki örneklerden de anlaşılacağı üzere mikro politik risk sadece şirketleri olumsuz etkilemekle kalmayıp, belirli sektör veya iş kollarını da oldukça etkilemektedir. Mikro riski de makro riskte olduğu gibi “toplumsal ilişkili – yönetimle ilişkili” olmak üzere tabloya dökebiliriz.

²⁰⁸ Robock, 9.

²⁰⁹ Rugman ve Collinson, 378.

²¹⁰ Ruth Rios Morales, Dragan Gamberger, Tom Smuc and Francisco Azuaje, “Innovative Methods in Assessing Political Risk for Business Internationalization”, *Research in International Business and Finance*, 23, 2009, 146.

²¹¹ Robock, 10.

²¹² Cemalettin Aktepe, *Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Bir Faktör: Politik Risk*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara 1998, 55.

Tablo 2.2. Mikro Politik Risk İçeriği

Toplumsal İlişkili	Yönetimle İlişkili
İçsel	İçsel
- Seçici terör - Seçici grev - Seçici protesto	- Seçici bir kamulaştırma - Ortak yatırım bankası - Olağanüstü vergiler - Yerli muhtevaya ilişkin yasalar - Sanayi düzeni - Anlaşmaların bozulması (ihlali) - Fiyat kontrolü - Yerli sanayinin sübvansedeilmesi
Dışsal	Dışsal
- Uluslararası aktif gruplar - Yabancı işletmelerin rekabeti - Seçici uluslararası terörizm - Firmanın uluslararası boykotu	- İki taraflı ticaret anlaşmaları - Çok taraflı ticaret anlaşmaları - İhracat – İthalat sınırlamaları - Yabancı bir hükümetle birleşme - İki ülke arasındaki diplomatik gerginlik

Kaynak: Jeffrey D. Simon, “Political Risk Assessment: Past Trends and Future Prospects”, Columbia Journal of World Business, 17 (3), 1982, 67.

2.1.3.2. Kaynaklarına Göre Politik Risk

Kaynaklarına göre politik risk; Hükümet riski ve Siyasi ortam riski olarak iki başlık altında incelenebilir.

2.1.3.2.1. Hükümet Riski

En sık karşılaşılan risk türü olarak ele alınan hükümet riski, ani politika değişiklikleri sebebiyle ortaya çıkan risktir.²¹³ Hükümet riski, hükümetin ulusal politikalarındaki veya devlet yapısındaki bir değişiklik nedeniyle, mevcut

²¹³ John Minor, “Mapping the New Political Risk”, *Risk Management*, 50 (3), 2003, 20.

yükümlülüklerini yerine getirmemesi olasılığını ifade etmektedir.²¹⁴ Hükümetler, finansal piyasaların kurulması ve düzenlenmesi aşamasında etkin rol oynadıkları için piyasalar açısından önem taşımaktadırlar. Hükümetler düzenleyici rollerini kullanarak sermaye piyasalarına doğrudan müdahale edebilmektedir. Ayrıca borç politikası, vergi, iflas veya muhasebe konularındaki düzenlemeler vasıtasıyla, hükümet düzenlemelerinin çoğu kasıtlı veya kasıtsız olarak finansal piyasaların işleyişinde etkili olmaktadır.²¹⁵

Ev sahibi ülke hükümetinin ani politika değişiklikleri sebebiyle oluşan politik risk, kavramın ortaya çıktığı dönemde uluslararası işletmelere uzun müddet en çok zarar potansiyeli taşıyan ve en sık karşılaşılan risk türü olmuştur. Günümüzde halen en önemli siyasi aktörler, ülke yönetimini meşru biçimde tekelinde toplayan ulus-devlet hükümetleridir. Sonuçta toplumunun sosyal, kültürel ve ekonomik hayatını büyük ölçüde belirleyen yasal düzenlemeler, çoğu siyasi sistemde fiilen hükümeti oluşturan siyasi gruplarca yapılmakta ve hükümetin yönetimindeki devlet organlarınca uygulanmaktadır. Ülke hükümeti, halen yatırımlara etki edebilecek tek olmasa da, en önemli aktördür; politik risk teorisi kurma çabaları da, hükümet ile uluslararası işletmenin iki ilişkisine dayalı olarak başlamıştır.²¹⁶

2.1.3.2.2. Siyasi Ortam Riski

Siyasi ortam riski ile ifade edilmek istenen siyasi çevrede savaş, devrim veya siyasi şiddet gibi radikal bir değişimle ortaya çıkabilen istikrarsızlıktır. Siyasi istikrarsızlık mevcut güç sistemini değiştirebilme etkisi olması bakımından politik riskin en önemli türlerinden biri olmaktadır.²¹⁷ Finansal serbestleşmeyle birlikte tek pazar haline gelen dünyada, bir ülkede baş gösteren istikrarsızlık hızla dünya piyasasına yayılmaya başlamaktadır.²¹⁸

Bir ülkede gerek mevcut siyasi sisteme bir tehdit olarak, gerekse uluslararası işletme faaliyetlerini doğrudan hedef alarak, politik riski artıran diğer bir faktör

²¹⁴ Ömer Veysel Çalışkan, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri”, *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1, 2002, 56.

²¹⁵ Joseph E. Stiglitz, Jaime Jaramillo-Vallejo and Yung Chal Park, “The Role of the State in Financial Markets”, *World Bank Research Observer, Annual Conference on Development Economics Supplement*, 1993, 27.

²¹⁶ Jeffrey D. Simon, “A Theoretical Perspective On Political Risk”, *Journal of International Business Studies*, Winter 1984, 125.

²¹⁷ Cengiz Keleş, *Siyasi Riskin Finansal Yansımaları Üzerine Bir Çalışma (Yayınlanmamış Doktora Tezi)*, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007, 20.

²¹⁸ Karabıyık, 28.

terördür. 1970'lerden itibaren ülke içi ayrılıkçı ideolojik gruplar tarafından yürütülen veya kimi ülkelerce diğerlerini zayıflatmak için desteklenerek artan terör olayları, işletme varlıklarına karşı saldırılarla doğrudan kayıplara neden olabilmekte, ülkede yaratılan korku havası sebebiyle üretkenliğin düşmesine yol açmaktadırlar. Terörizm eğer bir ülke hükümetinin meşruluğuna ve ekonomik sistemine zarar verici boyutlarda ise, bu faktörden sadece uluslararası yatırımlar değil, yerel işletmeler de benzer oranda etkilenecektir.²¹⁹

2.2. BEKLENMEDİK OLAYLAR ve POLİTİK SEÇİMLER

2.2.1. Beklenmedik Olaylar ve Politik Seçimler

Bilindiği üzere, hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişimler, bu piyasadaki yatırımcıların kararlarına etki eden en önemli faktörlerden birisi olarak öne çıkmaktadır. Diğer taraftan, hisse senetleri alternatiflerine göre nispeten daha riskli yatırım araçları oldukları için yatırımcıların, riskten korunmak ya da riski azaltmak amacıyla hisse senetlerinin fiyatlarını ve getirilerini etkileyen faktörleri de yakın bir şekilde izlemeleri gerekmektedir. Dolayısıyla kârını maksimize etmek isteyen yatırımcı, hisse senetleri piyasasında yatırım yaparken, hisse senedinin fiyatını ve getirisini etkileyen diğer faktörleri de göz önünde bulundurmak zorunluluğu ile karşı karşıya kalmaktadır.²²⁰

Menkul kıymet piyasalarında işlem yapan kişi veya kurumların, sadece piyasanın temel kurallarına ve teknik bilgilere sahip olmaları birçok açıdan yetersiz kalmalarına neden olabilmektedir. Borsadaki fiyat dalgalanmaları gündemdeki ekonomik, politik ve toplumsal olaylardan bağımsız olarak hareket etmemektedir. Yani sermaye piyasalarında beklenen getiriye ulaşabilmek için gündemi yakından takip etmek büyük önem taşımaktadır. Gündemdeki beklenmedik olaylar yatırımcılar üzerinde psikolojik etki yaratmakta ve bu da fiyatları etkilemektedir. Bir ülkede politik ve ekonomik istikrar zayıfsa, o ülkenin piyasalarında talebin zayıf olacağından dolayı fiyatlar yükselmeyecektir. Örneğin petrol ihraç eden bir ülkede ortaya çıkan ekonomik veya

²¹⁹ İkbâl Aksulu, *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Politik Risk ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi)*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2004, 52.

²²⁰ Fatma Temelli, Ömer Yalçınkaya ve Selçuk Bakan, *Hisse Senedi Fiyatları ile Bazı Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği (2000-2013)*, 18. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı, Denizli 2014, 382.

politik bir kriz, petrol arzının azalma ihtimali nedeniyle uluslararası arenada petrol fiyatlarının artmasına yol açabilecektir.

Dolayısıyla borsada yatırım yapan yatırımcıların takip etmesi gereken bazı temel ekonomik veriler bulunmaktadır. Bunlar; Merkez bankasının yaptığı faiz artırımını veya indirimi, işsizlik ve istihdam verileri, enflasyon oranı, diğer ülke borsalarındaki durum, faiz oranı vb. gibi verilerdir. Bunların yanı sıra yatırımcıların; terör olayları, doğal afetler, hükümet krizleri, devletlerarası anlaşmazlıklar, askeri müdahaleler gibi konuları da takip etmeleri gerekmektedir.

Ülkenin politik ve siyasi yönetiminde yaşanacak belirsizlik, iktidarsızlık, anlaşmazlık ve gerginlik borsaya yansıtacak ve hisse senetleri bu durumu fiyatlayacaktır. Büyük endişe, sessizlik, telaş ve belirsizliğin hâkim olduğu ortamda birçok yatırımcı ticari işlem yapmaktan kaçınır. Herhangi bir yetkilinin istifası, başbakan veya cumhurbaşkanının sağlığı, siyasi partiler arasındaki sorun veya ülke gündemine oturan bir yolsuzluk olayı hisse senedi getirilerini etkileyecektir. Özellikle seçim dönemlerinde bir belirsizlik söz konusudur. Çünkü piyasalar devamlılığı sever ve belirsizliğin ortadan kalkmasını ister. Seçimler sonucunda hükümetin sürekliliği sekteye uğrayabileceğinden dolayı bir kararsızlık ortamı oluşur. Eğer mevcut iktidar hükümetten düşer ve yeni bir parti iktidara geçerse, bu partinin ekonomi politikası piyasa tarafından bilinmediği için fiyatlar üzerinde olumsuz bir etki yaratabilir. Dahası koalisyon hükümeti kurulması belirsizliği artırmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketleri özellikle makroekonomik politikalara, bankacılık sistemine ve beklenmedik politik ve ekonomik gelişmelere karşı duyarlıdır.²²¹ Ekonomik gelişmeler haricinde de piyasayı etkileyen sosyal ve politik konular bulunur. Savaşlar, göçler, terör saldırıları, doğal afetler, siyasi iktidar ile muhalif gruplar arasındaki çekişmeler gibi pek çok durum borsadaki finansal araçların fiyat veya getirilerini etkileyebilmektedir.

Gündemdeki bu tür beklenmedik olayların, hisse senedi fiyatlarını olumlu veya olumsuz olarak etkilemesi hem olayın kendisine hem de yatırımcıların verdiği tepkiye bağlıdır. Türkiye'nin bulunduğu coğrafi konum ve komşu ülkelerde son zamanlarda

²²¹ Finansal Krizin Ekonomiye Etkileri. Erişim Tarihi: 3 Kasım 2017, <http://www.ekodialog.com/Konular/finansal-krizin-ekonomiye-etkileri.html>

yaşanan sorunlar nedeniyle ülkemizin gerek politik gerekse ekonomik davranış biçimi son derece değişken ve hareketli bir seyir izlemektedir. Bir şirketin CEO'sunun değişmesi o şirketin hisse senedi fiyatlarını etkileyebileceği gibi örneğin Cumhurbaşkanının sağlığındaki olumsuz bir değişim de, ülke borsasını ve doğal olarak hisse senedi fiyatlarını etkileyebilmektedir. Örneğin 15 Temmuz 2016'da gerçekleştirilen hain darbe girişimi engellenmesine rağmen bir sonraki işlem gününde BIST-100 endeksi aşağı yönlü seyretmiştir. Tüm ülkede olağanüstü hal ilan edilmesi ile bu seyir devam etmiştir. TCMB tarafından yapılan açıklamalar ve alınan önlemler ile Cumhurbaşkanı ve Başbakan tarafından yapılan açıklamalar ile toparlanmalar görülmüş olsa da tekrar aynı seviyeye ulaşması 6 ay kadar bir süreyi bulmuştur.

2.2.2. Beklenmedik Olaylar ve Politik Seçimlerin Sınıflandırılması

Çalışmada 1990-2016 yılları arasındaki dönemde ekonomik, politik ve toplumsal beklenmedik olaylar ile politik seçimlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ölçmek amaçlanmıştır. Literatürde söz konusu olayların bütünü kapsayıcı bir şekilde daha önceden yapılmış benzer bir çalışmaya tarafımızca rastlanılmamıştır. Ancak bazı spesifik olaylar, olay çalışması yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Bunlarla ilgili ayrıntılı bilgi “Literatür Taraması” başlığı altında verilmiştir. Daha önce beklenmedik olayların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi, olay çalışması yöntemi ile kapsamlı bir şekilde analiz edilmediği için, bu olayların sınıflandırılması belli bir kaynağa dayandırılmadan yapılmak zorunluluğunu doğurmuştur. Bu nedenle öncelikle hisse senedi fiyatlarını etkileyeceğini düşündüğümüz ve ülke gündeminde önemli yer edinen beklenmedik olaylar ve politik seçimler belirlenmiştir. Belirlenen bu olaylar “Politik Risk Kaynakları” başlığı altında sıralanan alt başlıklara göre kategorize edilmiştir. Dolayısıyla inceleme konusu edindiğimiz olaylar; Terörizm, Politik İklim, Ekonomik İklim, Yerel İstikrarsızlık ve Savaş Hareketleri olmak üzere beş başlık altında analize tabi tutulmuştur.

2.2.2.1. Terörizm İle İlişkili Olaylar

Belirsizlik, finansal piyasaları etkileyen en temel unsurlar arasında yer almaktadır. Belirsizliği ise özellikle günümüzde, en başta terör faaliyetleri tetiklemektedir. Terör

saldırıları, dış ticarete, yatırımlarda, tarım ve hayvancılıkta, turizmde ve başka birçok sektörde yıkıcı etkiler oluşturur ve bu etkiler doğrudan veya dolaylı olarak finansal piyasalarda kendini gösterir. İlk başlarda mikro ekonomik dengeler ve daha sonra makroekonomik dengeler sarsılır. Hatta globalleşme nedeniyle, terörün sadece gerçekleştiği ülke piyasasını değil diğer ülke piyasalarını da etkilediği gözlenmektedir. Terörün ortaya çıkardığı ve hatta amaçladığı bu yıkıcı etkileri Türkiye uzun yıllardır derinden hissetmek zorunda kalmaktadır. Güvenlik harcamalarındaki artış, teröre dayalı iç göçlerin oluşması, turizm gelirlerinden mahrum kalma, kaynaklardan verimli bir şekilde yararlanamama, eğitim faaliyetlerinin yürütülememesi terörün maliyetlerinden sadece birkaçıdır. Kaybedilen canların maliyetini ise hiçbir cümle ile ifade etmek mümkün değildir.²²²

Terör, insanları hem maddi ve hem de manevi olarak çok derinden etkiler ve karamsar bir hava oluşturur. Yatırımcılar bulundukları ortama bağlı olarak, yatırım yapmaktan uzak duracakları gibi mevcut yatırımlarını satma eğiliminde de bulunabilirler. Günümüzün teknolojiyle birlikte, yaşanan bir olay saniyeler içinde tüm dünyaya yayılmakla birlikte borsada fiyatlara yansması da o kadar hızlı olmaktadır.

Ülkemiz birçok terör eylemi ile karşı karşıya kalmış ve bu nedenle hem insan kaybı hem de ekonomik kayıplar yaşamıştır. Çalışmada terör eylemlerinin Borsa İstanbul'da anormal getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığını analiz etmek için, hisse senedi fiyatlarını etkileyebileceğini düşündüğümüz terörle ilişkili 23 adet olay, yıllar itibariyle güncel tarihten geriye doğru olmak üzere aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 2.3. Terörizm İle İlişkili Olaylar

Sıra	Olay Tarihi	Olay Yeri	Olay ile İlgili Açıklama
1	31.12.2016	İstanbul	2016 yılının son dakikalarında İstanbul Ortaköy'de bir gece kulübüne silahlı saldırı düzenlendi. DAES mensubu olduğu belirlenen saldırganın eylemi sonucu 39 kişi hayatını kaybetti, 65 kişi yaralandı.
2	19.12.2016	Ankara	Rusya'nın Ankara Büyükelçisi Andrey Karlov akşam saatlerinde bir sergi açılışı sırasında bir çevik kuvvet polisi tarafından silahlı saldırıya uğrayarak hayatını kaybetti. Cinayeti işleyen şahıs olay yerinde öldürüldü.
3	10.12.2016	İstanbul	Vodafone Arena Stadı yakınlarında iki ayrı bombalı saldırı düzenlendi. Olayda 36'sı polis memuru, 8'i sivil vatandaş olmak üzere 44 kişi hayatını kaybetti. Saldırıyı PKK terör örgütü üstlendi.

²²² Esengül Bacık, Mustafa Özer ve Serpil Altınırnak, "Terörün Volatilitiye Etkisi: Türkiye BIST 100 Endeksinde Bir Uygulama", *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 4(2), 2017, 56.

Tablo 2.3. (Devamı)

4	20.08.2016	Gaziantep	Sokak arasında düzenlenen bir düğüne canlı bomba saldırısı düzenlendi. DAESH tarafından düzenlendiği açıklanan saldırıda 57 vatandaş hayatını kaybetti.
5	28.06.2016	İstanbul	Atatürk Havalimanı'nda DAESH mensubu 3 terörist dış hatlar terminalinde önce çevreye ateş açtılar daha sonra ise üzerlerindeki bombaları patlattılar. Saldırıda 44 kişi hayatını kaybetti, 238 kişi ise yaralandı. Ülke genelinde bir günlük yas ilan edildi.
6	13.03.2016	Ankara	Ankara Güvenpark'ta otobüs durakları ve metro çıkışının olduğu bölgede saat 18:45'te bombalı bir saldırı gerçekleştirildi. Olayda 35 sivil vatandaş hayatını kaybetti, 71 kişi ise yaralandı.
7	17.02.2016	Ankara	Ankara'da askeri servis araçlarının geçişi sırasında saat 18:30 sıralarında bomba yüklü araçla saldırı düzenlendi. Saldırı sonucu 29 vatandaşın hayatını kaybettiği ve 61 kişinin ise yaralandığı açıklandı. Saldırısı bölücü terör örgütü PKK'ya bağlı TAK üstlendi.
8	12.01.2016	İstanbul	İstanbul Sultanahmet Meydanı'nda saat 10:20 civarında, canlı bomba eylemi gerçekleştirildi. Turist kafesi arasında patlayan bomba sonucu 10 kişi hayatını kaybetti. Hayatını kaybedenlerin çoğunun Alman vatandaşı olması, saldırının tüm dünyada ses getirmesine yol açtı.
9	10.10.2015	Ankara	Tren Garı önünde bazı sendika ve sivil toplum örgütleri tarafından düzenlenen Emek, Demokrasi ve Barış Mitinginde üç saniye ara ile iki bomba patlatıldı. Olay, 103 kişinin hayatını kaybetmesi ve 246 kişinin yaralanması ile Türkiye'de gerçekleştirilen en kanlı saldırılardan biri oldu.
10	06.09.2015	Hakkâri	Yüksekova ilçesi Dağlıca kırsalında PKK mensuplarınca yola tuzaklanan patlayıcılar, iki askeri aracın geçişi sırasında infilak ettirildi. Saldırıda 16 asker şehit oldu.
11	20.07.2015	Şanlıurfa	Suruç ilçesinde saat 11:50 sularında canlı bomba saldırısı gerçekleştirildi. Saldırı sonucu 34 vatandaş hayatını kaybetti
12	21.03.2015	Diyarbakır	Diyarbakır'daki Nevruz kutlamalarında, PKK lideri Abdullah Öcalan'ın "PKK'nın, Türkiye'ye karşı yürüttüğü silahlı mücadeleyi sonlandırması için zamanın ruhuna uygun olarak kongreyi toplaması gereklidir" mesajı okundu.
13	11.05.2013	Hatay	Reyhanlı ilçesinde bomba yüklü iki araç ile gerçekleştirilen terör saldırısında 51 kişi hayatını kaybetti ve 150'den fazla kişi yaralandı.
14	19.10.2011	Hakkari	Çukurca ilçesinde konuşlu askeri birliklere sekiz ayrı PKK grubu tarafından saldırı düzenlendi. 200 terörist tarafından gece saat 01:00 sıralarında gerçekleştirilen saldırı sonucu 24 asker şehit oldu.
15	20.10.2009	Şırnak	Silopi ilçesindeki Habur Sınır Kapısı'nda "Demokratik Açılım Süreci" kapsamında teslim olan PKK üyesi 34 kişi, savcılık soruşturmasının ardından serbest bırakıldılar.
16	21.02.2008	Irak	TSK tarafından, Irak'ın kuzeyindeki PKK hedeflerine yönelik "Güneş Harekâtı" adı verilen sınır ötesi harekât başlatıldı. 29 Şubata kadar süren harekâta 240'ı tespit edilen çok sayıda terörist etkisiz hale getirildi, 27 asker ise şehit oldu.

Tablo 2.3. (Devamı)

17	22.05.2007	Ankara	Ulus'taki Anafartalar Çarşısı önünde canlı bomba yöntemiyle terör saldırısı gerçekleştirildi. Patlama sonucu 9 vatandaş hayatını kaybetti, 88 kişi ise yaralandı.
18	17.05.2006	Ankara	Danıştay 2. Dairesi'ne silahlı saldırı düzenlendi. Danıştay üyesi Mustafa Yücel Özbilgin hayatını kaybetti, 4 üye ise yaralandı. Saldırıyı düzenleyen İstanbul Barosu'na kayıtlı avukat Alparslan Arslan bina içinde yakalandı.
19	20.11.2003	İstanbul	Levent'teki HSBC Bankası Genel Müdürlüğü ve Beyoğlu'ndaki İngiliz Başkonsolosluğu'na iki kamyonet ile intihar saldırısı düzenlendi. Patlamalar sonucu Başkonsolos Roger Short ile birlikte 33 kişi hayatını kaybetti, 450 kişi yaralandı. Saldırıyı El-Kaide terör örgütü üstlendi.
20	15.11.2003	İstanbul	Şişhane'deki Kuledibi Neve Şalom Sinagogu ile Şişli'deki Beth İsrail Sinagogu önünde iki dakika ara ile intihar saldırısı düzenlendi. Patlamalar sonucunda çoğunluğu sokaktan geçen 27 sivil vatandaş hayatını kaybetti, 669 kişi yaralandı. Saldırıyı El-Kaide terör örgütü üstlendi.
21	24.01.2001	Diyarbakır	Diyarbakır Emniyet Müdürü Ali Gaffar Okan uğradığı bir suikast sonucu yanındaki 4 koruma polisi ile birlikte hayatını kaybetti.
22	16.01.1999	---	PKK terör örgütü lideri Abdullah Öcalan, Kenya'da yakalanıp Türkiye'ye getirildi.
23	09.01.1996	İstanbul	Sabancı Holding Yönetim Kurulu Üyesi Özdemir Sabancı, ToyotaSa Genel Müdürü Haluk Görgün ve sekreter Nilgün Hasefe, Sabancı Center'da uğradıkları suikast sonucu hayatlarını kaybettiler. Olayı DHKP-C örgütü üstlendi.

2.2.2.2. Politik İklim İle İlişkili Olaylar

Politik iklim öncelikle, politik seçimler sonucu ortaya çıkan hükümet etme yani siyasi yönetimde bulunma durumunu akla getirirse de aslında daha geniş bir anlam ifade etmektedir. Burada önemli olan politik istikrardır ve piyasa tarafından istikrarın korunacağına dair güçlü sinyallerin alınmasıdır. Sadece sık hükümet değişimleri değil, yönetimde radikal politika değişiklikleri ve toplumsal çatışmalara yol açabilecek siyasi çalkantılar da politik iklim kapsamında değerlendirilmektedir. Ülke yönetiminin belirlendiği politik seçimler, politikacılar arasındaki gerginlikler, başka ülkelerle olan siyasi krizler, yargı cephesinde siyaseti ilgilendiren davalar gibi pek çok olay politik iklim kapsamında değerlendirilmektedir. Bu olaylara dayalı olarak, borsada anormal getiri ortaya çıkıp çıkmadığını araştırmak amacıyla 41 adet olay aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 2.4. Politik İklım İle İlişkili Olaylar

Sıra	Olay Tarihi	Olay ile İlgili Açıklama
1	16.04.2017	“Türkiye Cumhuriyeti Anayasasında Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” Halkoyuna Sunularak Referanduma gidildi. “EVET” oylarının geçerli oylara oranının % 51.41, “HAYIR” oylarının geçerli oylara oranının % 48.59 olduğu Yüksek Seçim Kurulu tarafından ilan edildi.
2	21.07.2016	15 Temmuz darbe girişiminin ardından, tüm Türkiye genelinde uygulanmak üzere 3 ay süreyle olağanüstü hal ilan edildi.
3	15.07.2016	Türk Silahlı Kuvvetleri içerisinde, kendisine “Yurtta Sulh Konseyi” adını veren Fetullahçı Terör Örgütü (FETÖ) mensubu askerler tarafından, ülke yönetimini ele geçirmek amacıyla askeri bir darbe girişiminde bulunuldu. Başarısız olan menfur girişimde 251 vatandaş hayatını kaybetti, 2196 kişi ise yaralandı.
4	01.11.2015	Türkiye, 26. Dönem Milletvekili Genel Seçimi için sandık başına gitti. Seçim sonucu milletvekili dağılımı; Ak Parti 317, CHP 134, MHP 40 ve HDP 59 olarak ortaya çıktı.
5	24.08.2015	7 Haziran genel seçimleri sonrasında tüm siyasi partilerle yapılan temaslara rağmen Hükümetin kurulamaması nedeniyle Cumhurbaşkanı, T.C. Anayasasının 104. ve 116. maddelerine dayanarak “Türkiye Büyük Millet Meclisi seçimlerinin yenilenmesine” karar verdi.
6	07.06.2015	Türkiye, 25. Dönem Milletvekili Genel Seçimi için sandık başına gitti. Seçim sonucu milletvekili dağılımı; Ak Parti 258, CHP 132, MHP 80 ve HDP 80 olarak ortaya çıktı.
7	10.08.2014	12.Cumhurbaşkanlığı seçimi için sandık başına gidildi. Seçim sonuçlarına göre oyların yüzdelik dağılımı; Recep Tayyip Erdoğan %51,79, Ekmeleddin İhsanoğlu %36,44, Selahattin Demirtaş %9,76 olarak ortaya çıktı.
8	16.06.2014	CHP ve MHP 10 Ağustos 2014 tarihinde yapılacak Cumhurbaşkanlığı seçimi için, İslam Konferansı Örgütü eski genel sekreteri Prof. Dr. Ekmeleddin İhsanoğlu’nu ortak aday olarak desteklediklerini açıkladılar.
9	30.03.2014	Mahalli İdareler Genel Seçimi yapıldı. Geçerli oyların siyasi partilere dağılım oranları; Ak Parti %43,13, CHP %26,45, MHP %17,76, BDP %4,18 olarak ortaya çıktı.
10	26.12.2013	Yargıya müdahale itirazları ve hükümetin karşı görüşleri gerginliği doruk noktasına çıkardı. 3 AK Parti milletvekili istifa etti. HSYK yargıya müdahale açıklaması yaptı, piyasa olumsuz etkilendi.
11	17.12.2013	Yolsuzluk ve rüşvet iddiasıyla ilgili açılan soruşturma kapsamında aralarında bakan çocukları, belediye başkanı, banka yöneticileri ve işadamlarının da bulunduğu 37 kişi gözaltına alındı.
12	22.03.2013	İsrail Başbakanı Benyamin Netanyahu, 9 Türk vatandaşının hayatını kaybettiği Mavi Marmara olayı nedeniyle Türkiye’den özür diledi. İsrail’den yapılan açıklamaya göre, yardım gemisinde hayatını kaybedenlerin ailelerine tazminat ödenmesi de kabul edildi.
13	29.07.2011	Genelkurmay Başkanı Orgeneral Işık Koşaner ile birlikte Kara, Deniz ve Hava Kuvvetleri Komutanları YAŞ öncesi emekliliklerini istediler. Jandarma Genel Komutanı Orgeneral Necdet Özel, Kara Kuvvetleri Komutanlığı ve Genelkurmay Başkanvekilliğine getirildi. Bu olay Türkiye’de ilk kez yaşandı ve büyük yankı uyandırdı.

Tablo 2.4. (Devamı)

14	12.06.2011	Türkiye, 24. Dönem Milletvekili Genel Seçimi için sandık başına gitti. Seçim sonucu milletvekili dağılımı; Ak Parti 327, CHP 135, MHP 53 ve Bağımsız milletvekili 35 kişi olarak ortaya çıktı.
15	12.09.2010	Anayasa değişikliği halkoylaması yapıldı. “EVET” oylarının geçerli oylara oranının % 57.88, “HAYIR” oylarının geçerli oylara oranının % 42.12 olduğu Yüksek Seçim Kurulu tarafından ilan edildi.
16	10.05.2010	CHP Genel Başkanı Deniz Baykal'a ait olduğu iddia edilen bazı müstehcen görüntüler internet sitelerinde yayınlandı. Yayınlanan görüntüler üzerine Deniz Baykal partisinin genel başkanlık görevinden istifa etti.
17	12.01.2010	İsrail Dışişleri Bakan Yardımcısı, makamına çağırdığı Türk Büyükelçi Oğuz Çelikkol'u dakikalarca kapısında bekletip sonra da kendisininkinden daha alçak bir koltuğa oturtması iki ülke arasında krize sebep oldu.
18	11.12.2009	Anayasa Mahkemesi, Demokratik Toplum Partisi'nin oy birliğiyle kapatılmasına karar verdi. Ayrıca Genel Başkan Ahmet Türk ile birlikte 37 kişiye 5 yıl siyasi yasak getirildi.
19	29.03.2009	Mahalli İdareler Genel Seçimi yapıldı. Geçerli oyların siyasi partilere dağılım oranları; Ak Parti %38,8, CHP %23,1, MHP %16,1, BDP %5,7 olarak ortaya çıktı.
20	29.01.2009	Başbakan Recep Tayyip Erdoğan, Dünya Ekonomik Forumu toplantısı kapsamında düzenlenen "Gazze" konulu oturumda, İsrail Cumhurbaşkanı'na karşı “One Minute” çıkışı tüm dünya gündemine oturdu.
21	30.07.2008	Ak Partiye açılan kapatma davasında karar Anayasa Mahkemesi Başkanı Haşim Kılıç tarafından açıklandı. Ak Parti Kapatılmadı, hazine yardımı 1/2 oranında kesildi.
22	17.03.2008	Yargıtay Cumhuriyet Başsavcısı Abdurrahman Yalçınkaya, AK Parti hakkında "Laikliğe aykırı fiillerin odağı haline geldiği" gerekçesiyle Anayasa Mahkemesi'ne kapatma davası açtı.
23	21.10.2007	Anayasa değişikliği halkoylaması yapıldı. “EVET” oylarının geçerli oylara oranının % 68.95, “HAYIR” oylarının geçerli oylara oranının % 31.05 olduğu Yüksek Seçim Kurulu tarafından ilan edildi.
24	28.08.2007	TBMM Genel Kurulunda yapılan oylama ile Abdullah Gül 3. turda, 11. Cumhurbaşkanı olarak seçildi.
25	22.07.2007	Türkiye, 23. Dönem Milletvekili Genel Seçimi için sandık başına gitti. Seçim sonucu milletvekili dağılımı; Ak Parti 341, CHP 112, MHP 70 ve Bağımsız milletvekili 26 kişi olarak ortaya çıktı.
26	27.04.2007	TBMM Genel Kurulu'nda, 11. Cumhurbaşkanı seçimi için yapılan ilk tur oylamada Abdullah Gül 357 oy aldı. Ancak oylamaya 361 milletvekili katıldı, CHP “toplantı yeter sayısı olan 367 sağlanmaması” nedeniyle Anayasa Mahkemesinde dava açıldı. Mahkeme toplantı yeter sayısına ulaşamadığı için 11. Cumhurbaşkanlığı seçimini geçersiz saydı.
27	27.04.2007	Genelkurmay Başkanlığı'nın internet sitesinde yayımlanan bir açıklama, hükümete yapılmış bir muhtıra olarak değerlendirildi. Hükümet cephesinden bu açıklamadan daha sert açıklama yapılarak Genelkurmay Başkanlığı'nın Başbakanlığa bağlı bir kurum olduğunun altı çizildi.
28	28.03.2004	Mahalli İdareler Genel Seçimi yapıldı. Geçerli oyların siyasi partilere dağılım oranları; Ak Parti %41,67, CHP %18,2, MHP %10,45, DYP %9,96 olarak ortaya çıktı.

Tablo 2.4. (Devamı)

29	03.11.2002	Türkiye, 22. Dönem Milletvekili Genel Seçimi için sandık başına gitti. Seçim sonucu milletvekili dağılımı; Ak Parti 363, CHP 178 ve Bağımsız milletvekili 9 kişi olarak ortaya çıktı.
30	05.05.2000	TBMM Genel Kurulunda yapılan oylama ile Ahmet Necdet Sezer 3. turda, 10. Cumhurbaşkanı olarak seçildi.
31	02.05.1999	Fazilet Partisi İstanbul milletvekili Merve Kavakçı TBMM Genel Kurul'a Başörtüsü ile girdi. Olay TBMM'de protestolarla karşılandı.
32	18.04.1999	Türkiye, 21. Dönem Milletvekili Genel Seçimi için sandık başına gitti. Seçim sonucu milletvekili dağılımı; DSP 136, MHP 129, FP 111, ANAP 86 ve DYP 85 kişi olarak ortaya çıktı.
33	05.11.1998	Hakkında verilen 10 ay hapis cezasının Yargıtay tarafından onanması ile İstanbul Büyükşehir Belediye Başkanı Recep Tayyip Erdoğan'ın başkanlığı düşürüldü.
34	16.01.1998	Yargıtay Cumhuriyet Başsavcısı Vural Savaş tarafından, "Laik Cumhuriyet ilkesine aykırı eylemleri" gerekçesi ile açılan dava sonucu, Refah Partisi'nin kapatılmasına karar verildi.
35	18.06.1997	Başbakan Necmettin Erbakan, başbakanı olduğu koalisyon hükümetinin istifasını, Cumhurbaşkanı Süleyman Demirel'e sundu.
36	28.02.1997	Milli Güvenlik Kurulu; laik devlet ilkesine aykırı hareketlerin arttığına dikkati çekerek mevcut hükümete bir dizi önlem almasını öneren kararlar aldı. Bu kararlar hükümete muhtıra anlamı taşımaktaydı ve böylece "28 Şubat" süreci başlamış oldu.
37	04.02.1997	Ankara Sincan Belediyesi tarafından düzenlenen Kudüs Gecesine tepki olarak, tanklar Sincan sokaklarından geçti. Genelkurmay İkinci Başkanı Orgeneral Çevik Bir, bu durumun "Demokraside Balans Ayarı" olduğunu söyledi.
38	24.12.1995	Türkiye, 20. Dönem Milletvekili Genel Seçimi için sandık başına gitti. Seçim sonucu milletvekili dağılımı; RP 158, ANAP 132, DYP 135, DSP 76 ve CHP 49 kişi olarak ortaya çıktı.
39	27.03.1994	Mahalli İdareler Genel Seçimi yapıldı. Geçerli oyların siyasi partilere dağılım oranları; ANAP %22.8, DYP %19, RP %18.9, DSP %7.9 ve MHP %7.5 olarak ortaya çıktı.
40	17.04.1993	Türkiye Cumhuriyeti'nin sekizinci Cumhurbaşkanı Turgut Özal Ankara'da vefat etti.
41	20.10.1991	Türkiye, 19. Dönem Milletvekili Genel Seçimi için sandık başına gitti. Seçim sonucu milletvekili dağılımı; DYP 178, ANAP 115, SHP 88, RP 62 ve DSP 7 kişi olarak ortaya çıktı.

2.2.2.3. Ekonomik İklim İle İlişkili Olaylar

İstihdam oranları, faiz oranları, enflasyon oranları, bütçe açıkları, para değerindeki düşmeler gibi göstergeler ekonomik iklimi yansıtan durumlardır. Ekonomik iklim temeline dayanan ve politik riski artırarak fiyatlarda anormal getiri ortaya çıkarabilecek birçok belirti vardır. Bu belirtilerden hisse fiyatlarını etkileyebileceğini düşündüğümüz ve analize dâhil ettiğimiz 5 adet olay aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 2.5. Ekonomik İklim İle İlişkili Olaylar

Sıra	Olay Tarihi	Olay ile İlgili Açıklama
1	30.11.2015	Türkiye ile Avrupa Birliği (AB) arasında vize ve mülteci konularında bir anlaşmaya varıldığı açıklandı. Buna göre; AB'ye üyeliğin hızlandırılması, Mülteciler için Türkiye'ye 3 milyar Euro destek, Türk vatandaşlarına vize kolaylığı ve 400 bin civarında Suriyeli mültecinin AB'ye alınması konularında anlaşıldı.
2	14.05.2013	Türkiye, IMF'ye olan borcunun son taksiti 422,1 milyon doları ödedi. Böylece 1947 yılında tanıştığı IMF ile borç ilişkisi sona ermiş oldu. Bundan böyle Türkiye IMF'de borç veren ülke olarak yer alacak.
3	19.02.2001	MGK toplantısında Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer elindeki anayasa kitapçığını Başbakan Bülent Ecevit'e doğru fırlatması ve bunun kamuoyuna açıklanması ile ülkede ciddi bir ekonomik kriz başlamış oldu. Borsa %14,6 değer kaybetti, döviz fiyatları %40 arttı ve gecelik faizler %6200'e yükseldi.
4	05.04.1994	Enflasyonu düşürmek, yabancı sermaye girişini artırmak çıkışını azaltmak, bozulan dengeleri yeniden düzenlemek amacıyla Hükümet, bir takım ekonomik tedbirleri içeren "Ekonomik Önlemler Paketi'ni" ilan etti.
5	26.01.1994	TCMB tarafından, doların hızlı yükselişine karşı bir takım önlemler alındı. Bu kapsamda dolar denge kuru 17.250 TL olarak belirlendi ve Türk Lirası %13,6 oranında devalüe edildi.

2.2.2.4. Yerel İstikrarsızlık İle İlişkili Olaylar

Bu başlık kapsamındaki risk unsurları, yerel özellik taşıması ve ilgili ülkeye göre sonuçlar doğurması dikkati çekmektedir. İşletmeler ve fiyatlar üzerindeki etkisi, istikrarsızlığın nedenine göre değişmektedir. Sivil kargaşa, suikastlar, etnik çatışmalar ve doğal afetler gibi işletme faaliyetlerini etkileyebilecek, fiyatlarda anormal hareketlere yol açabilecek olaylar yerel istikrarsızlık kapsamında değerlendirilmektedir. Analize dâhil edilen yerel istikrarsızlık ile ilişkili 14 olay aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 2.6. Yerel İstikrarsızlık İle İlişkili Olaylar

Sıra	Olay Tarihi	Olay ile İlgili Açıklama
1	11.01.2016	“Barış İçin Akademisyenler” adlı inisiyatif, terör nedeniyle Güneydoğu Anadolu Bölgesindeki sokağa çıkma yasaklarını protesto eden ve devleti katliam yapmakla suçlayan bir bildiri yayınladı. “Bu suça ortak olmayacağız” adlı bildiri ülke gündemine oturdu.
2	28.11.2015	Diyarbakır Baro Başkanı Tahir Elçi bir grup avukat ile birlikte basın açıklaması yaptığı sırada vurularak öldürüldü. Olayda iki polis memuru da şehit oldu.
3	06.10.2014	HDP Merkez Yürütme Kurulu'nun çağrısı üzerine Kobani'deki (Ayn el Arap) olaylar bahanesiyle 35 ilde bölücü terör örgütü PKK yandaşlarının çıkardığı olaylarda, 31 kişi yaşamını yitirdi ve 2 polis şehit oldu.
4	13.05.2014	Manisa'nın Soma ilçesinde özel bir maden ocağında göçük meydana geldi. Olayda 301 maden işçisi hayatını kaybetti, olay ülkeyi derinden sarstı.
5	28.05.2013	İstanbul Taksim Gezi Parkı'na Topçu Kışlası'nın yeniden inşasını engellemeye yönelik olarak gösteriler başladı. Kısa sürede marjinal grupların da katılımıyla olaylar bütün ülke geneline yayıldı.
6	05.09.2012	Afyonkarahisar'da bulunan askeri mühimmat deposunda meydana gelen patlamada 25 asker hayatını kaybetti.
7	23.10.2011	Van'da 7,2 büyüklüğünde deprem meydana geldi. Depremde 75'i öğretmen 644 kişi hayatını kaybetti. Enkazdan 252 vatandaş sağ çıkarıldı.
8	18.05.2010	Türkiye Taşkömürü Kurumu'nun Zonguldak Karadon İşletme Müdürlüğü'ne bağlı kömür ocağında meydana gelen grizu patlamasında 28 işçi göçük altında kalarak hayatını kaybetti.
9	18.04.2007	Malatya'da Zirve Yayınevi bürosunu basan dört şahıs, biri Alman uyruklu üç kişiyi öldürdü. Saldırganlar olayın hemen ardından yakalandılar.
10	19.01.2007	Ermenice-Türkçe yayımlanan Agos Gazetesi Genel Yayın Yönetmeni Hrant Dink gazetesinin önünde suikasta uğrayarak hayatını kaybetti.
11	29.06.2002	Türkiye Milli Futbol takımı tarihinde ilk kez Dünya Kupası'nda 3. oldu.
12	17.08.1999	Merkez üssü Kocaeli Gölcük ilçesi olmak üzere 7,4 büyüklüğünde deprem meydana geldi. 20 bin kişiye yakın can kaybı yaşandı.
13	12.03.1995	Gazi mahallesinde alevi vatandaşlara ait bir kahvenin taranmasıyla başlayan olaylar ertesi günkü cenaze töreninde çatışmaya dönüştü. Ordu birliklerinin bölgeye sevk edildiği ve dört gün süren olaylarda toplam 22 kişi hayatını kaybetti, 155 kişi yaralandı.
14	02.07.1993	Pir Sultan Abdal Şenliklerine katılmak üzere kente gelen sanatçılardan, kaldıkları otelin yakılması sonucu 33'ü hayatını kaybetti. Ayrıca olaylarda otel görevlisi iki kişi ile iki saldırgan da hayatını kaybetti.

2.2.2.5. Savaş Hareketleri İle İlişkili Olaylar

Ülkeler arasındaki diplomatik ilişkilerin kesilmesinden, sıcak çatışmaların yaşanması durumuna kadar uzanabilen savaş hareketleri, güven ortamını sarsması ve ekonomik istikrarsızlığa yol açması gibi etkilere yol açabilir. Savaşın ekonomik etkileri

sadece savaşı yaşayan ülkelerde değil, komşu ülkelerde ve hatta bazen tüm dünya ülkelerinde görülmektedir. 20.03.2003 tarihinde ABD'nin Irak'ın işgalinde, Türkiye fiili olarak savaşın içinde bulunmasa da Irak ile sınır komşusu olması, yoğun ekonomik ve kültürel ilişkilerin bulunması nedeniyle bu savaştan etkilenmiştir. Ayrıca 11 Eylül saldırısı olarak bilinen 11.09.2001 tarihinde Dünya Ticaret Merkezi İkiz Kuleleri'ne yapılan saldırılar tüm dünya piyasaları gibi Borsa İstanbul'u da etkilediğinden, bu kategori içerisinde çalışmaya dâhil edilmiştir. Savaş hareketleri ile ilişkili olduğunu düşündüğümüz 12 adet olay aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 2.7. Savaş Hareketleri İle İlişkili Olaylar

Sıra	Olay Tarihi	Olay ile İlgili Açıklama
1	24.08.2016	Türk Silahlı Kuvvetleri, Suriye sınırındaki terör tehdidine karşı bir operasyon başlattı. Sınır ötesi operasyona "Fırat Kalkanı" adı verildi.
2	24.11.2015	Suriye sınırında Türkiye hava sahasını ihlal eden Su-24 tipi bir Rus savaş uçağı, Türk Hava Kuvvetleri tarafından düşürüldü.
3	22.02.2015	Dışişleri Bakanlığı'ndan yapılan açıklamaya göre; Süleyman Şah Türbesi ve Saygı Karakolu bulunduğu yerden, Suriye'de sınıra mücavir Suriye Eşmesi köyünün kuzeyinde ve aynı büyüklükte başka bir araziye taşındı.
4	11.06.2014	Musul'daki Türkiye Başkonsolosluğu, DAESH militanları tarafından ele geçirilerek, toplam 49 kişiden oluşan personel rehin alındı.
5	23.03.2014	Genel Kurmay Başkanlığı, Suriye'ye ait MIG-23 tipi savaş uçağının sınır ihlali yapması gerekçesiyle düşürüldüğünü duyurdu.
6	04.10.2012	Hükümete sınır ötesi operasyon yetkisi veren tezkere, TBMM Genel Kurulunda 320 evet, 129 ret oyu ile geçti.
7	22.06.2012	Türk Hava Kuvvetlerine ait F-4 Phantom-II keşif uçağı radar testi yaparken sınır ihlali gerekçesiyle Suriye tarafından düşürüldü.
8	31.05.2010	İsrail, Gazze'ye insani yardım götüren Mavi Marmara adlı gemiye kanlı bir baskın düzenledi. 30 ülkeden 700'e yakın gönüllüyü taşıyan gemiye yapılan baskında 9 kişi katledildi.
9	04.07.2003	Kuzey Irak'taki Süleymaniye kentinde Türk Özel Timi Bürosu'nu basan ABD askerleri, 11 Türk askerini gözaltına alarak Kerkük'e götürdü. Olay, Türkiye'de uzun süre tartışıldı.
10	20.03.2003	ABD kuvvetleri Bağdat'ı bombalamaya başladı. Böylece ABD tarafından Irak'ın işgali başlamış oldu.
11	01.03.2003	TSK'nın yabancı ülkelere gönderilmesine, yabancı silahlı kuvvetler unsurlarının 6 ay süreyle Türkiye'de bulunmasına izin verilmesine ilişkin Başbakanlık Tezkeresi, TBMM Genel Kurulu'nda yapılan kapalı oturumda reddedildi.
12	11.09.2001	New York'ta bulunan Dünya Ticaret Merkezinin İkiz Kulelerine yolcu uçaklarıyla saldırı düzenlendi. Saldırılarda üç bine yakın kişi hayatını kaybetti.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDE BEKLENMEDİK OLAYLAR ve POLİTİK SEÇİMLERİN ETKİLERİNİN ARAŞTIRILMASI

3.1. ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ

3.1.1. Araştırmanın Önemi ve Amacı

3.1.1.1. Araştırmanın Önemi

Etkin piyasalar hipotezi, etkin bir piyasada hisse senedi fiyatlarının piyasaya ulaşan tüm bilgileri yansıttığını ifade etmektedir. Buna göre, hisse senetleri ile doğrudan ilgili olsun veya olmasın hisse senedi fiyatları, ortaya çıkan bilgi ve olayların etkisini yansıtmaktadır. Ekonomik ve politik gelişmelerin yanı sıra savaş, terör, doğal afet, ülke içindeki grup çatışmaları gibi birçok beklenen veya beklenmeyen olay, hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Ancak söz konusu olaylar, fiyatlarda anormal bir kazanç elde edilmesi durumunu ortaya çıkarıyorsa etkin piyasalar hipotezinin tersi bir durum gerçekleşiyor demektir. Bu nedenle söz konusu olaylara bağlı olarak hisse senedi fiyatlarında anormal bir kazanç elde edilme durumunun araştırılması yatırımcılar, firmalar, sermaye piyasası ve makroekonomik durum hakkında bazı tespitlerin ortaya konulması açısından önem taşımaktadır.

Çalışmada, beklenmedik olaylar olarak ifade edilen olaylar, beş başlık altında sınıflandırılarak piyasada (Borsa İstanbul'da) anormal getiri elde edilip edilmediği ve hangi başlık altındaki olayların hisse senedi fiyatları üzerinde daha fazla etkili olduğu araştırılmıştır. Söz konusu olaylar; Terörizm ile ilişkili olaylar, Politik iklim ile ilişkili olaylar, Ekonomik iklim ile ilişkili olaylar, Yerel istikrarsızlık ile ilişkili olaylar ve Savaş hareketleri ile ilişkili olaylar olmak üzere beş kategoriye ayrılmıştır. Anormal getiriler üzerine yapılan daha önceki çalışmalar incelendiğinde araştırmaların genellikle, şirket birleşmeleri, temettü dağıtımları veya tek bir olay incelemesi ile belirli hisse senedi fiyatları üzerine odaklanıldığı görülmektedir. Bu çalışmada ise, bütün olarak borsadaki hisseleri etkileyebilecek genel ve önemli olaylar kapsamlı bir şekilde incelenmiştir.

3.1.1.2. Araştırmanın Amacı

Araştırmanın amacı, Türkiye’de meydana gelen ve hisse senedi fiyatlarında değişime yol açan ekonomik, politik ve toplumsal temelli beklenmedik olaylar ile politik seçimlerin, hisse senedi fiyatları üzerinde anormal getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığı, hangi tür olayların daha çok etkiye sahip olduğu ve piyasa etkinliğinin ne düzeyde olduğunu belirlemeye çalışmaktır. Hisse senedi fiyatları üzerinde beklenmedik olayların ve politik seçimlerin etkisinin olay çalışması yöntemi ile belirlenmesi amaçlanmıştır. Seçilen olaylar hisse senedi fiyatlarını etkileyebileceğini düşündüğümüz ve Türkiye gündeminde önemli yer tutan terör saldırıları, siyasi krizler, askeri müdahaleler, komşu ülkelerle olan sorunlar gibi beklenmedik olaylardan oluşmaktadır. Ayrıca hükümet değişimlerine yol açan ve politik riskin önemli göstergelerinden olan politik seçimler de çalışmaya dâhil edilmiştir.

3.1.2. Araştırmanın Kapsamı ve Kısıtı

3.1.2.1. Araştırmanın Kapsamı

Araştırmanın kapsamı; Borsa İstanbul’da hisse senedi getirileri üzerinde, 1990-2016 dönemi içinde meydana gelen beklenmedik olaylar ve politik seçimlerin anormal getiriye yol açıp açmadığını tespit etmektir. Bu amaçla ilgili dönem içerisinde meydana gelen olayların gerçekleşme tarihi olay günü olarak belirlenerek piyasa getirisi hesaplanmıştır. Olay tarihinden 10 gün önce ve 10 gün sonrası olay penceresi olarak belirlenmiştir. Anormal getirilerin hesaplanmasında Ortalama Ayarlanmış Getiri Yaklaşımı benimsenmiş ve pazar endeksi olarak BIST-100 endeks getirisi kullanılmıştır. Bu kapsamda ekonomik, politik, askeri ve terör kaynaklı 78 adet beklenmedik olay ile 17 adet politik seçim olmak üzere toplamda 95 adet olay inceleme kapsamına alınmıştır.

3.1.2.2. Araştırmanın Kısıtı

Çalışmanın araştırılması ve uygulanmasında iki önemli kısıtın etkisinin var olduğu düşünülmektedir. Kısıtlardan birincisi; hisse senedi fiyatları üzerinde belirlenen olay gününde araştırmaya konu olan söz konusu olay dışında, dünyanın içinde

bulunduğu ekonomik iklim ve bunu etkileyebilecek siyasi faktörler, ülke ekonomisindeki diğer siyasi ve ekonomik faktörler, arz ve talep durumu, spekülasyon ve psikolojik faktörler, faiz ve döviz kurundaki değişimler gibi hareketlerin hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olma ihtimalidir. İkinci kısıt ise, finansal veriler genellikle normal dağılmamaktadır.²²³ Başka bir ifadeyle birçok finansal zaman serisinin normallik dağılımından saptığı gözlenmektedir.²²⁴ Ancak olay çalışması yönteminde t-testi kullanılmakta ve bu testin yapılabilmesi için verilerin istatistiki olarak normal dağılım göstermesi gerekmektedir. Bu nedenle çalışmada kullanılan getiri oranlarının birbirinden bağımsız ve normal dağıldığı varsayılmıştır.²²⁵

3.2. LİTERATÜR TARAMASI

Literatür taramasının yapıldığı bu bölümde ilk olarak yurtdışında yapılan çalışmalar ve daha sonra ise yurtiçinde yapılan çalışmalar üzerinde durulacaktır.

Olay veya haberlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ölçmek için yapılmış ilk çalışma 1933 yılında James Dolley tarafından hisse senedi bölünme haberlerinin hisse fiyatına etkisini incelemek amacıyla yapılmıştır.²²⁶ Bu tarihten 1960'lı yıllara kadar olay çalışması yöntemi geliştirilerek birçok çalışmada kullanılmıştır. Myers ve Bakay 1948 yılında; Baker 1956, 1957 ve 1958 yıllarında; Ashley 1962 yılında yaptıkları çalışmalarda olay çalışması yöntemini kullanmışlardır. Tüm bu yazarlar hisse senedi fiyatlarının hareketlerinin incelenmesi konusunda, finansal piyasalarda tahmin edilemeyen olayların hisse senetlerinin fiyatları üzerindeki etkisi konusundaki incelemelere yönelmişlerdir. Bugün kullanılan olay çalışması yöntemi, 1968 yılında Ball ve Brown tarafından şirket kazançlarının duyurulmasının hisse senedi fiyatlarına etkisinin incelendiği çalışma ile son halini almıştır. 1969 yılında Fama vd. tarafından yapılan başka bir çalışmada ise, eş zamanlı temettü artışlarının etkileri ortadan kaldırıldıktan sonra, hisse senedi bölünmelerinin fiyatlara etkisi olay çalışması

²²³ Veli Yılancı, Şeref Bozoklu, "Türk Sermaye Piyasasında Fiyat ve İşlem Hacmi İlişkisi: Zamanla Değişen Asimetrik Nedensellik Analizi", *Ege Akademik Bakış*, 14(2), 2014, 215.

²²⁴ Ömer Önal, "Finansal Zaman Serileri İçin Ortalamaya Dönme Sıçrama Difüzyon Modeli", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 12(1), 2007, 212.

²²⁵ Yusuf Kaderli ve Sezgin Demir, "Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi", *Mali Çözüm*, 91, 2009, 51.

²²⁶ James C. Dolley, "Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups", *Harvard Business Review* 11, 1933, 316-326.

yöntemiyle incelenmiştir.²²⁷ Ayrıca Brown ve Warner (1980; 1985) yapmış oldukları çalışmalarda aylık ve günlük veriler kullanarak olay çalışması yönteminin gelişmesine büyük katkı yapmışlardır.²²⁸

Yurtdışında yapılan bazı çalışmalar;

Chen ve Siems (2004) araştırmalarında askeri harekâtların, terörist saldırıların ve beklenmeyen felaketlerin hisse senedi fiyatları üzerinde önemli derecede etkileri olabileceği üzerinde durmuşlardır. Özellikle küresel piyasalarda yaşanan gelişmelerle birlikte yatırımcıların çok sık karar değiştirmeleri ve güvenli yatırım araçlarına yönelmeleri, terör eylemleri ve askeri harekâtların sermaye piyasaları üzerindeki etkilerini araştırmaya itmiştir. Olay çalışması yöntemini kullandıkları çalışmalarını ABD ve küresel sermaye piyasaları olmak üzere iki bölümden oluşturmuşlardır. İlk bölümde ABD’de gerçekleştirilen 14 terörist saldırının tepkisini ölçmek amaçlanmış, ikinci bölümde ise Irak’ın Kuveyt’i işgaline ve 11 Eylül 2001 terör saldırıları özelinde yoğunlaşmıştır. Sonuçta ABD sermaye piyasalarının diğer piyasalara nazaran daha çabuk toparlandığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır.²²⁹

Abadie ve Gardeazabal (2003) İspanya’nın Bask bölgesinde meydana gelen terörist saldırı ve çatışmaların ekonomiye etkilerini olay çalışması yöntemi ile incelemişlerdir. Söz konusu bölgenin 1970’lerde henüz çatışmalar başlamadan İspanya genelinde on yedi bölge içerisinde milli gelir sıralamasında birinci sırada olmasına rağmen, yaklaşık otuz yıl sonra politik karmaşa içinde kalmasıyla bu sıralamada oldukça geriye düştüğünü belirtmişlerdir. Araştırmalarında ateşkes dönemi olan 1998-1999 dönemi özellikle olmak üzere hisse senedi fiyatlarında yükselişler yaşanırken, ateşkesin olmadığı dönemlerde düşüşler yaşandığını belirtmişlerdir.²³⁰

Worhington ve Valadkhani (2004) yaptıkları araştırmada doğal afetlerin Avustralya hisse senedi piyasasına olan etkisini ölçmeyi amaçlamışlardır. Toplamda 42 adet fırtına, sel, kasırga, deprem gibi doğal afet ve bunların yol açtığı ölümlerin, günlük kapanış verileri kullanılarak Avustralian Stock Exchange’deki etkisini araştırmışlardır.

²²⁷ Fama, Fisher, Jensen ve Roll, 1-21.

²²⁸ Campbell, Lo ve Mackinlay, 150.

²²⁹ Andrew H. Chen ve Thomas F. Siems, “The Effects of Terrorism on Global Capital Markets”, *European Journal of Political Economy*, 20, 2004, 349-366.

²³⁰ Alberto Abadie And Javier Gardeazabal, “The Economic Cost of Conflict: A Case Study of the Basque Country”, *American Economic Review*, 93, 2003, 113-132.

Elde edilen bulgulara göre piyasa getirileri üzerinde sel ve şiddetli fırtınalara kıyasla yangın, kasırga ve depremler daha büyük bir etkiye sahip olduğu ortaya çıkmıştır.²³¹

Karolyi ve Martell (2010), terör saldırılarının hisse senedi fiyatlarına etkisini araştırmak amacıyla ABD Dışişleri Bakanlığı'ndan elde edilen 1995 ile 2002 yılları arasında 11 ülkede halka açık şirketlere yapılan terörist saldırıları araştırma konusu olarak seçmişlerdir. Olay çalışması yöntemini kullandıkları çalışmada, saldırı gününde %0,83'lük bir negatif anormal getiri ortaya çıktığını tespit etmişlerdir. Saldırıların etkisi hedef firmaya ve bulunduğu ülkeye göre farklılık göstermektedir. Daha gelişmiş ve daha demokratik olan ülkelerde yapılan saldırılar, daha büyük olumsuz hisse fiyat tepkileri ortaya koymaktadır. Ayrıca şirket yöneticilerinin kaçırılması gibi beşeri sermaye kayıpları, tesislerin veya binaların bombalanması gibi fiziksel kayıplardan daha büyük olumsuz hisse senedi fiyat tepkilerini ortaya koymuştur.²³²

Brooks ve diğ. (2003) ABD'de 1989-1992 yıllarında meydana gelen uçak kazası, fabrika patlaması, CEO ve yönetim kurulu başkanının ölümü gibi yirmi bir beklenmedik olayın, piyasada ortaya çıkardığı gün içi tepkisini araştırmışlardır. İlk tepki olayın gerçekleşmesinden sadece üç dakika sonra ortaya çıktığı yönündedir. Olayla ilgili bilginin piyasaya girişinden bir saat içerisinde ise yüksek işlem hacmi ve satış baskısı olduğu görülmüştür. Haberdan yirmi iki dakika sonra hisse senedi fiyatlarında yaklaşık %1,6 değerinde düşüş gözlenmiştir. Ancak çoğunlukla iki saat içerisinde fiyatlar tekrar haber öncesi seviyelere dönmüştür.²³³

Grofi Klufiman ve Hautsch (2011) yaptıkları çalışmada Londra'da 2007-2008 yıllarında şirketler tarafından kamuya açıklanan beklenmedik haberlere piyasanın nasıl bir tepki verdiğini incelemişlerdir. Londra Borsası'nda işlem gören otuz dokuz şirketin yaptığı haber duyuruları analize tabi tutulmuştur. Bu haberler şirketler açısından pozitif, nötr ve negatif olarak üç kategoriye ayrılmıştır. Elde edilen bulgular, pozitif ve nötr haberlerin duyurulmasından doksan dakika öncesinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif kümülatif anormal getiri elde edildiğini göstermiştir. Negatif haberler analiz

²³¹ Andrew Worthington ve Abbas Valadkhani, "Measuring The Impact of Natural Disasters on Capital Markets: An Empirical Application Using Intervention Analysis", *Applied Economics*, 36, 2004, 2177-2186.

²³² G. Andrew Karolyi ve Rodolfo Martell, "Terrorism and the Stock Market", *International Review of Applied Financial Issues and Economics*, 2 (2), 2010, 285-314.

²³³ Raymond M. Brooks, Ajay Patel ve Tie Su, "How The Equity Market Responds to Unanticipated Events", *Journal of Business*, 76(1), 2003, 109-133.

edildiğinde ise duyurudan altmış dakika öncesinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif kümülatif anormal getiri elde edildiği ortaya çıkmıştır.²³⁴

Neuhierl ve diğ. (2013) şirketler tarafından kamuoyuna açıklanan haberlerin, hisse senedi getirileri, volatilitesi ve işlem hacmi üzerindeki etkilerini ölçmeyi amaçlamışlardır. Söz konusu haberler on temel kategoriye ayrılarak incelenmiştir. Bunlar finansal haberler, toplantı haberleri, müşteri ve ortaklar, ürün ve hizmetlere ilişkin haberler, yönetim haberleri, birleşme ve devralma haberleri, alınan ödüller, strateji ve performans haberleri, hukuki haberler ve hisse alım satımına ilişkin haberler olarak sıralanmaktadır. Yapılan açıklamaların olay günü olarak alındığı çalışmada, olaydan bir gün öncesi ve beş gün sonrası olay penceresi olarak seçilmiştir. Analizler sonucu bazı haber gruplarının negatif anormal getiri, diğer haber gruplarının ise pozitif anormal getiri ortaya çıkardığı bulgusuna ulaşmışlardır.²³⁵

Balakrishnan ve diğ. (2008) bazı skandalların peş peşe patladığı 2000-2006 yılları arasında Sarbanes Oxley Kanunu sonrasında şirketler tarafından ilan edilen haberlerin şirket hisse değerleri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Elde edilen sonuçlar şirketlerin kamuyu bilgilendirmedeki özeni ve hızının arttığını göstermiştir. Ayrıca medya açısından söz konusu çıkarılan kanun sonrasında, medyada şirketler hakkında daha fazla haberlere yer verildiği görülmüştür.²³⁶

Sprenger ve Welp (2011) yaptıkları çalışmalarında hisse senedi fiyatları üzerinde S&P 500’de işlem gören şirketlerce yapılan duyuru ve haberlerin etkisini araştırmışlardır. Bu haberler kurumsal, finansal, operasyonel, yeniden yapılanma, hukuki, alım-satım işlemleri olmak üzere altı kategoriye ayrılmıştır. Olay penceresi olarak olaydan üç gün önce ve üç gün sonrası seçilmiştir. Olay günü ve olaydan üç gün öncesini kapsayan analiz döneminde; operasyonel haberler hisse fiyatlarında %10 ile en yüksek pozitif anormal getiriye yol açarken, hukuki haberler ise hisse fiyatlarında %-6 ile en düşük negatif anormal getiriye yol açtığı belirlenmiştir. Olay günü ve olaydan üç gün sonrası kapsayan analiz döneminde ise; kurumsal haberler hisse fiyatlarında %-

²³⁴ Axel Grofi Klufimann ve Nikolaus Hautsch, “When Machines Read the News: Using Automated Text Analysis to Quantify High Frequency News-Implied Market Reactions”, *Journal of Empirical Finance*, 18(2), 2011, 321-340.

²³⁵ Andreas Neuhierl, Anna Scherbina ve Bernd Schlusche, “Market Reaction to Corporate Press Releases”, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 48(4), 2013, 1207-1240.

²³⁶ Karthik Balakrishnan, Anindya Ghose ve Panagiotis Ipeirotis, “The Impact of Information Disclosure on Stock Market Returns: The Sarbanes- Oxley Act and the Role of Media as an Information Intermediary”, Erişim Tarihi: 17 Şubat 2018, <http://www.econinfosec.org/archive/weis2008/papers/Ghose.pdf>.

14,7 ile en düşük negatif anormal getiriye yol açarken, alım-satım işlemlerine ilişkin haberler ise hisse fiyatlarında %8 ile en yüksek pozitif anormal getiriye yol açtığı belirlenmiştir.²³⁷

De Bondt ve Thaler (1985) çalışmalarında piyasa tarafından beklenmeyen ve çarpıcı haberlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Aylık getiri verilerinin kullanıldığı çalışmada, olay penceresi olaydan otuz altı gün önce ve kırk dokuz gün sonra olarak belirlenmiştir. Kazanan ve kaybeden olmak üzere iki portföy oluşturularak yürütülen çalışma sonucunda olay öncesi kaybeden portföylerin kazanan portföylere göre üç yıl içerisinde yatırımcısına %25 daha fazla kazanç sağladığı ortaya çıkmıştır.²³⁸

Storckenmaier ve diğ. (2012), İngiltere’de 2009 yılında seksen sekiz şirket tarafından duyurulan haberlerin hisse fiyatları ve piyasa üzerindeki etkisini ölçmüşlerdir. Haber duyurusu yapılan günlerde ilgili hisse senetleri işlem hacminin yükseldiği belirlenmiştir. Olumlu haberler işlem hacmini %0,87 oranında, olumsuz haberler ise %0,30 oranında artırmaktadır. Ayrıca olumsuz haber duyurusu olduğu zamanlarda borsada likiditenin de azaldığı görülmüştür.²³⁹

Eizentas ve diğ. (2012) yaptıkları çalışmada NASDAQ OMX Vilnius’te işlem gören şirketlerle ilgili 2005-2009 yılları arasında kamuoyuna bildirilen haberlerden yatırımcıların anormal getiriler elde edip etmediklerini araştırmışlardır. Analizler sonucunda istatistiki olarak anlamlı anormal getiriler elde edildiği ortaya çıkmıştır. Olay penceresinin (-10, +10) olduğu dönemde şirket performansı ile ilgili haberlerin %0,09 oranında, yatırımcıya anormal bir getiri sağladığı belirlenmiştir. Olay penceresinin (-5, +5) olduğu dönemde ise şirket performansı ile ilgili haberler %0,69 oranında, yatırımcıya anormal getiri sağlamıştır. Şirketin kendi hisselerini satın alması haberleri %-2,52, hisse satılması haberleri ise %-1,89 oranında anormal getiri ortaya çıkarmıştır.²⁴⁰

²³⁷ Timm O. Sprenger ve Isabell M. Welp, “News or Noise? The Stock Market Reaction To Different Types Of Company-Specific News Events”, Erişim Tarihi: 10 Ocak 2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1734632

²³⁸ Werner F.M. De Bondt ve Richard Thaler, “Does the Stock Market Overreact?”, *Journal of Finance*, 40, 1985, 793-805.

²³⁹ Andreas Storckenmaier, Martin Wagener ve Christof Weinhardt, “Public Information in Fragmented Markets”, *Financ Mark Portf Manag*, 26, 2012, 179-215.

²⁴⁰ Vilis Eizentas, Rytis Krusinskas ve Jurgita Stankevičienė, “Impact of Public Information Signals on Share Prices: Evidence from Lithuania”, *Economics and Management*, 17(3), 2012, 879-888.

Pantzalis ve diğ. (2000) genel seçimlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemiyle araştırmışlardır. Seçimlerden önceki iki hafta boyunca pozitif anormal getirilerin ortaya çıktığını belirlemişlerdir.²⁴¹

Kim ve Mei (2001) yaptıkları çalışmada Hong Kong'daki kötü haberlerin piyasada hisse senedi getirilerine nasıl bir etki ettiğini araştırmışlardır. Hong Kong borsasında 1989-1993 döneminde günlük endeks değerleri ve politik haber başlıklarının analiz edildiği çalışma sonucunda, kötü haberlerin hisse getirileri üzerinde önemli bir etki sahibi olduğu tespit edilmiştir.²⁴²

Kjartansdottir (2009) çalışmasında, içerden öğrenenler ticareti ile anormal getiriler elde edilip edilmediği olay çalışması yöntemi ile analize tabi tutmuştur. İzlanda hisse senedi piyasasında 2000-2007 yılları arasında ihbar edilen toplam 3.426 içerden öğrenenler ticareti analiz kapsamına alınmıştır. Bulgular içerden öğrenenlerin hem alış hem de satış işlemlerinde olağandışı kârlar elde ettiklerini ortaya koymuştur.²⁴³

Bir diğer çalışma ise olay çalışması literatüründe önemli bir yere sahip olan Fama vd. (1969)'nin yapmış oldukları çalışmadır. Bu çalışmada hisse senedi fiyatlarına hisse bölünmesi ve hisse bölünmesi ile ilgili haberlerin etkisini ortaya koymayı amaçlamışlardır. Hisse bölünmesinden önce ve sonra anormal getiri ortaya çıkıp çıkmadığını araştırmışlardır. New York Borsasında yapılan çalışma 940 hisse bölünmesini kapsamaktadır. Analizler sonucunda hisse senedi piyasasının içerden öğrenilen bir bilgi kullanılmadığı sürece etkin olduğu ve yeni bilgiye göre fiyatların hızlı bir şekilde yeniden oluştuğu sonucuna varmışlardır. Hisse bölünmelerinde anormal getiri elde etmenin mümkün olmadığını belirlemişlerdir.²⁴⁴

Tuominen (2005), olay çalışması yöntemini kullanarak işten çıkarma duyuruları ile hisse senedi değeri arasındaki ilişkiyi Finlandiya örneği ile incelemiştir. Çalışmasında piyasanın durgun olduğu dönemdeki işten çıkarma duyurularının, piyasanın canlı olduğu dönemdeki duyurulara göre daha olumsuz hisse fiyat tepkisine neden olduğunu göstermiştir. Ayrıca kurumsallaşmış ve iyi bir yönetim itibarına sahip

²⁴¹ Christos Pantzalis, David A. Stangeland ve Harry J. Turtle, "Political elections and the resolution of uncertainty: The International Evidence", *Journal of Banking & Finance*, 24, 2000, 1575-1604.

²⁴² Harold Y. Kim ve Jianping P. Mei, "What Makes The Stock Market Jump? An Analysis of Political Risk on Hong Kong Stock Returns", *Journal of International Money and Finance*, 20, 2001, 1003-1016.

²⁴³ Brynhildur Kjartansdottir, *An Event Study of Insider Trading on the Iceland Stock Exchange*, Master's Thesis in Finance Stockholm School of Economics, Stockholm, 2009, 1-37.

²⁴⁴ Fama, Fisher, Jensen ve Roll, 1-21

firmaların hisse senetleri, daha az kurumsallaşmış firmalara göre söz konusu duyurulardan daha az etkilenmektedir. Bunun sebebi ise kurumsallaşmış şirketlerin küçülme yoluyla daha iyi değer yaratabileceklerine piyasanın inandığının göstergesi olabilir. Sonuçta etkin piyasalar hipotezine uymayan anormal getirilerin ortaya çıktığını belirtmiştir.²⁴⁵

Dasgupta vd. (1998) Arjantin, Filipinler, Meksika ve Şili gibi gelişen ülkelerin sermaye piyasalarının, kurallara uymama, ruhsat ihlali veya temiz teknolojiler kullanmak gibi şirkete özgü çevresel haberlerden ne derece etkilendiğini araştırma konusu yapmışlardır. Bu ülkelerde belirtilen çevresel düzenlemelerin yetersiz ve zayıf gözetim sonucu piyasayı etkilediği sonucuna varmışlardır.²⁴⁶

Asquith ve Mullins Jr. (1983) ABD’de şirketler tarafından yapılan temettü haberlerinin hisse senedi fiyatları üzerinde anormal getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığı konusunu araştırmışlardır. Elde edilen bulgular, temettü haberlerinin pozitif anormal getiriler ortaya çıkardığı ve istatistiki olarak anlamlı sonuçlar verdiği yönünde olmuştur.²⁴⁷

Berry ve Howe (1994) hisse senetleri ile bilgi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Kamuya açıklanan genel bilgiler ile sermaye piyasasındaki işlem hacmi arasında pozitif ve orta düzeyde bir ilişki olduğunu belirlemişlerdir.²⁴⁸

Jeffrey (1975), kamuoyu ile paylaşılan yeni bilgilerin tüketicilerin tüketim ve yatırım davranışlarını nasıl etkilediği üzerinde bir çalışma yürütmüştür. Elde edilen bulgulara göre saf bir mübadele ekonomisi içerisinde ortaya çıkan bilgilerin yatırımcı davranışları üzerinde etkisi olmadığı belirtilmiştir.²⁴⁹

Gutierrez ve Kelley (2005), 1983-2003 yılları arasında kamuya açıklanan bilgiler nedeniyle fiyatlardaki değişimlere karşı piyasanın nasıl bir tepki verdiğini ölçmek için bir çalışma yapmışlardır. Haftalık getiri verilerinin kullanıldığı çalışmada, olay penceresi olaydan bir hafta önce ve elli hafta sonrası olarak uygulanmıştır. Bulgulara

²⁴⁵ Tero Tuominen, *Corporate Layoff Announcements And Shareholder Value: Empirical Evidence From Finland*. (Master’s Thesis), Lappeenranta University of Technology, Kuala Lumpur, 2005, 1-84.

²⁴⁶ Susmita Dasgupta, Benoit Laplante ve Nlandu Mamingi, “Capital Market Responses to Environmental Performance in Developing Countries”, *World Bank Policy Research Working Paper*, 1909, 1998, 1-42.

²⁴⁷ Paul Asquith ve David W. Mullins Jr., “The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders’ Wealth”, *Journal of Business*, 56(1), 1983, 77-96.

²⁴⁸ Thomas D. Berry ve Keith M. Howe, “Public Information Arrival”, *The Journal of Finance*, 49(4), 1994, 1331-1346.

²⁴⁹ Jeffrey F. Jaffe, “Special Information and Insider Trading”, *Journal of Business*, 47(3), 1975, 410-428.

göre on dördüncü haftaya kadar negatif kümülatif anormal getiriler ortaya çıkmış, ancak bundan sonra ise getirilerin pozitif olduğu gözlenmiştir. Olay penceresinin sonunda ise duyuruların %3,25 oranında bir kümülatif anormal getiri ortaya çıkardığı saptanmıştır.²⁵⁰

Jarrell ve Peltzman (1985) Amerika’da 1974-1982 yıllarını kapsayan dönemde ilaç ve otomotiv sektöründe yer alan şirketler tarafından yapılan hatalı ürünlerin geri çağırma duyurularının, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Her iki sektör bir arada değerlendirildiğinde duyuru tarihinden iki hafta sonrasına kadar, şirket yatırımcılarının %90’ı negatif getiriler ile karşı karşıya kalmışlardır. Hisse senetlerinin ise olaydan dört gün önce ve beş gün sonrası dönemde %6,13 oranında değer kaybettiği tespit edilmiştir.²⁵¹

Hoffer ve diğ. (1988) otomotiv sektöründe General Motor, Chrysler ve Ford firmaları tarafından 1975-1981 yılları arasında yapılan ürün geri çağırma duyurularının hisse fiyatları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. İlgili şirketler tarafından toplam altmışaltı geri çağırma duyurusu yapılmıştır. Olaydan beş gün önce ve beş gün sonrasını kapsayan olay penceresinde, ilgili şirket hisse fiyatlarının ortalama %1,12 oranında değer kaybettiği ifade edilmiştir.²⁵²

Womack (1996) kamuya açıklanan olumlu veya olumsuz bilgilerin genel olarak yatırımcı kararlarını yine olumlu veya olumsuz yönde etkilediğini ifade etmiştir.²⁵³

Chi ve Tang (2007) Tayvan’da iflasın eşiğine gelmiş firmaların, yeniden yapılandırma duyurularının ilgili hisse senetlerine etkisini olay çalışması yöntemiyle incelemişlerdir. 62 firmanın günlük getirisi kullanılarak yapılan çalışma sonucunda bulunan sonuçların istatistiki olarak anlamlı olduğu ve anormal getirilerin elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır.²⁵⁴

²⁵⁰ Roberto C. Gutierrez Jr. ve Eric K. Kelley, “Evidence to the Contrary: Weekly Returns Have Momentum”, *Working Paper*, 2006, 1-48.

²⁵¹ Gregg Jarrell ve Sam Peltzman, “The Impact of Product Recalls on the Wealth of Sellers”, *Journal of Political Economy*, 93(3), 1985, 512-536.

²⁵² George E. Hoffer, Stephen W. Pruitt ve Robert J. Reilly, “The Impact of Product Recalls on the Wealth of Sellers: A Reexamination”, *Journal of Political Economy*, 96(3), 1988, 663-670.

²⁵³ Kent L. Womack, “Do Brokerage Analysts’ Recommendations Have Investment Value?”, *Journal of Finance*, 51, 1996, 137-167.

²⁵⁴ Li-Chiu Chi ve Tseng-Chung Tang, “Impact of Reorganization Announcements On Distressed-Stock Returns”, *Economic Modelling*, 24(5), 2007, 749-767.

Yurtiçinde yapılan bazı çalışmalar;

Şahin ve diğ. (2017) yaptıkları çalışmada, Türkiye'nin 24 Kasım 2015 tarihinde sınır ihlali gerekçesiyle bir Rus savaş uçağını düşürmesi ile ortaya çıkan Uçak Krizi'nin Borsa İstanbul'daki etkilerini araştırmışlardır. BIST Gıda ve İçecek Endeksi'nde yer alan 21 şirket ile BIST Turizm Endeksinde yer alan 6 şirket hisse senetlerinin bu krizden etkilenme düzeyleri olay çalışması yöntemiyle analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre BIST Gıda, İçecek Endeksinde bulunan şirket hisse senedi fiyatları, bu olaya genel olarak negatif tepki vermiş, BIST Turizm Endeksindeki şirket hisse fiyatlarında ise olay sonrası dönemde pozitif anormal getiri değerleri ortaya çıkmıştır. Dahası kümülatif ortalama anormal getirilerin çoğunluğunun negatif olduğu gözlenmiştir. Ayrıca (-15, +15) olay penceresi içindeki bazı günlerde istatistiki olarak anlamlı sonuçların bulunması Borsa İstanbul'un yarı kuvvetli formda etkin olmadığını ifade etmektedir.²⁵⁵

Mutan ve Topçu (2009) çalışmalarında 1990-2009 yılları arasında Türkiye'de meydana gelen ekonomik, politik, çevresel, askeri ve terör kaynaklı 10 tane beklenmeyen olayın sermaye piyasası üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Analizlerde olay çalışması metodolojisini İMKB 100 endeksinin günlük bazda kapanış değerleri ile kullanmışlardır. Bulgular sonucunda en düşük anormal getiri 19 Şubat 2001 krizinde %-14,92 olarak çıkmış, kümülatif anormal getirilerde ise en düşük %-33,48 ile Irak'ın Kuveyt'i işgali olayında ortaya çıkmıştır.²⁵⁶

Şimşek ve Ada (2013) çalışmalarında, 1990-2012 yılları arasında Kuveyt'in işgali ile başlayıp, Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu arttırması ile sonlanan, 14 adet beklenmedik olayın Türkiye'de dolar kur fiyatına etkilerini ortaya koymayı amaçlamışlardır. Değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla (-5, +5) olay penceresi kapsamında olay çalışması yöntemini kullanmışlardır. Elde edilen bulgulara göre, özellikle olay sonrası dönemde sonuçların istatistiki olarak anlamlı olduğu ortaya çıkmıştır.²⁵⁷

²⁵⁵ Emrah Şahin, Fatih Konak ve S. Serdar Karaca, "Türkiye ve Rusya Arasındaki Uçak Krizinin Borsa İstanbul Gıda, İçecek ve Turizm Endeksleri Üzerine Etkisi", *Business and Economics Research Journal*, 8(3), 2017, 473-485.

²⁵⁶ Oya Can Mutan ve Ayhan Topçu, "Türkiye Hisse Senedi Piyasasının 1990-2009 Tarihleri Arasında Yaşanan Beklenmedik Olaylara Tepkisi", *SPK Araştırma Raporu*, 2009, 1-19.

²⁵⁷ Esra Şimşek ve Seda Selver Ada, "The Effects Of Unexpected Events Between 1990-2012 On Dolar Selling Price In Turkey", *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 21, 2013, 48-62.

Kaya ve diğ. (2017) 15 Temmuz 2016 tarihinde gerçekleştirilen menfur darbe girişiminin BIST-30 ve BIST-100 endeksleri üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemi ile analiz etmişlerdir. Olayın 15 gün öncesi ve 15 gün sonrasının olay penceresi olarak alındığı çalışmada, bu iki endeksin 30, 60, 90 ve 120 günlük tahmin süresi içerisinde, olaydan beş gün önce başlamak üzere kümülatif anormal getirilerde artış görülmüştür. Bu sonuç bazı yatırımcıların, darbe girişiminin piyasada olumlu karşılanacağı düşüncesi ile pozisyon aldıklarını göstermektedir.²⁵⁸

Eyüboğlu (2014) çalışmasında, Ocak 2002-Aralık 2012 döneminde BIST-30’da yer alan şirketlerce KAP’a bildirilen haberleri hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktör olarak ele almış ve bu haberlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemiyle analiz etmiştir. Duyuruların yayınlandığı gün, olay günü olarak belirlenmiş ve olay gününden 10 gün önce ve 10 gün sonra olmak üzere toplam 21 günlük olay penceresi içerisinde hisse senetlerinin günlük getirileri hesaplanmıştır. Sonuçlara göre, duyurulan haberlerden yatırımcıların en fazla %5 anormal getiri ile operasyonel haberlere tepki verdiği, ikinci olarak %1,8 anormal getiri ile yeniden yapılanma haberlerine tepki verdikleri belirlenmiştir. En az tepkinin ortaya çıktığı duyuru türü ise %0,4 anormal getiri ile genel haber duyuruları olmuştur. Duyuruların yapılmasından önce ve sonrasında anormal getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı sonucunu da ortaya çıkarmıştır.²⁵⁹

Mandacı (2003) Türkiye’de yapılan dört genel seçimin İMKB-100 endeksi üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemi ile incelemiştir. Otuz günlük olay penceresinin kullanıldığı çalışmada 1991, 1995 ve 1999 seçimlerinden bir gün önce pozitif anormal getiri ortaya çıkmış, seçimlerden bir gün sonra ise negatif anormal getiri ortaya çıkmıştır. Fakat 2002 seçimlerinden bir gün önce negatif getiri elde edilirken, bir gün sonra pozitif getiri elde edilmiştir. Anormal kümülatif ortalama getiriler ise olay sonrası dönemde istatistiksel anlamlılığa sahipken olay öncesi dönemde bu anlamlılık söz konusu değildir.²⁶⁰

²⁵⁸ İzzet Kaya, Meltem Keskin Köylü ve Burhan Günay, “15 Temmuz Darbe Girişiminin BIST 30/100 Endeksleri Üzerine Etkisinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi”, *Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 3(2), 2017, 56-67.

²⁵⁹ Kemal Eyüboğlu, *Halka Açık Bilgilerin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BIST-30 Şirketleri Örneği*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon, 2014.

²⁶⁰ Pınar Evrim Mandacı, “İMKB’de Genel Seçimler Öncesi ve Sonrasında Anormal Fiyat Hareketleri”, *İMKB Dergisi*, 7(27), 2003, 1-16.

Ada ve diğ. (2013) çalışmalarında, 1988-2011 döneminde Türkiye’de yapılan politik seçimler ve referandumlar ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi olay çalışması yöntemiyle incelemişlerdir. Seçim tarihlerinden 15 gün önce ve sonrasının olay penceresi olarak alındığı çalışmada, BIST-100 endeksinde anormal getiriler elde edildiği bulgusuna ulaşılmıştır. Kümülatif ortalama anormal getiriler incelendiğinde özellikle seçimlerden sonra istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiriler olduğu ortaya çıkmıştır.²⁶¹

Yılmaz (2010) 2002-2008 döneminde gerçekleşen 51 adet şirket birleşme ve devralmalarında, açıklanma tarihi olay tarihi olmak üzere söz konusu dönemde olay çalışması yöntemiyle anormal getiri oluşup oluşmadığını incelemiştir. Bulgular, hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin taraf olduğu birleşme ve devralmalarda, hedef şirket hisselerinde işlemin açıklanmasından önce istatistiksel anlamlılığa sahip pozitif anormal getiriler oluştuğunu göstermiştir. Ayrıca bu bulgular Borsa İstanbul’un güçlü formda etkin olmadığının da göstergesi olarak ifade edilmiştir.²⁶²

Bayraktar (2009) İMKB U-Tüm endeksinden İMKB U-100 endeksine dâhil edilen ve bu endeksten çıkarılan hisse senetlerinin duyuru ve yürürlük tarihlerini baz alarak, endeks kompozisyonundaki değişikliklerin hisse senedi göstergeleri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Endekse dâhil olma ve çıkarılma durumunun hisse senedi verileri üzerinde bir etkisinin olup olmadığını istatistiki olarak araştırmayı amaçlamışlardır. 2000-2007 yılları arasında dönemsel değerlendirme ve değişiklikler listesinde yer alan hisse senetlerinin, günlük ortalama fiyat ve işlem hacmi verileri ile İMKB U-100 endeks değeri ve işlem hacmi verileri kullanılmıştır. Çalışmada, endekse dâhil olma durumunun, olay sonrası periyotta önemli bir fiyat artışına neden olduğu, dâhil olma ve çıkarılma durumunun her ikisinin de günlük ticaret artışına neden olduğu belirlenmiştir. Fiyat etkisinin yoğun olarak dâhil edilme durumunda satın alma, çıkarılma durumunda ise satma ile ilişkili olduğu ortaya çıkmıştır.²⁶³

Özkanlı (2011) çalışmasında 2002-2008 yılları arasında finansal sıkıntı içerisinde olan bir firmanın, finansal kuruluşlara olan borçların yapılandırılması, bu kuruluşlardan

²⁶¹ Selver Seda Ada, Mehmet Bolak ve Ömür Süer, “Politik Seçimler, Referandumlar ve Hisse Senedi Getirileri: İMKB Örneği”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 50(579), 2013, 23-40.

²⁶² Metin Yılmaz, *Şirket Birleşme ve Devralmalarının Getiri Üzerinde Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2010.

²⁶³ Ahmet Bayraktar, *Endekse Dâhil Olma ve Çıkarılmanın Hisse Senedi Performansına Etkisi: İMKB Uygulaması*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2009.

yeni kaynak sağlanması ve sermaye artımı ile ilgili kamuya yapılan toplam 43 duyurunun, hisse senedi değeri üzerinde bir etkisinin olup olmadığı ve varsa bu etkinin boyutunun ölçülmesini amaçlamıştır. (-5,+5) olay penceresi ile yapılan analizlerde, yatırımcıların yapılan bildirimlere pozitif yönde tepki verdiği ve firma hisse senedinin piyasa getirisi olan BIST-100'den daha fazla getiri ortaya koyduğu görülmüştür. Dolayısıyla çalışma sonucunda, finansal yeniden yapılandırma duyurularının firma değerini artırdığı yönünde bir sonuca ulaşılmıştır.²⁶⁴

Bozkurt ve diğ. (2015), günlük hisse fiyatları ve BIST-100 endeks verilerini kullanarak finansal tabloların yayınlanmasından önce ve sonrasında ilgili firmaların hisseleri üzerinde anormal getirilerin ortaya çıkıp çıkmadığını olay çalışması yöntemini kullanarak belirlemeye çalışmışlardır. Analizler sonucunda finansal tabloların yayınlanmasının hem öncesinde hem de sonrasında anormal getirilerin ortaya çıktığı yani hisse getirilerini etkilediği tespit edilmiştir. Firmaların ROI değerlerine göre söz konusu anormal getiriler değişkenlik göstermektedir. Ayrıca etkin piyasa hipoteziyle çelişen sonuçlar ortaya çıktığı ve sermaye piyasalarının henüz yarı etkin formda bir piyasa olmadığı sonucuna varmışlardır.²⁶⁵

Sakarya (2011) İMKB'de işlem gören hisse senetlerinden 2009 yılında ilk defa kurumsal yönetim derecelendirme notu alan hisselerin bu derecelendirme notunun ilanı ile hisse getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine dâhil olan on bir şirket çalışma konusu yapılmıştır. Olay penceresi, kurumsal yönetim notunun ilanından on gün önce ve on gün sonra olmak üzere toplam yirmi bir gün olarak seçilmiştir. Kamuya duyurunun gerçekleşmesinden sonra söz konusu hisselerde anormal getiriler ortaya çıktığı saptanmıştır. Başka bir ifadeyle kurumsal yönetim derecelendirme notlarına yatırımcılar olumlu tepki vermişler ve hisse fiyatlarının ilgili duyuruya duyarlı davrandığı gözlenmiştir. Bu sonuç piyasanın yarı kuvvetli formda dahi etkin olmadığını göstermektedir.²⁶⁶

²⁶⁴ Serkan Özkanlı, *İşletmelerde Finansal Sıkıntı Durumu ve Finansal Yeniden Yapılandırma: Türkiye'de Bir Vaka Çalışması*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 2011.

²⁶⁵ İbrahim Bozkurt, Sezer Öksüz ve Rıfat Karakuş, "Finansal Tablo İlanlarının Hisse Getirileri Üzerindeki Etkisi: BIST'de Ampirik Bir Uygulama", *Maliye Finans Yazıları*, 103, 2015, 113-140.

²⁶⁶ Şakir Sakarya, "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması Yöntemi İle Analizi", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 2011, 147-162.

Erdoğan ve Yezegel (2009) 1998-2004 yılları arasında şirket hisselerindeki büyük fiyat hareketleri hakkında borsa yönetiminin bununla ilgili şirketten açıklama isteğinde bulunmasının hisse senetleri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yapılan analizler sonucu olay günü ve beş gün öncesini kapsayan dönemde pozitif fiyat hareketlerinin %28,18, olaydan bir gün sonrası ile beş gün sonrasını kapsayan dönemde % -2,59 oranında anormal getiri elde edildiği görülmüştür. Negatif fiyat hareketleri ise olay günü ve beş gün öncesini kapsayan dönemde % -22,77, olaydan bir gün sonra ve beş gün sonrayı kapsayan dönemde ise % -5,46 oranında anormal getiri sağlandığı belirlenmiştir.²⁶⁷

Yukarıda görüldüğü üzere, olay çalışması yöntemi uzun bir tarihsel geçmişe sahip olmakla birlikte geniş bir kullanım alanına da sahiptir. Bu yöntemin sıklıkla; şirketlerin birleşme ve satın alma duyuruları, kâr dağıtım duyuruları, yeniden yapılandırılmaya ilişkin duyurular, pazarlama planlarındaki değişiklikler, yatırım kararı duyuruları, yeni borçlanma aracı veya hisse ihraçları ile ilgili duyurularda kullanıldığı görülmektedir. Bunların yanı sıra terör saldırıları, savaş, doğal afet, ürün geri çağırma, politik seçimler gibi makroekonomik, politik ve sosyal olayların hisse senedi fiyatlarına etkisini analiz etmek amacıyla da kullanıldığı görülmektedir. Daha çok nitel olayların nicel veriler üzerine etkisini ölçmek için kullanılmaktadır.

3.3. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ ve HİPOTEZLERİ

3.3.1. Araştırma Yöntemi

Finansal piyasaları etkileyen bilginin, tüm yatırımcılar tarafından bilinmesi ile bilinmemesinin farklı fiyat seviyelerinin oluşmasına neden olabileceği açıktır.²⁶⁸ Olay çalışması finansal verileri kullanarak belirli bir olayın hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini ölçmektedir. Olayın etkileri hisse senedi fiyatlarına anında yansıdığından kullanışlı bir yöntemdir. Finans alanında birçok uygulama alanı vardır. Yöntem piyasaların yarı kuvvetli formda etkinliği üzerine kurulmuştur. Bu da piyasaya ulaşan

²⁶⁷ Oral Erdoğan ve Ari Yezegel, “The News of No News in Stock Markets”, *Quantitative Finance*, 9(8), 2009, 897-909.

²⁶⁸ Stephen Morris ve Hyun Song Shin, “ Social Value of Public Information”, *The American Economic Review*, 92(5), 2002, 1521-1534.

yeni bilginin tam ve hemen fiyatlara yansıdığı anlamını taşımaktadır.²⁶⁹ Bu yöntemin arka planında piyasa etkinliği, bilgiye hızlı ulaşım ve yatırımcıların rasyonel davrandığı varsayımıyla, ilgili bir olayın etkisi hisse senedi fiyatlarına derhal yansımastır.²⁷⁰ Dar kapsamlı tanıma göre olay çalışması, bir firmaya özgü olayların söz konusu o firmanın menkul kıymetlerinin getirilerini nasıl etkilediğini araştırmaya yarayan bir yöntemdir.²⁷¹ Daha geniş kapsamlı bir tanıma göre ise olay çalışması, hisse fiyatlarına etki edebilecek beklenmeyen herhangi bir olayın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin ölçülmesi için geliştirilmiş bir yöntemdir.²⁷² Buna göre, meydana gelen bir olayın belli bir firmaya özgü olması zorunluluğu bulunmamaktadır. Olayın, tek bir hisse senedi üzerindeki etkisini değil, bütün bir borsa üzerindeki etkisini bu yöntem ile analiz etmek mümkündür.

Bu kapsamda olay çalışması yönteminin amacı, bir olayın gerçekleştiği tarih etrafında piyasada anormal bir getirinin sağlanıp sağlanmadığının tespit edilmesidir. Anormal getiriler, ilgili haberlerin piyasaya duyurulmaması halinde elde edilecek olan normal getirilerden yüksek veya düşük olan getirilerdir. Bu getiriler genellikle, olay tarihindeki toplam piyasa endeksi getirisinin performansı ile ilişkilendirilir.²⁷³ Piyasalarda yaşanan gelişmelerin, hisse senedi fiyatları üzerinde etkisi olduğu düşünülecek olursa, diğer olayların etkilerini kontrol altına alarak yalnızca belirli bir olayın etkisini doğru ölçmek önem taşımaktadır.²⁷⁴ Bu yöntem, herhangi bir olayın hissedarların servetini arttırdığı veya artırmadığı konusunda sonuçlar çıkarılmasını sağlayan bir teknik ya da araç olarak da ifade edilmektedir. Dolayısıyla olay çalışması, gerçekleşen haberlere hisse senedi fiyatlarının hangi hızda fiilen tepki verdiğini ölçmek için kullanılabilir. Olay ile ilgili haberlerin piyasaya ulaşmasından sonra, hisse senedi

²⁶⁹ A. Craig MacKinlay, "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, 35, 1997, 13.

²⁷⁰ Shuba Srinivasan ve Dominique M. Hanssens, "Marketing and Firm Value: Metrics, Methods, Findings and Future Directions", *Journal of Marketing Research*, XLVI, 2009, 301.

²⁷¹ Clifford A. Ball ve Walter N. Torous, "Investigating Security Price Performance in the Presence of Event-date Uncertainty", *Journal of Financial Economics*, 22, 123.

²⁷² Abigail McWilliams ve Donald Siegel, "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues", *Academy of Management Journal*, 40(3), 628.

²⁷³ Sakarya, 154.

²⁷⁴ Ana Paula Serra, "Event Study Tests-A Brief Survey", *Working Papers da FEP- Faculdade de Economia do Porto*, 117, 2002, 2.

fiyatlarının anormal olarak yüksek mi yoksa düşük mü olduğu gibi soruların cevapları olay çalışması analizleri ile ortaya çıkarılabilmektedir.²⁷⁵

Olay çalışması yöntemi geniş bir kullanım alanına sahiptir. Akademik finans alanında, firma özelindeki olaylarda ve genel ekonomik olaylarda çeşitlendirilerek olay çalışması yöntemi uygulanabilir.²⁷⁶ Piyasa etkinliğinin ölçülmesinde de olay çalışması yönteminden yoğun olarak yararlanılmaktadır. Nitekim piyasa etkinliği konusundaki en açık deliller, günlük getirilerle ilgili olay çalışmalarından sağlanmaktadır. Olay çalışmalarının yararı, fiyatların bilgilere göre ayarlanma hızına dair bir çerçeve sunmasıdır.²⁷⁷ Piyasa etkinliğinin geçerli olduğu bir durumda, tarihi önceden bilinen bir olay, yatırımcılar tarafından olay öncesinde dikkate alınacak ve fiyatlar, olay anına yaklaşıldıkça olayın etkisini içerecek şekilde farklılaşacağı için, olay penceresi olarak seçilen günlerde anormal getiri elde edilmesi söz konusu olmayacaktır. Piyasa etkinliğinin bulunmadığı durumlarda ise bilgi fiyatlara zamanında ve tam olarak yansımadağı için bu bilgilerin kullanılması bir anormal getiri elde edilmesi olanağı sağlayacaktır.²⁷⁸

Olay çalışması yönteminde öncelikli olarak; (i) olay (event), (ii) olayın meydana geldiğı zaman (event day), yani bilginin kamuoyuna ulaştığı zaman ve (iii) olay penceresinin (event window) belirlenmesi gerekmektedir. Eğer istatistiki olarak gerçek ve tahmin edilen sonuçlar sıfırdan farklılık gösteriyorsa, söz konusu olayın hisse senedi getirilerini etkilediğı ve olayın yatırımcıların tepkisini yansıttığı sonucuna varılabilir.²⁷⁹ Olay gününden sonra varlığını koruyan sıfırdan farklı anormal getirilerin varlığı etkin piyasalar hipotezi ile uyumlu değildir. Çünkü etkin bir piyasada menkul kıymet fiyatlarının yeni bilgilere hızlı tepki vermesi gerekmektedir.²⁸⁰

²⁷⁵ Selim Bekçioğlu, Mustafa Öztürk ve Yusuf Kaderli, “Kurulan İşbirliklerinin İMKB’ye Kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Ettüden Denemesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 21, 2004, 2.

²⁷⁶ Campbell, Lo ve Mackinlay, 150.

²⁷⁷ Ufuk Başoğlu, Ali Ceylan ve İlker Parasız, *Finans-Teori Kuram ve Uygulama*, Ekin Kitabevi, Bursa 2001, 186.

²⁷⁸ İsmail Mazgit, “Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BIST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama”, *Sosyo-Ekonomi*, 2013(2), 231.

²⁷⁹ Tuominen, 50.

²⁸⁰ Stephen J. Brown ve Jerold B. Warner, “Measuring Security Price Performance”. *Journal of Financial Economics*, 8, 1980, 205.

Olay çalışması yönteminde anormal getirilerin hesaplanmasında ekonometrik modeller ve istatistiksel modeller kullanılmaktadır.²⁸¹ Ekonometrik modeller sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM) ve arbitraj fiyatlama modelidir. İstatistiksel modeller ise, ortalama düzeltilmiş getiri yöntemi, piyasa modeli ve piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemleridir.²⁸² İstatistiksel modellerin kullanıldığı çalışmalarda, getirilerin normal ve bağımsız dağıldığı varsayılır. Bu modeller kurulduktan sonra çıkan değerlerin anlamlılığını ölçmek için t-testleri yapılır.²⁸³ Bu çalışmada; ekonomik, politik ve toplumsal olayların etkisi belirli bir grup hisse senedi bazında değil, tüm piyasa bazında ölçülmeye çalışıldığı için, anormal getirilerin hesaplanmasında endeks getirilerinin kullanılmasına karar verilmiştir. Bu nedenle “Ortalama Düzeltilmiş Getiri Yöntemi” benimsenmiş ve Pazar endeksi olarak BIST-100 endeksi kullanılmıştır.

Olay çalışması yönteminin kullanılmasındaki farklı yaklaşımlardan bir diğeri ise, olay penceresinin kısa dönem mi yoksa uzun dönem mi alınacağıdır. Yani olaydan önce ve sonra kaç günlük getiriler analiz edileceği konusudur. Olay penceresinin seçiminde eğilim, bilginin yayılma çabukluğu ve yatırımcıların öngörülerıyla bilginin bütünleşme hızı dikkate alınarak olay pencerelerinin kısaltılmasıdır. Olayların etkisi fiyatların günlük değerlendirilmesiyle belirlenmekteyse de, gün içi verilerden hareketle, dakikalar içinde bir reaksiyonun ölçülmesi de mümkündür. Günlük veriler yerine aylık veya haftalık verilerin kullanımı, yöntemin performansını anlamlı bir şekilde azaltır.²⁸⁴ Dolayısıyla olay penceresinin uzun seçilmesi istatistiksel olarak çalışmanın gücünü azaltabilmekte ve olayın anlamlılığı hakkında yanlış değerlendirmelere neden olabilmektedir.²⁸⁵ Literatürde kısa dönem performans üzerine yapılan çalışmalarda kullanılan zaman periyodu bir-iki gün ile altı ay arasında değişmektedir.²⁸⁶ Zamana bağlı olarak kümelenmiş olayların uzun dönemli anormal getirilerini ölçmek için olay

²⁸¹ Elsie C. Ameen, Kam Chan ve Daryl M. Guffey, “Information Content of Qualified Audit Opinions For Over The Counter Firms”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 21(7) 1994, 997-1011.

²⁸² Rodrigo Saens ve Eduardo Sandoval, “Measuring Security Price Performance Using Chilean Daily Stock Returns: The Event Study Method”, *Cuadernos De Economia*, 42, 2005, 311.

²⁸³ Barış Teke, “İMKB 30 Endeks Kompozisyonundaki Değişimin Hisse Senedi Performansına Etkisi”, *İMKB Dergisi*, 13(51), 1997, 30.

²⁸⁴ Eric Delattre, “La Méthodologie des Etudes d’Événements en Marketing”, *Recherche et Applications en Marketing*, 22(2), 2007, 59-60.

²⁸⁵ S.P. Kothari ve Jerold B. Warner, *Econometrics of Event Studies, Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Elsevier Handbooks in Finance Series, 1(1), 2007, 8.

²⁸⁶ Ulaş Ünlü ve Ersan Ersoy, “İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 2008, 248.

çalışması yöntemi uygun değildir. İncelenecek olayın niteliğine bağlı olarak olay penceresi dönemi belirlenmelidir.²⁸⁷

Bu nedenle gerek anormal getirilerin hesaplanmasında kullanılan yöntemin seçimi gerekse olay penceresinin gün sayılarının seçimi yazarlara göre farklılaşmaktadır. Bazı çalışmalarda yalnızca olayın gerçekleştiği gün olay penceresi olarak tanımlanırken, bazı çalışmalarda ise (-5, +5), (-10, +10) veya (-30, +30) dönemleri olay penceresi olarak belirlenmektedir. Çalışmada incelenen olayların niteliğine göre bu süreler belirlenmekte ve bazen aynı tür olay çalışmalarında farklı zaman dilimlerinin seçildiği görülmektedir.²⁸⁸

Bu çalışmada, ülkemizde gerçekleşen beklenmedik olaylar ve politik seçimlerin hisse senedi fiyatlarında anormal getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığının analizi amacıyla, her bir olayın gerçekleşmesinden 10 gün önce ve 10 gün sonrası olmak üzere toplam 21 günlük olay penceresi belirlenmiştir. Olay penceresinin (-10, +10) olarak belirlenmesinin nedeni, getirilerin olaya duyarlılığını daha sağlıklı bir biçimde ölçebilmektir. Çünkü dönem uzadıkça borsayı etkileyebilecek diğer olay ve haberlerin de hisse senedi getirileri üzerinde etki yaratabileceği varsayılmaktadır.²⁸⁹

Hisse senedi fiyatlarının olaylara verdiği anormal tepki, hisselerin anormal getirilerini (Abnormal Return) ifade etmektedir. Anormal getiri, hisselerin olay günü etrafındaki getirilerinin aynı günlerdeki normal getirilerden yüksek ya da düşük olan kısmıdır.²⁹⁰ Başka bir ifadeyle anormal getiri; normal olarak elde edilmesi gereken getiriden farklı olan getiridir. Normal getiri ise endeks düzeyindeki getiri olarak tanımlanır.²⁹¹

Yatırımcılar bir olaya olumlu tepki gösteriyorsa, olay tarihi etrafında pozitif anormal hisse senedi getirileri beklenir. Alternatif olarak, eğer bir olaya yatırımcılar olumsuz tepki gösteriyorsa, negatif anormal hisse senedi getirileri beklenir. Dolayısıyla, endeksler kullanılarak analiz edildiğinde, anormal getiriler, sermaye piyasasının belirli olaylara tepkisini değerlendirmek için bir araç sağlar.²⁹² Borsa endeksleri rassal

²⁸⁷ Srinivasan ve Hanssens, 295.

²⁸⁸ Mazgit, 233-234.

²⁸⁹ Sakarya, 152-153.

²⁹⁰ Saens ve Sandoval, 311.

²⁹¹ Mutan ve Topçu, 1.

²⁹² Chen ve Siems, 351.

değişkenler olmaları nedeniyle herhangi bir gün için ortalamadan sapmaları beklenmektedir. Fakat endeksi etkileyebilecek olayların etkisine bağlı olarak, bazı günler getirilerde meydana gelen sapmalar büyük, normal olarak beklenen aralığın dışında, istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durum piyasanın o gün gerçekleşen olayı önemli bulduğunu göstermektedir.

Ortalama düzeltilmiş getiri yöntemine göre, olay öncesi ve sonrası günler için anormal getiriler aşağıdaki formül (1) yardımıyla hesaplanmıştır.²⁹³

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_i \quad (1)$$

Formüldeki AR_{it} , herhangi bir t günündeki anormal getiriyi; R_{it} , t gününde gözlenen mevcut endeks getirisini; $\bar{R}_i$ ise tahmin dönemi olan (-30, -11) periyodunda gerçekleşen 20 günlük endeks getirilerinin ortalamasını temsil etmektedir.

$$\bar{R}_i = \frac{1}{20} \sum_{t=-30}^{-11} R_{it} \quad (2)$$

Çalışmada R_{it} , getiri dağılımlarının normal dağılıma yaklaştırılması amacıyla logaritmik olarak hesaplanmıştır.²⁹⁴

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad (3)$$

Daha sonra hesaplanan AR değerleri, ilgili dönemin standart sapmasına bölünerek standartlaştırılmış ve t değerlerine ulaşılmıştır.²⁹⁵

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\sigma_i} \quad (4)$$

Örneklem büyüklüğü 30'dan küçük olduğu için, olay penceresi günlerinde anormal getiriler t testi ile hesaplanmıştır. Hesaplanan “t” skoru, bu çalışma için kritik değer ile karşılaştırılmıştır. Buna göre %95 güven aralığı için, t skoru 2,086'dan büyükse veya -2,086'dan küçükse fark istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilerek H_1 alternatif hipotezi kabul edilir.

AR'lerin standartlaştırılmasından sonra, olay penceresi içerisinde (-10, +10), (-10, 0), (-5, 0), (-1, +1), (-5, +5), (0, +3), (0,+5), (0, +10) farklı dönem aralıklarında kümülatif ortalama anormal getiri(CAAR) olup olmadığını ölçmek için anormal

²⁹³ Chen ve Siems, 352.

²⁹⁴ Kaya, Keskin Köylü ve Günay, 60.

²⁹⁵ Ada, Bolak ve Süer, 27.

getiriler kullanılarak, kümülatif ortalama anormal getiriler formül (5) yardımıyla hesaplanmıştır.

$$CAAR = \sum_{t=T_1}^{T_2} \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (5)$$

Kümülatif ortalama anormal getirilerin istatistiki olarak anlamlı olup olmadığının, başka bir ifadeyle kümülatif ortalama anormal getirilerin sıfır olduğu hipotezinin reddedilip reddedilmeyeceğinin tespiti aşağıdaki formül (6) ile bulunan t-testi sonucuna göre yapılmıştır.²⁹⁶

$$t(CAAR) = \sqrt{\frac{1}{n.k}} \sum_{t=T_1}^{T_2} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{\sigma_i} \quad (6)$$

Yukarıdaki (6) numaralı formül kümülatif ortalama anormal getirilerin anlamlılığını belirlemede kullandığımız t-testi değerini ifade etmektedir.

3.3.2. Araştırma Hipotezleri

Olay öncesi ve sonrasında anormal getiriler ortaya çıkması etkin piyasalar hipotezi ile uyumlu olmayan bir durumdur. Anormal getirilerin ve kümülatif ortalama anormal getirilerin, olay penceresinde sıfıra yakın değerler alması beklenir. Fakat aksi durumda olay penceresi etrafında, anormal getiriler ve giderek artan kümülatif ortalama anormal getiriler ortaya çıktığı görülecektir.²⁹⁷ Araştırmada ileri sürülen hipotezler, çalışma konusu beklenmedik olaylar etrafında BIST-100 endeksinde anormal getiri elde edilmesinin mümkün olup olmadığı temeli üzerine kurulmaktadır. Bu nedenle analize tabi tutulan her bir olayın sınıflandırıldığı kategorilerde, olay penceresinde anormal getiri ortaya çıkıp çıkmadığı üzerinde durulmaktadır. Çalışmada beş kategoride incelenen olaylara ilişkin geliştirilen hipotezler aşağıda verilmiştir.

a) Terörizm ile ilişkili olaylar için geliştirilen H_{0te} ve H_{1te} hipotezleri;

H_{0te} : Terörizm ile ilişkili olayların gerçekleştiği olay günü etrafında kümülatif ortalama anormal getiri elde edilemez ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir.

²⁹⁶ Hendricks ve Singhal, 782.

²⁹⁷ Arthur J. Keown ve John M. Pinkerton, "Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation", *Journal Of Finance*, 36(4), 1981, 858.

H_{1te} : Terörizm ile ilişkili olayların gerçekleştiği olay günü etrafında kümülatif ortalama anormal getiri elde edilebilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir.

b) Politik iklim ile ilişkili olaylar için geliştirilen H_{0pl} ve H_{1pl} hipotezleri;

H_{0pl} : Politik iklim ile ilişkili olayların gerçekleştiği olay günü etrafında kümülatif ortalama anormal getiri elde edilemez ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir.

H_{1pl} : Politik iklim ile ilişkili olayların gerçekleştiği olay günü etrafında kümülatif ortalama anormal getiri elde edilebilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir.

c) Ekonomik iklim ile ilişkili olaylar için geliştirilen H_{0ek} ve H_{1ek} hipotezleri;

H_{0ek} : Ekonomik iklim ile ilişkili olayların gerçekleştiği olay günü etrafında kümülatif ortalama anormal getiri elde edilemez ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir.

H_{1ek} : Ekonomik iklim ile ilişkili olayların gerçekleştiği olay günü etrafında kümülatif ortalama anormal getiri elde edilebilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir.

d) Yerel istikrarsızlık ile ilişkili olaylar için geliştirilen H_{0yi} ve H_{1yi} hipotezleri;

H_{0yi} : Yerel istikrarsızlık ile ilişkili olayların gerçekleştiği olay günü etrafında kümülatif ortalama anormal getiri elde edilemez ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir.

H_{1yi} : Yerel istikrarsızlık ile ilişkili olayların gerçekleştiği olay günü etrafında kümülatif ortalama anormal getiri elde edilebilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir.

e) Savaş hareketleri ile ilişkili olaylar için geliştirilen H_{0sv} ve H_{1sv} hipotezleri;

H_{0sv} : Savaş hareketleri ile ilişkili olayların gerçekleştiği olay günü etrafında kümülatif ortalama anormal getiri elde edilemez ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir.

H_{1sv} : Savaş hareketleri ile ilişkili olayların gerçekleştiği olay günü etrafında kümülatif ortalama anormal getiri elde edilebilir ve böyle bir durumda piyasa yarı

kuvvetli formda etkin değildir.

3.4. ARAŞTIRMA BULGULARI

Ekonomik, politik ve toplumsal temelli beklenmedik olaylar ile politik seçimlerin BIST-100 endeksi günlük kapanış değerleri kullanılarak yapılan analizler sonucu elde edilen bulgular aşağıda sunulmuştur.

3.4.1. Her Bir Olayın Ayrı Ayrı İncelenmesine İlişkin Bulgular

Bu başlık altında, araştırma konusu seçilen her bir olay, birbirinden bağımsız bir şekilde teste tabi tutularak hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Her olay için hesaplanan AR değerleri kendi kategorisindeki diğer olaylarla birlikte tablo halinde sunulmuştur. Böylece o grubun alt başlıklarını oluşturan olaylar, birbirleri ile karşılaştırılarak anormal getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığı incelenmiştir.

3.4.1.1. Terörizm İle İlişkili Olaylara Ait Bulgular

Terörizm ile ilişkili 23 olayın, olay penceresi içerisinde ortaya çıkan anormal getirileri aşağıda gösterilmektedir.

Tablo 3.1’de görüldüğü gibi, terörizm ile ilişkili olaylardan olay günü itibariyle hisse senedi getirileri üzerinde en fazla etkiye sahip olay, %-7,9 anormal getiri oranıyla 20.11.2003 tarihli olaydır. İkinci sırada %3,9 oranıyla 16.01.1999 tarihli olay, daha sonra ise %-3,5 oranıyla 19.10.2011 tarihli olayın etkili olduğu görülmektedir. Bu kategori içerisinde, sadece 20.11.2003 tarihli olayda olay günü ve olaydan sonraki birinci gün istatistiki anlamlılık mevcuttur, ayrıca olay günü beklenenden negatif yönde bir anormal getiri ortaya çıkmıştır. Diğer olay tarihlerinde ise istatistiki anlamlılık bulunmamaktadır.

Bu kategoride olay günü için en yüksek negatif etkiyi ortaya koyan 20.11.2003 tarihli olay, İstanbul Levent’teki HSBC Bankası Genel Müdürlüğü ve Beyoğlu’ndaki İngiliz Başkonsolosluğu’na iki kamyonet ile intihar saldırısının düzenlendiği tarihteki olaydır. Saldırıların sonucu İngiliz Başkonsolosunun da aralarında bulunduğu 33 kişi yaşamını yitirmiştir. Yabancı bir ülkenin Başkonsolosunun yaşamını yitirmesi ve aynı

ülkenin uluslararası boyuttaki bankasına yapılan bu saldırı, terörizm ile ilişkili olaylar arasında, Borsa İstanbul'da hisse senedi getirilerini en fazla etkileyen olay olmuştur.

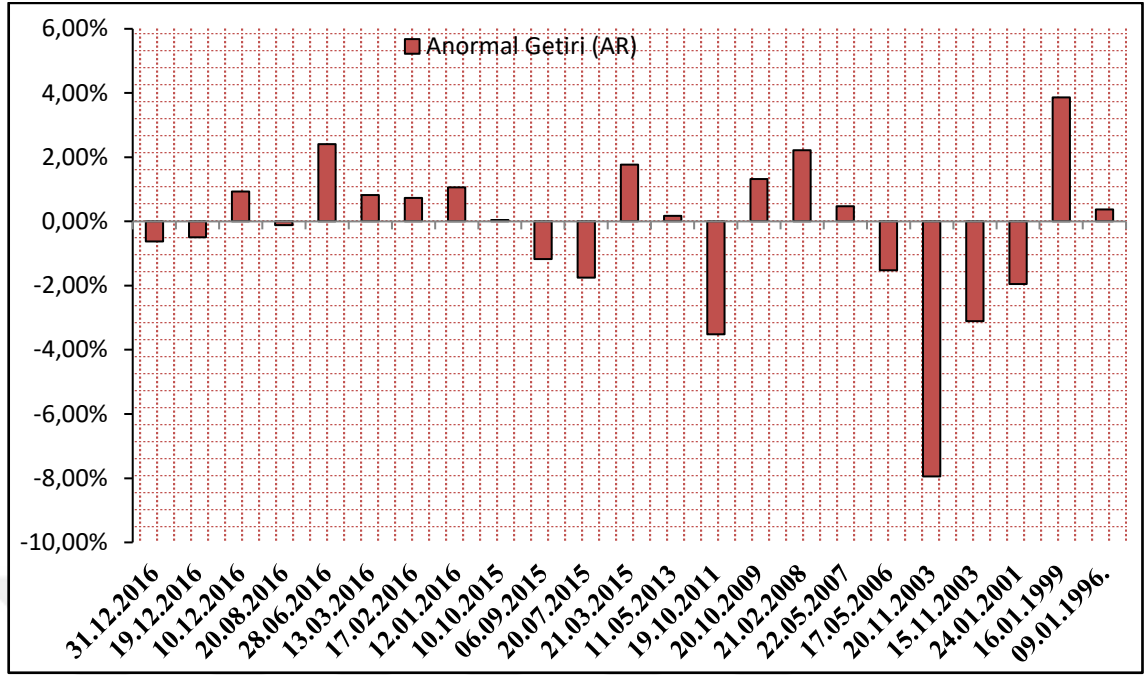
İkinci en yüksek negatif etki ise olay günü $\%-3,5$ AR değeriyle 19.10.2011 tarihinde meydana gelmiştir. Bu tarihte, Hakkâri Çukurca'da askeri birliklere gece saat 01:00 sıralarında terör örgütü PKK tarafından bir saldırı düzenlendi ve 24 asker şehit oldu. Ancak bu tarih etrafında istatistiki anlamlılığa sahip bir sapma gözlenmemektedir.

En yüksek negatif etkiye sahip üçüncü olay ise 15.11.2003 tarihli ve $\%-3,1$ AR değeri ortaya çıkaran olaydır. Olay günü istatistiki anlamlılık olmamakla birlikte, olay sonrası üçüncü ve dördüncü günlerde anlamlı farklılıklar gözlenmektedir. Bu olay İstanbul Şişhane'deki Kuledibi Neve Şalom Sinagogu ile Şişli'deki Beth İsrail Sinagogu önünde iki dakika ara ile intihar saldırısının düzenlendiği olaydır. El-Kaide terör örgütünün üstlendiği patlamalar sonucunda çoğunluğu sokaktan geçen 27 sivil vatandaş hayatını kaybetmiş, 669 kişi yaralanmıştır.

Hisse senedi getirileri üzerinde en yüksek pozitif etkiye sahip birinci olay $\%3,9$ AR değeri ile 16.01.1999 tarihinde meydana gelmiştir. Bu tarih PKK terör örgütü lideri Abdullah Öcalan'ın, Kenya'da yakalanıp Türkiye'ye getirildiği tarihtir. Pozitif anormal getirinin olması piyasanın söz konusu olayı olumlu bir şekilde karşıladığını göstermektedir. Ancak olay günü istatistiki bir anlamlılık bulunmamakta, sadece olaydan önceki beşinci gün anlamlı düzeyde negatif anormal getiri gözlenmektedir.

Pozitif AR değeri ortaya çıkaran bir diğer olay ise $\%2,2$ oranı ile 21.02.2008 tarihinde meydana gelmiştir. Bu tarihte TSK tarafından, Irak'ın kuzeyindeki PKK hedeflerine yönelik "Güneş Harekâtı" adı verilen sınır ötesi harekât başlatıldı. 29 Şubata kadar süren harekâta 240'ı tespit edilen çok sayıda terörist etkisiz hale getirildi, 27 asker ise şehit oldu. Yine bu olay etrafında da istatistiki bir anlamlılık gözlenmezken, sadece olaydan önceki yedinci gün anlamlı bir farklılık görülmektedir.

Olay günü istatistiki anlamlılık bulunmamakla birlikte, $\%-1,5$ AR değeriyle 17.05.2006 tarihli olaydan önceki beşinci, üçüncü ve ikinci günler ile birlikte, olaydan sonraki ikinci, dördüncü ve altıncı günlerde istatistiki olarak anlamlı düzeyde anormal getiriler gözlenmektedir. Bu tarihte, Danıştay 2. Dairesi'ne düzenlenen silahlı saldırı sonucu bir Danıştay üyesi hayatını kaybetmiş ve dört üye ise yaralanmıştır.



Grafik 3.1. Terörizm İle İlişkili Olayların Olay Gününde Anormal Getirileri

Grafik 3.1’de görüldüğü gibi, olay günü itibariyle terörizm kategorisindeki olayların yarısından fazlası sonucunda pozitif düzeyde anormal getiri ortaya çıkmış, diğer olaylarda ise negatif düzeyde AR değeri görülmektedir. Terör saldırılarının yoğunluğunun piyasada pozitif düzeyde AR ortaya çıkarması, Türkiye’nin uzun zamandır bu tür saldırılara maruz kaldığı ve zaten piyasa tarafından kabul edilerek fiyatlandırıldığı şeklinde yorumlanabilir. Ancak negatif AR değeri bulunan olayların hisse senedi getirilerini, diğerlerine göre daha yüksek oranda etkilediği görülmektedir.

Tablo 3.2’te farklı olay aralıkları için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiriler ve bunlar için hesaplanan t istatistik değerleri görülmektedir. Tüm olayların hemen hemen hepsinde, farklı olay aralıklarında olmak üzere istatistiki anlamlılık bulunduğu gözlenmektedir. Özellikle olaydan beş gün önce ve beş gün sonrasını kapsayan (-5, +5) olay aralığında yoğun bir şekilde %1 seviyesinde anlamlı farklılıklar ortaya çıkmıştır. En yüksek CAAR değeri (-5, +5) olay aralığında 10.10.2015 tarihinde pozitif yönde, daha sonra 21.03.2015 tarihinde negatif yönde, daha sonra ise 10.12.2016 tarihinde ise negatif yönde, %1 düzeyinde anlamlı değerler görülmektedir. Terörizm ile ilişkili olaylardan 11.05.2013, 20.10.2009, 22.05.2007 ve 16.01.1999 tarihli olaylarda sadece bir olay aralığı için anlamlılık bulunmazken diğer tüm olay aralıklarında anlamlı farklılıklar olduğu görülmektedir.

Tablo 3.1. Terörizm İle İlişkili Olayların Olay Penceresinde Anormal Getirileri

Gün	31.12.2016		19.12.2016		10.12.2016		20.08.2016		28.06.2016		13.03.2016		17.02.2016		12.01.2016		10.10.2015		06.09.2015		20.07.2015		21.03.2015	
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	-0,005	-0,491	0,005	0,428	0,010	0,871	0,026	1,093	-0,006	-0,410	0,012	0,896	0,019	1,870	0,008	0,518	-0,013	-0,943	-0,031	-2,414	-0,005	-0,285	0,007	0,507
t-9	0,010	1,069	0,027	2,520	-0,009	-0,735	0,012	0,458	0,010	0,701	0,002	0,142	0,000	-0,022	0,003	0,209	0,016	1,163	0,033	2,573	0,016	0,846	-0,031	-2,144
t-8	-0,002	-0,164	0,010	0,929	-0,001	-0,066	-0,004	-0,176	-0,018	-1,493	0,011	0,831	-0,027	-2,367	-0,004	-0,188	0,003	0,237	0,004	0,245	-0,009	-0,473	0,006	0,435
t-7	-0,003	-0,237	0,001	0,134	-0,017	-1,555	0,014	0,571	0,012	1,091	-0,002	-0,129	-0,006	-0,496	-0,015	-0,743	0,008	0,585	0,019	1,243	-0,014	-0,758	0,002	0,154
t-6	-0,005	-0,475	0,000	0,028	0,015	1,297	-0,010	-0,422	0,028	2,185	0,001	0,100	0,004	0,371	-0,013	-0,596	0,000	0,004	0,001	0,079	0,023	1,221	-0,020	-1,442
t-5	0,000	0,035	0,009	0,832	0,005	0,428	0,004	0,173	0,000	-0,003	0,002	0,155	-0,008	-0,681	0,008	0,366	0,034	2,194	0,011	0,706	0,006	0,329	0,023	1,607
t-4	-0,005	-0,546	0,012	1,054	0,027	2,520	-0,010	-0,409	-0,003	-0,223	0,000	-0,034	0,000	0,039	0,011	0,526	0,004	0,284	-0,019	-1,266	0,007	0,359	0,027	1,890
t-3	0,010	0,961	0,001	0,056	0,010	0,929	0,006	0,262	0,009	0,725	0,011	0,885	0,000	-0,018	0,006	0,329	0,018	1,158	0,005	0,311	-0,005	-0,281	0,001	0,058
t-2	0,002	0,231	0,012	1,098	0,001	0,134	0,000	-0,002	-0,033	-2,548	0,002	0,169	-0,003	-0,259	-0,011	-0,543	-0,004	-0,276	0,008	0,557	-0,004	-0,240	0,027	2,006
t-1	0,002	0,218	0,002	0,140	0,000	0,028	0,004	0,151	-0,002	-0,140	0,003	0,191	0,025	2,126	0,007	0,367	0,006	0,524	-0,012	-0,931	0,002	0,103	0,010	0,748
t	-0,006	-0,610	-0,005	-0,491	0,009	0,832	-0,001	-0,049	0,024	1,894	0,008	0,611	0,007	0,634	0,011	0,575	0,000	0,035	-0,012	-0,909	-0,018	-1,031	0,018	1,327
t+1	-0,016	-1,527	0,010	1,069	0,012	1,054	-0,007	-0,282	-0,002	-0,163	-0,015	-1,115	-0,008	-0,655	0,011	0,612	-0,011	-0,946	0,007	0,471	0,004	0,218	-0,018	-1,357
t+2	-0,008	-0,720	-0,002	-0,164	0,001	0,056	-0,014	-0,582	0,002	0,164	0,002	0,147	0,023	1,955	-0,006	-0,330	0,013	1,104	0,002	0,143	-0,007	-0,645	0,011	0,746
t+3	0,001	0,148	-0,003	-0,237	0,012	1,098	0,011	0,447	0,016	1,222	0,023	1,719	0,007	0,543	-0,010	-0,563	-0,001	-0,068	0,001	0,047	-0,038	-3,268	-0,011	-0,764
t+4	0,007	0,754	-0,005	-0,475	0,002	0,140	0,006	0,267	0,006	0,468	0,018	1,392	-0,019	-1,395	0,002	0,122	-0,011	-0,987	-0,005	-0,278	0,004	0,373	-0,003	-0,198
t+5	0,002	0,203	0,000	0,035	-0,005	-0,491	-0,010	-0,420	-0,005	-0,364	0,004	0,282	0,016	1,182	0,003	0,170	0,015	1,430	0,003	0,167	-0,018	-1,483	0,021	1,630
t+6	-0,001	-0,138	-0,005	-0,546	0,010	1,069	-0,003	-0,165	0,017	1,376	-0,023	-2,222	-0,003	-0,218	-0,019	-1,038	0,008	0,601	0,028	1,794	0,007	0,591	-0,012	-0,804
t+7	0,002	0,194	0,010	0,961	-0,002	-0,164	-0,003	-0,140	0,025	2,060	-0,021	-2,043	0,012	0,896	-0,014	-0,768	-0,012	-1,001	0,016	1,012	-0,002	-0,180	0,007	0,468
t+8	0,038	3,970	0,002	0,231	-0,003	-0,237	0,011	0,654	0,002	0,189	0,007	0,694	0,002	0,142	0,026	1,520	0,002	0,138	0,014	0,871	0,001	0,064	0,009	0,605
t+9	0,004	0,514	0,002	0,218	-0,005	-0,475	0,007	0,555	0,017	1,187	-0,005	-0,533	0,011	0,831	0,005	0,340	-0,006	-0,512	0,005	0,292	0,019	1,760	0,019	1,166
t+10	-0,001	-0,105	-0,006	-0,610	0,000	0,035	-0,002	-0,124	0,005	0,352	-0,006	-0,569	-0,002	-0,129	0,017	1,213	-0,016	-1,332	0,014	0,838	-0,023	-2,110	0,003	0,213

Tablo 3.1. Terörizm İle İlişkili Olayların Olay Penceresinde Anormal Getirileri (Devam)

Gün	11.05.2013		19.10.2011		20.10.2009		21.02.2008		22.05.2007		17.05.2006		20.11.2003		15.11.2003		24.01.2001		16.01.1999		09.01.1996	
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	0,002	0,212	-0,008	-0,487	0,031	1,879	-0,021	-1,202	-0,004	-0,301	0,007	0,463	-0,060	-1,952	0,029	0,949	0,074	0,916	0,025	0,691	-0,067	-2,593
t-9	-0,001	-0,073	-0,002	-0,105	-0,009	-0,537	0,013	0,524	0,005	0,361	-0,008	-0,523	0,006	0,186	-0,010	-0,337	-0,015	-0,181	-0,044	-1,517	0,054	2,016
t-8	0,010	0,932	0,013	0,570	0,017	1,052	-0,005	-0,206	-0,006	-0,493	0,000	-0,008	-0,015	-0,451	0,003	0,110	-0,016	-0,193	-0,015	-0,520	-0,018	-0,672
t-7	0,029	2,839	0,002	0,099	0,007	0,408	0,064	2,565	-0,010	-0,780	0,009	0,611	-0,024	-0,734	-0,060	-1,952	-0,041	-0,508	-0,018	-0,657	-0,025	-0,954
t-6	0,003	0,333	0,008	0,340	0,015	0,947	0,038	1,469	0,004	0,246	-0,006	-0,427	0,031	0,966	0,006	0,186	0,014	0,180	-0,001	-0,041	0,016	0,603
t-5	0,006	0,618	-0,020	-0,833	-0,019	-1,204	0,027	1,028	-0,007	-0,383	-0,026	-1,984	0,012	0,384	-0,015	-0,451	0,047	0,584	-0,086	-3,018	-0,028	-1,018
t-4	-0,004	-0,362	0,008	0,330	0,018	1,122	-0,015	-0,571	0,014	0,715	0,000	0,004	-0,005	-0,161	-0,024	-0,734	0,001	0,015	0,041	1,501	0,007	0,254
t-3	0,015	1,399	-0,018	-0,801	-0,002	-0,106	0,040	1,380	0,007	0,364	-0,042	-2,853	-0,031	-0,973	0,031	0,966	0,039	0,482	-0,027	-1,025	0,027	0,997
t-2	-0,011	-0,994	0,000	0,022	-0,025	-1,680	0,018	0,590	0,004	0,214	-0,043	-2,915	-0,002	-0,072	0,012	0,384	-0,034	-0,441	-0,030	-1,101	0,016	0,545
t-1	-0,005	-0,414	-0,018	-0,743	0,009	0,620	0,001	0,034	0,004	0,212	0,019	1,417	0,000	-0,020	-0,005	-0,161	-0,033	-0,455	0,009	0,297	-0,011	-0,393
t	0,002	0,160	-0,035	-1,428	0,013	0,870	0,022	0,728	0,005	0,258	-0,015	-1,118	-0,079	-3,448	-0,031	-0,973	-0,020	-0,287	0,039	1,279	0,004	0,132
t+1	0,017	1,587	0,015	0,642	0,000	0,015	-0,007	-0,241	0,003	0,136	-0,020	-1,500	0,090	3,515	-0,002	-0,072	-0,005	-0,085	-0,023	-0,750	0,061	2,029
t+2	0,009	0,897	-0,011	-0,451	-0,009	-0,617	-0,005	-0,154	-0,004	-0,205	-0,087	-6,359	0,012	0,471	0,000	-0,020	-0,026	-0,531	0,014	0,469	0,042	1,368
t+3	-0,002	-0,162	-0,002	-0,086	0,002	0,119	0,025	0,805	0,000	0,013	0,024	1,798	0,009	0,357	-0,079	-3,448	-0,021	-0,497	0,027	0,891	0,036	1,169
t+4	-0,002	-0,136	-0,016	-0,698	-0,009	-0,618	0,023	0,679	0,017	0,933	-0,033	-2,705	-0,008	-0,322	0,090	3,515	-0,021	-0,481	-0,018	-0,589	-0,024	-0,782
t+5	-0,022	-1,758	0,018	0,757	-0,023	-1,558	-0,005	-0,139	0,003	0,146	0,015	1,249	0,012	0,463	0,012	0,471	0,021	0,494	0,015	0,477	0,037	1,210
t+6	0,008	0,666	0,006	0,272	-0,034	-2,385	-0,019	-0,551	-0,014	-0,789	0,048	3,471	0,022	0,886	0,009	0,357	-0,011	-0,250	0,044	1,190	-0,010	-0,306
t+7	0,017	1,644	-0,019	-0,821	-0,041	-2,822	-0,028	-0,783	0,018	1,030	0,006	0,441	-0,005	-0,185	-0,008	-0,322	-0,018	-0,456	-0,022	-0,632	0,015	0,505
t+8	-0,024	-2,257	-0,022	-0,976	0,000	0,034	-0,010	-0,304	-0,013	-0,739	-0,027	-1,620	-0,016	-0,619	0,012	0,463	-0,067	-1,733	0,019	0,548	0,041	1,393
t+9	-0,008	-0,731	0,018	0,964	-0,027	-1,805	0,011	0,335	-0,008	-0,460	0,009	0,474	-0,005	-0,201	0,022	0,886	0,015	0,371	0,037	1,075	0,017	0,570
t+10	-0,009	-0,888	0,017	0,921	0,017	1,113	-0,026	-0,865	0,009	0,516	0,009	0,484	0,024	0,927	-0,005	-0,185	-0,055	-1,296	0,015	0,453	-0,008	-0,276

Tablo 3.2. Terörizm İle İlişkili Olayların Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri

Olay Aralığı	31.12.2016		19.12.2016		10.12.2016		20.08.2016		28.06.2016		13.03.2016	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	0,022	0,201	-1,451	-17,892*	-0,474	-3,674*	-0,325	-5,208*	-0,249	-1,668	1,230	17,832*
(-10, 0)	-0,107	-1,326	-1,566	-11,125*	-0,120	-0,632	-0,536	-7,670*	0,162	0,956	1,054	15,227*
(-5, 0)	0,328	2,256	-0,957	-9,980*	-1,461	-5,735*	0,040	0,934	0,337	1,660	0,739	5,222*
(-1, +1)	-0,258	-0,523	0,164	0,987	-0,256	-0,891	0,066	0,433	-0,504	-1,417	0,459	1,704
(-5, +5)	1,354	1,089	-9,337	-11,269*	-17,228	-11,125*	1,591	3,121**	2,018	1,451	10,620	6,621*
(0, +3)	-1,512	-5,020**	0,114	0,706	-0,981	-7,265*	0,633	3,222**	-1,187	-7,270*	0,449	1,246
(0,+5)	-1,228	-4,651*	0,185	1,654	-0,957	-9,980*	0,630	4,745*	-1,185	-10,959*	0,948	2,435
(0, +10)	-0,272	-0,644	0,107	1,326	-0,849	-11,269*	0,539	5,251*	-1,480	-11,567*	0,864	4,107*
Olay Aralığı	17.02.2016		12.01.2016		10.10.2015		06.09.2015		20.07.2015		21.03.2015	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	0,037	0,212	0,683	9,784*	0,948	5,057*	0,208	1,387	0,229	2,544**	0,009	0,057
(-10, 0)	-0,426	-1,671	0,715	5,864*	0,577	1,794	0,217	0,824	-0,044	-0,454	0,339	1,290
(-5, 0)	-0,097	-0,404	-0,272	-3,897**	2,677	23,691*	0,429	2,081	-0,281	-1,817	-2,212	-11,821*
(-1, +1)	1,649	7,730**	-0,705	-4,116	0,286	1,213	1,070	8,536**	0,568	1,704	-0,492	-1,826
(-5, +5)	4,231	1,771	-3,072	-5,092*	25,416	15,886*	6,841	4,897*	2,804	1,116	-21,571	-13,748*
(0, +3)	0,823	3,058	-0,559	-2,630	-0,104	-0,594	0,610	5,488**	1,532	4,171**	-0,087	-0,292
(0,+5)	0,802	4,493*	-0,374	-2,094	-0,090	-0,676	0,608	8,629*	1,789	6,171*	0,051	0,237
(0, +10)	0,915	8,619*	-0,053	-0,322	0,075	0,780	0,120	0,670	1,727	10,143*	0,099	0,790
Olay Aralığı	11.05.2013		19.10.2011		20.10.2009		21.02.2008		22.05.2007		17.05.2006	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	1,568	12,414*	0,040	0,530	1,025	6,117*	-0,181	-1,553	-0,439	-10,265*	-1,724	-5,897*
(-10, 0)	1,444	6,415*	0,274	2,955**	1,487	12,465*	-0,129	-0,599	-0,341	-5,409*	-0,726	-2,543**
(-5, 0)	0,441	3,736**	-0,527	-3,454**	-0,412	-1,863	-0,316	-2,928**	-0,394	-2,696**	-2,584	-6,094*
(-1, +1)	0,105	0,285	-1,257	-4,085	1,012	5,949**	0,138	1,192	-0,236	-7,803**	0,234	0,534
(-5, +5)	6,383	6,245*	-7,341	-6,938*	-2,300	-1,502	-2,821	-4,070*	-5,275	-5,643*	-39,165	-8,207*
(0, +3)	1,074	3,634**	-0,976	-3,785**	0,813	7,791*	0,070	0,403	-0,109	-1,820	-2,169	-3,183
(0,+5)	0,944	4,073*	-0,885	-4,764*	0,646	4,604*	0,028	0,250	-0,218	-2,773**	-2,385	-5,184*
(0, +10)	0,825	5,580*	-0,728	-6,000*	-0,242	-0,744	0,291	2,549**	-0,177	-3,225*	-1,862	-6,148*
Olay Aralığı	20.11.2003		15.11.2003		24.01.2001		16.01.1999		09.01.1996			
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test		
(-10, +10)	-0,534	-3,204*	0,181	2,017**	-0,003	-0,046	-0,701	-4,510*	-0,094	-0,423		
(-10, 0)	-1,080	-5,404*	0,197	1,336	0,114	1,220	-1,033	-4,624*	-0,942	-5,681*		
(-5, 0)	-0,017	-0,061	-0,069	-0,327	0,683	5,389*	-1,442	-4,692*	-0,279	-1,520		
(-1, +1)	-0,569	-0,732	-0,344	-1,618	-0,324	-3,349	0,762	3,252	0,114	0,256		
(-5, +5)	1,985	1,106	-0,617	-0,374	4,817	3,900*	-10,021	-3,629*	4,713	1,579		
(0, +3)	-0,308	-0,335	-0,987	-2,935	-0,088	-0,823	1,017	6,103*	1,587	3,008		
(0,+5)	0,008	0,013	-0,644	-2,110	-0,173	-1,824	1,018	9,504*	1,755	4,969*		
(0, +10)	0,381	1,093	-0,166	-0,714	-0,335	-3,629*	1,245	11,912*	1,931	9,780*		
*0,01, **0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.												

3.4.1.2. Politik İklim İle İlişkili Olaylara Ait Bulgular

Politik iklim kategorisinde, Türkiye’de yapılan politik seçimlerin de arasında bulunduğu toplam 41 olay bulunmaktadır. Politik seçimler, ülke içindeki siyasi durumu etkileyen en önemli faktörler arasında yer almaktadır. Ancak politik seçim tarihleri etrafında yatırımcılar, zamanın şartlarına göre pozisyon alabilirler.

Bu kategori, gerçekleşmesi piyasada daha önceden bilinmeyen “Beklenmedik Politik Olaylar” ve gerçekleşme tarihi önceden bilinen “Politik Seçimler” olmak üzere iki alt başlığa ayrılmıştır. Tarihi önceden belli olduğu için politik seçimler, beklenmedik olaylar arasından çıkarılarak ayrıca değerlendirilmiştir.

3.4.1.2.1. Beklenmedik Politik Olaylara Ait Bulgular

Beklenmedik politik olayların, olay penceresi içerisinde ortaya çıkardığı anormal getiriler aşağıda sunulmuştur.

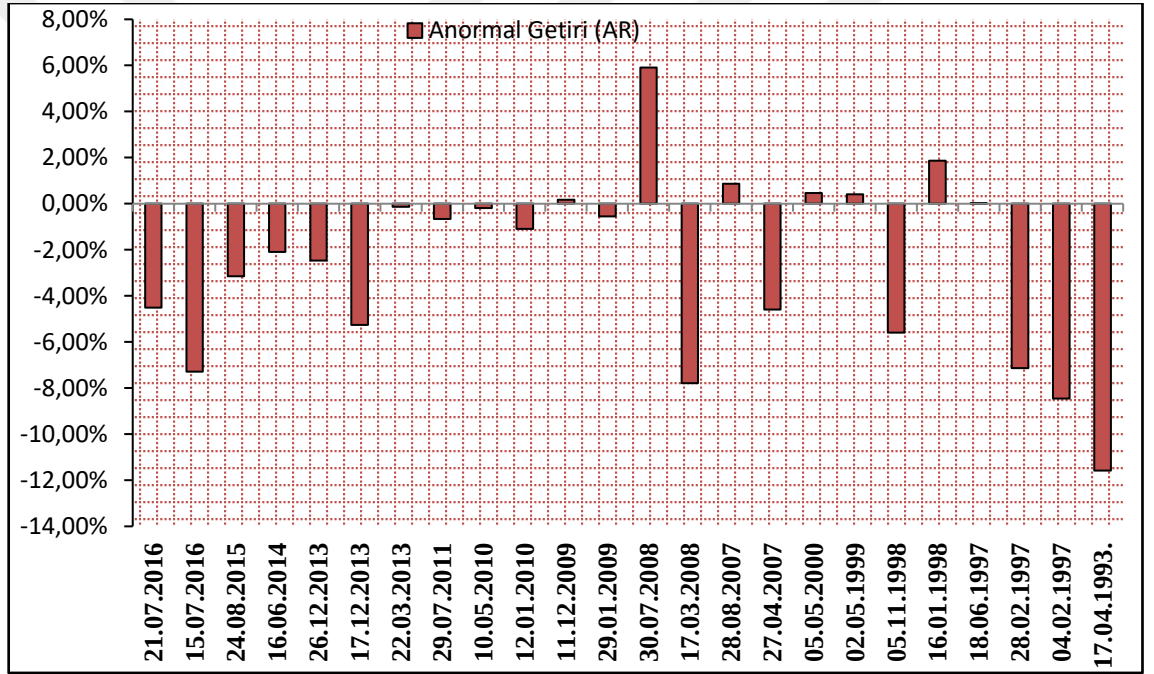
Beklenmedik politik olaylarla ilgili Tablo 3.3 incelendiğinde olay günü itibariyle bir çok olayın %95 güven aralığında anormal getiri ortaya çıkardığı görülmektedir. Bunlar; 21.07.2016, 15.07.2016, 24.08.2015, 16.06.2014, 17.12.2013, 30.07.2008, 17.03.2008, 27.04.2007, 04.02.1997 ve 17.04.1993 tarihli olaylardır. Bu olaylardan sadece 30.07.2008 tarihli olayda pozitif anormal getiri görülürken, diğer tüm olaylarda negatif anormal getiri ortaya çıktığı görülmektedir.

Hisse senedi getirilerini en fazla etkileyen olay, 17.04.1993 tarihinde Türkiye Cumhuriyeti’nin 8. Cumhurbaşkanı Turgut Özal’ın vefat ettiği tarih olmuştur. Olay günü ve olaydan önceki birinci gün istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar bulunmakta, olay günü %-11,6 oranında anormal getiri ortaya çıkmıştır. Görevi başındaki bir Cumhurbaşkanı’nın vefat etmesi piyasa tarafında negatif karşılanmıştır.

Hisse senedi getirilerini en fazla etkileyen ikinci olay ise 04.02.1997 tarihinde ve olay günü beklenenden negatif yönde ve anlamlı %-8,4 anormal getiri ortaya çıkaran olay olmuştur. Ayrıca olaydan önceki ikinci, beşinci, altıncı, yedinci ve sekizinci günlerde anlamlı farklılıklar bulunmaktadır. Bu olay, Ankara Sincan’da sabah saatlerinde zırlı araçların caddelerden yürütüldüğü ve Genelkurmay İkinci Başkanı’nın bu olayı “Demokraside balans ayarı” olarak nitelendirdiği olaydır.

En fazla etkiye sahip üçüncü olay ise 17.03.2008 tarihli ve %-7,8 anormal getiri ortaya çıkaran olaydır. Bu tarih, iktidarda olan Adalet ve Kalkınma Partisi'ne Yargıtay Cumhuriyet Başsavcısı tarafından "Laikliğe aykırı fiillerin odağı haline geldiği" gerekçesiyle Anayasa Mahkemesine kapatma davası açıldığı tarihtir.

Hisse senedi getirilerini etkileyen bir sonraki olay ise 15.07.2016 tarihinde meydana gelen olaydır. Olay günü istatistiki anlamlılığa sahip %-7,3 oranında anormal getiri ortaya çıkmıştır. Ayrıca olaydan sonraki üçüncü ve beşinci günlerde de anlamlı farklılıklar gözlenmektedir. Bu tarih, kendilerine "Yurtta Sulh Konseyi" adını veren FETÖ mensubu askerler tarafından, ülke yönetimini ele geçirmek için menfur bir darbe girişiminde bulundukları tarihtir.



Grafik 3.2. Beklenmedik Politik Olayların Olay Gününde Anormal Getirileri

Olay günü ve olaydan önceki dokuzuncu ve onuncu günlerde istatistiki anlamlılığa sahip ve pozitif değer taşıyan tek olay ise 30.07.2008 tarihindeki olaydır. %5,9 anormal getiri ortaya çıkaran bu olay, Adalet ve Kalkınma Partisine açılan kapatma davasında, Anayasa Mahkemesi'nin kararı açıkladığı tarihteki olaydır. Karara göre, parti kapatılmadı ancak partiye yapılan hazine yardımı yarı yarıya azaltıldı. İktidardaki partinin kapatılmaması, piyasa tarafından olumlu karşılanmış ve pozitif yönde bir etkiye yol açmıştır.

Grafik 3.2’de de görüldüğü üzere, beklenmedik politik olayların büyük bir kısmı sonucunda negatif anormal getiri ortaya çıkmıştır. En yüksek %-11,6 oranıyla, negatif değere sahip olayların piyasayı ciddi derecede etkilediği gözlenmektedir. Pozitif değere sahip olayların ise, daha az etkili olduğu görülmekte. En yüksek pozitif değere sahip olayın %5,9 oranına sahip olduğu gözlenmektedir.

Tablo 3.4’te beklenmedik politik olaylar ile ilgili elde edilen bulgular sunulmuştur. 21.07.2016 tarihli olayda (-5, +5) olay aralığı için %1 istatistiki anlamlılığa sahip ve pozitif yönde en yüksek CAAR değeri ortaya çıkmıştır. Fakat bu olayda, diğer olay aralıkları için istatistiki anlamlılık bulunmamaktadır. Bu tarih, 15 Temmuz menfur darbe girişiminden sonra, tüm ülkede uygulanmak üzere “Olağanüstü Hal” ilan edildiği tarihtir. İkinci en yüksek CAAR ise yine olay öncesi ve sonrası beş günü kapsayan aralık için, negatif yönde ve %1 düzeyinde anlamlılığa sahip 10.05.2010 tarihli olay günü ortaya çıkmıştır. En yüksek CAAR değerine sahip üçüncü olay ise negatif yönde ve %1 düzeyinde anlamlılığa sahip 26.12.2013 tarihli olaydır.

Tablo 3.3. Beklenmedik Politik Olayların Olay Penceresinde Anormal Getirileri

Gün	21.07.2016		15.07.2016		24.08.2015		16.06.2014		26.12.2013		17.12.2013		22.03.2013		29.07.2011		10.05.2010		12.01.2010		11.12.2009		29.01.2009	
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	0,006	0,468	-0,002	-0,163	-0,009	-0,665	-0,010	-1,023	-0,010	-0,666	-0,025	-1,657	0,026	1,539	-0,010	-0,964	-0,020	-1,661	-0,001	-0,078	0,003	0,201	0,019	0,887
t-9	-0,005	-0,364	0,002	0,164	0,032	2,284	0,000	0,039	0,015	1,116	0,003	0,216	0,000	0,027	-0,004	-0,332	-0,011	-0,863	0,002	0,100	-0,003	-0,169	-0,025	-1,173
t-8	0,017	1,376	0,016	1,222	-0,017	-1,249	-0,007	-0,721	0,011	0,776	-0,013	-0,939	0,006	0,376	-0,003	-0,281	0,009	0,703	-0,004	-0,247	0,018	1,112	-0,021	-1,186
t-7	0,025	2,060	0,006	0,468	-0,011	-0,849	0,016	1,590	-0,053	-3,710	0,022	1,630	-0,006	-0,387	-0,012	-1,138	0,000	-0,006	0,020	1,152	0,041	2,503	-0,007	-0,410
t-6	0,002	0,189	-0,005	-0,364	0,005	0,373	0,004	0,395	0,008	0,535	0,014	0,988	-0,007	-0,572	-0,018	-1,725	-0,014	-1,205	0,007	0,465	0,037	2,331	-0,011	-0,584
t-5	0,017	1,187	0,017	1,376	-0,004	-0,267	0,001	0,109	-0,031	-2,191	0,000	0,015	0,013	0,999	0,021	1,919	-0,023	-1,742	0,010	0,660	0,012	0,687	0,003	0,103
t-4	0,005	0,352	0,025	2,060	-0,011	-0,714	0,007	0,705	0,009	0,651	0,001	0,036	0,003	0,254	0,006	0,541	-0,020	-1,511	0,003	0,174	0,001	0,063	0,042	1,669
t-3	-0,073	-4,810	0,002	0,189	-0,006	-0,429	-0,037	-3,814	-0,021	-1,479	-0,010	-0,666	-0,013	-0,958	-0,004	-0,359	-0,016	-1,233	0,001	0,089	-0,001	-0,073	-0,008	-0,323
t-2	-0,010	-0,660	0,017	1,187	-0,006	-0,425	0,007	0,676	0,012	0,888	0,015	1,116	-0,002	-0,145	0,020	2,060	-0,060	-4,566	-0,009	-0,597	-0,002	-0,135	0,034	1,358
t-1	-0,017	-1,147	0,005	0,352	-0,011	-0,764	-0,015	-1,499	-0,044	-3,351	0,011	0,776	0,001	0,091	-0,005	-0,508	0,068	6,346	-0,022	-1,547	0,014	0,818	-0,018	-0,697
t	-0,045	-3,200	-0,073	-4,810	-0,031	-2,414	-0,021	-2,210	-0,025	-1,862	-0,053	-3,710	-0,001	-0,113	-0,007	-0,689	-0,002	-0,173	-0,011	-0,753	0,002	0,100	-0,006	-0,217
t+1	0,002	0,153	-0,010	-0,660	0,033	2,573	0,002	0,267	-0,010	-0,770	0,008	0,535	0,001	0,062	-0,004	-0,358	0,025	2,178	0,011	0,772	0,021	1,260	-0,024	-0,947
t+2	0,033	2,386	-0,017	-1,147	0,004	0,245	-0,002	-0,183	0,062	4,733	-0,031	-2,191	0,011	0,946	-0,007	-0,781	-0,002	-0,158	-0,004	-0,265	0,009	0,558	0,018	0,666
t+3	-0,007	-0,478	-0,045	-3,200	0,019	1,243	0,010	1,114	-0,002	-0,171	0,009	0,651	-0,001	-0,053	-0,033	-3,849	-0,040	-3,371	-0,017	-1,449	0,008	0,598	0,021	0,812
t+4	0,016	1,112	0,002	0,153	0,001	0,079	-0,011	-1,192	-0,010	-0,552	-0,021	-1,479	0,010	0,836	-0,052	-5,841	0,005	0,436	0,007	0,704	-0,017	-1,017	-0,011	-0,424
t+5	-0,001	-0,039	0,033	2,386	0,011	0,706	0,009	0,912	-0,013	-0,732	0,012	0,888	0,005	0,411	-0,072	-7,425	0,016	1,451	0,008	0,812	0,000	0,001	0,039	1,507
t+6	-0,002	-0,112	-0,007	-0,478	-0,019	-1,266	-0,008	-0,815	0,035	1,875	-0,044	-3,351	-0,001	-0,055	0,014	1,263	-0,044	-4,016	0,002	0,158	0,020	1,114	0,014	0,532
t+7	0,013	0,867	0,016	1,112	0,005	0,311	-0,003	-0,369	0,013	0,690	-0,025	-1,862	-0,004	-0,378	-0,050	-4,866	-0,005	-0,396	-0,008	-0,798	0,002	0,125	-0,040	-1,433
t+8	-0,012	-0,543	-0,001	-0,039	0,008	0,557	-0,013	-1,056	-0,013	-0,697	-0,010	-0,770	-0,016	-1,306	0,035	3,399	0,011	0,939	-0,029	-3,040	-0,010	-0,574	-0,021	-0,759
t+9	-0,018	-0,785	-0,002	-0,112	-0,012	-0,931	0,002	0,177	-0,009	-0,493	0,062	4,733	-0,021	-1,708	0,004	0,349	-0,038	-2,325	0,000	0,025	0,004	0,254	-0,015	-0,534
t+10	0,021	0,934	0,013	0,867	-0,012	-0,909	-0,002	-0,173	0,029	1,372	-0,002	-0,171	-0,017	-1,573	0,025	2,268	0,037	1,562	-0,004	-0,326	0,002	0,138	0,008	0,291

Tablo 3.3. Beklenmedik Politik Olayların Olay Penceresinde Anormal Getirileri (Devam)

Gün	30.07.2008		17.03.2008		28.08.2007		27.04.2007		05.05.2000		02.05.1999		05.11.1998		16.01.1998		18.06.1997		28.02.1997		04.02.1997		17.04.1993	
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	0,041	2,668	-0,028	-0,783	-0,048	-2,049	0,006	0,380	0,003	0,080	0,044	1,586	0,091	1,315	-0,002	-0,064	-0,005	-0,199	-0,025	-0,573	0,015	0,773	0,033	1,032
t-9	0,044	2,779	-0,010	-0,304	-0,072	-2,919	0,010	0,735	0,001	0,017	-0,012	-0,452	0,038	0,556	0,071	2,120	0,016	0,617	0,002	0,037	0,011	0,541	0,026	0,805
t-8	0,015	0,990	0,011	0,335	0,045	1,814	-0,006	-0,495	0,054	1,507	0,086	3,087	0,010	0,138	-0,018	-0,528	-0,002	-0,059	-0,011	-0,238	0,068	3,110	0,000	0,006
t-7	0,027	1,700	-0,026	-0,865	-0,010	-0,402	-0,026	-2,026	0,036	1,057	-0,020	-0,700	0,043	0,628	0,007	0,219	-0,014	-0,581	-0,003	-0,062	0,096	4,406	0,002	0,075
t-6	-0,023	-1,370	-0,025	-0,905	-0,019	-0,771	0,010	0,746	-0,005	-0,139	0,023	0,809	-0,012	-0,180	-0,032	-1,392	-0,002	-0,084	-0,031	-0,612	0,113	5,238	0,003	0,124
t-5	0,030	1,775	0,000	-0,006	0,035	1,460	0,017	1,343	0,041	1,304	0,018	0,647	0,000	-0,005	-0,006	-0,279	0,007	0,287	-0,005	-0,105	-0,102	-4,774	0,027	1,237
t-4	0,014	0,772	0,041	1,561	0,009	0,360	-0,012	-0,897	-0,009	-0,284	-0,011	-0,383	-0,008	-0,107	-0,118	-5,073	-0,024	-0,993	-0,007	-0,145	0,010	0,495	0,002	0,093
t-3	-0,032	-1,856	0,020	0,774	-0,010	-0,408	0,017	1,334	0,019	0,534	0,028	0,942	0,039	0,530	0,062	2,572	-0,031	-1,232	-0,026	-0,510	0,021	1,039	-0,009	-0,407
t-2	0,019	1,104	-0,044	-1,699	0,026	1,054	-0,009	-0,667	-0,014	-0,394	-0,008	-0,225	0,055	0,774	-0,044	-1,765	-0,005	-0,182	-0,031	-0,618	-0,039	-2,134	0,017	0,809
t-1	0,030	1,621	0,000	0,013	-0,002	-0,077	-0,027	-2,681	-0,057	-1,670	-0,022	-0,521	0,082	1,365	-0,006	-0,219	-0,027	-1,063	-0,008	-0,156	-0,033	-1,877	0,051	2,234
t	0,059	3,171	-0,078	-3,218	0,009	0,343	-0,046	-4,213	0,005	0,140	0,004	0,101	-0,056	-0,946	0,019	0,756	0,000	0,009	-0,071	-1,363	-0,084	-5,159	-0,116	-5,243
t+1	0,023	1,110	0,035	1,421	0,047	1,734	-0,038	-3,578	-0,040	-1,198	0,005	0,127	0,046	0,804	0,030	1,246	0,016	0,655	-0,067	-1,274	0,005	0,317	-0,002	-0,091
t+2	0,019	0,829	0,006	0,256	0,004	0,139	0,011	1,055	0,037	1,122	0,017	0,414	-0,004	-0,077	-0,020	-0,724	0,019	0,814	-0,065	-1,235	0,028	1,755	0,039	1,600
t+3	0,006	0,277	-0,026	-1,107	0,008	0,270	0,013	1,190	-0,013	-0,362	-0,011	-0,237	0,002	0,039	0,003	0,101	0,071	3,056	0,062	1,184	-0,020	-1,010	-0,007	-0,277
t+4	-0,025	-1,093	-0,004	-0,166	-0,003	-0,106	-0,009	-0,744	0,002	0,058	-0,007	-0,161	-0,160	-3,438	-0,033	-1,282	-0,059	-2,498	-0,041	-0,784	-0,008	-0,291	0,008	0,356
t+5	-0,004	-0,179	0,036	1,414	0,013	0,478	-0,006	-0,537	-0,027	-0,892	0,000	0,009	-0,016	-0,347	-0,008	-0,293	-0,015	-0,672	0,000	-0,007	-0,013	-0,385	0,023	1,054
t+6	-0,012	-0,488	-0,004	-0,155	-0,003	-0,111	-0,004	-0,301	-0,041	-1,291	0,015	0,319	0,010	0,212	0,006	0,234	0,011	0,488	-0,002	-0,049	-0,054	-1,238	0,038	1,662
t+7	-0,020	-0,825	-0,008	-0,347	-0,005	-0,177	0,005	0,361	0,018	0,582	-0,073	-1,609	0,089	1,954	-0,006	-0,156	0,056	2,445	-0,028	-0,636	-0,025	-0,573	0,034	1,529
t+8	0,017	0,668	0,000	-0,001	0,020	0,696	-0,006	-0,493	-0,042	-1,338	-0,022	-0,472	-0,043	-1,003	0,000	-0,002	0,021	0,951	0,048	1,484	0,002	0,037	-0,021	-1,161
t+9	-0,011	-0,438	-0,025	-1,050	0,002	0,076	-0,010	-0,780	-0,038	-1,230	0,033	0,730	-0,025	-0,577	-0,057	-1,383	-0,006	-0,287	-0,005	-0,187	-0,011	-0,238	-0,010	-0,535
t+10	-0,013	-0,651	-0,010	-0,446	0,014	0,482	0,004	0,246	-0,016	-0,511	-0,030	-0,664	0,012	0,292	-0,041	-0,996	0,010	0,469	0,056	2,197	-0,003	-0,062	-0,041	-1,979

Tablo 3.4. Beklenmedik Politik Olayların Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri

Olay Aralığı	21.07.2016		15.07.2016		24.08.2015		16.06.2014		26.12.2013		17.12.2013	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	0,179	0,822	-0,110	-0,611	0,996	7,018*	-0,100	-0,887	-1,648	-8,862*	1,217	7,707*
(-10, 0)	-0,319	-0,942	-0,700	-3,639*	0,825	3,417*	0,027	0,132	-1,490	-4,608*	0,761	4,301*
(-5, 0)	1,401	1,814	-1,352	-3,621**	1,136	4,552*	-0,351	-0,857	-1,677	-7,429*	0,359	1,520
(-1, +1)	1,423	4,015	2,082	1,830	1,378	2,431	-1,138	-5,264**	-2,419	-37,381*	1,039	1,105
(-5, +5)	19,273	3,998*	-1,589	-0,304	11,211	6,874*	-6,242	-2,417**	-17,133	-9,154*	10,359	3,825*
(0, +3)	0,991	2,372	4,498	15,642*	0,602	0,873	-0,649	-2,250	-0,228	-0,421	3,325	9,144*
(0,+5)	0,639	1,851	4,243	14,306*	0,236	0,478	-0,457	-2,029	-0,110	-0,311	3,206	12,374*
(0, +10)	0,275	1,237	3,330	9,100*	0,217	0,824	-0,308	-2,359**	0,117	0,572	3,265	14,833*
Olay Aralığı	22.03.2013		29.07.2011		10.05.2010		12.01.2010		11.12.2009		29.01.2009	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	0,652	6,264*	-1,995	-5,305*	-1,429	-7,740*	0,911	9,489*	-1,484	-10,712*	-0,278	-3,194*
(-10, 0)	0,585	3,472*	-0,899	-5,043*	-1,357	-4,563*	0,847	4,783*	-1,356	-5,170*	-0,243	-1,619
(-5, 0)	0,517	2,399	1,945	12,317*	-2,389	-4,381*	1,111	4,460*	-0,026	-0,237	-1,080	-5,182*
(-1, +1)	0,270	5,518**	-0,530	-5,458**	3,442	9,763*	-1,136	-2,387	-0,447	-2,961	0,883	6,495**
(-5, +5)	7,500	4,699*	7,154	1,012	-18,299	-4,221*	10,533	6,483*	-1,380	-1,751	-9,877	-6,708*
(0, +3)	0,646	2,527	-1,017	-2,594	0,298	1,169	0,337	1,067	-0,385	-1,794	0,405	2,247
(0,+5)	0,962	3,728**	-2,417	-2,500	0,205	1,163	0,455	2,076	-0,332	-2,372	0,257	1,566
(0, +10)	0,919	4,654*	-3,740	-5,300*	-0,189	-1,111	0,460	3,244*	-0,503	-5,296*	0,224	1,972
Olay Aralığı	30.07.2008		17.03.2008		28.08.2007		27.04.2007		05.05.2000		02.05.1999	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	-2,097	-19,472*	-1,024	-14,021*	0,711	3,796*	0,312	1,534	-0,559	-4,519*	1,556	24,865*
(-10, 0)	-1,914	-13,550*	-0,974	-7,344*	1,293	5,180*	1,026	4,977*	-0,928	-5,931*	1,632	15,448*
(-5, 0)	-0,793	-3,227**	0,483	1,298	-0,979	-11,592*	0,934	2,045	-0,471	-1,758	0,527	8,087*
(-1, +1)	-2,008	-4,559**	-1,054	-1,483	-0,296	-0,932	-3,060	-3,933	1,629	8,305**	-0,151	-1,407
(-5, +5)	-13,631	-5,994*	0,985	0,372	-11,696	-17,001*	-0,502	-0,107	-0,506	-0,223	6,007	14,843*
(0, +3)	-2,686	-51,901*	-1,873	-3,385**	-0,805	-3,868**	-2,616	-5,283**	0,261	1,224	0,357	4,223**
(0,+5)	-2,327	-10,074*	-1,589	-3,918**	-0,718	-5,033*	-2,216	-5,506*	0,248	1,793	0,398	6,650*
(0, +10)	-1,705	-6,844*	-1,264	-5,172*	-0,546	-5,652*	-1,665	-5,825*	0,465	4,033*	0,354	6,155*
Olay Aralığı	05.11.1998		16.01.1998		18.06.1997		28.02.1997		04.02.1997		17.04.1993	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test

3.4.1.2.2. Politik Seçimlere Ait Bulgular

Politik iklim kategorisinde beklenmedik olaylar dışında tutulan politik seçimler, kendi içerisinde analize tabi tutulmuştur. Bu grupta sekiz Milletvekili Genel Seçimi, beş Mahalli İdareler Genel Seçimi (Yerel Seçim), üç Halkoylaması (Referandum) ve bir Cumhurbaşkanlığı seçimi bulunmaktadır. Bunlara ilişkin elde edilen bulgular Tablo 3.5’te gösterilmiştir.

Genel seçimler arasında olay günü itibariyle; 01.11.2015 seçimi, 07.06.2015 seçimi, 22.07.2007 seçimi, 03.11.2002 seçimi ve 24.12.1995 seçimi istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri ortaya çıkarmıştır. Olay gününü takip eden birinci gün için sadece 03.11.2002 ve 24.12.1995 seçimlerinde anlamlılık söz konusudur.

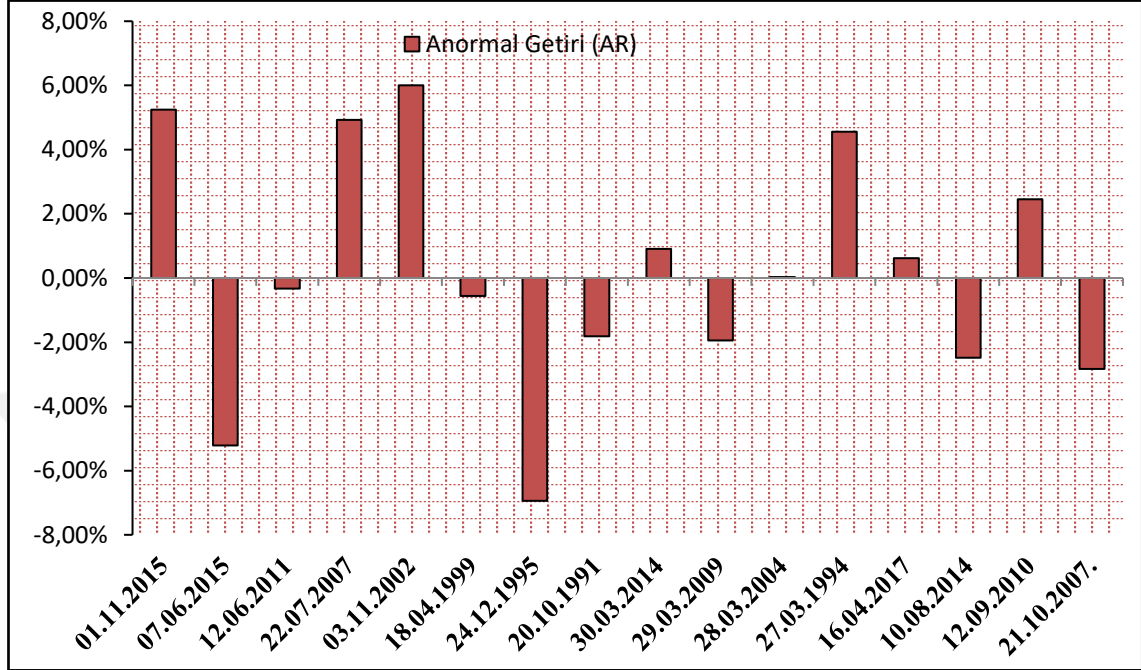
Hisse senedi getirileri üzerinde genel seçimler arasında en yüksek etkiyi, 24.12.1995 genel seçimi beklenenden farklı ve negatif yönde %-6,9 AR değeri ile ortaya çıkarmıştır. Olay sonrası birinci günde de anlamlı farklılık bulunmaktadır.

İkinci en yüksek etki ise, %6,0 AR değeri ile 03.11.2002 tarihli genel seçim sonrası ortaya çıkmıştır. Olay günü, olay sonrası birinci ve üçüncü günlerde istatistiki anlamlılık ortaya çıkmıştır. Olay günü pozitif yönlü anormal getirinin ortaya çıkması, iktidara tek partinin gelmesi piyasa tarafından olumlu karşılandığını göstermektedir.

En yüksek etkiye sahip üçüncü seçim ise 01.11.2015 genel seçimleridir. %5,2 oranında pozitif yönlü anormal getiri ortaya çıkmıştır. Bir sonraki en yüksek etki ise %-5,2 oranı ile 07.06.2015 tarihli genel seçimler etrafında ortaya çıkarmıştır. Bu seçim sonucu hükümet kurulamamış ve kısa bir süre sonra tekrar genel seçim yapılması kararı alınmıştır. Negatif anormal getiri, piyasanın mevcut durumu olumsuz algıladığını göstermektedir.

Yerel seçimler etrafında olay günü itibariyle hiçbir seçimde istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri ortaya çıkmamıştır. Sadece 30.03.2014 seçiminden önceki üçüncü gün, 27.03.1994 seçiminden önceki üçüncü, seçimden sonraki beşinci, yedinci ve dokuzuncu günlerde istatistiki anlamlılık gözlenmektedir. Anlamlı farklılık olmamakla birlikte, 27.03.1994 tarihli seçimde %4,6 oranında, 29.03.2009 tarihli seçimde ise %-1,9 oranında anormal getiri ortaya çıktığı görülmektedir.

Olay günü itibariyle Halk oylaması ve Cumhurbaşkanlığı seçimleri arasında da hiçbir seçimde anlamlı farklılığa sahip anormal getiri ortaya çıkmamıştır. Sadece 16.04.2017 referandumundan önceki beşinci gün anlamlı farklılık gözlenmektedir.



Grafik 3.3. Politik Seçimlerin Olay Gününde Anormal Getirileri

Tüm seçimler için olay günü anormal getiriyi gösteren Grafik 3.3'te görüldüğü gibi, seçimlerin yarısında pozitif diğer yarısında ise negatif anormal getiri ortaya çıkmıştır. Hisse senedi getirilerini en fazla 24.12.1995 genel seçimleri negatif yönde, 03.11.2002 genel seçimleri ise pozitif yönde etkilediği gözlenmektedir.

Tablo 3.5. Politik Seçimlerin Olay Penceresinde Anormal Getirileri

Gün	01.11.2015 Genel Seçimi		07.06.2015 Genel Seçimi		12.06.2011 Genel Seçimi		22.07.2007 Genel Seçimi		03.11.2002 Genel Seçimi		18.04.1999 Genel Seçimi		24.12.1995 Genel Seçimi		20.10.1991 Genel Seçimi	
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	-0,010	-0,783	-0,015	-1,064	-0,016	-1,092	0,027	1,570	0,022	0,769	0,032	0,807	-0,048	-2,036	0,008	0,279
t-9	0,016	1,235	-0,011	-0,815	0,024	1,685	-0,014	-0,822	0,010	0,362	0,038	0,982	-0,007	-0,294	0,007	0,216
t-8	0,009	0,729	0,007	0,522	0,002	0,142	-0,010	-0,577	0,015	0,531	0,005	0,127	-0,028	-1,146	-0,010	-0,322
t-7	-0,009	-0,727	-0,009	-0,656	-0,003	-0,175	0,038	2,205	-0,018	-0,653	-0,040	-1,031	0,021	0,855	-0,046	-1,420
t-6	0,006	0,465	-0,008	-0,544	-0,006	-0,381	0,002	0,086	0,044	1,572	-0,029	-0,747	-0,001	-0,034	-0,005	-0,162
t-5	-0,002	-0,138	-0,032	-2,293	0,011	0,737	-0,006	-0,353	0,004	0,126	-0,053	-1,345	0,018	0,765	-0,004	-0,136
t-4	-0,011	-0,860	0,012	0,853	0,014	0,982	-0,003	-0,156	0,003	0,117	-0,094	-2,409	-0,025	-1,046	0,024	0,768
t-3	-0,008	-0,607	0,023	1,695	-0,007	-0,475	-0,011	-0,605	-0,028	-1,010	0,093	2,385	0,037	1,515	0,009	0,287
t-2	-0,002	-0,135	-0,011	-0,817	-0,007	-0,473	0,042	2,413	0,012	0,421	-0,008	-0,207	0,003	0,139	0,003	0,100
t-1	0,011	0,854	-0,007	-0,520	0,000	-0,008	-0,008	-0,439	-0,003	-0,096	0,051	1,297	0,020	0,820	0,034	1,124
t	0,052	4,100	-0,052	-3,775	-0,003	-0,231	0,049	2,826	0,060	2,139	-0,006	-0,142	-0,069	-2,900	-0,018	-0,596
t+1	-0,009	-0,739	0,004	0,287	-0,022	-1,505	-0,013	-0,741	0,097	3,489	0,094	2,398	0,050	2,087	0,032	1,055
t+2	0,009	0,710	0,020	1,464	-0,021	-1,432	-0,002	-0,126	0,003	0,099	-0,009	-0,219	-0,023	-0,946	0,053	1,772
t+3	-0,009	-0,694	0,013	0,975	0,002	0,162	-0,044	-2,493	0,119	4,248	0,033	0,841	-0,031	-1,311	-0,006	-0,236
t+4	-0,013	-0,983	-0,004	-0,326	0,009	0,635	-0,019	-1,062	-0,018	-0,648	0,028	0,709	0,011	0,460	0,011	0,496
t+5	0,001	0,099	-0,020	-1,520	-0,012	-0,832	-0,002	-0,140	-0,034	-1,211	-0,003	-0,069	-0,033	-1,381	0,008	0,420
t+6	-0,011	-0,850	0,015	1,116	0,016	1,115	0,026	1,465	-0,054	-1,935	0,034	0,871	0,003	0,125	-0,009	-0,518
t+7	0,007	0,513	0,006	0,451	-0,014	-0,948	-0,030	-1,696	0,026	0,948	-0,008	-0,209	0,021	0,860	-0,018	-0,973
t+8	0,005	0,405	0,014	1,074	0,006	0,386	0,002	0,086	0,044	1,585	-0,017	-0,415	0,011	0,472	-0,001	-0,027
t+9	-0,003	-0,254	0,006	0,424	0,007	0,509	-0,014	-0,777	0,047	1,717	0,007	0,168	-0,015	-0,617	0,007	0,356
t+10	-0,010	-0,802	0,011	0,867	-0,002	-0,161	-0,006	-0,342	0,034	1,215	0,010	0,249	0,002	0,082	0,021	1,032

Tablo 3.5. Politik Seçimlerin Olay Penceresinde Anormal Getirileri (Devam)

Gün	30.03.2014 Yerel Seçimi		29.03.2009 Yerel Seçimi		28.03.2004 Yerel Seçimi		27.03.1994 Yerel Seçimi		16.04.2017 Halk Oylaması		10.08.2014 Cumhur. Seçimi		12.09.2010 Halk Oylaması		21.10.2007 Halk Oylaması	
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	0,015	0,851	0,002	0,097	0,006	0,231	-0,002	-0,057	-0,003	-0,266	0,004	0,222	-0,008	-0,509	0,033	1,765
t-9	0,021	1,245	-0,005	-0,192	-0,013	-0,461	0,051	1,674	-0,001	-0,080	0,012	0,660	0,011	0,644	-0,010	-0,513
t-8	-0,001	-0,064	0,004	0,165	-0,003	-0,127	0,038	1,237	0,004	0,337	0,005	0,270	0,002	0,140	0,028	1,505
t-7	-0,003	-0,192	0,022	0,877	0,014	0,525	-0,003	-0,103	-0,004	-0,330	-0,025	-1,406	0,008	0,483	-0,009	-0,480
t-6	-0,010	-0,600	0,005	0,210	0,019	0,692	-0,017	-0,558	-0,002	-0,181	-0,001	-0,044	0,009	0,562	0,010	0,559
t-5	-0,013	-0,774	0,038	1,521	0,005	0,188	0,040	1,279	0,030	2,301	-0,002	-0,141	0,000	0,024	0,002	0,132
t-4	0,016	0,897	0,006	0,225	-0,001	-0,042	-0,053	-1,687	-0,004	-0,305	-0,016	-0,884	0,000	-0,024	-0,019	-1,002
t-3	0,046	2,659	0,024	0,933	0,006	0,218	-0,087	-2,766	0,000	0,013	-0,015	-0,866	-0,001	-0,053	0,012	0,663
t-2	-0,010	-0,576	-0,003	-0,103	0,004	0,148	-0,054	-1,735	-0,012	-0,938	-0,008	-0,434	-0,008	-0,504	-0,030	-1,590
t-1	0,031	1,765	0,014	0,538	0,016	0,572	0,038	1,223	0,002	0,136	0,004	0,249	-0,005	-0,290	-0,015	-0,777
t	0,009	0,526	-0,019	-0,771	0,000	0,012	0,046	1,442	0,006	0,474	-0,025	-1,414	0,025	1,496	-0,028	-1,514
t+1	0,016	0,929	0,027	1,068	-0,044	-1,619	-0,030	-0,949	0,008	0,604	0,007	0,398	0,001	0,071	0,032	1,693
t+2	-0,003	-0,165	0,009	0,372	0,006	0,215	-0,018	-0,554	-0,006	-0,502	-0,003	-0,164	0,012	0,750	-0,003	-0,142
t+3	0,013	0,734	0,034	1,352	0,004	0,159	0,024	0,766	0,013	1,042	-0,001	-0,048	0,003	0,178	0,001	0,047
t+4	0,015	0,842	-0,003	-0,112	0,006	0,213	0,064	2,033	0,004	0,311	-0,012	-0,654	0,000	-0,020	0,012	0,640
t+5	-0,001	-0,063	0,003	0,127	-0,010	-0,360	0,081	2,555	0,015	1,142	0,008	0,473	0,004	0,259	0,005	0,266
t+6	0,020	1,162	-0,008	-0,315	-0,005	-0,188	0,064	2,007	0,009	0,663	0,025	1,397	-0,005	-0,305	0,014	0,739
t+7	-0,021	-1,182	0,050	1,967	-0,014	-0,510	0,071	2,228	-0,002	-0,117	-0,005	-0,304	0,003	0,193	-0,005	-0,281
t+8	0,010	0,572	0,034	1,351	-0,034	-1,244	-0,017	-0,522	-0,003	-0,221	0,001	0,060	-0,007	-0,417	-0,010	-0,539
t+9	-0,006	-0,316	0,012	0,492	0,002	0,077	0,070	2,177	0,004	0,287	0,000	-0,023	-0,002	-0,095	-0,015	-0,802
t+10	0,014	0,809	-0,012	-0,458	-0,015	-0,555	0,019	0,591	-0,003	-0,267	0,004	0,238	0,004	0,229	0,014	0,752

Tablo 3.6. Politik Seçimlerin Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri

Olay Aralığı	01.11.2015 Genel Seçimi		07.06.2015 Genel Seçimi		12.06.2011 Genel Seçimi		22.07.2007 Genel Seçimi		03.11.2002 Genel Seçimi		18.04.1999 Genel Seçimi	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	0,442	4,093*	-1,178	-12,243*	0,073	0,718	0,838	7,351*	-1,601	-8,117*	0,517	3,458*
(-10, 0)	0,216	1,210	-1,451	-8,873*	0,352	2,400**	1,383	6,424*	-1,089	-11,081*	0,208	0,610
(-5, 0)	-0,288	-0,778	-1,132	-2,310	0,642	4,777*	0,256	0,655	0,026	0,128	-1,264	-2,391
(-1, +1)	2,578	2,954	-1,941	-2,574	-0,327	-1,122	0,762	1,211	-1,817	-1,568	1,334	3,934
(-5, +5)	2,602	0,871	-12,986	-4,320*	1,378	0,641	3,825	1,370	-14,652	-2,661**	-1,159	-0,215
(0, +3)	2,955	5,147**	-1,963	-2,698	-1,127	-3,369**	1,321	2,091	-4,430	-6,048*	0,962	2,654
(0,+5)	2,368	4,561*	-1,588	-3,038**	-1,112	-5,200*	0,658	1,135	-4,477	-9,245*	1,120	4,465*
(0, +10)	1,654	4,488*	-0,907	-2,461**	-0,928	-7,013*	0,098	0,269	-4,048	-11,577*	1,207	8,738*
Olay Aralığı	24.12.1995 Genel Seçimi		20.10.1991 Genel Seçimi		30.03.2014 Yerel Seçimi		29.03.2009 Yerel Seçimi		28.03.2004 Yerel Seçimi		27.03.1994 Yerel Seçimi	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	-0,700	-5,878*	0,517	4,773*	-1,458	-11,415*	-0,924	-7,390*	0,389	6,291*	1,075	4,848*
(-10, 0)	-0,875	-4,437*	0,831	5,652*	-1,241	-6,849*	-0,763	-3,656*	0,719	4,789*	0,372	2,951**
(-5, 0)	0,540	2,709**	-0,318	-1,536	-1,113	-2,137	-2,349	-11,249*	0,854	5,459*	-0,480	-1,454
(-1, +1)	-0,088	-0,155	-0,988	-2,664	-1,853	-25,037*	-0,263	-0,682	0,523	0,669	1,059	5,715**
(-5, +5)	4,067	2,677**	-9,123	-3,843*	-18,731	-4,992*	-26,412	-18,980*	6,613	4,786*	-3,883	-1,751
(0, +3)	-1,175	-2,700	-0,441	-0,762	-0,822	-6,834*	-0,101	-0,173	-1,115	-2,212	0,470	2,317
(0,+5)	-1,131	-4,025*	-0,628	-1,633	-0,949	-8,451*	-0,411	-0,982	-0,977	-2,946**	0,757	3,184**
(0, +10)	-0,942	-5,681*	-0,464	-2,180	-1,031	-13,324*	-1,063	-3,101*	-1,200	-5,697*	1,524	5,124*
Olay Aralığı	16.04.2017 Halk Oylaması		10.08.2014 Cumhur. Seçimi		12.09.2010 Halk Oylaması		21.10.2007 Halk Oylaması					
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test				
(-10, +10)	0,530	5,277*	-0,508	-4,481*	0,983	10,001*	0,671	5,702*				
(-10, 0)	0,386	1,895	-0,510	-1,478	1,318	5,344*	0,991	4,980*				
(-5, 0)	2,877	4,199*	-1,617	-5,029*	0,428	2,215	-0,649	-2,495				
(-1, +1)	0,668	2,772	-0,543	-1,047	1,281	1,639	-1,018	-2,300				
(-5, +5)	29,740	7,127*	-19,740	-9,930*	11,931	4,245*	-7,009	-4,509*				
(0, +3)	0,907	5,504**	-1,395	-4,445**	3,261	21,044*	-0,316	-0,683				
(0,+5)	1,132	5,932*	-1,309	-6,129*	3,211	30,980*	-0,036	-0,107				
(0, +10)	1,442	9,518*	-0,740	-3,450*	2,944	25,539*	0,232	1,117				
*0,01, **0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.												

Tablo 3.6’da, politik seçimlerin farklı olay aralıklarında kümülatif ortalama anormal getiri değerleri görülmektedir. Pozitif yönlü en yüksek CAAR değeri 16.04.2017 tarihli halk oylamasında (-5, +5) olay aralığı için %1 istatistiki anlamlılığa sahip olarak ortaya çıkmıştır. Aynı seçim için istatistiki anlamlılığın diğer olay aralıkları için de geçerli olduğu görülmektedir.

Negatif yönlü en yüksek CAAR değeri ise 29.03.2009 yerel seçimlerinde yine (-5, +5) olay aralığında görülmektedir. Genel itibariyle hesaplanan olay aralıklarında pozitif yönlü CAAR değerlerinin yoğunlukta olduğu gözlenmektedir.

3.4.1.3. Ekonomik İklim İle İlişkili Olaylara Ait Bulgular

Tablo 3.7. Ekonomik İklim İle İlişkili Olayların Olay Penceresinde Anormal Getirileri

Gün	30.11.2015		14.05.2013		19.02.2001		05.04.1994		26.01.1994	
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	-0,005	-0,284	-0,001	-0,073	-0,067	-1,733	-0,040	-0,595	0,059	3,055
t-9	-0,012	-0,785	0,010	0,932	0,015	0,371	-0,076	-1,142	0,056	2,894
t-8	-0,005	-0,329	0,029	2,839	-0,055	-1,296	-0,041	-0,621	-0,011	-0,550
t-7	0,000	0,024	0,003	0,333	-0,014	-0,336	0,050	0,777	-0,045	-2,379
t-6	-0,014	-0,912	0,006	0,618	-0,021	-0,483	0,056	0,908	-0,073	-3,333
t-5	-0,047	-3,117	-0,004	-0,362	-0,058	-1,329	-0,025	-0,467	-0,028	-1,436
t-4	0,007	0,432	0,015	1,399	0,028	0,632	-0,016	-0,297	0,047	2,398
t-3	-0,026	-1,740	-0,011	-0,994	0,056	1,259	0,028	0,531	-0,048	-2,390
t-2	0,007	0,460	-0,005	-0,414	-0,029	-0,658	0,072	1,450	-0,087	-4,375
t-1	-0,007	-0,472	0,002	0,160	0,039	1,115	0,093	1,959	-0,084	-3,706
t	0,019	1,261	0,017	1,587	-0,161	-4,595	0,078	1,711	-0,090	-4,058
t+1	-0,006	-0,416	0,009	0,897	0,013	0,370	0,088	1,883	-0,099	-3,958
t+2	-0,012	-0,870	-0,002	-0,162	-0,197	-5,969	-0,002	-0,036	-0,072	-2,720
t+3	-0,016	-1,151	-0,002	-0,136	0,103	3,555	0,085	1,910	0,060	2,210
t+4	-0,005	-0,359	-0,022	-1,758	0,064	2,202	0,031	0,682	0,024	0,821
t+5	-0,011	-0,752	0,008	0,666	0,069	2,385	-0,001	-0,015	-0,089	-2,539
t+6	0,022	1,291	0,017	1,644	-0,018	-0,581	0,030	0,682	-0,064	-1,776
t+7	-0,029	-1,698	-0,024	-2,257	0,020	0,648	0,068	1,556	-0,049	-1,324
t+8	-0,027	-1,499	-0,008	-0,731	0,072	2,266	0,024	0,545	0,004	0,099
t+9	-0,011	-0,642	-0,009	-0,888	0,017	0,531	-0,049	-1,165	-0,075	-1,701
t+10	0,046	3,619	-0,010	-1,024	-0,090	-2,814	-0,012	-0,258	-0,092	-1,912

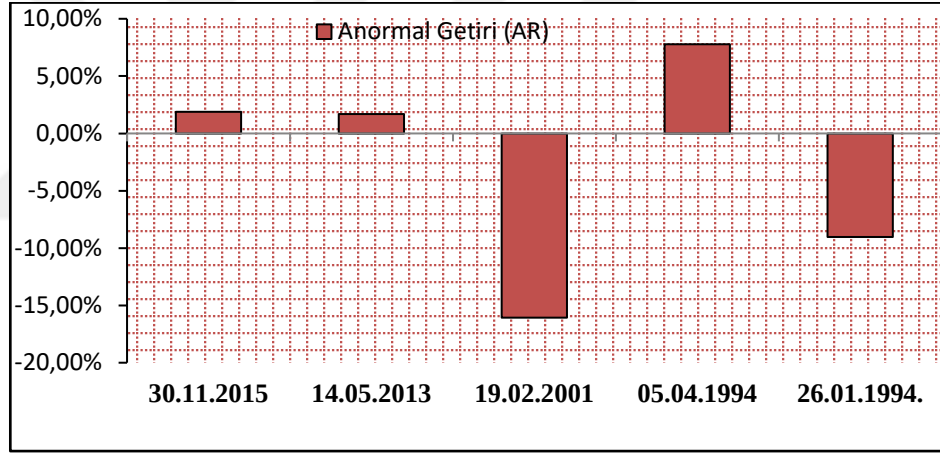
Ekonomik iklim kategorisindeki beş adet olayın gösterildiği Tablo 3.7’de, olay günü itibariyle 19.02.2001 ve 26.01.1994 tarihli olaylarda istatistiki anlamlılık olduğu görülmektedir. Diğer olaylarda anlamlı farklılıklar gözlenmemektedir.

Hisse senedi getirilerini en fazla etkileyen, 19.02.2001 tarihli ve anlamlı düzeyde istatistiki farklılık bulunan %-16,1 anormal getiri oranına sahip olay olmuştur. Ayrıca olaydan sonraki ikinci, üçüncü, dördüncü, beşinci, sekizinci ve onuncu günlerde de beklenenden farklı anlamlılığa sahip AR değerleri gözlenmektedir. Bu olay, Milli

Güvenlik Kurulu toplantısında Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasında meydana gelen bir sorunun kamuoyuna duyurulması ile tüm ülkede ciddi bir ekonomik krizin başladığı olaydır.

İkinci en yüksek etki ise %-9,0 oranı ile 26.01.1994 tarihinde gerçekleşmiştir. Bu tarih ise TCMB tarafından, doların hızlı yükselişine karşı bir takım önlemler alındığı ve TL'nin %13,6 oranında devalüe edildiği tarihtir. Bu olay etrafında, olay penceresinde yer alan neredeyse tüm günler için istatistiki anlamlılığın mevcut olduğu görülmektedir.

Pozitif yönlü en yüksek etki ise olay günü anlamlı farklılık gözlenmemekle birlikte 05.04.1994 tarihinde ve %7,8 AR değeri ile ortaya çıkmıştır. Bu tarih, enflasyonu düşürmek, yabancı sermaye girişini artırmak, bozulan dengeleri yeniden düzenlemek amacıyla Hükümet tarafından, bir takım ekonomik tedbirleri içeren Ekonomik Önlemler Paketinin ilan edildiği tarihtir.



Grafik 3.4. Ekonomik İklim İle İlişkili Olayların Olay Gününde Anormal Getirileri

Grafik 3.4'te görüldüğü gibi, ekonomik iklim kategorisindeki olayların üçü pozitif, ikisi ise negatif anormal getiri ortaya çıkarmıştır. Ancak negatif AR değerlerinin daha yüksek oranlara sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 3.8. Ekonomik İklim İle İlişkili Olayların Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri

Olay Aralığı	30.11.2015		14.05.2013		19.02.2001		05.04.1994		26.01.1994	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	-1,291	-8,691*	-1,702	-13,874*	-1,512	-9,813*	-0,228	-0,772	-1,405	-2,407*
(-10, 0)	-0,935	-4,357*	-1,717	-7,935*	-1,316	-7,788*	0,878	3,273*	0,648	1,058
(-5, 0)	-2,010	-7,118*	-0,180	-1,027	-0,222	-0,447	-0,406	-0,967	-0,765	-1,554
(-1, +1)	0,202	0,774	-1,014	-2,478	-1,128	-0,910	-2,500	-8,054**	-2,294	-5,511**
(-5, +5)	-19,647	-10,215*	-4,027	-2,896**	-10,851	-2,296**	-14,074	-3,410*	-18,136	-3,970*
(0, +3)	0,517	1,141	-1,563	-10,605*	-4,808	-7,085*	-1,825	-9,812*	-1,984	-6,698*
(0,+5)	0,089	0,224	-1,186	-4,518*	-3,985	-5,788*	-1,885	-14,693*	-1,688	-6,109*
(0, +10)	-0,508	-1,579	-0,910	-4,651*	-2,789	-4,991*	-1,934	-22,529*	-1,801	-11,118*
*0,01, **0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.										

Tablo 3.8’de ekonomik iklim kategorisindeki olayların farklı olay aralıklarındaki CAAR değerleri gösterilmektedir. En yüksek CAAR değeri 30.11.2015 tarihindeki olayda (-5, +5) olay aralığında %1 düzeyinde anlamlılık ile ortaya çıkmıştır. Daha sonra ise 26.01.1994 tarihli olayda yine negatif yönlü ve %1 anlamlılık düzeyinde CAAR değeri görülmektedir. Genel itibariyle negatif etkinin yoğun olduğu gözlenmektedir.

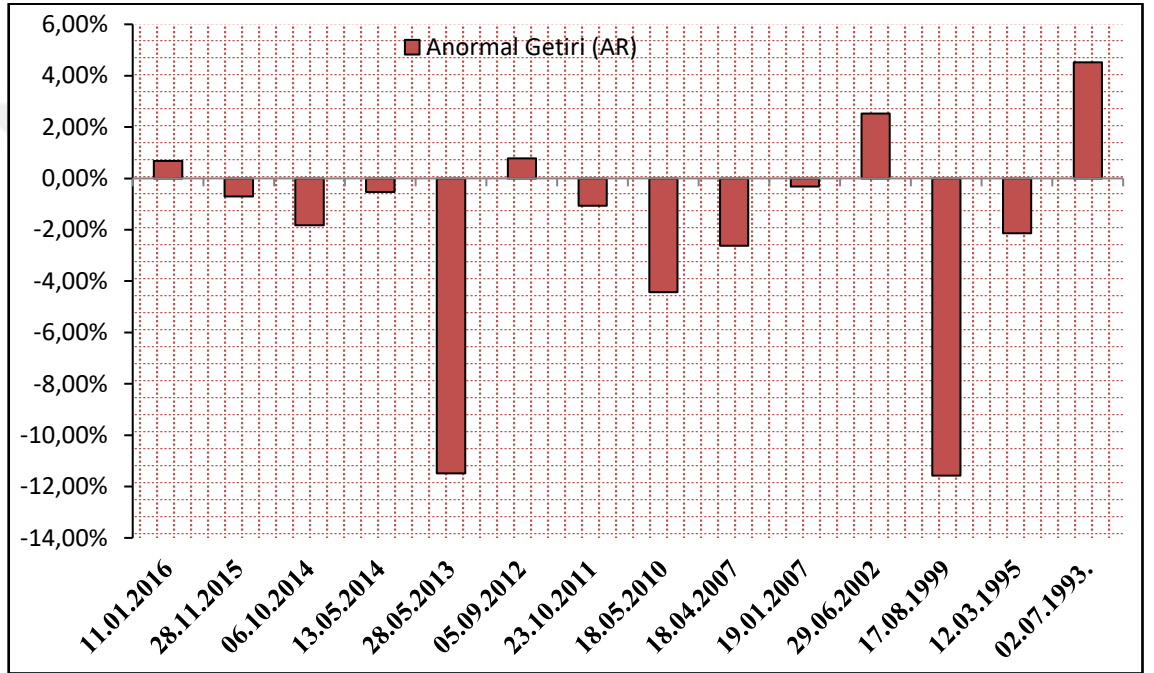
3.4.1.4. Yerel İstikrarsızlık İle İlişkili Olaylara Ait Bulgular

Tablo 3.9’da yer alan bulgulara göre; yerel istikrarsızlık ile ilişkili olaylardan 28.05.2013, 18.05.2010 ve 17.08.1999 tarihli olayların olay günü itibariyle istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri ortaya çıkardığı görülmektedir. Diğer olaylarda anlamlı farklılıklar mevcut değildir. 28.05.2013 tarihli olaydan önceki yedinci ve üçüncü gün ile olaydan sonraki birinci, üçüncü, dördüncü, beşinci ve dokuzuncu günlerde de anlamlı farklılıklar mevcuttur. 18.05.2010 tarihli olay etrafında ise olaydan önceki sekizinci, yedinci beşinci ve üçüncü günler ile olay sonrası üçüncü günde beklenenden farklı düzeyde anlamlı farklılıklar gözlenmektedir.

Hisse senedi getirilerini %-11,6 AR değeri ile en fazla etkileyen olay 17.08.1999 tarihinde meydana gelen Marmara depremi olmuştur. Çok sayıda insan hayatını kaybetmiş ve ciddi bir yıkım meydana gelmiştir. Deprem sonrası Borsa İstanbul yedi iş günü kapalı kalmasına rağmen, endeks önemli derecede kayıp yaşamıştır.

İkinci en yüksek etki ise 28.05.2013 tarihinde %-11,5 oranıyla ortaya çıkmıştır. Bu tarih İstanbul Taksim Gezi Parkı'na Topçu Kışlası'nın yeniden inşasını engellemeye yönelik olarak başlatılan protestoların başlangıç tarihidir. Yaklaşık iki hafta süren gösteriler sonucu BIST-100 endeksi %20 oranında değer kaybetti.

Piyasada en fazla etki oluşturan üçüncü olay ise, olay günü anlamlı bir farklılık olmamakla birlikte %4,5 anormal getiri değeri ile 02.07.1993 tarihindeki olaydır. Bu olay, Pir Sultan Abdal Şenliklerine katılmak üzere Sivas'a gelen sanatçılardan, kaldıkları otelin yakılması sonucu 33'ü hayatını kaybettiği olaydır.



Grafik 3.5. Yerel İstikrarsızlık İle İlişkili Olayların Olay Gününde Anormal Getirileri

Grafik 3.5'te görüldüğü gibi yerel istikrarsızlık ile ilişkili olaylardan büyük çoğunluğu negatif anormal getiri ortaya çıkarmıştır. Hisse senedi getirilerini en fazla etkileyen iki olayın negatif AR değeri ortaya çıkardığı görülmektedir.

Tablo 3.9. Yerel İstikrarsızlık İle İlişkili Olayların Olay Penceresinde Anormal Getirileri

Gün	11.01.2016		28.11.2015		06.10.2014		13.05.2014		28.05.2013		05.09.2012		23.10.2011	
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	0,008	0,528	-0,013	-1,095	-0,003	-0,229	0,007	0,418	-0,022	-1,758	0,011	1,007	0,013	0,570
t-9	0,008	0,518	-0,005	-0,284	-0,006	-0,649	-0,008	-0,485	0,008	0,666	0,003	0,268	0,002	0,099
t-8	0,003	0,209	-0,012	-0,785	-0,021	-1,962	0,014	0,860	0,017	1,644	-0,003	-0,222	0,008	0,340
t-7	-0,004	-0,188	-0,005	-0,329	-0,009	-0,876	0,012	0,698	-0,024	-2,257	-0,008	-0,629	-0,020	-0,833
t-6	-0,015	-0,743	0,000	0,024	0,000	-0,031	-0,010	-0,582	-0,008	-0,731	0,003	0,246	0,008	0,330
t-5	-0,013	-0,596	-0,014	-0,912	-0,001	-0,052	0,000	-0,015	-0,009	-0,888	0,001	0,106	-0,018	-0,801
t-4	0,008	0,366	-0,047	-3,117	0,004	0,334	-0,009	-0,536	-0,010	-1,024	-0,002	-0,141	0,000	0,022
t-3	0,011	0,526	0,007	0,432	-0,010	-1,041	0,004	0,213	-0,035	-3,302	0,016	1,336	-0,018	-0,743
t-2	0,006	0,329	-0,026	-1,740	-0,004	-0,427	-0,009	-0,517	-0,004	-0,376	-0,004	-0,293	-0,035	-1,428
t-1	-0,011	-0,543	0,007	0,460	0,008	0,753	0,002	0,107	-0,018	-1,709	-0,006	-0,499	0,015	0,642
t	0,007	0,367	-0,007	-0,472	-0,018	-1,676	-0,005	-0,338	-0,115	-11,282	0,008	0,618	-0,011	-0,451
t+1	0,011	0,575	0,019	1,261	0,032	2,954	0,001	0,091	0,043	4,079	-0,001	-0,065	-0,002	-0,086
t+2	0,011	0,612	-0,006	-0,416	-0,020	-2,089	-0,013	-0,932	-0,018	-1,705	-0,001	-0,085	-0,016	-0,698
t+3	-0,006	-0,330	-0,012	-0,870	0,025	2,359	-0,005	-0,374	-0,053	-4,833	-0,001	-0,091	0,018	0,757
t+4	-0,010	-0,563	-0,016	-1,151	-0,002	-0,161	0,000	0,013	0,028	2,206	-0,003	-0,289	0,006	0,272
t+5	0,002	0,122	-0,005	-0,359	0,006	0,559	0,014	1,004	-0,029	-2,227	0,000	-0,049	-0,019	-0,821
t+6	0,003	0,170	-0,011	-0,752	0,000	0,022	0,019	1,441	-0,021	-1,593	-0,015	-1,560	-0,022	-0,976
t+7	-0,019	-1,038	0,022	1,291	0,016	1,599	-0,001	-0,111	0,021	1,610	0,012	1,339	0,018	0,964
t+8	-0,014	-0,768	-0,029	-1,698	0,015	1,514	0,006	0,476	-0,006	-0,375	-0,004	-0,395	0,017	0,921
t+9	0,026	1,520	-0,027	-1,499	0,022	2,483	-0,016	-1,405	0,046	3,363	-0,010	-1,047	-0,004	-0,250
t+10	0,005	0,340	-0,011	-0,642	0,011	1,126	0,004	0,366	-0,012	-0,833	-0,010	-1,048	-0,012	-0,722

Tablo 3.9. (Devamı)

Gün	18.05.2010		18.04.2007		19.01.2007		29.06.2002		17.08.1999		12.03.1995		02.07.1993	
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	-0,020	-1,511	0,011	0,470	-0,017	-0,944	-0,020	-0,888	-0,001	-0,035	0,008	0,453	0,050	1,985
t-9	-0,016	-1,233	0,024	1,093	-0,017	-0,913	0,042	1,841	-0,010	-0,251	-0,001	-0,033	0,060	2,457
t-8	-0,060	-4,566	0,004	0,160	-0,022	-1,265	-0,015	-0,667	-0,024	-0,588	-0,023	-1,625	0,007	0,301
t-7	0,068	6,346	0,001	0,053	-0,014	-0,795	-0,014	-0,683	-0,006	-0,143	0,019	1,314	0,008	0,306
t-6	-0,002	-0,173	-0,012	-0,520	0,025	1,525	0,011	0,535	0,028	0,693	0,010	0,721	0,011	0,475
t-5	0,025	2,178	0,015	0,798	0,013	0,755	-0,019	-0,923	-0,017	-0,445	0,035	2,440	-0,030	-1,310
t-4	-0,002	-0,158	-0,014	-0,731	0,021	1,441	0,021	0,979	-0,024	-0,621	-0,002	-0,126	-0,041	-1,792
t-3	-0,040	-3,371	0,006	0,380	-0,005	-0,328	-0,044	-2,081	-0,015	-0,406	0,023	2,111	-0,001	-0,036
t-2	0,005	0,436	0,010	0,735	0,007	0,495	0,051	2,452	0,023	0,614	-0,010	-0,951	-0,041	-1,459
t-1	0,016	1,451	-0,006	-0,495	0,025	1,716	0,047	2,238	-0,005	-0,154	0,017	1,600	0,023	0,815
t	-0,044	-4,016	-0,026	-2,026	-0,003	-0,222	0,025	1,384	-0,116	-3,369	-0,021	-1,997	0,045	1,568
t+1	-0,005	-0,396	0,010	0,746	0,025	1,749	-0,038	-2,117	0,005	0,170	-0,003	-0,315	-0,020	-0,656
t+2	0,011	0,939	0,017	1,343	0,001	0,036	-0,007	-0,366	-0,059	-1,841	-0,030	-2,921	-0,047	-1,485
t+3	-0,038	-2,325	-0,012	-0,897	0,022	1,920	0,012	0,596	0,017	0,511	-0,013	-1,023	-0,022	-0,694
t+4	0,037	1,562	0,017	1,334	0,006	0,474	0,040	2,026	0,013	0,428	0,044	3,379	-0,061	-2,079
t+5	0,009	0,392	-0,009	-0,667	-0,004	-0,319	-0,040	-2,033	0,023	0,957	0,024	1,943	-0,067	-2,386
t+6	0,013	0,549	-0,027	-2,681	-0,009	-0,692	-0,008	-0,420	0,082	3,419	0,001	0,083	0,026	0,884
t+7	-0,014	-0,593	-0,046	-4,213	-0,001	-0,082	0,028	1,516	-0,003	-0,135	0,010	0,760	-0,052	-1,625
t+8	0,004	0,168	-0,038	-3,578	-0,003	-0,246	0,019	0,944	0,051	2,254	-0,013	-0,975	-0,037	-1,154
t+9	0,016	0,617	0,011	1,055	0,028	2,151	0,063	2,636	0,003	0,122	0,011	0,783	0,014	0,440
t+10	0,005	0,177	0,013	1,190	0,018	1,298	-0,006	-0,215	0,011	0,541	0,008	0,595	0,001	0,016

Tablo 3.10. Yerel İstikrarsızlık İle İlişkili Olayların Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri

Olay Aralığı	11.01.2016		28.11.2015		06.10.2014		13.05.2014		28.05.2013		05.09.2012	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	0,584	7,935*	-1,415	-10,687*	0,756	6,424*	1,352	22,474*	-2,682	-6,618*	0,830	20,006*
(-10, 0)	0,557	4,196*	-1,115	-5,972*	1,031	7,251*	1,381	14,633*	-1,364	-2,854**	0,791	12,081*
(-5, 0)	0,427	3,218**	-2,037	-7,252*	0,277	1,585	0,431	6,758*	-2,053	-2,784**	0,779	4,385*
(-1, +1)	0,299	1,192	0,443	2,462	-0,326	-0,491	0,321	4,171	-3,736	-2,256	0,123	0,393
(-5, +5)	2,617	2,369**	-20,163	-10,781*	1,589	1,204	4,025	6,506*	-32,580	-5,849*	10,238	8,710*
(0, +3)	-0,680	-5,491**	0,134	0,685	0,371	0,554	-0,290	-1,907	-4,948	-4,190**	0,991	34,041*
(0,+5)	-0,511	-3,844**	-0,072	-0,399	0,169	0,381	-0,212	-1,574	-4,433	-5,422*	0,947	28,283*
(0, +10)	-0,194	-1,359	-0,450	-2,440**	-0,329	-1,059	0,271	1,468	-3,645	-6,830*	0,705	7,114*
Olay Aralığı	23.10.2011		18.05.2010		18.04.2007		19.01.2007		29.06.2002		17.08.1999	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	0,054	0,545	1,122	5,169*	1,019	8,066*	0,232	0,869	0,598	5,231*	-0,099	-0,993
(-10, 0)	0,340	2,509**	1,044	2,597**	1,182	10,379*	-0,667	-2,119	0,655	3,311*	-0,036	-0,392
(-5, 0)	-0,813	-5,623*	-0,165	-0,597	0,805	4,116*	1,747	8,905*	0,537	1,286	-0,641	-2,251
(-1, +1)	0,459	2,074	0,339	0,688	-0,735	-1,703	1,821	6,965**	-1,275	-2,717	-1,818	-1,772
(-5, +5)	-8,919	-9,606*	2,362	1,067	10,536	7,316*	23,747	12,100*	4,422	1,749	-11,800	-4,740*
(0, +3)	-0,465	-3,055	1,493	8,209*	-0,315	-0,484	0,889	2,578	0,383	1,005	-3,912	-7,471*
(0,+5)	-0,343	-2,533	1,269	6,891*	0,175	0,339	1,007	4,306*	0,398	1,531	-3,252	-6,019*
(0, +10)	-0,359	-4,130*	0,915	5,795*	-0,437	-1,140	0,951	6,692*	0,405	2,458**	-1,545	-2,338**
Olay Aralığı	12.03.1995		02.07.1993									
	CAAR	t-test	CAAR	t-test								
(-10, +10)	2,703	8,007*	1,361	7,606*								
(-10, 0)	1,779	4,176*	1,923	10,169*								
(-5, 0)	3,084	17,903*	-0,833	-3,362**								
(-1, +1)	1,107	2,808	1,522	5,590**								
(-5, +5)	31,541	15,084*	-7,738	-4,077*								
(0, +3)	-0,945	-4,831**	0,818	2,196								
(0,+5)	-0,297	-0,669	0,296	0,718								
(0, +10)	0,784	1,761	-0,142	-0,532								
*0,01, **0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.												

Tablo 3.10’da yerel istikrarsızlık ile ilişkili olayların farklı olay aralıklarındaki CAAR değerleri gösterilmektedir. En yüksek CAAR değeri %1 düzeyinde anlamlılık ile 28.05.2013 tarihindeki olayda (-5, +5) olay aralığında negatif yönde ortaya çıkmıştır. Daha sonra ise 12.03.1995 tarihli olayda pozitif yönlü ve %1 anlamlılık düzeyinde CAAR değeri görülmektedir. İstatistiki anlamlılık düzeyinin yoğun olarak gözlenmesi, yerel istikrarsızlık ile ilişkili olaylara piyasanın oldukça duyarlı olduğu şeklinde ifade edilebilir.

3.4.1.5. Savaş Hareketleri İle İlişkili Olaylara Ait Bulgular

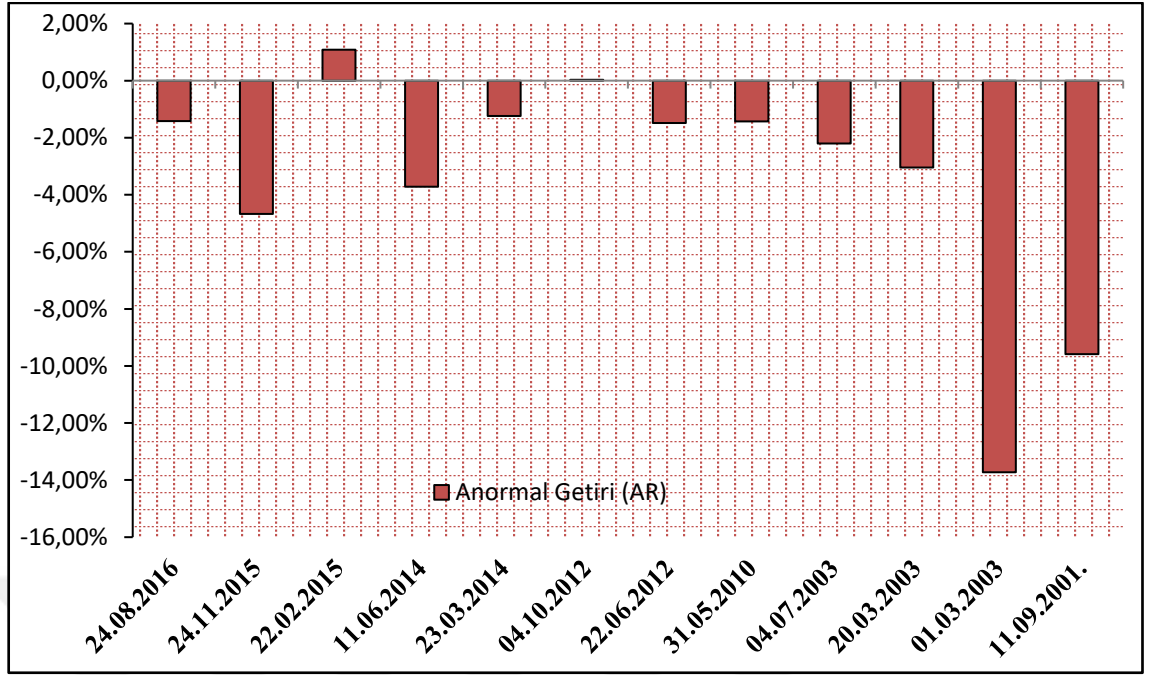
Savaş hareketleri ile ilişkili olayların AR değerlerinin gösterildiği Tablo 3.11'e göre; bu kategoride 24.11.2015, 11.06.2014, 01.03.2003 ve 11.09.2001 tarihlerindeki olaylar olay günü itibariyle beklenenden anlamlı seviyede anormal getiri ortaya çıkardığı gözlenmektedir.

Piyasada en fazla etki oluşturan olay, %-13,7 AR değeriyle 01.03.2003 tarihinde ortaya çıktığı görülmektedir. Bu tarih, TSK'nın yabancı ülkelere gönderilmesine, yabancı silahlı kuvvetler unsurlarının altı ay süreyle Türkiye'de bulunmasına izin verilmesine ilişkin Başbakanlık Tezkeresinin, TBMM Genel Kurulu'nda yapılan oylamada reddedildiği tarihtir. Bu karar ile ABD'nin Irak'a girmek için Türkiye'de asker konuşlandırma isteği reddedilmiş oldu. Olay günü negatif yönlü, olaydan sonraki birinci gün pozitif yönlü ve onuncu gün ise yine negatif anlamlı seviyede farklılıklar görülmektedir.

İkinci en yüksek etki ise %-9,6 oranında AR değeri ile 11.09.2001 tarihinde, New York'ta bulunan Dünya Ticaret Merkezi İkiz Kulelerine yolcu uçaklarıyla yapılan saldırı sonucu ortaya çıkmıştır. Olaydan sonraki birinci ve altıncı günlerde istatistiki anlamlılığa sahip ve negatif yönlü farklılıklar bulunmaktadır.

Hisse senedi getirilerini en fazla etkileyen bir sonraki olay ise, %-4,7 oranı ile 24.11.2015 tarihinde ortaya çıkmıştır. Bu tarih ise Rusya'ya ait bir savaş uçağının Türk Hava sahasını ihlal etmesi nedeniyle Türk Hava Kuvvetleri tarafından düşürüldüğü tarihtir.

22.02.2015 tarihinde meydana gelen olayda, olay günü anlamlı bir farklılık olmamasına rağmen pozitif anormal getiri ortaya çıkmış, olay öncesi dokuzuncu, yedinci ve dördüncü günlerde istatistiki anlamlılığa sahip farklılıklar görülmektedir. Bu tarih, Süleyman Şah Türbesi ve Saygı Karakolu'nun Suriye içlerinde bulunduğu yerden, sınıra mücavir Suriye Eşmesi köyündeki bir araziye taşındığı tarihtir.



Grafik 3.6. Savaş Hareketleri İle İlişkili Olayların Olay Gününde Anormal Getirileri

Grafik 3.6’da görüldüğü gibi, savaş hareketleri kategorisindeki iki olay dışındaki tüm olayların piyasada negatif bir etkiye sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 3.11. Savaş Hareketleri İle İlişkili Olayların Olay Penceresinde Anormal Getirileri

Gün	24.08.2016		24.11.2015		22.02.2015		11.06.2014		23.03.2014		04.10.2012		22.06.2012		31.05.2010		04.07.2003		20.03.2003		01.03.2003		11.09.2001	
	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.	AR	t-istat.
t-10	-0,004	-0,176	-0,014	-1,204	-0,008	-1,158	0,004	0,366	-0,005	-0,395	-0,003	-0,429	0,009	0,856	-0,040	-3,371	-0,013	-0,748	-0,004	-0,187	0,024	0,897	-0,005	-0,171
t-9	0,014	0,571	0,003	0,231	-0,021	-2,970	0,015	1,314	0,006	0,412	0,012	1,475	0,017	1,673	0,005	0,436	-0,004	-0,242	0,006	0,289	0,039	1,459	-0,026	-0,887
t-8	-0,010	-0,422	0,002	0,190	0,000	-0,040	-0,002	-0,154	0,004	0,277	-0,012	-1,665	0,005	0,447	0,016	1,451	0,000	0,000	-0,020	-1,031	-0,017	-0,638	-0,012	-0,414
t-7	0,004	0,173	-0,006	-0,493	0,028	3,758	-0,010	-1,023	0,002	0,127	0,006	0,863	0,005	0,521	-0,044	-4,016	-0,001	-0,070	-0,010	-0,505	0,004	0,140	-0,026	-0,998
t-6	-0,010	-0,409	-0,013	-1,095	-0,005	-0,527	0,000	0,039	0,000	-0,021	-0,020	-2,664	0,005	0,543	-0,005	-0,396	0,017	1,020	-0,015	-0,729	0,006	0,218	-0,002	-0,081
t-5	0,006	0,262	-0,005	-0,284	0,001	0,076	-0,007	-0,721	0,014	0,964	-0,001	-0,121	0,001	0,054	0,011	0,939	0,004	0,279	0,002	0,071	-0,032	-1,264	0,005	0,209
t-4	0,000	-0,002	-0,012	-0,785	-0,021	-2,351	0,016	1,590	0,022	1,404	-0,007	-0,914	0,019	1,834	-0,038	-2,325	-0,011	-0,726	-0,009	-0,440	-0,014	-0,620	0,020	0,809
t-3	0,004	0,151	-0,005	-0,329	0,012	1,080	0,004	0,395	-0,002	-0,096	0,002	0,322	0,004	0,407	0,037	1,562	-0,016	-0,961	-0,115	-5,913	-0,003	-0,130	-0,019	-0,856
t-2	-0,001	-0,049	0,000	0,024	0,012	1,016	0,001	0,109	-0,004	-0,264	0,008	1,163	0,019	1,795	0,009	0,392	-0,009	-0,539	0,113	3,080	0,015	0,773	-0,012	-0,576
t-1	-0,007	-0,282	-0,014	-0,912	-0,010	-0,855	0,007	0,705	-0,010	-0,694	-0,012	-1,597	0,002	0,197	0,013	0,549	0,001	0,042	-0,062	-1,625	0,004	0,225	-0,025	-1,229
t	-0,014	-0,582	-0,047	-3,117	0,011	0,942	-0,037	-3,814	-0,012	-0,829	0,000	0,038	-0,015	-1,372	-0,014	-0,593	-0,022	-1,272	-0,030	-0,795	-0,137	-7,167	-0,096	-4,701
t+1	0,011	0,447	0,007	0,432	0,007	0,572	0,007	0,676	0,016	1,107	0,006	0,878	0,011	1,100	0,004	0,168	-0,013	-0,822	-0,024	-0,649	0,043	2,274	-0,066	-3,242
t+2	0,006	0,267	-0,026	-1,740	0,004	0,296	-0,015	-1,499	0,047	3,154	-0,001	-0,075	0,017	1,612	0,016	0,617	0,020	1,271	-0,056	-1,484	0,011	0,598	-0,021	-1,047
t+3	-0,010	-0,420	0,007	0,460	-0,007	-0,593	-0,021	-2,210	-0,009	-0,618	0,008	0,998	-0,006	-0,596	0,005	0,177	-0,016	-0,991	0,034	0,904	-0,004	-0,187	-0,007	-0,364
t+4	-0,003	-0,165	-0,007	-0,472	-0,020	-1,424	0,002	0,267	0,031	2,097	0,004	0,533	0,027	2,785	-0,011	-0,390	0,006	0,453	0,023	0,634	0,006	0,289	0,028	1,327
t+5	-0,003	-0,140	0,019	1,261	-0,001	-0,105	-0,002	-0,183	0,010	0,728	0,016	1,718	-0,011	-1,137	-0,002	-0,066	0,007	0,498	0,017	0,474	-0,020	-1,031	-0,030	-1,492
t+6	0,011	0,654	-0,006	-0,416	0,005	0,391	0,010	1,114	0,017	1,221	0,000	-0,011	0,011	1,152	-0,009	-0,314	0,021	1,407	0,007	0,202	-0,010	-0,505	-0,046	-2,323
t+7	0,007	0,555	-0,012	-0,870	-0,024	-1,768	-0,011	-1,192	-0,004	-0,292	0,003	0,378	0,002	0,235	0,018	0,642	0,027	1,929	-0,014	-0,400	-0,015	-0,729	0,027	1,335
t+8	-0,002	-0,124	-0,016	-1,151	-0,013	-0,953	0,009	0,912	0,011	0,795	0,008	0,920	-0,019	-2,589	0,014	0,469	-0,009	-0,640	0,040	0,926	0,002	0,071	0,009	0,450
t+9	-0,007	-0,603	-0,005	-0,359	-0,003	-0,235	-0,008	-0,815	0,013	0,952	0,005	0,614	0,008	1,234	0,008	0,268	-0,002	-0,140	0,009	0,169	-0,009	-0,440	-0,016	-0,782
t+10	0,000	0,014	-0,011	-0,752	0,007	0,507	-0,003	-0,369	-0,002	-0,130	-0,004	-0,482	-0,008	-1,187	0,013	0,439	0,012	0,866	0,043	0,826	-0,115	-5,913	-0,010	-0,471

Tablo 3.12. Savaş Hareketleri İle İlişkili Olayların Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getirileri

Olay Aralığı	24.08.2016		24.11.2015		22.02.2015		11.06.2014		23.03.2014		04.10.2012	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	0,163	5,359*	-0,914	-7,133*	0,184	1,256	0,723	6,940*	-0,916	-5,457*	0,469	3,046*
(-10, 0)	0,123	2,717**	-0,453	-3,721*	0,036	0,173	1,032	7,906*	-0,329	-2,647**	0,012	0,080
(-5, 0)	-0,021	-0,186	-0,473	-1,862	0,089	0,522	0,823	2,235	-1,008	-4,496*	0,141	1,082
(-1, +1)	0,971	3,920	-1,872	-3,241	0,243	0,869	-0,378	-0,452	0,769	3,130	-0,670	-2,184
(-5, +5)	1,473	1,602	-10,282	-4,357*	0,887	0,698	4,339	1,533	-13,650	-6,849*	4,806	3,012**
(0, +3)	0,656	2,494	-2,299	-7,503*	-0,546	-4,410**	-2,448	-6,257*	-0,593	-0,929	0,631	3,346**
(0, +5)	0,666	3,999**	-2,010	-7,118*	-0,188	-0,785	-2,308	-8,736*	-1,113	-2,137	0,951	3,807**
(0, +10)	0,316	2,073	-1,786	-10,215*	0,400	1,583	-1,802	-7,958*	-1,703	-4,992*	1,374	6,949*
Olay Aralığı	22.06.2012		31.05.2010		04.07.2003		20.03.2003		01.03.2003		11.09.2001	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-10, +10)	-1,428	-12,592*	0,842	10,280*	-0,355	-5,650*	-0,565	-5,507*	0,278	1,195	-2,356	-8,813*
(-10, 0)	-1,054	-8,948*	1,063	9,039*	-0,311	-3,810*	-0,306	-2,264	0,965	3,230*	-1,300	-6,955*
(-5, 0)	-1,023	-3,334**	0,011	0,057	-0,477	-2,397	-0,594	-1,937	-1,437	-3,487**	-0,395	-0,875
(-1, +1)	0,739	1,372	-0,130	-0,803	-0,702	-1,419	-1,321	-43,237*	-2,156	-1,515	-3,402	-2,903
(-5, +5)	-14,867	-6,287*	-0,736	-0,637	-8,179	-5,130*	-9,713	-4,446*	-16,125	-6,531*	-19,082	-3,318*
(0, +3)	0,399	0,492	0,204	1,490	-1,385	-5,577*	-0,843	-5,862*	-3,405	-2,884	-5,091	-23,180*
(0, +5)	-0,404	-0,554	0,204	2,339	-1,230	-6,546*	-0,692	-5,164*	-2,713	-3,133**	-4,676	-15,600*
(0, +10)	-1,080	-2,379**	0,164	2,830**	-0,600	-2,463**	-0,434	-3,682*	-2,287	-4,617*	-4,253	-18,110*
*0,01, **0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.												

Tablo 3.12’de savaş hareketleri ile ilişkili olayların farklı olay aralıklarındaki CAAR değerlerine göre, En yüksek CAAR değeri 11.09.2001 tarihinde (-5, +5) olay aralığında negatif yönlü ve %1 düzeyinde anlamlılık seviyesinde ortaya çıkmıştır. Ayrıca bu olayda hesaplanan diğer tüm olay aralıklarında negatif CAAR değeri ortaya çıktığı görülmektedir. İkinci en yüksek CAAR değeri ise 01.03.2003 tarihli olayda negatif yönlü ve %1 anlamlılık düzeyinde görülmektedir.

Tablo 3.13’te, olay günü negatif AR değeri bulunan olaylar için endeksin geri kazanma süresi iş günü bazında gösterilmiştir. Toparlanmanın en uzun sürdüğü olay, Yerel istikrarsızlık kategorisinde 372 iş günü ile 28.05.2013 tarihindeki Gezi Parkı olayları olmuştur. İkinci sırada ise 134 iş günü ile 26.01.1994 tarihinde TL’nin devalüe edilmesi olayı yer almaktadır. Üçüncü sırada ise, 15.07.2016 tarihinde başarısız darbe girişimi olayında 130 iş günü sonra toparlanma gerçekleşmiştir. Daha sonra ise 112 iş günü ile 17.05.2006 tarihindeki Danıştay saldırısı, 96 iş günü ile 17.12.2013 tarihindeki olay ve 78 iş günü ile 24.11.2015 tarihindeki Rusya ile olan uçak krizi olayı gelmektedir.

Tablo 3.13. BIST 100 Endeksinin Geri Kazanma Süresi

Terörizm		Beklenmedik Politik Olaylar			
Tarih	İş Günü	Tarih	İş Günü	Tarih	İş Günü
31.12.2016	8	15.07.2016	130	29.01.2009	6
19.12.2016	1	24.08.2015	1	17.03.2008	18
20.08.2016	10	16.06.2014	1	27.04.2007	21
06.09.2015	1	26.12.2013	3	05.11.1998	1
20.07.2015	70	17.12.2013	96	28.02.1997	13
19.10.2011	69	22.03.2013	1	04.02.1997	1
17.05.2006	112	12.01.2010	2	17.04.1993	6
20.11.2003	1		Ekonomik İklim		
15.11.2003	1		Tarih	19.02.2001	26.01.1994
24.01.2001	3		İş Günü	42	134
Politik Seçimler		Yerel İstikrarsızlık		Savaş Hareketleri	
Tarih	İş Günü	Tarih	İş Günü	Tarih	İş Günü
07.06.2015	10	28.11.2015	2	24.08.2016	8
10.08.2014	7	06.10.2014	2	24.11.2015	78
12.06.2011	16	13.05.2014	2	11.06.2014	1
29.03.2009	2	28.05.2013	372	23.03.2014	1
21.10.2007	11	23.10.2011	5	22.06.2012	3
18.04.1999	2	18.05.2010	22	31.05.2010	2
24.12.1995	12	18.04.2007	3	04.07.2003	2
20.10.1991	2	19.01.2007	1	20.03.2003	5
		17.08.1999	6	01.03.2003	63
		12.03.1995	5	11.09.2001	29

3.4.2. Olay Kategorilerinin İncelenmesine İlişkin Bulgular

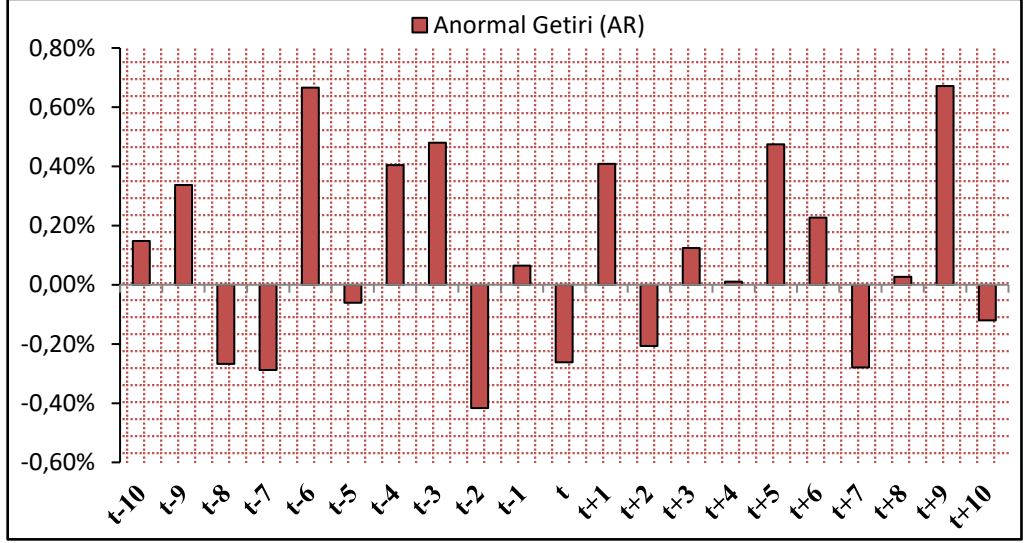
Bu başlık altında, her bir olay kategorisi tek bir olay olarak gruplandırılmış ve tüm olayların olay tarihi, bu tek olayın da gerçekleşme tarihi olarak belirlenmiştir. Yani olaylar toplulaştırılarak analize tabi tutulmuştur. Buna göre (-10, +10) olay penceresine ait toplam 21 günlük anormal getiriler (AR) ve farklı olay aralıklarına ait kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) ile t testi sonuçları aşağıda sunulmuştur.

3.4.2.1. Terörizm Kategorisine Ait Bulgular

Tablo 3.14. Terörizm Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler

Gün	AR	t-İstatistiği
t-10	0,0015	0,3320
t-9	0,0034	0,7866
t-8	-0,0027	-0,5994
t-7	-0,0029	-0,6476
t-6	0,0067	1,4821
t-5	-0,0006	-0,1338
t-4	0,0040	0,9373
t-3	0,0048	1,0995
t-2	-0,0042	-1,0029
t-1	0,0006	0,1539
t	-0,0026	-0,6471
t+1	0,0041	1,0364
t+2	-0,0021	-0,5289
t+3	0,0012	0,3252
t+4	0,0001	0,0280
t+5	0,0047	1,1727
t+6	0,0023	0,5576
t+7	-0,0028	-0,8603
t+8	0,0003	0,0871
t+9	0,0067	1,9575
t+10	-0,0012	-0,3490

Tablo 3.14’te sunulan değerlere göre, terörizm ile ilişkili olaylar etrafındaki günlerin hiçbirinde istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri ortaya çıkmamıştır. Olay günü istatistiki anlamlılık bulunmamakla birlikte, %-0,26 oranında negatif AR değerinin bulunması, hisse senedi getirilerinin olumsuz etkilendiğini gösterebilir. Olay penceresinde sekiz gün negatif yönlü, diğer günler ise pozitif yönlü AR değerleri, olay etrafındaki günlerin çoğunluğunda pozitif değerlerin bulunduğunu göstermektedir.



Grafik 3.7. Terörizm Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler

Grafik 3.7’de görüldüğü gibi, en yüksek pozitif yönlü AR değeri (t-6) ve (t+9) günlerinde, negatif yönlü en yüksek AR değeri ise (t-2) günü ortaya çıktığı görülmektedir. Pozitif yönlü AR değerlerinin yoğunluğu açık bir şekilde görülmektedir.

Tablo 3.15. Terörizm Kategorisine Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Olay Aralığı	CAAR	t test	p-Değeri
(-10, +10)	0,3563	3,0929	0,0057*
(-10, 0)	-0,0047	-0,0396	0,9692
(-5, 0)	0,3969	2,2293	0,0762
(-1, +1)	0,2740	1,1734	0,3614
(-5, +5)	5,7763	4,8521	0,0007*
(0, +3)	0,1820	0,7501	0,5076
(0,+5)	0,3546	1,7452	0,1414
(0, +10)	0,8042	4,0094	0,0025*

*0,01, **0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.15’te verilen CAAR değerleri ve t test sonuçlarına göre, farklı olay aralıkları için hesaplanan CAAR değerleri arasında, (-10, +10), (-5, +5) ve (0, +10) olay aralıklarında %1 düzeyinde anlamlı farklılık olduğu görülmektedir. Bunlar arasında en yüksek CAAR, (-5, +5) aralığında ortaya çıkmıştır. Sadece (-10, 0) aralığında negatif CAAR bulunurken, diğer tüm olay aralıklarında pozitif CAAR değeri gözlenmektedir.

3.4.2.2. Politik İklim Kategorisine Ait Bulgular

Politik iklim kategorisinde, beklenmedik politik olaylar ve politik seçimlerin olay penceresine ait AR ve farklı olay aralıkları için hesaplanan CAAR değerleri aşağıda sunulmuştur.

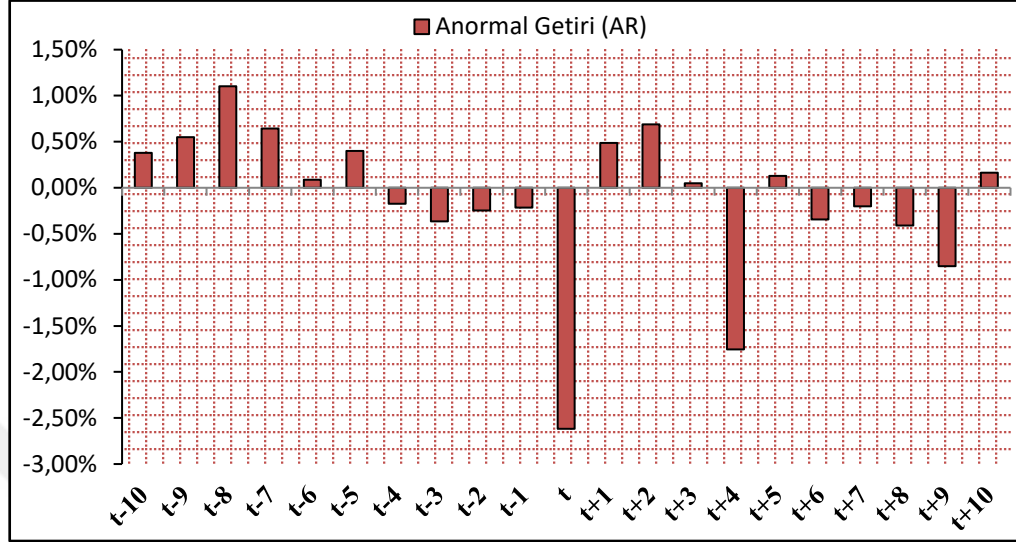
3.4.2.2.1. Beklenmedik Politik Olaylara Ait Bulgular

Tablo 3.16. Beklenmedik Politik Olaylara Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler

Gün	AR	t-İstatistiği
t-10	0,0038	0,8319
t-9	0,0055	1,1647
t-8	0,0110	2,3385
t-7	0,0064	1,3870
t-6	0,0009	0,2102
t-5	0,0040	1,0449
t-4	-0,0017	-0,4789
t-3	-0,0036	-0,8349
t-2	-0,0025	-0,5640
t-1	-0,0021	-0,4273
t	-0,0262	-5,3368
t+1	0,0049	1,0203
t+2	0,0069	1,4186
t+3	0,0005	0,0930
t+4	-0,0176	-3,3620
t+5	0,0013	0,2545
t+6	-0,0034	-0,6984
t+7	-0,0020	-0,4054
t+8	-0,0041	-0,7973
t+9	-0,0085	-1,6862
t+10	0,0017	0,3217

Tablo 3.16'ya göre, beklenmedik politik olaylar için olay penceresi içerisinde (t-8), (t) ve (t+4). günlerde anlamlı farklılığa sahip anormal getiri değerleri görülmektedir. Olay öncesi (t-8). gün pozitif yönlü, diğer iki gün ise negatif yönlü AR değeri mevcuttur. Olay günü %-2,62 oranında, beklenenden negatif yönde ve istatistiki anlamlılığa sahip AR olması, beklenmedik politik olayların piyasa açısından olumsuz olduğu ve piyasanın bu gruptaki olaylara olumsuz tepki verdiğini göstermektedir. Olay

öncesi dördüncü günden olay günü dâhil olmak üzere, olay sonrası dördüncü günden son güne kadar negatif anormal getiri gözlenmektedir. Diğer günler ise pozitif AR değerleri görülmektedir.



Grafik 3.8. Beklenmedik Politik Olaylara Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler

Grafik 3.8’de gösterilen AR değerlerine göre, hisse senedi getirileri üzerinde negatif yönlü anormal getiri, en yüksek olay günü olmak üzere (t) ve (t+4). gün ortaya çıkmış. Pozitif yönlü anormal getiri ise en yüksek (t-8). gün ortaya çıktığı görülmektedir.

Tablo 3.17. Beklenmedik Politik Olaylara Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Olay Aralığı	CAAR	t test	p-Değeri
(-10, +10)	1,7588	9,0420	0,0000*
(-10, 0)	2,3312	8,9059	0,0000*
(-5, 0)	0,2324	0,5777	0,5885
(-1, +1)	-1,8054	-1,7912	0,2151
(-5, +5)	-1,8039	-0,6245	0,5463
(0, +3)	-2,2085	-2,2624	0,1087
(0,+5)	-1,9726	-3,0866	0,0273**
(0, +10)	-1,5605	-4,2867	0,0016*

*0,01, **0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.17’de verilen CAAR değerleri ve t test sonuçlarına göre, farklı olay aralıklarından (-10, +10), (-10, 0), (0,+5) ve (0, +10) olay aralıklarında istatistiki anlamlılık bulunmaktadır. (0,+5) aralığında %5 düzeyinde, diğer aralıklarda ise %1 düzeyinde anlamlılık mevcuttur. Özellikle olaydan sonraki günleri kapsayan olay aralıklarında negatif CAAR değerleri dikkati çekmektedir. Olay öncesi on günü kapsayan (-10, 0) aralığında en yüksek CAAR değeri bulunurken, tüm aralıklarda negatif değerlerin yoğun olduğu görülmektedir.

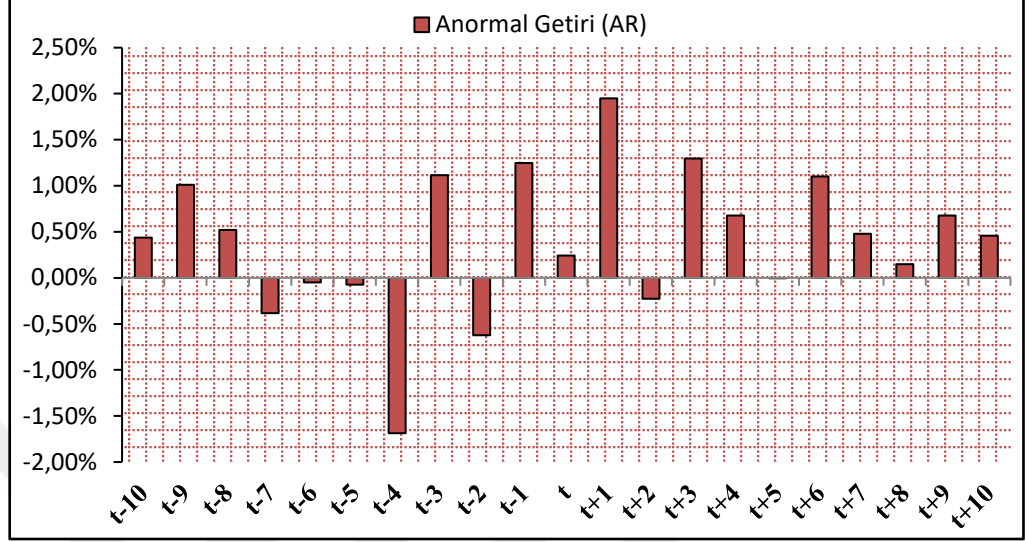
3.4.2.2.2. Politik Seçimlere Ait Bulgular

Tablo 3.18. Politik Seçimlere Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler

Gün	AR	t-İstatistiği
t-10	0,0044	0,6200
t-9	0,0101	1,4293
t-8	0,0052	0,7367
t-7	-0,0038	-0,5435
t-6	-0,0005	-0,0692
t-5	-0,0007	-0,1036
t-4	-0,0169	-2,3749
t-3	0,0112	1,5727
t-2	-0,0062	-0,8773
t-1	0,0125	1,7566
t	0,0024	0,3412
t+1	0,0195	2,7540
t+2	-0,0023	-0,3178
t+3	0,0130	1,8269
t+4	0,0068	0,9535
t+5	0,0000	-0,0052
t+6	0,0110	1,5543
t+7	0,0048	0,6744
t+8	0,0015	0,2104
t+9	0,0068	0,9511
t+10	0,0046	0,6408

Tablo 3.18’de seçimlere ilişkin verilen AR ve t istatistik değerlerine göre, olay günü %0,24 anormal getiri değeri görülmekte ancak istatistiksel olarak anlamlı düzeyde farklılık bulunmamaktadır. Olaydan sonraki birinci gün beklenenden pozitif yönde ve anlamlı düzeyde anormal getiri ortaya çıktığı görülmektedir. Olay öncesi (t-4). gün

beklenenden negatif yönde ve yine anlamlı düzeyde farklılık görülmektedir. Seçim tarihleri etrafında çoğunlukla pozitif AR değerlerinin ortaya çıktığı, negatif AR değerlerinin ise nispeten daha az olduğu ifade edilebilir.



Grafik 3.9. Politik Seçimlere Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler

Grafik 3.9'a göre, politik seçimler için olay penceresinde en yüksek pozitif AR değeri, (t+1). gün, en yüksek negatif AR değeri ise (t-4). gün ortaya çıktığı gözlenmektedir. Negatif AR değerlerinin pozitif değerlere göre daha düşük oranlarda olduğu belirtilebilir.

Tablo 3.19. Politik Seçimlere Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Olay Aralığı	CAAR	t test	p-Değeri
(-10, +10)	1,6967	8,9465	0,0000*
(-10, 0)	1,2702	6,9572	0,0000*
(-5, 0)	-0,4365	-1,1395	0,3061
(-1, +1)	2,1694	5,1836	0,0353**
(-5, +5)	8,4161	1,6276	0,1347
(0, +3)	1,6675	3,7821	0,0324**
(0,+5)	1,9351	5,9162	0,0020*
(0, +10)	2,3726	10,3459	0,0000*

*0,01, **0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.19’da verilen CAAR ve t test sonuçlarına göre, hesaplanan olay aralıkları içerisinde sadece (-5, 0) ile (-5, +5) olay aralığında istatistiksel anlamlılık bulunmazken, diğer tüm aralıklarda anlamlı farklılıklar olduğu görülmektedir. Bunlar içerisinde (-1, +1) ve (0, +3) aralıklarında %5 düzeyinde, diğerlerinde ise %1 düzeyinde istatistiki anlamlılık mevcuttur. Sadece (-5, 0) olay aralığında negatif CAAR değeri bulunurken, diğerlerinde pozitif CAAR değeri gözlenmektedir. En yüksek CAAR değeri (-5, +5) olay aralığında olduğu görülmektedir.

3.4.2.3. Ekonomik İklim Kategorisine Ait Bulgular

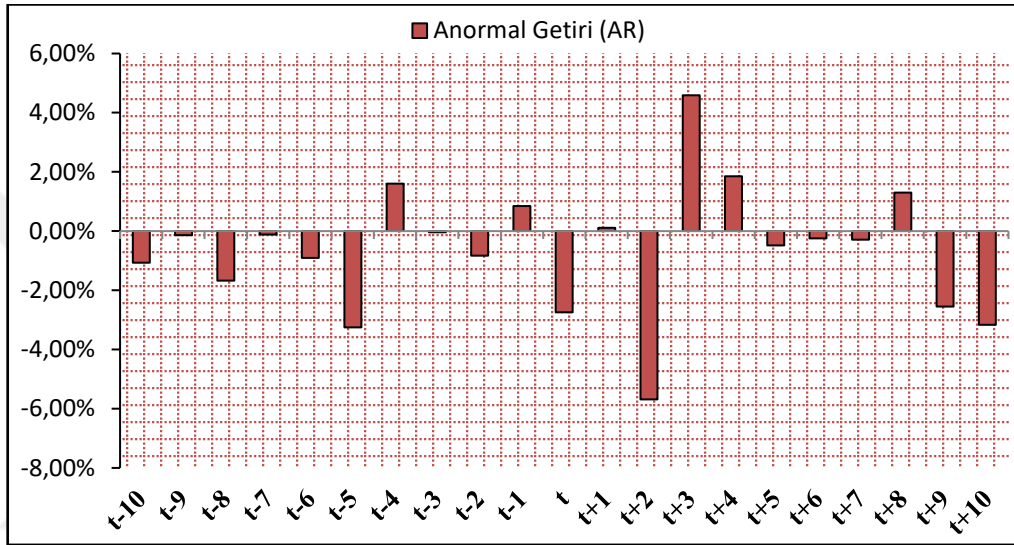
Ekonomik iklim ile ilişkili olarak belirlenen 5 olaya ait toplamda 21 günlük anormal getiriler (AR) ve farklı olay aralıklarına ait kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) aşağıda sunulmuştur.

Tablo 3.20. Ekonomik İklim Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler

Gün	AR	t-İstatistiği
t-10	-0,0107	-0,6607
t-9	-0,0014	-0,0850
t-8	-0,0168	-1,0235
t-7	-0,0012	-0,0726
t-6	-0,0090	-0,5802
t-5	-0,0325	-2,3479
t-4	0,0161	1,1642
t-3	-0,0004	-0,0286
t-2	-0,0082	-0,6018
t-1	0,0084	0,7143
t	-0,0275	-2,5215
t+1	0,0011	0,1057
t+2	-0,0568	-5,7904
t+3	0,0459	4,3220
t+4	0,0185	1,7567
t+5	-0,0048	-0,4551
t+6	-0,0024	-0,1933
t+7	-0,0029	-0,2234
t+8	0,0131	1,0185
t+9	-0,0255	-2,0410
t+10	-0,0317	-2,7163

Tablo 3.20’de görüldüğü gibi, olay günü istatistiki anlamlılığa sahip ve beklenenden negatif yönde %-2,75 oranında anormal getiri ortaya çıkmıştır. Yine istatistiki anlamlılığa sahip (t-5), (t+2), (t+3) ve (t+10). günlerde de anormal getiriler bulunmaktadır. Bunlardan sadece (t+3). gün pozitif, diğerleri negatif değere sahiptir.

Olay penceresi içerisindeki günlerde negatif AR değerleri yoğun olarak gözlenmektedir. Bu da piyasanın, ekonomik iklim ile ilişkili olaylardan olumsuz bir şekilde etkilendiğini ve olumsuz tepki verdiğini göstermektedir.



Grafik 3.10. Ekonomik İklim Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler

Grafik 3.10’a göre, negatif anormal getiri değerleri arasında en yüksek oran (t+2). gün, pozitif değerler arasında ise (t+3). gün ortaya çıktığı görülmektedir.

Tablo 3.21. Ekonomik İklim Kategorisine Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Olay Aralığı	CAAR	t test	p-Değeri
(-10, +10)	-1,1752	-11,5986	0,0000*
(-10, 0)	-1,1111	-9,3259	0,0000*
(-5, 0)	-0,7538	-1,8992	0,1160
(-1, +1)	-0,1508	-0,2677	0,8140
(-5, +5)	-9,3785	-3,1577	0,0102**
(0, +3)	-2,3133	-3,7708	0,0326**
(0,+5)	-1,7361	-3,2580	0,0225**
(0, +10)	-1,3151	-3,9770	0,0026*

*0,01, **0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.21'e göre, farklı olay aralıklarından (-5,0) ve (-1,+1) aralıkları hariç olmak üzere diğer tüm aralıklarda istatistiksel anlamlılığın bulunduğu görülmektedir. Ayrıca tüm aralıklarda negatif CAAR değerleri bulunmakta ve en yüksek CAAR değeri (-5, +5) olay aralığında ortaya çıkmıştır.

Farklı olay aralıklarının çoğunluğunda istatistiksel anlamlılığın bulunması, hisse senedi fiyatlarının ekonomik olaylara tepki verdiklerini, tüm olay aralıklarda negatif CAAR değerlerinin olması verilen tepkinin olumsuz yönde olduğu şeklinde yorumlanabilir.

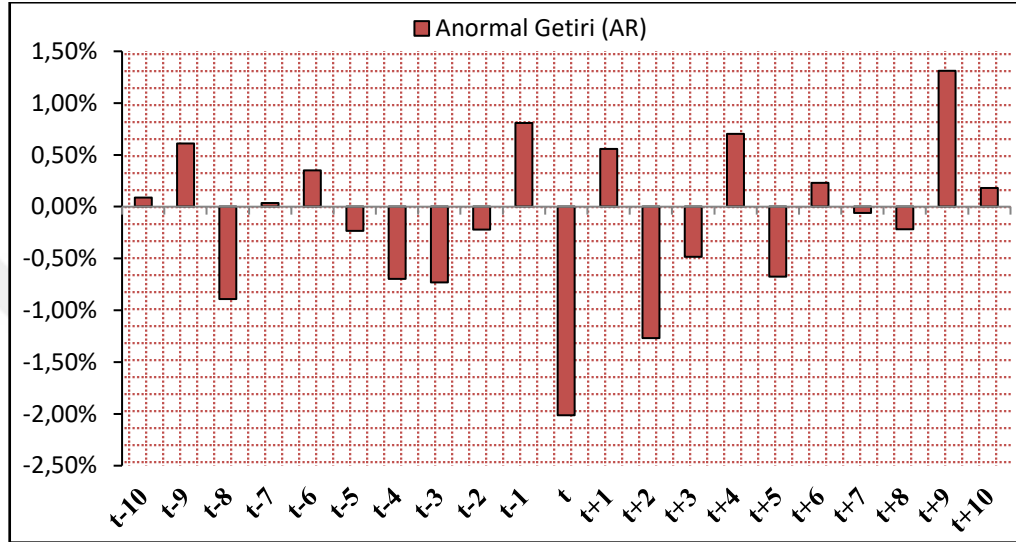
3.4.2.4. Yerel İstikrarsızlık Kategorisine Ait Bulgular

Yerel istikrarsızlık ile ilişkili olarak belirlenen 14 olaya ait toplamda 21 günlük anormal getiriler (AR) ve farklı olay aralıklarına ait kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) aşağıda sunulmuştur.

Tablo 3.222. Yerel İstikrarsızlık Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler

Gün	AR	t-İstatistiği
t-10	0,0009	0,1531
t-9	0,0061	1,0423
t-8	-0,0089	-1,5305
t-7	0,0004	0,0640
t-6	0,0035	0,6641
t-5	-0,0023	-0,4661
t-4	-0,0070	-1,4493
t-3	-0,0073	-1,5029
t-2	-0,0022	-0,4659
t-1	0,0081	1,7043
t	-0,0201	-4,1914
t+1	0,0056	1,1637
t+2	-0,0127	-2,5954
t+3	-0,0048	-0,9128
t+4	0,0070	1,3336
t+5	-0,0067	-1,3846
t+6	0,0023	0,4709
t+7	-0,0006	-0,1252
t+8	-0,0022	-0,4435
t+9	0,0131	2,7464
t+10	0,0018	0,3484

Tablo 3.22'ye göre, olay penceresi içerisinde olay günü, olaydan sonraki ikinci ve dokuzuncu günlerde istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri ortaya çıkmıştır. Olay günü ve olay sonrası ikinci gün negatif AR, dokuzuncu gün ise pozitif AR değeri görülmektedir. Hisse senedi getirilerinin yerel istikrarsızlık kategorisinde en fazla (t) gününde etkilendiği görülmektedir. Olayların gerçekleştiği gün olan bu tarihte, söz konusu olaylar piyasayı, diğer günlere göre daha fazla etkilemiştir.



Grafik 3.11. Yerel İstikrarsızlık Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler

Grafik 3.11'den anlaşıldığına göre, yerel istikrarsızlık kategorisinde en fazla negatif etki (t) günü, en fazla pozitif etki ise (t+9) günü ortaya çıkmıştır. Olay penceresinde negatif anormal getiriye sahip günlerin, pozitif anormal getiriye sahip günlerden daha fazla olduğu görülmektedir.

Tablo 3.23. Yerel İstikrarsızlık Kategorisine Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Olay Aralığı	CAAR	t test	p-Değeri
(-10, +10)	0,3101	2,5699	0,0183**
(-10, 0)	0,6045	3,8471	0,0032*
(-5, 0)	-0,6840	-2,7093	0,0423**
(-1, +1)	0,4859	0,4761	0,6810
(-5, +5)	-9,4406	-5,3605	0,0003*
(0, +3)	-2,3544	-5,2293	0,0136**
(0,+5)	-2,0264	-5,7140	0,0023*
(0, +10)	-1,3942	-4,5338	0,0011*

*0,01, **0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.23'te yer alan bilgilere göre, farklı olay aralıkları içerisinde (-1, +1) aralığı hariç olmak üzere hesaplanan tüm aralıklar için istatistiki anlamlılığın mevcut olduğu görülmektedir. En yüksek CAAR değeri (-5 ,+5) olay aralığında bulunurken, negatif CAAR değerlerinin yoğunlukta olduğu görülmektedir.

İstatistiki anlamlılığın neredeyse tüm olay aralıklarında bulunması piyasanın yerel istikrarsızlık ile ilişkili olaylara tepki verdiğini ve yine negatif CAAR değerinin yoğun olarak bulunması bu tepkinin olumsuz bir tepki olduğunu göstermektedir.

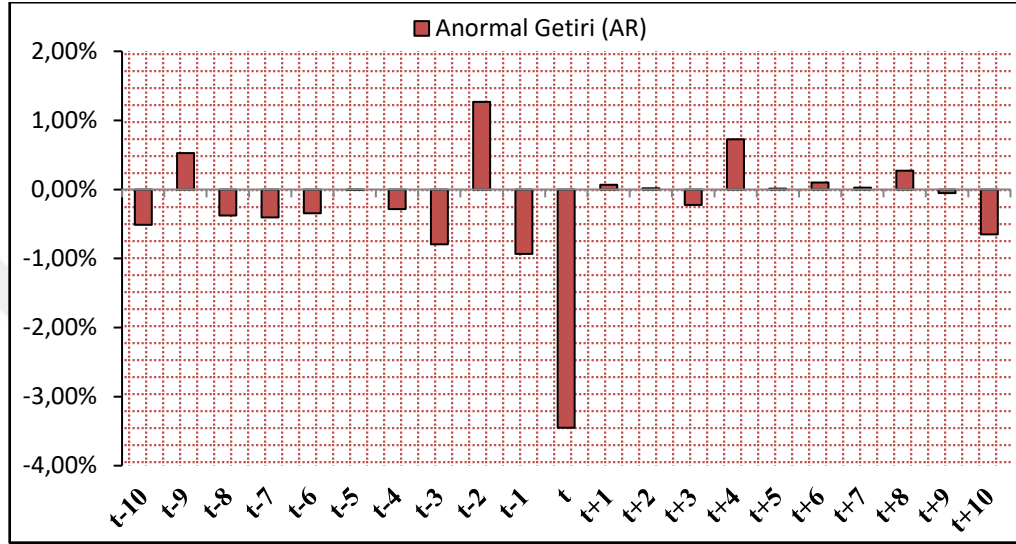
3.4.2.5. Savaş Hareketleri Kategorisine Ait Bulgular

Savaş hareketleri ile ilişkili olarak belirlenen 12 olaya ait toplamda 21 günlük anormal getiriler (AR) ve farklı olay aralıklarına ait kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) aşağıda sunulmuştur.

Tablo 3.24. Savaş Hareketleri Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler

Gün	AR	t-İstatistiği
t-10	-0,0051	-1,1015
t-9	0,0053	1,1840
t-8	-0,0038	-0,8424
t-7	-0,0041	-0,8602
t-6	-0,0034	-0,7316
t-5	-0,0001	-0,0157
t-4	-0,0029	-0,5998
t-3	-0,0080	-1,6430
t-2	0,0127	2,4110
t-1	-0,0093	-1,6697
t	-0,0345	-6,3879
t+1	0,0007	0,1241
t+2	0,0002	0,0340
t+3	-0,0022	-0,4125
t+4	0,0073	1,3350
t+5	0,0001	0,0225
t+6	0,0010	0,1875
t+7	0,0003	0,0471
t+8	0,0027	0,4839
t+9	-0,0005	-0,0890
t+10	-0,0065	-1,0081

Tablo 3.24'te sunulan bulgulara göre, savaş hareketleri kategorisinde olay günü % -3,45 oranında ve istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri ortaya çıkmıştır. Benzer şekilde olaydan önceki ikinci günde, beklenenden pozitif yönde ve anlamlı farklılığa sahip anormal getiri gözlenmektedir. Ayrıca olay öncesi günlerde negatif AR değerlerinin, olay sonrası günlerde ise pozitif AR değerlerinin yoğunluğu dikkati çekmektedir.



Grafik 3.12. Savaş Hareketleri Kategorisine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler

Grafik 3.12'ye göre, olay günü piyasada en yüksek etki ortaya çıkmış, bunu olay öncesi ikinci gündeki etki takip etmektedir. Diğer günlerde ortaya çıkan AR değerlerinin etkisinin, nispeten sınırlı kaldığı ifade edilebilir.

Tablo 3.25. Savaş Hareketleri Kategorisine Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Olay Aralığı	CAAR	t test	p-Değeri
(-10, +10)	-1,1143	-6,1716	0,0000*
(-10, 0)	-0,5455	-2,5190	0,0304**
(-5, 0)	-0,6249	-1,2942	0,2521
(-1, +1)	-3,4125	-3,2480	0,0831
(-5, +5)	-14,6214	-3,7069	0,0041*
(0, +3)	-3,6621	-6,2299	0,0083*
(0, +5)	-3,0444	-5,6397	0,0024*
(0, +10)	-2,2639	-5,7784	0,0002*

*0,01, **0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.25'te verilen savaş hareketleri ile ilgili bulgulara göre, farklı olay aralıklarından (-5, 0) ve (-1, +1) aralıkları hariç diğer tüm aralıklarda istatistiki anlamlılık bulunmaktadır. En yüksek CAAR değerinin (-5, +5) olay aralığında ortaya çıktığı görülmektedir. Tüm olay aralıkları için negatif CAAR değerlerinin bulunması dikkati çekmektedir.

3.4.3. Olay Kategorilerinin Karşılaştırılmasına İlişkin Bulgular

Olay kategorilerinin birbirleri ile karşılaştırılması sonucu elde edilen bulgular aşağıda sunulmuştur.

Tablo 3.26. Olay Kategorilerine Ait Olay Penceresinde Anormal Getiriler

Gün	Anormal Getiriler (AR)					
	Terörizm	Politik İklim		Ekonomik İklim	Yerel İstikrarsızlık	Savaş Hareketleri
		Beklen. Pol. Olay	Politik Seçimler			
t-10	0,0015	0,0038	0,0044	-0,0107	0,0009	-0,0051
t-9	0,0034	0,0055	0,0101	-0,0014	0,0061	0,0053
t-8	-0,0027	0,0110	0,0052	-0,0168	-0,0089	-0,0038
t-7	-0,0029	0,0064	-0,0038	-0,0012	0,0004	-0,0041
t-6	0,0067	0,0009	-0,0005	-0,0090	0,0035	-0,0034
t-5	-0,0006	0,0040	-0,0007	-0,0325	-0,0023	-0,0001
t-4	0,0040	-0,0017	-0,0169	0,0161	-0,0070	-0,0029
t-3	0,0048	-0,0036	0,0112	-0,0004	-0,0073	-0,0080
t-2	-0,0042	-0,0025	-0,0062	-0,0082	-0,0022	0,0127
t-1	0,0006	-0,0021	0,0125	0,0084	0,0081	-0,0093
t	-0,0026	-0,0262	0,0024	-0,0275	-0,0201	-0,0345
t+1	0,0041	0,0049	0,0195	0,0011	0,0056	0,0007
t+2	-0,0021	0,0069	-0,0023	-0,0568	-0,0127	0,0002
t+3	0,0012	0,0005	0,0130	0,0459	-0,0048	-0,0022
t+4	0,0001	-0,0176	0,0068	0,0185	0,0070	0,0073
t+5	0,0047	0,0013	0,0000	-0,0048	-0,0067	0,0001
t+6	0,0023	-0,0034	0,0110	-0,0024	0,0023	0,0010
t+7	-0,0028	-0,0020	0,0048	-0,0029	-0,0006	0,0003
t+8	0,0003	-0,0041	0,0015	0,0131	-0,0022	0,0027
t+9	0,0067	-0,0085	0,0068	-0,0255	0,0131	-0,0005
t+10	-0,0012	0,0017	0,0046	-0,0317	0,0018	-0,0065

Tablo 3.26 incelendiğinde, olay günü itibariyle sadece terörizm ve politik seçimler kategorisinde istatistiki anlamlılık bulunmazken, diğer tüm kategorilerde anlamlı farklılığın mevcut olduğu görülmektedir.

Olay günü, savaş hareketleri kategorisi %3,45 ile piyasayı en fazla etkileyen anormal getiri değerine sahipken, ikinci sırada %2,75 AR değeri ile ekonomik iklim kategorisi, daha sonra ise %2,62 AR değeri ile beklenmedik politik olaylar takip etmektedir. Yine olay günü için politik seçimler dışındaki diğer tüm kategorilerde negatif AR değeri görülmektedir.

Negatif AR değerleri taşıyan günler açısından, olay penceresi içinde en fazla ekonomik iklim kategorisinde negatif değerlerin yoğunlukta olduğu, en az ise terörizm kategorisinde olduğu görülmektedir.

Tablo 3.27. Olay Kategorilerine Ait Farklı Olay Aralıklarında Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Olay Aralığı	Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (CAAR)					
	Terörizm	Politik İklim		Ekonomik İklim	Yerel İstikrarsızlık	Savaş Hareketleri
		Beklen. Pol. Olay	Politik Seçimler			
(-10, +10)	0,3563*	1,7588*	1,6967*	-1,1752*	0,3101**	-1,1143*
(-10, 0)	-0,0047	2,3312*	1,2702*	-1,1111*	0,6045*	-0,5455**
(-5, 0)	0,3969	0,2324	-0,4365	-0,7538	-0,6840**	-0,6249
(-1, +1)	0,2740	-1,8054	2,1694**	-0,1508	0,4859	-3,4125
(-5, +5)	5,7763*	-1,8039	8,4161	-9,3785**	-9,4406*	-14,6214*
(0, +3)	0,1820	-2,2085	1,6675**	-2,3133**	-2,3544**	-3,6621*
(0,+5)	0,3546	-1,9726**	1,9351*	-1,7361**	-2,0264*	-3,0444*
(0, +10)	0,8042*	-1,5605*	2,3726*	-1,3151*	-1,3942*	-2,2639*
*0,01, **0,05 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.						

Tablo 3.27’de her kategori için hesaplanan farklı olay aralıklarına ait CAAR değerleri sunulmuştur. Buna göre tüm kategoriler arasında en yüksek CAAR değeri savaş hareketleri kategorisinde (-5, +5) aralığında, daha sonra yerel istikrarsızlık ve ekonomik iklim kategorilerinde ortaya çıkmıştır. Bu durum piyasanın, savaş hareketleri

ile ilişkili olaylara, diğer olay gruplarına göre daha fazla tepki verdiği şeklinde ifade edilebilir.

Ekonomik iklim ve savaş hareketlerindeki tüm olay aralıklarının tamamında negatif CAAR değerleri gözlenirken, terörizm ve politik seçimler kategorilerinde neredeyse tamamı pozitif CAAR değerlerini bulundurmaktadır.



SONUÇ

Hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar, fiyatları etkileyebilecek döviz kuru, enflasyon oranı, merkez bankası kararları, işsizlik ve istihdam verileri gibi temel ekonomik verileri takip etmektedirler. Bunların dışında hükümet krizleri, devletlerarası anlaşmazlıklar, askeri müdahaleler, terör olayları, doğal afetler, ülke içindeki etnik ve dini grup hareketleri gibi olayları da takip etmeleri son derece önemlidir. Çünkü hisse senetleri ile yakından ilgili olsun veya olmasın fiyatlar, meydana gelen bilgi ve olayların etkisini yansıtmaktadır. Dolayısıyla hisse senedi yatırımcıları ülkenin içinde bulunduğu politik riski de satın almak durumunda kalmaktadırlar. Bu gibi olayların yoğun yaşandığı ve belirsizliğin yüksek olduğu piyasalar, riskli piyasalar olarak değerlendirilmektedir. Dahası bu piyasalarda etkinlik düzeyine göre anormal getiri hareketleri görülmektedir.

Bu çalışmada Türkiye’de meydana gelen ve hisse senedi fiyatlarında değişime yol açan ekonomik, politik ve toplumsal temelli beklenmedik olaylar ile siyasi seçimlerin, hisse senedi fiyatları üzerinde anormal getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığı ve fiyatlar üzerinde hangi tür olayların daha çok etkiye sahip olduğu araştırılmıştır. Ayrıca yarı kuvvetli formda etkin olan bir piyasada, ortaya çıkan bilgi ve olaylardan anormal bir getiri elde edilememesi gerektiğinden BIST’in yarı kuvvetli formda etkin olup olmadığı da test edilmiştir. İncelenen olaylar hisse senedi fiyatlarını etkileyebileceğini düşündüğümüz ve Türkiye gündeminde önemli yer tutan terör saldırıları, siyasi krizler, askeri müdahaleler, komşu ülkelerle olan sorunlar gibi beklenmedik olaylardan oluşmaktadır. Ayrıca hükümet değişimlerine yol açan ve politik riskin önemli göstergelerinden olan politik seçimler de çalışmaya dâhil edilmiştir. 1990-2016 dönemini kapsayan çalışmada, öncelikle ülke gündeminde önemli yer edinen ve hisse senedi fiyatlarında değişime yol açabilecek 78 adet beklenmedik olay ile 17 adet politik seçim olmak üzere toplamda 95 adet olay belirlenmiştir. Belirlenen bu olaylar “Politik Risk Kaynakları” başlığı altında sıralanan alt başlıklara göre kategorize edilmiştir. Bu olaylardan; 23’ü Terörizm kategorisinde, 41’i Politik İklim kategorisinde, 5’i Ekonomik İklim kategorisinde, 14’ü Yerel İstikrarsızlık kategorisinde ve 12’si Savaş Hareketleri kategorisinde olmak üzere beş başlık altında analize tabi tutulmuştur. Söz konusu olaylar yazılı ve görsel medya ile internet ortamlarından derlenmiştir.

Çalışmada hisse senedi fiyatlarında beklenmedik olayların ve politik seçimlerin anormal getiri ortaya çıkarıp çıkarmadığı olay çalışması yöntemi ile araştırılmıştır. Bu amaçla araştırma konusu seçilen olayların gerçekleşme tarihi olay günü, olay tarihinden 10 iş günü öncesi ve 10 iş günü sonrası ise olay penceresi olarak belirlenmiştir. Olay penceresi içerisindeki tüm günler için anormal getiriler hesaplanmıştır. Daha sonra her bir olay tek tek kendi grubu içerisinde değerlendirilmiş, sonrasında ise her olay kategorisi tek bir olay gibi değerlendirilerek gerekli analizler yapılmıştır. Böylece olay penceresi içerisinde anormal getiri ortaya çıkıp çıkmadığı belirlenmiştir.

Çalışmada her bir olayın ayrı ayrı incelenmesiyle elde edilen bulgular şu şekilde özetlenebilir:

Terörizm ile ilişkili olaylarda elde edilen bulgulara göre, olay günü için en yüksek negatif etkiyi ortaya koyan %-7,9 AR oranıyla 20.11.2003 tarihli olay, İstanbul Levent'teki HSBC Bankası Genel Müdürlüğü ve Beyoğlu'ndaki İngiliz Başkonsolosluğu'na iki kamyonet ile intihar saldırısının düzenlendiği tarihteki olaydır. Saldırıların sonucu İngiliz Başkonsolosunun da aralarında bulunduğu 33 kişi yaşamını yitirmiştir. Yabancı bir ülkenin Başkonsolosunun yaşamını yitirmesi ve aynı ülkenin uluslararası boyuttaki bankasına yapılan bu saldırı, terörizm ile ilişkili olaylar arasında, Borsa İstanbul'da hisse senedi getirilerini en fazla etkileyen ve istatistiki anlamlılığa sahip tek olay olmuştur. İkinci en yüksek negatif etki ise, olay günü %-3,5 AR değeriyle 19.10.2011 tarihinde Hakkâri'de askeri birliklere PKK tarafından düzenlenen saldırı sonucu ortaya çıkmıştır. En yüksek negatif etkiye sahip üçüncü olay ise 15.11.2003 tarihli ve %-3,1 AR değeri ortaya çıkaran olaydır. Bu olay İstanbul Şişhane'deki Kuledibi Neve Şalom Sinagogu ile Şişli'deki Beth İsrail Sinagogu önünde iki dakika ara ile intihar saldırısının düzenlendiği olaydır. Hisse senedi getirileri üzerinde en yüksek pozitif etkiye sahip birinci olay %3,9 AR değeri ile 16.01.1999 tarihinde meydana gelmiştir. Bu tarih PKK terör örgütü lideri Abdullah Öcalan'ın, Kenya'da yakalanıp Türkiye'ye getirildiği tarihtir. Pozitif anormal getirinin olması piyasanın söz konusu olayı olumlu bir şekilde karşıladığını göstermektedir. Pozitif AR değeri ortaya çıkaran bir diğer olay ise %2,2 oranı ile 21.02.2008 tarihinde meydana gelmiştir. Bu tarihte TSK tarafından, Irak'ın kuzeyindeki PKK hedeflerine yönelik "Güneş Harekâtı" adı verilen sınır ötesi harekât başlatıldı. Terörizm ile ilişkili olayların farklı olay aralıkları için hesaplanan CAAR değerlerine bakıldığında, tüm olayların hemen hemen hepsinde,

farklı olay aralıklarında olmak üzere istatistiki anlamlılık bulunduğu gözlenmektedir. Terörizm ile ilgili bulgulara göre, piyasada en fazla etki, uluslararası arenada ses getirebilecek terör saldırıları tarafından ortaya çıkarıldığı görülmektedir. Türkiye'nin uzun yıllar maruz kaldığı bölücü terör saldırıları Borsa İstanbul tarafından kabul edilmiş ve zaten fiyatlar içerisinde bu riskin mevcut olduğu ifade edilebilir.

Politik iklim kategorisi, beklenmedik politik olaylar ve politik seçimler olarak iki alt başlıkta değerlendirmeye tabi tutulmuştur.

Beklenmedik politik olaylar içerisinde hisse senedi getirilerini en fazla etkileyen olay, 17.04.1993 tarihinde Türkiye Cumhuriyeti'nin 8. Cumhurbaşkanı Turgut Özal'ın vefat ettiği tarih olmuştur. Olay günü istatistiksel olarak anlamlı düzeyde %-11,6 anormal getiri ortaya çıkmıştır. Görevi başındaki Cumhurbaşkanı'nın hayatını kaybetmesi piyasada en yüksek olumsuz etkiyi oluşturmuştur. Mevcut Cumhurbaşkanı'nın hayatını kaybetmesi ve yenisinin kim olacağının belirsizliği, piyasada ortaya çıkan etkiyi artırdığı ifade edilebilir. Cumhurbaşkanı Turgut Özal'ın vefat tarihinde, Mutan ve Topçu (2009) çalışmalarında %-11,02 değerinde anormal getiri ortaya çıktığını belirtmişlerdir. Piyasanın en fazla tepki verdiği ikinci olay ise 04.02.1997 tarihinde ve olay günü beklenenden negatif yönde ve anlamlı %-8,4 anormal getiri ortaya çıkaran olay olmuştur. Bu olay, Ankara Sincan'da sabah saatlerinde zırlı araçların caddelerden yürütüldüğü olaydır. 28 Şubat sürecinin başlangıcı sayılan bu olay, piyasada negatif yönlü anormal getiriler ortaya çıkarmıştır. En fazla etkiye sahip üçüncü olay ise 17.03.2008 tarihli ve %-7,8 anormal getiri ortaya çıkaran, Adalet ve Kalkınma Partisi'ne Yargıtay tarafından kapatma davası açıldığı tarihteki olaydır. Açılan dava ile iktidardaki partinin kapatılması söz konusu olduğundan dolayı, olumsuz bir tepki anlamında negatif AR değeri ortaya çıkmıştır. Hisse senedi getirilerini etkileyen bir sonraki olay ise, %-7,3 oranıyla, Fetullahçı Terör Örgütü (FETÖ) mensubu askerler tarafından 15.07.2016 tarihinde askeri bir darbe girişiminde bulunulduğu tarih oluşturmaktadır. Her ne kadar başarısız bir darbe girişimi olsa da, piyasa bu girişimden oldukça etkilenmiştir. Beklenmedik politik olaylar arasında olay günü istatistiki anlamlılığa sahip ve pozitif değer taşıyan tek olay ise 30.07.2008 tarihindeki olaydır. %5,9 anormal getiri ortaya çıkaran bu olay, Adalet ve Kalkınma Partisine açılan kapatma davasında, Anayasa Mahkemesi'nin kapatılmama kararını açıkladığı tarihteki olaydır. İktidardaki partinin kapatılmaması, piyasa tarafından olumlu karşılanmış ve

pozitif yönde bir etkiye yol açmıştır. Beklenmedik politik olaylar ile ilgili CAAR değerlerine bakıldığında hemen hemen tüm olaylar için istatistiki anlamlılığın mevcut olduğu görülmektedir.

Politik iklim kategorisinde ikinci alt başlık olan politik seçimler değerlendirildiğinde;

Genel seçimler arasında olay günü itibariyle; 01.11.2015 seçimi, 07.06.2015 seçimi, 22.07.2007 seçimi, 03.11.2002 seçimi ve 24.12.1995 seçimi istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri ortaya çıkarmıştır. Genel seçimler arasında piyasada en fazla etkiyi, %-6,9 değeri ile negatif AR ortaya çıkaran 24.12.1995 tarihindeki genel seçim sonucu oluşturmuştur. Mandacı (2003) çalışmasında aynı seçim için bu oranı %-6,8 olarak bulmuştur. Sonuçlar birbirine yakın hatta örtüşmektedir. İkinci en yüksek etki ise, 03.11.2002 tarihli ve %6,0 oranında pozitif AR değeri ortaya çıkaran seçim gelmektedir. Ada ve diğ. (2003) çalışmalarında aynı seçim için ulaştıkları %6,1 anormal getiri oranı ile tarafımızca bulunan değer örtüşmektedir. Üçüncü sırada ise 01.11.2015 tarihli ve %5,2 AR değeri ile piyasayı etkileyen genel seçim gelmektedir. Bir sonraki en yüksek etki ise, %-5,2 AR değeri ile 07.06.2015 tarihli genel seçimler etrafında ortaya çıkmıştır. Bu seçim sonucu hükümet kurulamamış ve kısa bir süre sonra tekrar genel seçim yapılması kararı alınmıştır. Piyasada negatif anormal getiri ortaya çıkması, bu seçim sonucu hiçbir partinin tek başına hükümet kuracak çoğunluğu elde edememesinin fiyatlara yansımaları şeklinde yorumlanabilir. Yerel seçimler ve referandumlar etrafında ise olay günü itibariyle hiçbir seçimde istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri ortaya çıkmamıştır.

Ekonomik iklim kategorisi için elde edilen bulgulara göre, olay günü itibariyle en fazla etkinin %-16,1 AR değeri ile 19.02.2001 tarihinde gerçekleştiği görülmektedir. Bu tarih, Milli Güvenlik Kurulu toplantısında Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasında meydana gelen bir sorunun kamuoyuna duyurulması ile tüm ülkede ciddi bir ekonomik krizin başladığı tarihtir. Bu olay etrafında Mutan ve Topçu (2009), çalışmalarında %-14,9 oranında AR değeri bulmuşlardır. İkinci en yüksek etki ise %-9,0 oranı ile, TCMB tarafından doların hızlı yükselişine karşı bir takım önlemler alındığı ve TL'nin %13,6 oranında devalüe edildiği 26.01.1994 tarihinde gerçekleşmiştir. Bu olay etrafında, olay penceresinde yer alan neredeyse tüm günler için istatistiki anlamlılığın mevcut olduğu

görülmektedir. Olay günü anlamlı farklılık gözlenmemekle birlikte 05.04.1994 tarihinde pozitif yönlü en yüksek etki %7,8 AR değeri ile ortaya çıkmıştır. Bu tarih, hükümetin bir takım ekonomik tedbirleri içeren “Ekonomik Önlemler Paketi’ni” ilan ettiği tarihtir. Aynı olay için Mutan ve Topçu (2009) %7,9 oranında anormal getiri değerine ulaşmışlardır.

Yerel istikrarsızlık ile ilişkili olaylar arasında, olay günü istatistiki anlamlılığa sahip piyasada en yüksek etki %-11,6 AR değeri ile 17.08.1999 tarihinde meydana gelen Marmara depremi sonucu ortaya çıkmıştır. Çok sayıda insan hayatını kaybetmiş ve ciddi bir yıkım meydana gelmiştir. Deprem sonrası Borsa İstanbul yedi iş günü kapalı kalmasına rağmen, endeks önemli derecede kayıp yaşamıştır. İstatistiksel anlamlılığa sahip ikinci en yüksek etki ise %-11,5 oranı ile 28.05.2013 tarihinde ortaya çıkmıştır. Bu tarih İstanbul Taksim Gezi Parkı’na Topçu Kışlası’nın yeniden inşasını engellemeye yönelik olarak başlatılan protestoların başlangıç tarihidir. Yaklaşık iki hafta süren gösteriler sonucu BIST-100 endeksi %20 oranında değer kaybetti. Gösterilerin birçok şehre yayılması ve ülke gündemini oldukça meşgul etmesi fiyatlara çok keskin bir şekilde yansımış ve negatif AR değeri ortaya çıkarmıştır. Piyasada en fazla etki oluşturan üçüncü olay ise, olay günü anlamlı bir farklılık olmamakla birlikte %4,5 anormal getiri değeri ile 02.07.1993 tarihindeki olaydır. Bu olay, Pir Sultan Abdal Şenliklerine katılmak üzere Sivas’a gelen sanatçılardan, kaldıkları otelin yakılması sonucu 33’ü hayatını kaybettiği olaydır.

Savaş hareketleri ile ilişkili olaylardan elde edilen bulgulara göre; olay günü için 24.11.2015, 11.06.2014, 01.03.2003 ve 11.09.2001 tarihli olaylar beklenenden anlamlı seviyede anormal getiri ortaya çıkarmıştır. Piyasada en yüksek etkiye sahip AR değeri %-13,7 oranı ile 01.03.2003 tarihinde meydana gelmiştir. Bu tarih, TSK’nın yabancı ülkelere gönderilmesine, yabancı silahlı kuvvetler unsurlarının 6 ay süreyle Türkiye’de bulunmasına izin verilmesine ilişkin tezkerenin, TBMM’nde reddedildiği tarihtir. Bu karar ile ABD’nin Irak’a girmek için Türkiye’de asker konuşlandırma isteği reddedilmiş oldu. ABD gibi tüm dünya piyasalarında dominant etkisi olan bir ülke ile ters düşmek anlamını taşıyan bu karar piyasalar tarafından olumsuz fiyatlanmış ve bu grup içerisinde en yüksek negatif etkinin ortaya çıkmasını sağlamıştır. İkinci en yüksek etki ise %-9,6 AR değeri ile 11.09.2001 tarihinde, New York’ta bulunan Dünya Ticaret Merkezi İkiz Kulelerine yolcu uçaklarıyla yapılan saldırı sonucu ortaya çıkmıştır. Bu sonuç Chen ve

Siems'in (2004) Dow Jones endeksi üzerinde yaptıkları çalışmalarında ulaştıkları %-7,1 oranında anormal getiri değeri ile paralellik göstermektedir. Üçüncü en yüksek etki ise %-4,7 oranı ile 24.11.2015 tarihinde ortaya çıkmıştır. Bu tarih ise bir Rus savaş uçağının Türk Hava sahasını ihlal etmesi nedeniyle Türk Hava Kuvvetleri tarafından düşürüldüğü tarihtir. Türkiye ve Rusya arasındaki olumlu politik ilişkilerin kesilmesine ve bazı yaptırımlar uygulanmasına yol açan bu olay, piyasa tarafından olumsuz olarak değerlendirilmiş ve negatif bir etki ile fiyatlara yansımıştır.

Her bir olay için AR değerlerinin incelenmesinin yanısıra CAAR hesaplamalarından elde edilen bulgular da incelendiğinde, her bir olay için ayrı ayrı sunulan AR değerleri ile benzer ve hatta istatistiksel olarak bu sonuçlardan daha fazla anlamlılık taşıyan CAAR değerlerine ulaşılmıştır.

Endeksin iş günü bazında geri kazanma süresi değerlendirildiğinde, toparlanmanın en uzun sürdüğü olay, 372 iş günü ile 28.05.2013 tarihindeki Gezi Parkı olayları olmuştur. İkinci sırada ise 134 iş günü ile 26.01.1994 tarihinde TL'nin devalüe edilmesi olayı yer almaktadır. Üçüncü sırada ise, 15.07.2016 tarihinde başarısız darbe girişimi olayında 130 iş günü sonra toparlanma gerçekleşmiştir.

Çalışmada olay kategorilerinin incelenmesiyle elde edilen bulgular şu şekilde özetlenebilir:

Terörizm kategorisinde, olay penceresi içindeki günlerin hiçbirinde istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri ortaya çıkmamıştır. CAAR değerlerine bakıldığında, (-10, +10), (-5, +5) ve (0, +10) olay aralıklarında %1 düzeyinde anlamlı farklılık olduğu görülmektedir. Piyasanın etkinliği açısından anormal getirilerin varlığı piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olmadığını göstermektedir. Bu durumda olay günü etrafında kümülatif ortalama anormal getiri elde edilebilir ve piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir şeklinde belirtilen H_{1te} hipotezi kabul edilmiştir.

Beklenmedik politik olaylar etrafında olay günü anlamlı farklılığa sahip %-2,62 AR ortaya çıkmıştır. Ayrıca (t-8) ve (t+4). günlerde anlamlı farklılığa sahip anormal getiri değerleri görülmektedir. Farklı olay aralıkları için hesaplanan CAAR değerlerinde ise, (-10, +10), (-10, 0), (0,+5) ve (0, +10) olay aralıklarında istatistiki anlamlılık bulunmaktadır. (0,+5) aralığında %5 düzeyinde, diğer aralıklarda ise %1 düzeyinde anlamlılık mevcuttur. Politik seçimler etrafında ise olay günü %0,24 anormal getiri

değeri görülmekte ancak istatistiksel olarak anlamlı düzeyde farklılık bulunmamaktadır. Olaydan sonraki birinci gün beklenenden pozitif yönde ve anlamlı düzeyde, olay öncesi dördüncü gün ise beklenenden negatif yönde ve yine anlamlı düzeyde farklılık görülmektedir. CAAR ve t test sonuçlarına göre, hesaplanan olay aralıkları içerisinde sadece (-5, 0) ile (-5, +5) olay aralığında istatistiksel anlamlılık bulunmazken, diğer tüm aralıklarda anlamlı farklılıklar olduğu görülmektedir. Farklı olay aralıklarında istatistiki anlamlılığın yoğunluğu piyasanın politik iklim ile ilişkili olaylara tepki verdiğini göstermektedir. Buna göre olay günü etrafında kümülatif ortalama anormal getiri elde edilebilir ve piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir şeklinde belirtilen H_{1pl} hipotezi kabul edilmiştir.

Ekonomik iklim kategorisinde, olay günü istatistiki anlamlılığa sahip ve beklenenden negatif yönde %-2,75 oranında anormal getiri ortaya çıkmıştır. Yine istatistiki anlamlılığa sahip (t-5), (t+2), (t+3) ve (t+10). günlerde de anormal getiriler bulunmaktadır. Bunlardan sadece (t+3). gün pozitif, diğerleri negatif değere sahiptir. Farklı olay aralıkları için hesaplanan CAAR değerlerinde ise, (-5,0) ve (-1,+1) aralıkları hariç olmak üzere diğer tüm aralıklarda istatistiksel anlamlılığa sahip ve negatif CAAR değerinin bulunduğu görülmektedir. Olay aralıklarının tamamında negatif CAAR değerlerinin olması verilen tepkinin olumsuz yönde olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgulara göre, kümülatif ortalama anormal getiri elde edilebilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir şeklinde ifade edilen H_{1ek} hipotezi kabul edilmiştir.

Yerel istikrarsızlık kategorisinde olay günü, olaydan sonraki ikinci ve dokuzuncu günlerde istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri ortaya çıkmıştır. %-2,01 oranı ile olay günü ve olay sonrası ikinci gün negatif AR, dokuzuncu gün ise pozitif AR değeri görülmektedir. CAAR değerlerine bakıldığında ise, (-1, +1) olay aralığı hariç olmak üzere hesaplanan tüm olay aralıkları için istatistiki anlamlılığın mevcut olduğu görülmektedir. Neredeyse tüm olay aralıklarında istatistiki anlamlılığın bulunması piyasanın yerel istikrarsızlık ile ilişkili olaylara tepki verdiğini göstermektedir. Buna göre kümülatif ortalama anormal getiri elde edilebilir ve piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir şeklinde ifade edilen H_{1yi} hipotezi kabul edilmiştir.

Savaş hareketleri ile ilgili elde edilen bulgulara göre, olay günü %-3,45 oranında ve istatistiki anlamlılığa sahip anormal getiri ortaya çıkmıştır. Benzer şekilde olaydan önceki ikinci günde, beklenenden pozitif yönde ve anlamlı farklılığa sahip anormal getiri gözlenmektedir. Bu kategorideki CAAR değerlerinin gösterdiğine göre, (-5, 0) ve (-1, +1) aralıkları hariç diğer tüm olay aralıklarında istatistiki anlamlılık mevcuttur. Tüm aralıklar için CAAR değerleri ise negatif olarak ortaya çıkmıştır. Bulgulara göre savaş hareketleri ile ilişkili olaylar etrafında anormal getiriler elde edildiği anlaşılmakta ve piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olmadığı görülmektedir. Bu durumda savaş hareketleri ile ilişkili olaylar için belirtilen H_{1sv} hipotezi kabul edilmiştir.

Kategoriler halinde incelenen olayların hangisinin hisse senedi fiyatlarını daha çok etkilediği, olay penceresi için hesaplanan AR değerlerinin karşılaştırılması yoluyla belirlenmiştir. Buna göre, (t) olay günü terörizm ve politik seçimler dışındaki diğer tüm kategorilerde istatistiki anlamlılık mevcut ve negatif AR değeri hesaplanmıştır. Savaş hareketleri kategorisi %-3,45 ile piyasayı en fazla etkileyen anormal getiri değerine sahipken, ikinci sırada %-2,75 AR değeri ile ekonomik iklim kategorisi, daha sonra %-2,62 AR değeri ile beklenmedik politik olaylar ve daha sonra ise %-2,01 AR değeri ile yerel istikrarsızlık takip etmektedir. Görüldüğü gibi piyasanın en fazla savaş hareketleri ile ilişkili olaylara tepki verdiği ve bu olaylar sonucu en yüksek AR değerinin ortaya çıktığı gözlenmektedir. Terörizm kategorisinin etkisinin sınırlı kalması, Türkiye’de uzun yıllar boyunca terör eylemlerinin varlığı, bu eylemlerin piyasa tarafından kabullenildiği ve zaten fiyatlara yansıdığı şeklinde yorumlanabilir.

Tüm olay kategorileri için hesaplanan farklı olay aralıklarına ait CAAR değerlerine bakıldığında, tüm kategoriler arasında en yüksek CAAR değeri savaş hareketleri kategorisinde, daha sonra yerel istikrarsızlık ve ekonomik iklim kategorilerinde ortaya çıkmıştır. Bu durum piyasanın, savaş hareketleri ile ilişkili olaylara, diğer olay gruplarına göre daha fazla tepki verdiği şeklinde ifade edilebilir. Tüm olay kategorilerinin analizinden elde edilen sonuçlar, literatürde yer alan piyasa etkinliği için yapılan çalışmalara paralel olarak, piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olmadığı sonucunu göstermiştir.

Ekonomik, politik ve toplumsal beklenmedik olaylar ile politik seçimler gerek finansal alanda gerekse diğer alanlarda birçok faktörü etkilediği gibi hisse senedi

getirilerini de etkilemektedir. Ancak mevcut piyasanın etkinlik düzeyine göre ortaya çıkan etkileme düzeyi de farklılık gösterebilmektedir. Literatürde yarı kuvvetli formda etkin olmadığı birçok çalışmada ortaya konan Borsa İstanbul için, bu çalışma sonucunda da bu duruma uygun sonuçlara ulaşılmıştır. Beklenmedik olayların etkisi ile farklı oranlarda anormal getiriler elde edilebileceği görülmüştür.

İleriki dönemlerde yapılacak çalışmalarda, meydana gelen beklenmedik olayların gün içi hisse senedi getirilerine etkisini ortaya koymak adına, dakikalık fiyat değişimleri kullanılarak yapılacak analizler literatüre katkı sağlayacaktır.



KAYNAKÇA

- Abadie, Alberto And Gardeazabal, Javier, “The Economic Cost of Conflict: A Case Study of the Basque Country”, *American Economic Review*, 93, 2003, 113-132.
- Ada, Selver Seda, Bolak, Mehmet ve Süer, Ömür, “Politik Seçimler, Referandumlar ve Hisse Senedi Getirileri: İMKB Örneği”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 50(579), 2013, 23-40.
- Afşar, Muharrem, (Ed), *Finansal Ekonomi*, 2.Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir 2013.
- Aggarwall, Rajesh K. ve Wu, Guojun, “Stock Market Manipulation – Theory and Evidence”, *AFA San Diego Meetings*, 2003, 1-47.
- Ajayi, Richard A., Friedman, Joseph ve Mehdian, Seyed M., “On The Relationship Between Stock Returns and Exchange Rates: Tests of Granger Causality”, *Global Finance Journal*, 9 (2). 1998, 241-251.
- Akdeve, Erdal ve Karagöz, Erdal Tanas, “Geçmişten Günümüze Türkiye’de Teşvikler ve Ülke Uygulamaları”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 37, 2013, 329-350.
- Akgüç, Öztin, *Finansal Yönetim*, 8.Baskı, Avcıol Basım Yayın, Ankara.
- Akgül Alp, İnönü, “Terörün Ekonomik Etkileri”, *Uluslararası Güvenlik ve Terörizm Dergisi*, 4 (1), 2013, 1-19.
- Aksoy, Mine ve Topçu, Nuraydın, “Altın ile Hisse Senedi ve Enflasyon Arasındaki İlişki”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27 (1), 2013, 59-78.
- Aksulu, İkbâl, *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Politik Risk ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2004.
- Aktaş, Metin ve Akdağ, Saffet, “Türkiye’de Ekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatları ile İlişkilerinin Araştırılması”, *International Journal Social Science Research*, 2 (2), 2013, 50-67.

- Aktepe, Cemalettin, *Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Bir Faktör: Politik Risk*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara 1998.
- Alam, Mahmudul ve Uddin, Gazi Salah, “Relationship Between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries”, *International Journal of Business and Management*, 4 (3), 2009, 43-51.
- Albeni, Mesut ve Demir, Yusuf, “Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB Uygulamalı)”, *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, 14, 2005, 1-18.
- Alexakis, Panayotis, Apergis, Nicholas ve Xanthakis, Emmanuel, “Inflation Volatility and Stock Prices: Evidence from ARCH Effects”, *International Advances in Economic Research*, 2 (2), 1996, 101-111.
- Allen, Franklin ve Gorton, Gary, “Stock Price Manipulation, Market Microstructure and Asymmetric Information”, *European Economic Review*, 36, 1993, 624-630.
- Ameen, Elsie C., Chan, Kam ve Guffey, Daryl M., “Information Content of Qualified Audit Opinions For Over The Counter Firms”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 21(7) 1994, 997-1011.
- Annett, Anthony, “Social Fractionalization, Political Instability, and the Size of the Government”, *IMF Staff Papers*, 48, (3/4), 2001, 564-565.
- Asquith, Paul ve Mullins Jr., David W., “The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth”, *Journal of Business*, 56(1), 1983, 77-96.
- Ayaydın, Hasan ve Dağlı, Hüseyin, “Gelişen Piyasalarda Hisse Senedi Getirisini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler Üzerine Bir İnceleme: Panel Veri Analizi”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(3/4), 2012, 45-65.
- Aydeniz, E. Şule, *İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi*, Arıkan Yayınevi, İstanbul 2008.

- Bacık, Esengül, Özer, Mustafa ve Altınırnak, Serpil, “Terörün Volatilitiye Etkisi: Türkiye BIST 100 Endeksinde Bir Uygulama”, *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 4(2), 2017, 55-75.
- Baker, H. Kent ve Powell, Gary E., *Understanding Financial Management A Practical Guide*, First Published, Blackwell Publishing Ltd, USA 2005.
- Bakkal, Muharrem, Bakkal, Süreyya ve Öztürk, Şükrü Suha, *Sermaye Piyasalarında Hisse Senetleri ve Hisse Senetlerini Etkileyen Makroekonomik Faktörler*, Birinci Baskı, Hiperlink Yayınları, İstanbul 2012.
- Ball, Clifford A. ve Torous, Walter N., “Investigating Security Price Performance in the Presence of Event-date Uncertainty”, *Journal of Financial Economics*, 22, 123-153.
- Barak, Osman, *Davranışsal Finans Teori ve Uygulama*, 1.Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara 2008.
- Başoğlu, Ufuk, Ceylan, Ali ve Parasız, İlker, *Finans-Teori Kuram ve Uygulama*, Ekin Kitabevi, Bursa 2001.
- Bayraktar, Ahmet, *Endekse Dâhil Olma ve Çıkarılmanın Hisse Senedi Performansına Etkisi: İMKB Uygulaması*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2009.
- Bekaert, Geert, Harvey, Campbell R., Lundblad, Christian T. ve Siegel, Stephan, “Political Risk and International Valuation”, *Journal of Corporate Finance*, 37, 2016, 1-23.
- Bekçioğlu, Selim, Öztürk, Mustafa ve Kaderli, Yusuf, “Kurulan İşbirliklerinin İMKB’ye Kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Etüdü Denemesi”, *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 21, 2004, 1-6.
- Berk, Niyazi, *Finansal Yönetim*, 5. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul 2000.
- Berry, Thomas D. ve Howe, Keith M., “Public Information Arrival”, *The Journal of Finance*, 49(4), 1994, 1331-1346.

- Birgili, Erhan, *Tasarrufların Yönlendirilmesinde Hisse Senedi Verimlilik Analizi ve Değerlendirilmesi*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir 1994.
- Bodie, Zvi, “Common Stocks as a Hedge Against Inflation”, *The Journal of Finance*, 31 (2), 1976, 459-470.
- Bodie, Zvi, Kane, Alex ve Marcus, Alan J., *Essentials Investments*, Fifth Edition, McGraw-Hill Inc, New York 2004.
- Bondt, Werner F.M. De ve Thaler, Richard, “Does the Stock Market Overreact?”, *Journal of Finance*, 40, 1985, 793-805.
- Bozkurt, İbrahim, Öksüz, Sezer ve Karakuş, Rıfat, “Finansal Tablo İlanlarının Hisse Getirileri Üzerindeki Etkisi: BIST’de Ampirik Bir Uygulama”, *Maliye Finans Yazıları*, 103, 2015, 113-140.
- Bölükbaşı, Ayşe Gül ve Çakmur, Yıldıztan Dina, “Yapısal Kırılma Altında Politik Riskin Bireysel Emeklilik Sistemine Etkilerinin Analizi”, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 2(3), 2010, 13-21.
- Brav, Alon ve J. B. Heaton, “Competing Theories of Financial Anomalies”, *The Review of Financial Studies*, 15 (2), 2002, 575-606.
- Brealey, Richard A. ve Myers, Stewart C., *Principles of Corporate Finance*, The McGraw Hill Companies, New York 2003.
- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. and Marcus, Alan J., *Fundamentals of Corporate Finance*, Third Edition, McGraw-Hill Primis Custom Publishing, USA 2001.
- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. ve Marcus, Alan J., *İşletme Finansmanının Temelleri*, (2007), (Çev.: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı), McGraw-Hill ve Literatür Yayıncılık, İstanbul 2007.
- Brigham, Eugene F. ve Houston, Joel F., *Finansal Yönetimin Temelleri*, (2003), (Çev.Edit: Nevzat Aypek), Nobel Yayıncılık, Ankara 2014.
- Brigham, Eugene F., *Finansal Yönetimin Temelleri* (Çev. Özdemir Akmut ve Halil Sariaslan), Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları, 1.cilt, Ankara 1999.

- Brooks, Raymond M., Patel, Ajay ve Su, Tie, “How The Equity Market Responds to Unanticipated Events”, *Journal of Business*, 76(1), 2003, 109-133.
- Brown, Stephen J. ve Warner, Jerold B., “Measuring Security Price Performance”, *Journal of Financial Economics*, 8, 1980, 205-258.
- Brück, Tilman ve Wickström, Bengt A., “The Economic Consequences of Terror: A Brief Survey”, *School of Social Sciences and Cultural Studies University of Sussex*, (3), 2004, 1-11.
- Campbell, John Y. and Cochrane, John H., “By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior”, *Journal of Political Economy*, 107(2), 1999, 205-251.
- Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 12.Basım, Ekin Kitabevi, Bursa 2012.
- Chen, Andrew H. ve Siems, Thomas F., “The Effects of Terrorism on Global Capital Markets”, *European Journal of Political Economy*, 20, 2004, 349-366.
- Chi, Li-Chiu ve Tang, Tseng-Chung, “Impact of Reorganization Announcements On Distressed-Stock Returns”, *Economic Modelling*, 24(5), 2007, 749-767.
- Chiang, Min-Hsien, Hwang, Long-Jainn ve Wu, Yui-Chi, “Insider Trading Performance in the Taiwan Stock Market”, *International Journal of Business and Economics*, 3(3), 2004, 239-256.
- Crowder, William J. ve Wohar, Mark E., “Stock Price Effects of Permanent and Transitory Shocks”, *Economic Inquiry*, 36 (4), 1998, 540-553.
- Çalışkan, Ömer Veysel, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri”, *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1, 2002, 53-66.
- Çevik, Emrah İsmail ve Erdoğan, Sedat, “Bankacılık Sektörü Hisse Senedi Piyasasının Etkinliği: Yapısal Kırılma ve Güçlü Hafıza”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 10 (1), 2009, 26-40.
- Damodaran, Aswath, *Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2.Baskı, John Wiley&SonsInc., New York 2002.

- Dasgupta, Susmita, Benôit Laplante ve Nlandu Mamingi, “Capital Market Responses to Environmental Performance in Developing Countries”, *World Bank Policy Research Working Paper*, 1909, 1998, 1-42.
- Delattre, Eric, “La Méthodologie des Etudes d’Événements en Marketing”, *Recherche et Applications en Marketing*, 22(2), 2007, 57-76.
- Demir, Yusuf, “Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 6(2), 2001, 109-130.
- Demir, Yusuf, “İşletmelerin Kar Payı Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 6(1), 2001, 55-71.
- Deresky, Helen, *International Managment: Managing Across Borders and Cultures-Text and Cases*, Prentice Hall, 6. Basım, New Jersey 2008.
- Dolley, James C., “Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups”, *Harvard Buiness Review* 11, 1933, 316-326.
- Dornbusch, Rudiger ve Fischer, Stanley, “Exchange Ratesand the Current Account”, *The American Economic Review*, 70 (5), 1980, 960-971.
- Durukan, M. Banu, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, *İMKB Dergisi*, 3 (11), 1999, 19-48.
- Eizentas, Vilis, Krusinskas, Rytis ve Stankevičiene, Jurgita, “Impact of Public Information Signals on Share Prices: Evidence from Lithuania”, *Economics and Management*, 17(3), 2012, 879-888.
- Elmas, Bekir ve Esen, Ömer, “Hisse Senedi Fiyatları ile Döviz Kuru Arasındaki Dinamik İlişkinin Belirlenmesi; Farklı Ülke Piyasaları İçin Bir Araştırma”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim 2011, 153-170.
- Elmas, Bekir, *Finansal Analiz Uygulamaları*, İmaj Yayınevi, Ankara 2017.
- Elton, Edwin J., “Presidential Address: Expected Return, Realized Return, And Asset Pricing Tests”, *The Journal of Finance*, 54 (4), 1999, 1199-1220.

- Emir, Mustafa ve Kurtaran, Ahmet, “Doğrudan Yabancı Yatırım Kararlarında Politik Risk Unsuru”, *Karadeniz Teknik Üniversitesi İİBF İşletme Bolumu Dergisi*, 2005, 1-11.
- Engelen, Peter-Jan ve Liedekerke, Luc Van, “The Ethics of Insider Trading Revisited”, *Journal of Business Ethics*, 74(4), 2007, 497–507.
- Erbay, Yusuf, *Küresel İşletmelerin Yönetimi ve Türk İşletmelerinin Yeni Türk Cumhuriyetlerine Yönelik Faaliyetleri*, Mahalli İdareler Genel Müdürlüğü, Ankara 1996.
- Erdoğan, Oral ve Yezegel, Ari, “The News of No News in Stock Markets”, *Quantitative Finance*, 9(8), 2009, 897-909.
- Ergül, Nuray, “Ulusal Hisse Senetleri Piyasasında Etkinlik”, *Çanakkale 18 Mart Üniversitesi Biga İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yönetim Bilimleri Dergisi*, 7(1), 2009, 101-117.
- Eun, Choel S. and Resnick, Bruce G., *International Financial Management*, Mc Graw-Hill, Sixth Edition, New York 2012.
- Ewing, Bradley T., “Macroeconomic News and the Returns of Financial Companies”, *Managerial and Decision Economics*, 23 (3), 2002, 439-446.
- Eyüboğlu, Kemal, *Halka Açık Bilgilerin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BIST-30 Şirketleri Örneği*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon, 2014.
- Fabozzi, Frank J. ve Drake, Pamela Peterson, *Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management*, 10. Baskı, John Wiley&Sons, Inc, New Jersey 2009.
- Fama, Eugene F, “Efficient Capital Markets: II”, *The Journal of Finance*, XLVI(5), 1991, 1575-1617.
- Fama, Eugene F. ve French, Kenneth R., “The Equity Premium”, *The Journal of Finance*, 57(2), 2002, 637-659.
- Fama, Eugene F., “Efficient Capital Markets: A Review of theory And Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 25(2), 1970, 383-417.

- Fama, Eugene F., “The Behavior of Stock-Market Prices”, *The Journal of Business*, 38 (1), 1965, 34-105.
- Fama, Eugene F., Fisher, Lawrence, Jensen, Michael C. ve Roll, Richard, “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, *International Economic Review*, 10 (1), 1969, 1-21
- Faria de Moura, Diogo vd., “An Analysis of the Political Risks Environment in American Developing Countries”, *International Journal of Academic Research*, 3 (4,) 2011, 287-291.
- Fitzpatrick, Mark, “The Definition and Assessment of Political Risk in International Business”, *Academy of Management Review*, 8 (2), 1983, 249-254.
- Frey, Bruno S., Luechinger, Simon ve Stutzer, Alois, “Calculating Tragedy: Assessing the Costs of Terrorism”, *Journal of Economic Surveys*, 21, 2004, 1-37.
- Gegez, Ercan, Arslan, Müge, Cengiz, Emrah ve Uydacı, Mert, *Uluslararası Pazarlama Çevresi*, Der Yayınları, İstanbul 2003.
- Gitman, Lawrence J., *Principles of Managerial Finance*, 10.Baskı, Prentice Hall, 2002.
- Graham, Benjamin, *Security Analysis: Principles and Technique*, 2. Baskı, Mc Graw Hill Companies, New York 1940.
- Granger, Clive W.J., Huang, Bwo-Nung ve Yang, Chin-Wei, “A Bivariate Causality Between Stock Prices And Exchange Rates: Evidence From Recent Asian Flu”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40 (3), 2000, 337-354.
- Gutierrez Jr., Roberto C. ve Kelley, Eric K., “Evidence to the Contrary: Weekly Returns Have Momentum”, *Working Paper*, 2006, 1-48.
- Gücenme, Ümit, *Türkiye’de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler*, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara 1994.
- Güler, Sevinç, Tunç, Ramazan ve Orçun, Çağatay, “Petrol Fiyat Riski ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi; Türkiye’de Enerji Sektörü Üzerinde Bir Uygulama”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24 (4), 2010, 297-315.

- Gürsoy, Cudi Tuncer, *Finansal Yönetim İlkeleri*, 2.Baskı, Doğu Üniversitesi Yayınları, İstanbul 2007.
- Haim Levy ve Thierry Post, *Investments*, First Edition, Prentice Hall, London 2005.
- Harms, Philipp, *International Investment, Political Risk and Growth*, 1.Edition, Kluwer Academic Publishers, New York 2000.
- Hazman, Gülsüm Gürler, “Türkiye’de Mali Nitelikteki Teşviklerin Doğrudan Yabancı Sermaye Üzerindeki Etkisi: Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi Çerçevesinde Değerlendirme”, *Maliye Dergisi*, 158 (1), 2010, 262-277.
- Hendricks, Kevin B. and Singhal, Vinod R., “The Effect of Supply Chain Disruptions on Shareholder Value”, *Total Quality Management*, 19(7), 2008, 777-791.
- Henry, Olan T., “Regime Switching in The Relationship Between Equity Returns And Short-Term Interest Rates in The UK ”, *Journal of Banking & Finance*, 33 (2), 405-414.
- Hillion, Pierre ve Suominen, Matti, “The Manipulation of Closing Price”, *Journal of Financial Markets* 7(4), 2004, 352-353.
- Hiriyappa. B, *Investment Management Securities and Portfolio Management*, New Age Publishers, New Delhi 2008.
- Hochradl, Markus ve Wagner, Christian, “Trading the Forward Bias: Are There Limits to Speculation?”, *Journal of International Money and Finance*, 29(3), 2010, 423-441.
- Hoffer, George E., Pruitt, Stephen W. ve Reilly, Robert J., “The Impact of Product Recalls on the Wealth of Sellers: A Reexamination”, *Journal of Political Economy*, 96(3), 1988, 663-670.
- Howell, Llewellyn D. and Chaddick, Brad, “Models of Political Risk For Foreign Investment and Trade: An Assessment of Three Approaches”, *The Columbia Journal of World Business*, 1994, 71-91.
- Hudson, Robert, Keasey, Kevin ve Dempsey, Mike, “Share Prices Under Tory and Labour Governments in the UK Since 1945”, *Applied Financial Economics*, 8(4), 1998, 389-400.

- İbrahim Engin Üstünel, *Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması*, İMKB Yayınları, Ankara 2000.
- İşcan, Erhan, “Petrol Fiyatının Hisse Senedi Piyasası Üzerindeki Etkisi”, *Maliye Dergisi*, 158, 2010, 607-617.
- Jaffe, Jeffrey F., “Special Information and Insider Trading”, *Journal of Business*, 47(3), 1975, 410-428.
- Jarrell, Gregg ve Peltzman, Sam, “The Impact of Product Recalls on the Wealth of Sellers”, *Journal of Political Economy*, 93(3), 1985, 512-536.
- Jiambalvo, James, “Discussion of Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC”, *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1996, 37-47.
- John Y. Campbell, Andrew W. Lo ve A. Craig Mackinlay, “The Econometrics of Financial Markets”, *Princeton University Press*, 1997, 147-181.
- Jones, Steven T. ve Banning, Kevin, “US Elections and Monthly Stock Market Returns”, *Journal of Economics and Finance*, 33 (3), 2009, 273-287.
- Kaderli, Yusuf ve Demir, Sezgin, “Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi”, *Mali Çözüm*, 91, 2009, 45-66.
- Kahraman, Derya ve Erkan, Mehmet, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Tesadüfi Yürüyüş Testi”, *Yönetim ve Ekonomi*, 12 (1), 2005, 11-24.
- Kar, Ahmet, Özer, Özlem, Şantaş, Fatih ve Budak, Fatih, “Kâr Dağıtımının Hisse Senedi Değeriyle İlişkisi: Spor Hizmetleri Sektöründe Bir Uygulama”, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 4(1), 2012, 1-9.
- Karabıyık, Lale Erdem, *Türkiye’de Finans Tarihi*, Vıpaş Basım, Bursa 2001.
- Karan, Mehmet Baha, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, 4.Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara 2013.
- Karasioğlu, Fehmi, “İçeriden Öğrenenler Ticareti (Insider Trading) ve Türkiye’de Muhasebenin Yatırımcılara Bilgi Sağlama Sorumluluğu”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 3 (Güz), 1998, 113-122.

- Karolyi, G. Andrew ve Martell, Rodolfo, “Terrorism and the Stock Market”, *International Review of Applied Financial Issues and Economics*, 2 (2), 2010, 285-314.
- Karslı, Muharrem, *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, Ormen Pazarlama, İstanbul 2004.
- Kaya, İzzet, Köylü, Meltem Keskin ve Günay, Burhan, “15 Temmuz Darbe Girişiminin BIST 30/100 Endeksleri Üzerine Etkisinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi”, *Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 3(2), 2017, 56-67.
- Kazgan, Gülten, *Tanzimat’tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi*, 4. Baskı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul 2009.
- Keleş, Cengiz, *Siyasi Riskin Finansal Yansımaları Üzerine Bir Çalışma* (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2007.
- Keown, Arthur J. ve Pinkerton, John M., “Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation”, *Journal Of Finance*, 36(4), 1981, 855-869.
- Khattab, Adel Al, John Anchor and Eleanor Davies, “Managerial Perceptions of Political Risk in International Projects”, *International Journal of Project Management*, (25), 2007, 734-743.
- Khwaja, Asim Ijaz ve Mian, Atif, “Unchecked Intermediaries: Price Manipulation in an Emerging Stock Market”, *Journal of Financial Economics*, 78(1), 2005, 203-241.
- Kim, Harold Y. ve Mei, Jianping P., “What Makes The Stock Market Jump? An Analysis of Political Risk on Hong Kong Stock Returns”, *Journal of International Money and Finance*, 20, 2001, 1003-1016.
- Kjartansdottir, Brynhildur, *An Event Study of Insider Trading on the Iceland Stock Exchange*, Master’s Thesis in Finance Stockholm School of Economics, Stockholm, 2009.
- Klufimann, Axel Grofi ve Hautsch, Nikolaus, “When Machines Read the News: Using Automated Text Analysis to Quantify High Frequency News-Implied Market Reactions”, *Journal of Empirical Finance*, 18(2), 2011, 321-340.

- Kobrin, Stephen J., “Political Risk: A Review and Reconsideration”, *Journal of International Business Studies*, 10 (1), 1979, 67-80.
- Korkmaz, Turhan, Başaran, Ümit ve Çevik, Emrah İsmail, “Yaz Saati Uygulaması Anomalisinin İMKB 100 Endeks Getirisine Etkisinin Test Edilmesi”, *Ege Akademik Bakış*, 10(4), 2010, 1139-1153.
- Kothari, S.P. ve Warner, Jerold B, *Econometrics of Event Studies, Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Elsevier Handbooks in Finance Series, 1(1), 2007.
- Kurtay, Selma, *Hisseleri İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Büyük Ortak ve Yöneticilerinin Hisse Alım Satım Açıklamalarının Hisse Fiyatına Etkisi*, İMKB Yayınları, Ankara 2009.
- Levinsohn, Alan, “New Geopolitics Spotlights Political Risk Management”, *Strategic Finance*, 83 (7), 2002, 38-43.
- Lintner, John, “Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations”, *The Review of Economics and Statistics*, 44 (3), 1962, 243-269.
- Loikas, Antti, *A Government Analysis of Political Risk: Exploring Equilibrium, Instability and Pluralism at the Local, National and Supranational Level in Europe*, Turku School of Economics and Business Administration, Finland 2003.
- MacKinlay, A. Craig, “Event Studies in Economics and Finance”, *Journal of Economic Literature*, 35, 1997, 13-39.
- Madura, Jeff, *Financial Markets and Institutions*, 11.Baskı, Cengage Learning, Stamford 2015, 300.
- Mandacı, Pınar Evrim, “İMKB’de Genel Seçimler Öncesi ve Sonrasında Anormal Fiyat Hareketleri”, *İMKB Dergisi*, 7(27), 2003, 1-16.
- Mandacı, Pınar Evrim, “Türk Bankacılık Sektörünün Taşıdığı Riskler ve Finansal Krizi Aşmada Kullanılan Risk Ölçüm Teknikleri”, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5(1), 2003, 67-84.
- Mazgit, İsmail, “Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BIST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama”, *Sosyo-Ekonomi*, 2013(2), 226-264.

- Mazgit, İsmail, “Sermaye Piyasalarında Spekülasyon: Tarihin Tekerrürü”, *Gündem*, 44(512), 2007, 8-11.
- McGee, Robert W., “Analyzing Insider Trading from the Perspectives of Utilitarian Ethics and Rights Theory”, *Journal of Business Ethics*, 91(1), 2009, 65-82.
- McWilliams, Abigail ve Siegel, Donald, “Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues”, *Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657..
- Meadowcroft, James, “Engaging with the Politics of Sustainability Transitions”, *Environmental Innovation and Societal Transitions*, (1), 2011, 70-75.
- Miller, Merton H. ve Modigliani, Franco, “Dividend Policy, Growth, And The Valuation Of Shares”, *The Journal of Business*, 24 (4), 1961, 411-433.
- Minor, John, “Mapping the New Political Risk”, *Risk Management*, 50 (3), 2003, 16-21.
- Morales, Ruth Rios, Gamberger, Dragan, Smuc, Tom and Francisco Azuaje, “Innovative Methods in Assessing Political Risk for Business Internationalization”, *Research in International Business and Finance*, 23, 2009, 144-156.
- Morris, Stephen ve Shin, Hyun Song, “Social Value of Public Information”, *The American Economic Review*, 92(5), 2002, 1521-1534.
- Mutan, Oya Can ve Topçu, Ayhan, “Türkiye Hisse Senedi Piyasasının 1990–2009 Tarihleri Arasında Yaşanan Beklenmedik Olaylara Tepkisi”, *SPK Araştırma Raporu*, 2009, 1-20.
- Nandha, Mohan ve Faff, Robert, “Does Oil Move Equity Prices? A Global View”, *Energy Economics*, 30, 2008, 986-997.
- Nath, Golaka C. ve G. P. Samanta, “Dynamic Relation Between Exchange Rate and Stock Prices - A Case for India”, *39th Annual Conference Paper of Indian Econometric Society also Published in NSE News*, 2003, 1-8.
- Neuhierl, Andreas, Scherbina, Anna ve Schlusche, Bernd, “Market Reaction to Corporate Press Releases”, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 48(4), 2013, 1207-1240.

- Nieh, Chien Chung ve Lee, Cheng Few, “Dynamic Relationship Between Stock Prices and Exchange Rates for G-7 Countries”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 41 (4), 2001, 477-490.
- Önalan, Ömer, “Finansal Zaman Serileri İçin Ortalamaya Dönme Sıçrama Difüzyon Modeli”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 12(1), 2007, 201-224.
- Özkanlı, Serkan, *İşletmelerde Finansal Sıkıntı Durumu ve Finansal Yeniden Yapılandırma: Türkiye’de Bir Vaka Çalışması*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 2011.
- Öztürk, M. Başaran, Gümüş, Gülizar Kurt, Taşkın, F. Dilvin ve Çağlı, Efe Çağlar, “Petrol ve Doğalgaz Fiyatları ile İmalat ve Kimye-Petrol-Plastik Sektörlerinin Endeksleri Arasındaki İlişki”, *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6 (2), 2013, 64-74.
- Öztürk, Serdar ve Çelik, Kamil, “Terörizmin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 1 (2), 2009, 85-106.
- Pantzalis, Christos, Stangeland, David A. ve Turtle, Harry J., “Political elections and the resolution of uncertainty: The International Evidence”, *Journal of Banking & Finance*, 24, 2000, 1575-1604.
- Pay Tebliği, (2013), *T.C. Resmi Gazete*, 28865, 22 Haziran 2013.
- Pekkaya, Mehmet, “Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz”. *ZKU Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(4), 2006, 183-209.
- Pike, Richard ve Neale, Bill, *Corporate Finance and Investment Decisions&Strategies*, Fifth Edition, Prentice Hall, England 2006.
- Poray, Reha, Tekinalp, Ünal ve Çamoğlu, Ersin, *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku*, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul 2005.
- Ramady, Mohamed A., *Political, Economic and Financial Country Risk, Analysis of the Gulf Cooperation Council*, Springer International Publishing, Switzerland 2014.
- Regnier, Eva, “Oil and Energy Price Volatility”, *Energy Economics*, 29, 2007, 405-427.
- Reilly, Frank K. ve Brown, Keith C., *Investment Analysis and Portfolio Management*, 6.Baskı, Dryden Press, 1989.

- Reitwiesner, Bernd ve Huther, Andreas, "Wertorientierte Entscheidungsunterstützung", *Diskussionspapier Wl 55 Universität Augsburg*, Augsburg 2000, 1-30.
- Robock, Stefan H., "Political Risk: Identification and Assessment", *Columbia Journal of World Business*, 6, 1971, 6-20.
- Root, Franklin R., "The Expropriation Experience of American Companies", *Business Horizons*, 1968, 69-74.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W ve Jaffe, Jeffrey, *Corporate Finance*, 6.Baskı, McGraw-Hill Companies, 1996.
- Rugman, Alan M. and Collinson, Simon, *International Business*, Prentice Hall Financial Times, 4. Basım, London 2006.
- Rugman, Alan M., Hodgetts, Richard M., *International Business: A Strategic Management Approach*, Financial Times Prentice Hall, 2. Basım, 2000.
- Saens, Rodrigo ve Sandoval, Eduardo, "Measuring Security Price Performance Using Chilean Daily Stock Returns: The Event Study Method", *Cuadernos De Economia*, 42, 2005, 307-328.
- Sakarya, Şakir, "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması Yöntemi İle Analizi", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 2011, 147-162.
- Samuelson, Paul A. ve Nordhaus, William D., *Economics*, 16.Baskı, McGraw-Hill Companies, 1998.
- Sayılğan, Güven ve Süslü, Cemil, "Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme", *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 5 (1), 2011, 73-96.
- Sayılğan, Güven, *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*, 6. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara 2013.
- Sermaye Piyasası Kurulu, *Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon*, SPK Raporu, 2003.
- Serra, Ana Paula, "Event Study Tests-A Brief Survey", *Working Papers da FEP-Faculdade de Economia do Porto*, 117, 2002, 1-14.

- Sethi, S.Prakash ve Luther, K.A.N., “Political Risk Analysis and Direct Foreign Investment: Some Problems of Definition and Measurement”, *California Management Review*, 28 (2), 1986, 57-68.
- Sevil, Güven ve Başar, Mehmet, (Ed), *Finansal Yönetim 1*, 1.Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir 2012.
- Shapiro, Alan C., “Managing Political Risk: A Policy Approach”, *Columbia Journal of World Business*, 16, 1981, 63-70.
- Shleifer, Andrei, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, New York 2000.
- Shub, Oscar and Carey, Robert, “Recent Developments in Political Risk Insurance in the Asia Pacific Region: An Antipodean Perspective”, *FDCC Quarterly*, 57 (3), 2007, 282-283.
- Simon, Jeffrey D., “A Theoretical Perspective On Political Risk”, *Journal of International Business Studies*, Winter 1984, 123-143.
- Simon, Jeffrey D., “Political Risk Assessment: Past Trends and Future Prospects”, *Columbia Journal of World Business*, 17 (3), 1982, 62-71.
- Solnik, Bruno, “The Relation Between Stock Prices end Inflationary Expectations: The International Evidence”, *The Journal of Finance*, 38 (1), 1983, 35-48.
- Srinivasan, Shuba ve Hanssens, Dominique M., “Marketing and Firm Value: Metrics, Methods, Findings and Future Directions”, *Journal of Marketing Research*, XLVI, 2009, 293-312.
- Stiglitz, Joseph E., Jaramillo-Vallejo, Jaime and Park, Yung Chal, “The Role of the State in Financial Markets”, *World Bank Research Observer, Annual Conference on Development Economics Supplement*, 1993, 19-61.
- Storkenmaier, Andreas, Wagener, Martin ve Weinhardt, Christof, “Public Information in Fragmented Markets”, *Financ Mark Portf Manag*, 26, 2012, 179-215.
- Şahin, Emrah, Konak, Fatih ve Karaca, S. Serdar, “Türkiye ve Rusya Arasındaki Uçak Krizinin Borsa İstanbul Gıda, İçecek ve Turizm Endeksleri Üzerine Etkisi”, *Business and Economics Research Journal*, 8(3), 2017, 473-485.

- Şimşek, E ve Ada, Seda Selver, “The Effects Of Unexpected Events Between 1990-2012 On Dolar Selling Price In Turkey”, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 21, 2013, 48-62.
- T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, *Sermaye Piyasası Araçları*, SPK Yayınları, Ankara 2016.
- T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, *Sermaye Piyasası Araçlarında Kaydileştirme*, SPK Yayınları, Ankara 2016.
- Taner, Tuna ve Kayalidere, Koray, “1995-2000 Döneminde İMKB’de Anomali Araştırması”, *Yönetim ve Ekonomi*, 9 (1-2), 2002, 1-24.
- Teke, Barış, “İMKB 30 Endeks Kompozisyonundaki Değişimin Hisse Senedi Performansına Etkisi”, *İMKB Dergisi*, 13(51), 1997, 21-58.
- Temelli, Fatma, Yalçınkaya, Ömer ve Bakan, Selçuk, “Hisse Senedi Fiyatları ile Bazı Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği (2000-2013)”, *18.Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı*, Denizli 2014, 381-396.
- Tilly, Charles, “Terror Terrorism Terrorist”, *Sociological Theory*, 22 (1), 2004, 5-13.
- Toptaş, Mehmet, *Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Analizi* (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 1996.
- TSPAKB İleri Düzey Lisanslama Kılavuzları, *Finansal Yönetim*, İstanbul 2012.
- Tuominen, Tero, *Corporate Layoff Announcements And Shareholder Value: Empirical Evidence From Finland*. (Master’s Thesis), Lappeenranta University of Technology, Kuala Lumpur, 2005.
- Uslu, Nilgün Çağlarırnak, *Finansal Piyasalarda Etkinlik ve Etkinliğin Zayıf Formda Test Edilmesi*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir 2002.
- Ünlü, Ulaş ve Ersoy, Ersan, “İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 2008, 243-258.
- Ünsal, M. Erdal, *Makro İktisat*, İmaj Yayıncılık, 3. Baskı, Ankara 2000.

- Walter, James E., “Divident Policies and Common Stock Prices”, *The Journal of Finance*, 11(1), 1956, 29-41.
- Warren J. Keegan ve Mark C. Green, Çeviri Rezan Tatlıdil, *Küresel Pazarlama*, 7.Baskıdan çeviri, Nobel yayınları, Ankara 2015.
- Womack, Kent L., “Do Brokerage Analysts’ Recommendations Have Investment Value?”, *Journal of Finance*, 51, 1996, 137-167.
- World Bank Group, *World Investment and Political Risk*, *The International Bank for Reconstruction and Development*, USA 2011.
- Worthington, Andrew ve Valadkhani, Abbas, “Measuring The Impact of Natural Disasters on Capital Markets: An Emprical Application Using Intervention Analysis”, *Applied Economics*, 36, 2004, 2177-2186.
- Yılancı, Veli, Bozoklu, Şeref, “Türk Sermaye Piyasasında Fiyat ve İşlem Hacmi İlişkisi: Zamanla Değişen Asimetrik Nedensellik Analizi”, *Eğ̈e Akademik Bakış*, 14(2), 2014, 211-220.
- Yılmaz, Metin, *Şirket Birleşme ve Devralmalarının Getiri Üzerinde Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2010.
- Yılmaz, Ömer, Güngör, Bener ve Kaya, Vedat, "Hisse Senedi Fiyatları ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki Eşbütünleşme ve Nedensellik", *İMKB Dergisi*, 9(34), 1997, 1-16.
- Yörük, Niyazi, *Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi*, İMKB Yayınları, İstanbul 2000.
- Yüce, Aydın Alber, “Sermaye Piyasasında Manipölasyon”, *TBB Dergisi*, 98, 2012, 363-388.

İNTERNET KAYNAKLARI

- Arasıl, Ömer, Saygılı, Fatih, Sayılğan, Şebnem ve Yereli, Ahmet Burçin, “5 Nisan’dan 5 Temmuz’a 1994 Ekonomik İstikrar Tedbirlerinin İlk Üç Aylık Değerlendirilmesi ve İstikrarın Sağlanmasına Yönelik Öneriler”, *İzmir Ticaret Odası*, Erişim Tarihi: 19 Ağustos 2017, <http://ahmetburcinyereli.com/5N5T.pdf>

- Balakrishnan, Karthik, Ghose, Anindya ve Ipeirotis, Panagiotis, “The Impact of Information Disclosure on Stock Market Returns: The Sarbanes- Oxley Act and the Role of Media as an Information Intermediary”, Erişim Tarihi: 17 şubat 2018, <http://www.econinfosec.org/archive/weis2008/papers/Ghose.pdf>,
- Borsa İstanbul şirketleri Aylık Fiyat ve Getiri Verileri, Erişim Tarihi: 23 şubat 2017, <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/sirketler-verileri/aylik-fiyat-ve-getiri-verileri>
- Finansal Krizin Ekonomiye Etkileri. Erişim Tarihi: 3 Kasım 2017, <http://www.ekodialog.com/Konular/finansal-krizin-ekonomiye-etkileri.html>
- Hisse Senedi Fiyatlarını Belirleyen 10 Faktör, Erişim Tarihi: 18 Nisan 2017, <https://ekonomist.co/yatirim/borsa/hisse-senedi-fiyati-nasil-belirlenir-9648/>
- Holburn, Guy L.F., *Political Risk, Political Capabilities and International Investment Strategy: Evidence from the Power Generation Industry*, 2001, 5-6, Erişim Tarihi: 18 Temmuz 2017, <http://www.hec.edu/var/fre/storage/original/application/6a92afda4a240eb195dd62f1950b309f.pdf>
- Pay Çeşitleri, Erişim Tarihi: 08 Mart 2017, <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar/hisse-senedi-cesitleri>
- Paylar, Erişim Tarihi: 06 Mart 2017, <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/paylar>
- Sprenger, Timm O. ve Welppe, Isabell M., “News or Noise? The Stock Market Reaction To Different Types Of Company-Specific News Events”, Erişim Tarihi: 10 Ocak 2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1734632
- Türkiye Cumhuriyeti Anayasası, Erişim Tarihi: 18 Temmuz 2017, <https://www.tbmm.gov.tr/anayasa/anayasa82.htm>

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler	
Adı Soyadı	Yunus YILMAZ
Doğum Yeri ve Tarihi	Gölbaşı / 01.06.1983
Eğitim Durumu	
Lisans Öğrenimi	Gazi Üniversitesi / Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi / Muhasebe ve Finansman Öğretmenliği Bölümü
Y. Lisans Öğrenimi	Atatürk Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletmen Ana Bilim Dalı / Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı
Bildiği Yabancı Diller	İngilizce
Bilimsel Faaliyetler	➤ Bekir Elmas, Yunus Yılmaz ve Nurettin Menteş, “Türkiye’de Gerçekleştirilen Bazı Terörist Saldırıların Hisse Getirileri Üzerindeki Etkisi: BIST’te Bir Uygulama”, <i>II. Uluslararası Sosyal Bilimler Araştırmaları Kongresi</i>, 19-21 Ekim 2017, Bakü, 225-226. ➤ Yunus Yılmaz, Mehmet Tuncel, “Finansal Okuryazarlık Düzeyinin Belirlenmesi: Dicle Üniversitesi İİBF Öğrencilerine Yönelik Bir Araştırma” <i>Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi</i>, 2017, 7(14), 301-312. ➤ Abdulkadir Bilen ve Yunus Yılmaz, <i>Sorularla Pratik Genel Muhasebe</i>, Editör: Behçet Oral, Bünyamin Han, Dicle Üniversitesi Basımevi 2017, ISBN:978-605-9504-10-2. ➤ Abdulkadir Bilen, Yunus Yılmaz ve Erkan Buldu, “Üniversite Öğrencilerinin İl Ekonomisine Katkısı: Dicle Üniversitesi Örneği”, <i>1.Uluslararası İKSAD Sosyal Bilimler Kongresi</i>, 9-11 Mart 2018, Mardin, 586-586. ➤ Yunus Yılmaz, “Bim A Ş ve Migros Ticaret A Ş’nin Finansal Tablolarının Karşılaştırılması Yoluyla Perakende Sektöründeki Değişim”, <i>2. International Congress On Economics And Business (ICEB’2016)</i>, 30 Mayıs-3 Haziran 2016, Saraybosna, 209-220.
İş Deneyimi	
Stajlar	-
Projeler	-
Çalıştığı Kurumlar	➤ Dicle Üniversitesi / İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi / İşletme Bölümü ➤ Milli Eğitim Bakanlığı / Nafizbey Ticaret Meslek Lisesi ➤ Milli Eğitim Bakanlığı / Çelikhan Lisesi
İletişim	
E-Posta Adresi	yunisyilmazim@gmail.com
Tarih	16.11.2018