

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

**POLİTİK SEÇİMLERLE REFERANDUMLARIN HİSSE SENEDİ**  
**GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: İMKB ÖRNEĞİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Selver Seda ADA**

**Tez Danışmanı: Doç. Dr. Ömür SÜER**

**Haziran 2012**

## ÖNSÖZ

Bu çalışma bazı kişilerin desteği olmasaydı, yapılamazdı.

Çalışmanın hazırlanmasında sonsuz sabrı, değerli katkıları ve her aşamadaki desteğinden dolayı tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Ömür Süer'e,

Tez çalışması boyunca bilgisiyle ve değerli görüşleriyle beni destekleyen Sayın Prof. Dr. Mehmet Bolak'a,

Çalışmalarım boyunca beni motive eden ve yardımını esirgemeyen Sayın Yrd. Doç. Dr. Habibe İlhan'a,

Her zaman yanımda olan, beni varlıkları ile zenginleştiren canım aileme, biricik anneme ve pek sevgili eşime,

sonsuz teşekkürler ederim.

## İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖNSÖZ .....	ii
KISALTMALAR .....	v
ŞEKİL LİSTESİ .....	vii
TABLO LİSTESİ .....	viii
RÉSUMÉ .....	x
ABSTRACT .....	xiv
ÖZET .....	xviii
GİRİŞ .....	1
BİRİNCİ BÖLÜM .....	3
1. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI .....	3
1.1. Etkin Piyasa Hipotezi (EPH) .....	3
1.1.1. EPH'nin Tanımı .....	3
1.1.2. EPH'ye Göre Etkinlik Formları .....	4
1.1.3. EPH'de Etkinlik Testleri .....	5
1.1.4. EPH'nin Değerlendirilmesi .....	6
1.2. Etkin Piyasalar Hipotezini Sorgulatan Anomaliler ve Dünya Borsalarında Yapılmış Başlıca Çalışmalar .....	7
1.2.1. Takvimsel Anomaliler .....	8
1.2.2. Firmaya Dayalı Anomaliler .....	15
1.2.3. Ekonomik Faktörlere Dayalı Anomaliler .....	17
1.2.4. Beklenmedik Olaylara Dayalı Anomaliler .....	18
1.2.5. Politik Olaylara Dayalı Anomaliler .....	19
1.3. İMKB Üzerine Yapılmış Çalışmalar .....	25
1.3.1. İMKB Tarihindeki Önemli Olaylar .....	25

1.3.2. İMKB’de Takvimsel Anomaliler.....	29
1.3.3. İMKB’de Firmaya Dayalı Anomaliler.....	31
1.3.4. İMKB’de Ekonomik Faktörlere Dayalı Anomaliler.....	34
1.3.5. İMKB’de Beklenmedik Olaylara Dayalı Anomaliler.....	35
1.3.6. İMKB’de Seçimler ile Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar.....	37
İKİNCİ BÖLÜM.....	39
2.TÜRKİYE’DE POLİTİK SEÇİMLER VE TARİHSEL SÜRECİ.....	39
2.1. Türkiye’de 1960-2011 Döneminde Politik Durum.....	39
2.2. Türkiye’nin Politik Risk ve İstikrar Düzeyi.....	42
2.3. Türkiye’de Yapılan Genel Seçimler.....	45
2.4. Türkiye’de Yapılan Yerel Seçimler ve Referandumlar.....	47
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	50
3. POLİTİK SEÇİMLERLE REFERANDUMLARIN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: İMKB ÖRNEĞİ.....	50
3.1. Veri Seti.....	50
3.2. Araştırma Yöntemi.....	51
3.3. Araştırma Sonuçları.....	53
SONUÇ ve ÖNERİLER.....	69
KAYNAKÇA.....	72
EKLER.....	80
ÖZGEÇMİŞ.....	90
TEZ ONAY SAYFASI.....	

**KISALTMALAR**

- AB** : Avrupa Birliği
- ABD** : Amerika Birleşik Devletleri
- AKP** : Adalet ve Kalkınma Partisi
- ANAP** : Anavatan Partisi
- AP** : Adalet Partisi
- AR** : Abnormal Return (Anormal Getiri)
- ARR** : Abnormal Average Return (Anormal Ortalama Getiri)
- CAAR** : Cumulatif Average Abnormal Return (Anormal Kümülatif Ortalama Getiri)
- CHP** : Cumhuriyet Halk Partisi
- DP** : Demokrat Parti
- DSP** : Demokratik Sol Parti
- DYP** : Doğru Yol Partisi
- EPH** : Etkin Piyasalar Hipotezi
- ERD** : Elektronik Rapor Dağıtımı
- Ex-API** : Express API
- F/K** : Fiyat / kazanç
- FP** : Fazilet Partisi
- GSMH** : Gayri Safi Milli Hasıla
- GSYH** : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
- IMF** : International Monetary Fund
- ISE** : Istanbul Stock Exchange
- İMKB** : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

- JSDA** : Japon Aracı Kurumlar Birliği
- MGK** : Milli Güvenlik Kurulu
- MHP** : Milliyetçi Hareket Partisi
- MSP** : Milli Selamet Partisi
- OECD** : Organization for Economic Co-operation and Development
- RP** : Refah Partisi
- S&P** : Standard & Poor's
- SAR** : Standardized Abnormal Return ( Standartlaştırılmış Anormal Getiri)
- SHP** : Sosyal Demokrat Halk Partisi
- SP** : Saadet Partisi
- SPK** : Sermaye Piyasaları Kurumu
- T.C.** : Türkiye Cumhuriyeti
- TESAV** : Toplumsal Ekonomik Siyasal Araştırmalar Vakfı
- TBMM** : Türkiye Büyük Millet Meclisi
- TÜFE** : Tüketici Fiyatları Endeksi
- US** : United States

## ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No
<b>Şe il .1:</b> Tahmin Periyodu, Olay Penceresi ve Olay Sonrası Periyotun Gösterilmesi	53
<b>Şe il .2:</b> 20 Ekim 1991 Genel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri.....	56
<b>Şe il . :</b> 24 Aralık 1995 Genel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri.....	56
<b>Şe il . :</b> 18 Nisan 1999 Genel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri.....	57
<b>Şe il 3.5:</b> 3 Kasım 2002 Genel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri.....	58
<b>Şe il . :</b> 22 Temmuz 2007 Genel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri.....	58
<b>Şe il . :</b> 12 Haziran 2011 Genel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri.....	59
<b>Şe il . :</b> 27 Mart 1994 Yerel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri.....	59
<b>Şe il . :</b> 18 Nisan 1999 Yerel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri.....	60
<b>Şe il .10:</b> 28 Mart 2004 Yerel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri.....	61
<b>Şe il .11:</b> 29 Mart 2009 Yerel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri.....	61
<b>Şe il .12:</b> 21 Ekim 2007 Referandumunun 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri.....	62
<b>Şe il .1 :</b> 12 Eylül 2010 Referandumunun 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri.....	62

## TABLO LİSTESİ

	Sayfa No
<b>Tablo 1.1:</b> Dünya Borsalarında Takvimsel Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar .....	13
<b>Tablo 1.2:</b> Dünya Borsalarında Firmaya Dayalı Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar.....	16
<b>Tablo 1.3:</b> Dünya Borsalarında Ekonomik Faktörlere Dayalı Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar .....	18
<b>Tablo 1.4:</b> Dünya Borsalarında Beklenmedik Olaylara Dayalı Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar .....	19
<b>Tablo 1.5:</b> Dünya Borsalarında Politik Faktörlere Dayalı Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar .....	24
<b>Tablo 1.6:</b> İMKB’de Takvimsel Anomalilerine İlişkin Yapılmış Başlıca Araştırmalar.....	31
<b>Tablo 1.7:</b> İMKB’de Firmaya Dayalı Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar .....	34
<b>Tablo 1.8:</b> İMKB’de Ekonomik Faktörlere Dayalı Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar.....	35
<b>Tablo 1.9:</b> İMKB’de Beklenmedik Olaylara Dayalı Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar.....	37
<b>Tablo 2.1:</b> Ülkelerin Politik Risk ve Politik İstikrar Düzeyinin Değerlendirilmesi..	46
<b>Tablo 3.1:</b> 1991, 1995, 1999 Genel Seçimlerinin Öncesi ve Sonrasındaki Günlerde Anormal Getiri Testi (-15,...,+15).....	63
<b>Tablo 3.2:</b> 2002, 2007 ve 2011 Genel Seçimlerinin Öncesi ve Sonrasındaki Günlerde Anormal Getiri Testi (-15,...,+15).....	64
<b>Tablo 3.3:</b> Yerel Seçimlerinin Öncesi ve Sonrasındaki Günlerde Anormal Getiri Testi (-15,...,+15) .....	65



	Sayfa No
<b>Tablo 3.4:</b> Referandumların Öncesi ve Sonrasındaki Günlerde Anormal Getiri Testi (-15,...,+15) .....	66
<b>Tablo 3.5:</b> Genel Seçimler İçin Anormal Kümülatif Ortalama Getiri Değerleri ve t Testi Sonuçları .....	68
<b>Tablo 3.6:</b> Yerel Seçimler İçin Anormal Kümülatif Ortalama Getiri Değerleri ve t Testi Sonuçları .....	69
<b>Tablo 3.7:</b> Politik Seçimlerin İMKB Üzerindeki Etkilerini İnceleyen Çalışmaların Karşılaştırılması .....	70

## R SUM

Dans un marché efficient, le prix d'une action devrait refléter rapidement toutes les informations divulguées publiquement sur l'entreprise. Il y a nombreux types d'informations différentes sur les entreprises telles que les annonces de dividendes et les gains, les fusions et acquisitions. L'impact de ces types d'information sur le rendement des actions ordinaires a été l'objet de nombreuses études dans la littérature de finance. D'autre part, le nombre d'études examinant l'impact des événements politiques sur le rendement des actions est relativement limitée.

La relation entre marchés financiers et les élections politiques a été attiré l'attention des chercheurs qui étudient dans le domaine de la finance et de nombreuses études ont été examinées cette relation. La raison de cet intérêt est basé sur l'importance du choix du président qui aura une incidence sur les relations étrangères du pays, les législative et exécutifs organs et de l'économie. Les changements dans le résultat des élections présidentielles et dans la composition du gouvernement influent sur les marchés boursiers dans le même temps. Les marchés boursiers peuvent être considérées comme le baromètre de l'économie d'un pays (Wong & McAller, 2008). Par conséquent, la première partie de l'étude examine la revue de la littérature qui sont fait sur la relation entre les élections politiques et des cours boursiers:

Niederhoffer et autres (1970) ont étudié le comportement du marché autour des élections présidentielles des États-Unis. Ils ont analysé si le marché préfère les républicains aux démocrates en raison d'une croyance dans le Wall Street. Ils ont découvert que les changements moyens sur le marché était de 1,08% à - 0,23% lorsque le parti démocrate a gagné et de 1,30% à - 1,13% lorsque le parti républicain a remporté. Selon Furio et Pardo (2010), avec l'étude de Niederhoffer et autres le nombre des études examinant la relation entre les élections présidentielles et le comportement des marchés boursiers a augmenté.

Rilley et Luksetich (1980) ont étudié la période 1900-1976 afin d'analyser le comportement boursier autour des élections présidentielles. Dans la partie d'introduction de leur étude, certain nombre de croyances existants dans le Wall Street sont discutés. Ces croyances étaient liées avec le marché n'aime pas l'incertitude, le marché va aller une tendance à la baisse avec le changement de la present president. Le résultat de l'étude a montré que lorsque la victoire des républicains, les prix d'achat d'actions sont plus élevés par rapport aux democrates. Cependant, bien que les résultats des élections peut influencer le cours des actions, il y a une incertitude sur la performance de l'économie et le comportement des marchés boursiers.

Herbst et Slinkman (1984) ont analysé le comportement des marchés boursiers sur le marché États-Unis pour la période à partir de Janvier 1924 à 1977. Ils ont utilisé l'expression «miroir» et «mouleur» pour les marchés boursiers. Ils ont constaté l'existence de la période électorale de 48 mois, en plus de la période électorale de 24 mois. Mais le point culminant de la période électorale de 24 mois n'est pas la même avec les élections. D'autres preuves de marché boursier américain sont fournis par Huang (1985).

Foerster (1994) a analysé l'effet de l'élection américaine sur le comportement du marché boursier canadien. Dans le résultat de l'étude, il est constaté que la réponse de la bourse canadienne aux élections américaines est plus visible que la réponse à des élections canadiennes.

Pantzalis et autres (2000) ont étudié le comportement des indices boursiers pour 33 pays lors des élections politiques de 1974 à 1995. Ils ont constaté un rendement positif anormal pendant deux semaines avant les élections. Santa-Clara et Valkanov (2003) ont étudié les cycles de l'élection présidentielle et les comportements des marchés boursiers aux États-Unis.

La plus importante étude examinant la relation entre le comportement des marchés boursiers et les élections politiques en Turquie a été faite par Mandacı (2003). L'objectif de cette étude était d'évaluer l'impact des élections générales en Turquie sur La Bourse d'Istanbul-100. Dans l'étude, les élections générales datées comme 20 Novembre 1991, 24 Décembre 1995, 18 Avril 1999 et le 3 Novembre 2002 ont été analysées. Rendements anormaux ont été observés trois jours avant et deux jours après les élections générales du 18 Avril 1999. Dans le premier, deuxième et quatrième jour à la suite des élections générales du 3 Novembre 2002, une tendance similaire a été observée. Toutefois, pour la majorité des jours avant ou après les élections, un retour statistiquement significatif anormal n'a été observé.

La deuxième partie de l'étude se compose de l'histoire politique de la Turquie et les élections politiques fait. La Turquie moderne a une tradition démocratique marquée par plusieurs périodes d'instabilité et de régime autoritaire (Coleman, 2010). Ces périodes ont été examinées jusqu'à la dernière élection générale. En résumé, après une période d'instabilité, le gouvernement en Turquie a été formé par un parti conservateur s'appelle Parti de la Justice et le Développement (AKP) au cours des trois dernières élections générales. Le plus important parti d'opposition est un Parti républicain (CHP).

Dans la troisième partie, dans le cadre de cette étude, le risque politique se réfère à des incertitudes résultant des événements ayant de fortes implications politiques tels que les élections locales et générales et des référendums. Plus précisément, l'objectif de cette étude est d'étudier l'impact des élections locales et générales et des référendums sur les rendements boursiers des sociétés cotées en La Bourse d'Istanbul-100. La période

d'échantillonnage commence en Janvier 1989, date à laquelle La Bourse d'Istanbul a commencé à la négociation, et se termine en Septembre 2011, y compris les élections générales 20 Octobre 1991, 24 Décembre 1995, 18 Avril 1999, 3 Novembre 2002, 22 Juillet 2007 et le 12 Juin 2011; locale élections 27 Mars 1994, 18 Avril 1999, 28 Mars 2004 et le 29 Mars 2009; référendums 21 Octobre 2007 et le 12 Septembre 2010. Les données fournies par le site de La Bourse d'Istanbul. La méthodologie économétrique des études d'événements proposés par MacKinlay (1997) a été employée.

Selon z-test résultat des rendements anormaux autour des dates des élections, dans l'intervalle de confiance de 95%, avant et après l'élection générale 1991, il n'y a pas de différence significative dans les rendements boursiers. 10ème jour avant l'élection générale de 1995 et 1er, 2ème et 12ème jour, après l'élection ont de différence significative dans les rendements boursiers. Mais le 10e jour avant l'élection et le 1er jour après l'élection ont rendements anormaux négatifs et les rest sont positifs.

Le 4ème et le 3ème jour avant l'élection générale de 1999 et le 2ème jour après l'élection, il y a de différence significative dans les prix d'achat d'actions. Le 4ème jour avant les élections a des rendement anormal négative. Le 11e jour avant et le 1er, 2ème, 4ème jour après l'élection générale de 2002, il y a des rendements anormaux. Toutes ces rendements anormaux sont dans la direction positif. Lors de l'élection générale de 2007, les rendements anormaux 7ème et 2ème jour avant et les 1er et 4jour après l'élection sont importants. Seulement, le 4ème jour après l'élection générale est rendement anormal négative. En outre, il n'ya pas de retour significatif anormale avant et après l'élection générale de 2011.

Venant aux élections locales, le 3ème jour avant les élections locales de 1994, et aussi 5ème, 6ème, 7ème et 8ème jours après l'élection, dans le niveau de confiance de 95%, il ya des rendements anormaux. Seulement les rendements anormaux avant l'élection a le sens négatif. L'élection de 1999 locaux a été réalisé dans la même journée de 1999 des élections générales et a les mêmes résultats de l'élection générale. Il n'y a aucun rendement anormal avant et après l'élection de 2004 local. Seul le 8ème jour après l'élection de 2009 a des effets positifs Enfin, avant et après les 2007 et 2011 referandums, il n'y a pas de rendements anormaux.

Lorsque moyen cumulatif des rendements anormaux (CAAR) sont calculés à l'aide du t-test, les CAAR sont particulièrement plus élevé après les élections, en d'autres termes, après les dates de l'événement. Dans l'intervalle de confiance de 90%, pour la période (0, 5) après l'élection dispose d'importantes rendements anormaux. Pour les élections locales, (0, +10) et (0, +15) périodes sont importantes à la fois pour 90% et le niveau de confiance de 95%.

En conséquence, les rendements anormaux sont observés dans LA Bourse d'Istanbul-100 autour de la date des élections pour les fenêtres événement, y compris 15

jours avant et après les dates de l'événement. Rendements anormaux sont observés en particulier autour des élections politiques à l'exclusion 1991 et élections générales de 2011. Il y a aussi des rendements anormaux pour 1994 et 1999 les élections locales dans le poste et pré-événement périodes. En outre, il n'ya pas de rendement anormal autour des dates du référendum. Les rendements anormaux cumulatifs moyens sont statistiquement significatifs en particulier pour les périodes post-événement ((0, +5) période pour les élections générales et (0, +10) pour la période des élections locales). Compte tenu des rendements anormaux qui sont analysés avant et après les élections, investisseurs rationnels peuvent prendre position. En outre, l'investisseur rationnel peut construire une position en fonction du type du gouvernement. Il peut avoir une position différente si le gouvernement est formé par une coalition ou d'une partie.

## ABSTRACT

In an efficient market, a stock's price should reflect quickly all publicly-disclosed information about the underlying firm. There may be many different information types about the firms such as dividend and earnings announcements, mergers and acquisitions, etc. The impact of these types of information on common stock returns has been the subject of many studies in finance literature. On the other hand, the number of studies examining the impact of political events on stock returns is relatively limited.

The relationship between financial markets and the political elections has been attracted the attention of the scholars studying in the area of finance and numerous studies have been examined this relationship. The reason for this interest is based on the importance of choosing the incumbent/ prime minister who will affect the country's foreign relations, legislative - executive organs and the economy. Changes in the outcome of the presidential elections and in the composition of the government affect the stock markets at the same time. The stock markets can be considered as the barometer of a country's economy (Wong & McAller, 2008). Therefore, the first part of the study examines the literature review which are done on the relationship between political elections and stock prices:

Niederhoffer and all. (1970) studied the market behavior around the United States presidential elections. They analyzed whether the market prefer Republicans to Democrats due to a belief in the Wall Street. They found out that the average changes in the market was %1.08 to - %0.23 when a Democrat party won and %1.30 to -%1.13 when a Republican party won. According to Furio and Pardo (2010), with the study of Niederhoffer and all. The number of the studies examining the relationship between the presidential elections and the stock market behavior has increased.

Rilley and Luksetich (1980) studied the 1900-1976 period in order to analyze the stock market behavior around the presidential elections. In the introduction part of their study, a number of existing beliefs in the Wall Street are discussed. These beliefs were related with the market does not like uncertainty, the market will go a downward trend with the change of the incumbent. The result of the study showed that with the during the victory of the Republicans, the stock prices are higher compared to Democrats.

However, although the election results may influence stock prices, there is an uncertainty about the economy's performance is affected by the ruling party.

Herbst and Slinkman (1984) analyzed the stock market behavior in the United States stock market for the period starting from January 1924 to December 1977. They used the expression “mirror” and “molder” for the stock markets. They found the existence of 48-month election period in addition to 24-month election period. But the peak point of the 24-month election period is not the same with the elections. Further evidences from U.S. stock market are provided by Huang (1985).

Foerster (1994) analyzed the effect of American election on the Canadian stock market behavior. In the result of the study, it is found that the response of the Canadian stock to American elections is harder than the response to Canadian elections.

Pantzalis et.al. (2000) investigated the behavior of the stock market indices for 33 countries during the political elections from 1974 to 1995. They found a positive abnormal return during two weeks before the elections. Santa-Clara and Valkanov (2003) studied the presidential election cycles and the stock market behaviors in U.S.

The most important study examining the relationship between the stock market behavior and the elections in Turkey has been done by Mandacı (2003). The aim of that study was to evaluate the impact of general elections in Turkey on ISE-100. In the study 20 November 1991, 24 December 1995, 18 April 1999 and 3 November 2002 dated general elections have been analyzed. Abnormal returns were observed three days before and two days after the general elections on 18 April 1999. In the first, second and fourth day following the general elections on 3 November 2002 a similar trend has been observed. However, for the majority of the days before or after the elections, a statistically meaningful abnormal return was not observed.

The second part of the study consists of the political history of Turkey and the political elections of Turkey. Modern Turkey has a democratic tradition marred by several periods of instability and authoritarian rule (Coleman, 2010). These periods have been examined period by period until the last general election. In summary, after a long instability period, the government in Turkey has been formed by a conservative party called as Justice and Development Party (AKP) in the last three general election. The most important opposition party is Republican Society Party (CHP). By the examination of political history, according to Country Watch editors, the political risk index of Turkey has been determined as 7. This is important in the scope of political risk.

In the third part, within the context of this study, political risk refers to the uncertainties resulting from the events having strong political implications such as local and general elections and referendums. Specifically, the aim of this study is to investigate the impact of local and general elections and referendums on the stock returns of the firms listed in Istanbul Stock Exchange (ISE) 100 and also to find out whether any abnormal return exists around the election dates. The sample period starts in January 1989, the date when ISE started to trading, and ends in September 2011 including the general elections 20 October 1991, 24 December 1995, 18 April 1999, 3 November 2002, 22 July 2007 and 12 June 2011; local elections 27 March 1994, 18 April 1999, 28 March 2004 and 29 March 2009; referendums 21 October 2007 and 12 September 2010. The data files provided by ISE have been used for obtaining the daily returns of ISE 100 index. The econometric methodology of event studies suggested by MacKinlay (1997) has been employed.

According to z- test result of the abnormal returns around the election dates, in the 95% confidence interval, before and after the general election 1991, there is not any significant difference in the stock returns. 10<sup>th</sup> day before the 1995 general election and the 1<sup>st</sup>, 2<sup>nd</sup> and 12<sup>nd</sup> day after the election have significant difference in the stock returns. But the 10<sup>th</sup> day before the election and the 1<sup>st</sup> day after the election have negative abnormal returns and the rest are positive.

The 4<sup>th</sup> and the 3<sup>rd</sup> day before the 1999 general election and after the 2<sup>nd</sup> day, there are significant difference in the stock prices. The 4<sup>th</sup> day before the election has negative abnormal return. The 11<sup>th</sup> day before and the 1<sup>st</sup>, 2<sup>nd</sup>, 4<sup>th</sup> day after the 2002 general election, there are abnormal returns. All of those abnormal returns are in the positive direction. In the 2007 general election, the abnormal returns 7<sup>th</sup> and 2<sup>nd</sup> day before and 1<sup>st</sup> and 4<sup>th</sup> day after the election are significant. Only the 4<sup>th</sup> day after the general election is negative abnormal return. In addition, there is no significant abnormal return before and after the 2011 general election.

Coming to local elections, the 3<sup>rd</sup> day before the 1994 local election, and also the 5<sup>th</sup>, 6<sup>th</sup>, 7<sup>th</sup> and 8<sup>th</sup> day after the election, in the 95% confidence level, there are abnormal returns. Only the abnormal returns before the election has negative direction. The 1999 local election has been realized in the same day of 1999 general election and has the same results of the general election. There is not any abnormal return before and after the 2004 local election. Only the 8<sup>th</sup> day after the 2009 local election has positive abnormal return. Finally, before and after the 2007 and 2011 referendums, there is not any abnormal returns.



When cumulative average abnormal returns (CAAR) are calculated by the help of the t-test, CAAR are especially higher after the elections dates in the other words after the event dates. In the 90 % confidence interval, for the (0,+5) period after the election has significant abnormal returns. For the local elections, (0,+10) and (0, +15) periods are significant for both 90 % and 95 % confidence level.

As a result, abnormal returns are observed in the ISE-100 returns around the election dates for the event windows including 15 days before and after the event dates. Abnormal returns are observed especially around the political elections excluding 1991 and 2011 general elections. There are also abnormal returns for 1994 and 1999 local elections in the post and pre-event periods. In addition, there is no abnormal return around the referendum dates. The cumulative average abnormal returns are statistically significant especially for the post-event periods ((0,+5) period for general elections and (0,+10) period for local elections). Considering the abnormal returns that are analyzed before and after the elections, rational invertors can take position. In addition, the rational investor may build a position according to the type of the government. He may have a different position if the government is formed by a coalition or by one party.

## ÖZET

Etkin bir piyasada, şirketlere ilişkin halka açıklanmış bilgiler hızlı bir biçimde bu şirketlerin fiyatlarına yansımalıdır. Firmalarla ilgili bilgiler kar açıklaması, birleşme ve satın alma gibi değişik tiplerde olabilir. Bu tür haberlerin hisse senedi fiyatları üzerine etkisi finans yazınında bir çok çalışma tarafından incelenmiştir. Ancak politik olayların hisse senedi fiyatları üzerine etkisini inceleyen çalışmalar görece sınırlıdır.

Finansal piyasalar ile politik seçimler arasındaki ilişki, finans alanında çalışanların ilgisini çekmiş ve bu ilişkiyi inceleyen pek çok çalışma yapılmıştır. Bu ilginin nedeni politik seçimler neticesinde kurulan hükümetin ve seçilen başbakanın; ülkenin dış ilişkilerini, yasama - yürütme organlarını ve ekonomisini doğrudan etkileyen faktörler arasında bulunmasına bağlıdır. Yapılan politik seçimler, aynı zamanda hisse senedi piyasalarını da etkileyebilir. Bir ülke ekonomisinin barometresi olarak düşünülebilen hisse senedi piyasaları üzerine yapılan çalışmalar da büyük önem taşımaktadır (Wong&McAller, 2008). Bu nedenle, literatür araştırmasının bu bölümünde, dünya borsalarında politik seçimlerle hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalara yer verilmiştir.

Niederhoffer ve diğerleri (1970), ABD’de yapılan seçim tarihi etrafındaki günleri inceleyerek piyasa davranışını analiz etmişlerdir. Yapılan bu analizle, Wall Street’in beklentisi olan, piyasaların cumhuriyetçileri tercih etmesi gerektiği yönündeki düşüncenin doğru olup olmadığını araştırmışlardır.. 1900-1968 döneminin incelendiği çalışmada, ABD seçimlerini cumhuriyetçi bir aday kazandığında, seçimleri takip eden haftadaki ortalama getirilerin %1.08 ile -%0.23; demokrat bir aday kazandığında ise %1.30 ile -%1.13 arasında değiştiği gözlenmiştir.

Rilley ve Luksetich (1980), 1900-1976 döneminde, seçim tarihleri etrafındaki günlerde ABD borsalarında fiyat hareketlerini incelemişlerdir. Çalışmalarının giriş kısmında, Wall Street’te varolan bir takım inanışlardan bahsedilmiştir. Bunlar, piyasanın cumhuriyetçileri demokratlara tercih ettiği, piyasanın belirsizlikleri sevmediği ve halihazırda görevde bulunanın değişmesi ile piyasanın düşüş trendine gireceği ile ilgili olan inanışlardır. Analiz sonucunda, piyasanın kısa vadede, cumhuriyetçilerin iktidarda olduğu zamanlarda daha fazla kazandırdığını tespit etmişlerdir. Bununla birlikte, her ne kadar seçim sonuçları hisse senedi fiyatlarını etkilese de, ekonominin performansının iktidardaki partiden etkilendiğinin kesin olmadığını vurgulamışlardır.

Herbst ve Slinkman (1984), Ocak 1924 ve Aralık 1977 döneminde, ABD’de politik seçimlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Bu çalışmalarında Herbst ve Slinkman, hisse senedi piyasası için “ayna” ve “kalıpçı-şekil veren” ifadelerini kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda, 48 aylık seçim döngüsünün varlığının yanı sıra, 24 aylık bir döngünün daha olduğu ancak bu 24 aylık döngünün zirve noktasının seçimlerle aynı zamana denk gelmediğini gözlemlenmiştir. Benzer sonuçlar Huang (1984) tarafından da elde edilmiştir.

Foerster (1994), Kanada ve Amerika seçimlerinin Kanada hisse senedi piyasası üzerine etkilerini incelemiştir. Araştırma sonuçları, Kanada hisse senedi piyasasının Amerika’daki politik değişimlere Kanada’daki politik değişimlerinden daha sert bir biçimde tepki verdiğini ortaya koymuştur.

Pantzalis ve diğerleri (2000) benzer bir çalışmada, finansal piyasa göstergelerinin seçim tarihi etrafındaki değişimlerini 33 ülke ve 1974-1995 dönemi için olay çalışması metodu ile incelemişlerdir. Araştırma sonucunda, politik seçim tarihi etrafındaki günlerde pozitif yönlü anormal getiriler elde edilebileceğini görmüşlerdir. Özellikle seçimden önceki iki haftada hisse senedi getirilerinde pozitif anormal getiriler olduğunu, görevdeki partinin seçimi kaybettiği durumlarda ise daha güçlü pozitif getiriler oluştuğunu gözlemlemişlerdir.

Santa-Clara ve Valkanov (2003) ise ABD’de, Ocak 1927’den Aralık 1998’e kadar olan dönemi incelemişlerdir. Bu çalışmanın sonucunda, demokrat ve cumhuriyetçi parti dönemlerindeki hisse senedi getirileri arasındaki farklılığın istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermişlerdir. Hisse senedi getirileri, Demokrat partilerin iktidarında, cumhuriyetçilerin iktidarda olduğu dönemlere göre %9 daha yüksek gerçekleşmiştir.

İMKB’de seçimler ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi inceleyen sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Mandacı’nın (2003) çalışması, İMKB ile politik seçimler arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar içerisinde ilk olma niteliğini taşımaktadır. Mandacı, Türkiye’deki genel seçimlerin İMKB-100 endeksi getirisi üzerindeki etkilerini incelemiştir. Bu bağlamda, 20 Kasım 1991, 24 Aralık 1995, 18 Nisan 1999 ve 3 Kasım 2002 genel seçimleri olmak üzere toplam dört genel seçimi inceleyip, bu tarihlerden önceki ve sonraki on beş günlük zaman dilimlerinde anormal getiriler olup olmadığını olay çalışması yöntemi ile ölçmüştür. Araştırma sonucunda, 1995 seçimlerini takip eden 1. ve 12. günde anormal getiri oluştuğunu ortaya koymuştur. 1999 seçimlerinden önceki 4. gün normalin üstünde zarar oluşurken, 3. gün normalin üzerinde bir getiri ve seçimlerden sonraki 2. gün de normalin üzerinde getiri sağlanmıştır. 2002 seçimlerinden sonraki 1. 2. ve 4. gün normalin üzerinde getiri elde edilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, Türkiye’nin politik tarihi ile gerçekleşen politik seçimlerin ayrıntılarına yer verilmiştir. Modern Türkiye günümüze kadar pek çok

istikrarsızlık ve darbe dönemleri yaşamıştır. Bu periyotlar son genel seçimi de içine alacak şekilde incelenmiştir. Türkiye son üç seçimde Türkiye Adalet ve Kalkınma Partisi (AKP) tarafından kurulan hükümet tarafından yönetilmekte olup, en önemli muhalefet partisi Cumhuriyet Halk Partisi'dir. Politik risk kapsamında ise, Country Watch editörleri tarafından değerlendirmeye göre Türkiye'nin politik risk indeksi 7 olarak çıkmıştır.

Bu çalışma kapsamında ise politik risk, yerel ve genel seçimler gibi güçlü etkileri olan politik olaylardan kaynaklanan belirsizliklere işaret etmektedir. Çalışmanın amacı İMKB-100 getirilerine yerel ve genel seçimlerle referandumların etkisini araştırmak ve seçim tarihleri etrafında anormal getiriler olup olmadığını ortaya koymaktır. Örneklem periyodu İMKB-100'de hisse senetlerinin ilk işlem gördüğü tarih olan Ocak 1988'de başlayıp, son seçim tarihini de içine alarak Eylül 2011'de sona ermektedir. İnceleme konusu olan genel seçimler sırasıyla 20 Ekim 1991, 24 Aralık 1995, 18 Nisan 1999, 3 Kasım 2002, 22 Temmuz 2007 ve 12 Haziran 2011; yerel seçimler, 27 Mart 1994, 18 Nisan 1999, 28 Mart 2004 ve 29 Mart 2009; referandumlar ise 21 Ekim 2007 ve 12 Eylül 2010 tarihlidir. İMKB-100'e ilişkin günlük veriler İMKB'nin sitesinden elde edilmiştir. Analizlerde, MacKinley (1997) tarafından önerilen olay çalışması (event study) yöntemi kullanılmıştır

Z test sonuçları incelendiğinde, 1991 genel seçimi öncesi ve sonrasında %95 güven aralığında, hisse senedi getirilerinde anlamlı bir farklılığın olmadığı gözlenmektedir. 1995 genel seçiminde seçimlerden önceki 10. günde ve seçimlerden sonraki 1., 2. ve 12. günde hisse senedi getirilerinde anlamlı bir farklılığın olduğu gözlenmektedir. Ancak seçimlerden önceki 10. ve seçimlerden sonraki 1. gündeki negatif yönde anormal getiriler oluşurken; 2. ve 12. günde pozitif yönde anormal getiriler olduğu gözlenmiştir. 1999 seçimlerinden önceki 4. ve 3. gün ile seçimlerden sonraki 2. günde hisse senedi getirilerinde anlamlı farklılıklar olduğu gözlenmiştir. Seçimlerden önceki 4. günde negatif yönde anormal getiri gerçekleşmiştir. 2002 genel seçimlerinde seçimlerden önceki 11. gün ile seçimlerden sonraki 1., 2. ve 4. günde hisse senedi getirilerinde anlamlı bir farklılık olduğu gözlenmiştir. Bu farklılıkların hepsi pozitif yönde gerçekleşmiştir. 2007 genel seçimlerinde seçimlerden önceki 7. ve 2. gün ile seçimlerden sonraki 1. ve 4. günde hisse senedi getirilerinde anlamlı bir değişiklik olduğu gözlenmiştir. Sadece seçimlerden sonraki 4. günde negatif yönde anormal getiri olduğu gözlenmiştir. 2011 genel seçimlerinin hem öncesinde hem de sonrasında, anlamlı bir farklılık gözlenmemiştir.

Yerel seçimler incelendiğinde 1994 seçimlerinden önceki 3. günde ve seçimlerden sonraki 5., 6., 7. ve 8. günde %95 güven aralığında anormal getiriler olmuştur. Bu değişimlerden sadece seçimden önce gerçekleşen değişim negatif yöndedir. 1999 yerel seçimleri, 1999 genel seçimleri ile aynı gün yapıldığı için 1999 genel seçimleri ile benzer sonuçlara sahiptir. 2004 yerel seçimlerinde hem seçim öncesinde hem de

sonrasında anormal getirilere rastlanmamıştır.2009 yerel seçimlerinde ise sadece seçimlerden sonraki 8. günde pozitif yönde anormal getiri olduğu gözlenmiştir.

Son olarak referandumlar incelendiğinde ise hem 2007, hem de 2011 referandumundan önce ve sonra anlamlı bir değişiklik olmadığı gözlenmiştir.

Anormal kümülatif ortalama getiriler (CAAR), özellikle olay sonrası dönemde daha yüksektir. Genel seçimlerden sonraki ilk beş gün için CAAR ve t test sonuçları incelendiğinde, %90 güven aralığında anlamlı farklılıklar olduğu görülmektedir. Yerel seçimler incelendiğinde ise, seçimlerden sonraki ilk 10 ve 15 gün içerisinde anormal kümülatif ortalama getirilerin hem %90, hem de %95 güven aralığında anlamlı derecede farklı olduğu görülmektedir.

Araştırma sonucunda, olay penceresini oluşturan seçimlerden önceki ve sonraki 15 gün boyunca İMKB-100 endeksinde anormal getirilerin olduğu gözlenmiştir. Anormal getiriler özellikle 1991 ve 2011 seçimleri dışındaki genel seçimlerde gözlenmiştir. 1994 ve 1999 yerel seçimlerinde de seçimlerden önceki ve sonraki dönemlerde anormal getirilerin varlığına rastlanmıştır. Referandum tarihleri etrafındaki günlerde ise anormal getirilere rastlanmamıştır. Genel seçimlerde (0,+5) gün aralığında, yerel seçimlerde ise (0,+10) gün aralığında anormal kümülatif ortalama getirilerin varlığını ortaya koymuştur.

Seçimlerin öncesinde ve sonrasında ortaya çıkan hareketliliği göz önünde bulundurarak, rasyonel yatırımcılar bu çalışmada çıkan sonuçlara göre pozisyon alabilirler. Örneğin, tek partinin hükümet kurabileceği tahmin edilirken alacakları pozisyon ile birden fazla partinin hükümeti kuracağını tahmin edildiği dönemlerdeki pozisyonlar birbirinden farklı olabilir.. Diğer bir önemli nokta ise, özellikle seçimlerden önceki 15 günlük dönemde bir gün pozitif yönde anormal getiri elde edilebilirken, diğer bir gün negatif yönde anormal getiri elde edilebildiğidir. Bu durum, özellikler seçimlerden önce beklentilerin değişkenliğini gösterebilir. Ancak kümülatik anormal ortalama getiri sonuçları, seçimlerden sonraki dönemde anormal pozitif getirilerin olduğunu göstermektedir.

Bununla birlikte olay çalışması yöntemi kullanıldığı için İMKB-100 endeksinin olay pencesi döneminde sadece seçimlerden etkilendiği varsayılmıştır. Aslında ekonomik faktörlerden de etkilenmiş olabilir.

Bundan sonra yapılacak olan çalışmalarda, İMKB-100'ün diğer uluslararası borsalardan ne yönde etkilendiği incelenebilir. Bununla birlikte, Türkiye'de yapılan seçimlerin diğer borsaları etkileyip etkilemediği başka bir araştırma konusu olabilir. Seçim tarihleri etrafındaki günlerde anormal getiriler olup olmadığı olay çalışması yöntemi yerine başka yöntemlerle de test edilip, bulunan sonuçlar olay çalışması yöntemi ile elde edilmiş sonuçlarla karşılaştırılabilir. Özellikle ABD'de hisse senedi piyasalarında görülen başkanlık seçim döngüsünün Türkiye'de görülüp görülmediği

incelebilir. Yine ABD hisse senedi piyasalarında varolan piyasanın cumhuriyetçileri demokratlara tercih ettiği, piyasanın belirsizlikleri sevmediği ve halihazırda görevde bulunanın değişmesi ile piyasanın düşüş trendine gireceği ile ilgili olan inanışların Türkiye’de olup olmadığı da incelenebilir.

## GİRİŞ

Sermaye piyasalarında meydana gelen hızlı değişimler, yatırımcıları yeni bilgi arayışlarına yöneltmektedir. Hem yerel, hem uluslararası yatırımcılar için piyasalara ilişkin bilgi edinmek çok önemlidir. Yatırım kararı alırken, yatırım yapılacak ülkedeki ekonomik ve sosyal olaylardan kaynaklanan risklerin yanı sıra, politik risk faktörü de dikkate alınmalıdır. Bir risk çeşidi olan politik risk, “belirli bir yatırımın karlılığı ya da kararı ile ilgili düşüncüyü değiştirebilecek bir siyasal olayın ortaya çıkma olasılığı olarak tanımlanmaktadır” (Haendel ve diğerleri, 1975).

Ekonomik ve politik gelişmelere ilişkin beklentiler, hisse senedi piyasalarını doğrudan etkiler. Politik belirsizliklerin yüksek olduğu dönemlerde, hisse senedi piyasalarının nasıl bir seyir izleyeceği merak konusudur. Dolayısıyla literatürde, politik risk ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi inceleyen pek çok çalışma bulunmaktadır. Özellikle Niederhoffer ve diğerlerinin (1970) Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) başkanlık seçimi ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarının ardından, politik seçimler ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki ilgi çeken konulardan biri haline gelmiştir.

Seçimler, politik olaylar kapsamında özel öneme haizdir. Öncelikle, seçimler seçmenlere ülkenin orta ve uzun vadede ekonomik gidişatını etkileme fırsatı verir. Böylece seçmenler, ya hali hazırdaki kişinin görevine devam etme kararını verir ya da yeni bir partiyi, başkanı seçer. Öte yandan seçimler, medyanın, araştırma şirketlerinin, siyaset bilimcilerin, finansal analistlerin ilgisini fazlasıyla çeker. Özellikle finansal analistler seçim sürecinde ve neticesinde elde ettikleri bilgileri kullanarak finansal piyasaları yönlendirirler. Son olarak, seçim sonuçları açıklanmaya başladıkça, yatırımcılar mevcut bilgilerini güncelleyip, yatırımlarını yeniden değerlendirirler (Pantzalis ve diğerleri, 2000).

Bu çalışmanın amacı da, Türkiye’de yapılan politik seçimler ve referandumlar ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktır. Bu çalışmaya, literatür taramasının ilk kısmında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) üzerine yapılmış çalışmalardan da görüleceği üzere, İMKB’nin etkin bir piyasa olmadığı ve pekçok anomalinin bulunduğu varsayımından yola çıkılarak başlanmıştır. Çalışma, daha önce İMKB üzerine yapılmış hiç bir çalışmada rastlanmadığı kadar uzun bir dönemi (1988-2011) kapsayacak şekilde genel ve yerel seçimlerle, referandum tarihleri etrafındaki günlerde İMKB-100 endeksinde anormal getiriler olup olmadığını araştırmaktadır. Herhangi bir anomalinin varlığı ve bu anomalinin belirlenmesi, hem bireysel, hem de kurumsal yatırımcılar açısından önemlidir. İMKB’nin göreceli olarak genç bir borsa olmasına rağmen, hisse senedi piyasası ve seçimler arasındaki ilişkiyi ve anomalileri ortaya koyan bu çalışmanın, şirket sahiplerine ve potansiyel yatırımcılara yatırım kararlarında ışık tutacağına inanılmaktadır.

Bu çalışmada kullanılan veri seti, İMKB’nin 4 Ocak 1988’de ilk işlem gördüğü tarihten başlayıp, son seçim tarihi olan 9 Eylül 2011’de sona ermekte olup, toplam 5911 günden oluşmaktadır. İMKB’den temin edilen veriler, İMKB-100 endeksinin gün kapanış değerlerini içermektedir.<sup>1</sup> İnceleme konusu olan genel seçimler sırasıyla 20 Ekim 1991, 24 Aralık 1995, 18 Nisan 1999, 3 Kasım 2002, 22 Temmuz 2007 ve 12 Haziran 2011; yerel seçimler, 27 Mart 1994, 18 Nisan 1999, 28 Mart 2004 ve 29 Mart 2009; referandumlar ise 21 Ekim 2007 ve 12 Eylül 2010 tarihlidir. Analizlerde, olay çalışması (event study) yöntemi kullanılmıştır.

Özetle bu çalışmada öncelikle Etkin Piyasalar Hipotezi kısaca anlatılıp, genel bir değerlendirme yapılmıştır. Ardından hisse senedi piyasalarında görülen anomaliler ve dünya borsalarında yapılan çalışmalara yer verilmiştir. Daha sonra İMKB’de görülen anomaliler ile seçimler ve hisse senedi piyasalarına ilişkin literatür araştırmasına geçilmiştir. İkinci bölümde, politik risk başlığı altında politik riskin tanımı ile birlikte Türkiye’deki politik durumdan bahsedilerek, gerçekleşen genel, yerel seçimlerle referandumların çerçevesi çizilmiştir. Son bölümde, veri seti ve yöntem üzerinde durulup, araştırma sonuçlarının yanı sıra, önerilere yer verilmiştir.

---

<sup>1</sup> İkinci seansın yapılmadığı günlerde birinci seans kapanış değerleri alınmıştır.



## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **1.LİTERATÜR ARAŞTIRMASI**

#### **1.1. Etkin Piyasa Hipotezi**

Bu bölümde ilk olarak Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH)'nin tanımına, ardından EPH'ye göre etkinlik formları ve etkinlik testlerine yer verilmiştir. Son olarak ise EPH'nin kısa bir değerlendirilmesi yapılmıştır.

##### **1.1.1. EPH'nin Tanımı**

Finansal piyasalar hakkında araştırma yapanların üzerinde çalıştıkları önemli konulardan biri Eugene Fama (1970) tarafından ortaya atılan EPH'dir. EPH'ye göre, bir finansal varlığın fiyatı herhangi bir zaman diliminde var olan tüm bilgiyi yansıtır ve yeni bir bilgi girişi olduğunda bu bilgi finansal varlığın fiyatına yansır (Fama, 1970).

Fama, etkin bir piyasada güncel fiyatın, ulaşılabilir ve hali hazırdaki tüm bilgileri yansıttığını belirtmiştir. Bir piyasanın etkin olması için gereken koşullar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Fama, 1970):

- € Piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı vardır. Bu alıcı ve satıcılar piyasayı etkileyebilecek güce sahip değildir.
- € Yatırımcılar menkul kıymetlerle ilgili bilgiye düşük bir maliyetle ve anında ulaşabilirler.
- € Piyasaların kurumsal yapısı gelişmiştir. Düzenleyici kurum, mevzuatla piyasaların istikrarlı çalışmasını sağlamaktadır.
- € Vergi ile ilgili düzenlemeler yoktur.
- € Tüm finansal varlıklar bölünebilir.

### 1.1.2. EPH'ye Göre Etkinlik Formları

Fama (1970) sermaye piyasalarında üç tip etkinliğin varlığından söz etmektedir:

- ∅ Zayıf formda piyasa etkinliği,
- ∅ Yarı – güçlü formda piyasa etkinliği,
- ∅ Güçlü formda piyasa etkinliği.

#### a) Zayıf Formda Piyasa Etkinliği

Geçmiş fiyat verileri kullanılarak normal üstü getirinin sağlanamadığı durumlarda zayıf formda piyasa etkinliği söz konusudur. Bunun sebebi geçmişteki bilgilere herkesin kolaylıkla ulaşabilmesidir.

Zayıf formda piyasa etkinliğinin test edildiği çalışmalarda aslında rassal hareket modeli test edilmektedir. Diğer bir ifadeyle, fiyatların tesadüfi olarak oluşup oluşmadığı test edilmektedir. Bunun için de geçmişteki fiyatların gelecekteki fiyatlarla otokorelasyona sahip olup olmadığı ve aşırı kazanç oluşup oluşmadığı araştırılmaktadır (Fama 1970,1991). Zayıf formu test etmeye yönelik çalışmalar, menkul kıymetlerle ilgili geçmiş fiyat verilerinin kar elde etmek amacıyla kullanılıp kullanılmayacağına yöneliktir.

#### b) Yarı Güçlü Formda Piyasa Etkinliği

Yarı güçlü formda piyasa etkinliğinde, fiyatlar sadece geçmiş fiyat verilerini değil, kamuya açıklanan bütün bilgileri yansıtmaktadır. Kamuya açıklanan bilgiler, firmanın değerini etkileyecek tüm bilgileri içermektedir.<sup>2</sup> Yarı güçlü formda piyasa etkinliğine göre, kamuya açıklanmış bilgilere sahip olmak yatırımcıya herhangi bir üstünlük ve ekstra gelir sağlamamaktadır. Çünkü bu bilgilere herkes tarafından ulaşılabilir.

Yarı güçlü formda piyasa etkinliğini ölçen çalışmalarda, fiyatların ulaşılabilir tüm bilgiyi yansıtır yansıtmadığı test edilmektedir. Bu çalışmalarda da genellikle olay çalışması yöntemi kullanılmaktadır (Fama, 1970).

---

<sup>2</sup> Şirketlerin finansal raporları, rakip firmaların finansal raporları vb.

### c) Güçlü Formda Piyasa Etkinliği

Güçlü formda piyasa etkinliğinde, menkul kıymet fiyatlarının kamuya açıklanan ve açıklanmayan tüm özel bilgileri yansıttığı varsayılmaktadır. Yarı güçlü formda piyasa etkinliğinden farkı, halka açık bilgiler kadar, halka açık olmayan bilgilerin, diğer bir deyişle, şirkete özel bilgilerin de fiyatlara yansıdığı durumu ortaya koymaktadır (Fama, 1970). Özetle güçlü formda etkin bir piyasada, tüm bilgiler fiyatlara yansımıştır, bu yüzden hiçbir bilgi fiyatların sağladığı bilgiden daha güvenilir değildir.

#### 1.1.3. EPH'de Etkinlik Testleri

Fiyatların tüm bilgileri yansıttığı öne sürülen EPH'nin ampirik olarak test edilebilmesi için Fama, 1991 yılında yayımlanan makalesinde, daha önce önerdiği EPH'nin test edilmesine yönelik sınıflandırmada değişiklik yapmıştır. Yeni sınıflandırma aşağıdaki gibidir (Özmen, 1997):

- ∅ Getirilerin öngörülebilirliği testleri (zayıf formda etkinlik testleri),
- ∅ Olay çalışmaları testleri (yarı-güçlü formda etkinlik testleri),
- ∅ Özel bilgi testleridir (güçlü forda etkinlik testleri).

#### a) Getirilerin Öngörülebilirliği Testleri (Zayıf Formda Etkinlik Testleri)

Zayıf etkinlik testleri, geçmiş getiriler, temettü ödemeleri, fiyat/kazanç (F/K) oranları, gibi değişkenleri kullanarak hisse senedi getirilerinin öngörülebilir olup olmadığını ölçen testlerdir. Finans literatüründe en çok test edilen konulardan etkinlik türü, zayıf etkinliktir (Özmen, 1997).

#### b) Olay Çalışmaları Testleri (Yarı-güçlü Formda Etkinlik Testleri)

Yarı-güçlü formda etkinlik testlerinde kamuya açık tüm bilgiler karşısında piyasanın tepkisi ölçülmektedir. Fiyatların kamuya açık tüm bilgileri yansıtmadığı ve ne kadar sürede yansıttığı incelenmektedir (Fama, 1991). Yarı güçlü formda etkinlik testleri; yatırım kararları, temettü politikası değişiklikleri, birleşme ve devirler, yönetim değişiklikleri, sermaye yapısındaki değişiklikler gibi firmaya özgü bilgilerle makro ekonomik bilgilerin hisse senedi fiyatlarına yansımaya hızı üzerine yoğunlaşmıştır.

### c) Özel Bilgi Testleri (Güçlü Formda Etkinlik Testleri)

Güçlü formda etkin piyasalar, kamuya açıklanan ya da açıklanmayan tüm bilgilerin hisse senedi fiyatlarına yansıdığı piyasalardır. Hisse senedi piyasalarının güçlü formda etkinliğini test etmeye yönelik çalışmaların amacı, henüz fiyatlara yansımamış bilgileri kullanarak normal üstü getiri elde eden yatırımcıların var olup olmadığını test etmektir (Fama,1991).

Bununla birlikte, güçlü formda etkinliği test edecek genel kabul görmüş bir test tekniği henüz yoktur. Ancak yarı güçlü etkinlik testlerinde olduğu gibi, güçlü etkinlik testlerinde de kamuya açıklanan haberlerden dolayı anormal getirinin olup olmadığı test edilebilir. Şirketle ilgili kamuya açıklanan bir bilginin olmadığı durumda getirilerde gözlemlenen aşırı düşüş veya yükselişler, piyasada kamuya henüz açıklanmamış özel bilgi ile işlem yapıldığının göstergesi olabilir (Tezeller, 2004).

#### 1.1.4. EPH'nin Değerlendirilmesi

Beklenen fayda teorisi, modern portföy teorisi ve finansal varlıkları fiyatlandırma modeli gibi geleneksel finans akımlarından olan EPH'nin daha uzun yıllar önemini koruyacağı gözükmektedir. Fiyatların rassal bir şekilde oluştuğunu gösteren kanıtlar, EPH'nin uzun yıllar konuşulacağını en somut göstergesidir.

Buna karşın EPH'ye yönelik birçok eleştiri bulunmaktadır. EPH'ye yapılan eleştirilerden ilki, piyasada yer alan yatırımcıların geleceğe dair beklentilerinin homojen olduğu önermesine yöneliktir. Yatırımcıların aynı beklentiye sahip olmaları durumunda farklı finansal varlıklara yatırım yapmaları düşünülemez. Öte yandan, anomaliler, piyasanın etkinliğini bozan pek çok faktörün olduğunu göstermektedir (Turan,2010).

Bu çalışmanın önermelerinden biri de ülkelerin gidişatında büyük değişimlere sebep olan seçim tarihleri etrafındaki günlerde, yatırımcıların psikolojik faktörlerinin ve rasyonel olmadığının göz önünde bulundurulmasıdır.

## 1.2. EPH'yi Sorgulatan Anomaliler ve Dünya Borsalarında Yapılmış Başlıca Çalışmalar

EPH'nin testi pekçok ampirik çalışmaya konu olmuştur. Bu çalışmalar, EPH'ye ters düşen bulguların varlığını ortaya koymaktadır. Teoriye ters düşen bu ampirik bulgular anomali olarak tanımlanmaktadır (Thaler, 1987). Anomaliler; siyasal, kültürel, ekonomik, politik ve sosyal faktörler dolayısıyla ortaya çıkmaktadır.

Bildik (2000), finans literatüründe gözlemlenen anomali türlerini zamana bağlı anomaliler ve dönemsel olmayan anomaliler olmak üzere iki gruba ayırmıştır. Bu çalışmada, Özmen (1997), Bildik (2000) ve Öztin'in (2007) çalışmaları da göz önünde bulundurularak, anomali sınıflandırması genişletilmiş ve beş başlık altında toplanmıştır (Özmen, 1997; Öztin, 2007):

### a) Takvimsel Anomaliler

- i) Günlere İlişkin Anomaliler: Gün-içi etkisi, haftanın günü etkisi,
- ii) Aylara İlişkin Anomaliler: Ocak ayı etkisi, yıl dönüşü etkisi, ay dönüşü etkisi, ay içi etkisi,
- iii) Tatillere İlişkin Anomaliler: Tatil etkisi.

### b) Firmaya Dayalı Anomaliler

- i) Küçük-büyük firma anomalisi,
- ii) Fiyat / kazanç oranı anomalisi
- iii) İhmal edilmiş firma etkisi anomalisi
- iv) Birleşme & satın alma anomalisi

### c) Ekonomik Faktörlere Dayalı Anomaliler

### d) Beklenmedik Olaylara Dayalı Anomaliler

### e) Politik Faktörlere Dayalı Anomaliler

Yukarıdaki sınıflandırma kapsamında, anomali tanımlarının ardından dünya borsalarında ve İMKB'de yapılan önemli çalışmalara değinilecektir.

### 1.2.1. Takvimsel Anomaliler

Takvimsel anomaliler; günlere ilişkin, aylara ilişkin ve tatillere ilişkin anomaliler olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Zamana bağlı anomaliler olarak da adlandırılan takvimsel anomaliler, hisse senedi fiyatlarında haftanın günleri, yılın ayları ya da takvimin belli dönemlerinde görülen ve kendini tekrarlama olasılığı yüksek olan mevsimsel trendler, dönemsellikler olarak tanımlanmaktadır (Özmen 1997).

Günlere ilişkin anomalileri inceleyen çalışmaların amacı, haftanın belirli günlerinde, hisse senedi getirilerinde diğer günlere göre anlamlı bir farklılığın olup olmadığını araştırmaktır. French (1980), haftanın günü etkisini, haftanın bazı günlerindeki getirilerin, diğer günlerden istatistiki olarak anlamlı sayılabilecek derecede farklı olması ve haftanın ilk gününden son gününe doğru getirilerin artması olarak tanımlamıştır.

Takvimsel anomalilerin en çok araştırılan konularından olan haftanın günü etkisi anomalisini inceleyen birçok çalışma yapılmıştır. Cross (1973), Standard & Poor's (S&P) endeksinin 1953-1970 yılları arasını incelemiştir. Cross'a göre endeks, cuma günlerinin %62'sinde artmıştır. Buna karşın, pazartesi günlerinin sadece %39.5'inde artmıştır. Bununla birlikte, cuma günlerinin ortalama getirisi %0.12 olurken, pazartesi günlerinin ortalama getirisi % -0,18 olmuştur.

French (1980), S&P endeksinin 1953-1977 yılları arasını incelediği çalışmasında, benzer sonuçlara ulaşmış ve getirilerin pazartesi günleri negatif, cuma günleri ise pozitif olduğunu gözlemlemiştir.

French'in (1980) çalışmasındaki sonuçlara benzer bulgular elde eden Jaffe ve Westerfield (1985), S&P için 1962-1983; İngiltere için 1950-1983; Avustralya için 1973-1983; Kanada için 1976-1983 ve Japonya için 1970-1983 dönemlerini incelemiştir. Çalışma sonucunda Japonya endeksinde salı gününü haftanın en düşük ve negatif ortalama getirisine sahip gün olarak tespit ederken, diğer endeksler<sup>3</sup> için pazartesi gününü en düşük gün olarak bulmuşlardır.

---

<sup>3</sup> ABD, İngiltere, Avustralya ve Kanada.

Aggarwal ve Rivoli (1989), Malezya, Singapur, Hong Kong, Filipinler ve ABD borsalarını 1976-1988 yılları arasında incelemiştir. Filipinler borsasında en düşük ortalama getirinin salı günü, diğer dört borsada ise pazartesi günü olduğunu saptamışlardır. En yüksek ortalama getirili gün ise incelenen beş borsa için de cuma günü olmuştur.

Brooks ve Persand (2001) Malezya, Tayvan ve Tayland borsalarında haftanın günü anomalisinin olup olmadığını inceleyip, en düşük ortalama getirili günü salı, en yüksek ortalama getirili günü ise cuma olarak gözlemlemiştir.

Hui (2005) çalışmasında, Hong Kong, Kore, Singapur, Tayvan, Amerika ve Japonya piyasalarını incelemiştir. Bulgularında, Singapur piyasası dışındaki piyasalarda hafta sonu etkisinin varlığı saptanmıştır. Hui (2005), diğer çalışmaları destekler nitelikte, pazartesi günlerinin getirisinin düşük, cuma günlerinin getirisinin ise yüksek olduğunu gözlemlemiştir.

Takvimsel anomali türlerinden bir diğeri olan “aylara ilişkin anomali” ile ilgili çalışmalar menkul kıymet getirilerinin yılın herhangi bir ayında diğer aylara göre anlamlı bir farklılık olup olmadığını ölçmek amacıyla yapılmaktadır. Aylara ilişkin en yaygın olarak görülen anomali çeşidi “yılın ayı etkisi” diğeri bir deyişle, “ocak ayı etkisi”dir (Bildik, 2000).

Ocak ayı etkisini, Rozeff ve Kinney (1976) New York Borsası’nda, 1904-1974 dönemi için araştırmışlardır. Analiz sonucunda, ocak ayında hisse senetlerinin ortalama getirisini %3,48 olarak bulurken, diğer ayların ortalama getirisini %0,42 olarak bulmuşlardır.

Gültekin ve Gültekin (1983), ocak ayı etkisini ABD, Belçika, Danimarka, Fransa, Almanya, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, İtalya, İsveç, İsviçre, İngiltere, Hong Kong, Japonya, Singapur, Brezilya, Meksika, Kanada ve Avustralya borsaları için test etmişlerdir. Dünya hisse senedi piyasasının %95’ini temsil eden bu ülkelerin 1959-1979 yılları arasını inceleyip, ocak ayında hisse senedi getirilerinin diğer aylara göre daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Poterba ve Weisbenner (2001) da, New York Borsası'nın 1963-1996 dönemini inceledikleri çalışmalarında, ocak ayı etkisinin varlığını saptamışlardır.

Aylara ilişkin önemli takvim etkilerinden biri de ay dönüşü etkisidir. Ay dönüşü anomalisi, bir ayın son günleri ile ertesi ayın ilk günleri arasında takvimsel olarak sürekli yüksek getirilerin elde edilmesini ifade etmektedir (Eken ve Üner, 2010).

Lakonishok ve Smidt (1988), Dow Jones Sanayi Endeksinin 1897-1986 yılları arasındaki 90 yıllık dönemini ay dönüşü etkisi açısından incelemiştir. Çalışmalarında, bir ayın son işlem günü ile izleyen ayın ilk üç günü getiri ortalamalarının, tüm günlerin getiri ortalamasından yaklaşık 7 kat fazla olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Cadsby (1989), Kanada borsası için 1977 - 1987 dönemini incelediği çalışmada, aralık ayının son günü ile ocak ayının ilk üç iş gününün getirilerinin normalin üzerinde olduğunu tespit etmiştir.

Aylara ilişkin önemli takvim anomalilerinden olan yıl dönüşü etkisi ise, aralık ayının son birkaç günü ile ocak ayının ilk haftasını içeren dönemde hisse senedi getirilerinde anlamlı bir değişim gözlemlenmesi durumudur (Eken ve Üner, 2010)

Ng ve Wang (2000), çalışmalarında Aralık 1986 – Ocak 1999 döneminde ABD hisse senedi piyasasını incelemiş ve aralık ayının son 10 işlem günü ile ocak ayının ilk 10 işlem günü getirilerini veri seti olarak kullanılmışlardır. Çalışma sonucuna göre yıl dönüşü etkisine, küçük firmaların hisse senetlerinde daha çok rastlanmaktadır. Bununla birlikte yıl dönüşü etkisi, özellikle ocak ayının ilk işlem günlerinde görülmektedir.

Dai (2003), 1984-1999 dönemi için Norveç Borsası'nı incelediği araştırmasında, yıl dönüşü etkisinin varlığını belirlemiştir. Normal günlerin getiri ortalaması %0,10 iken, yıl dönüşü olarak adlandırılan günlerdeki ortalama getiri %1,19 olarak gözlemlenmiştir. Dai'nin araştırma sonuçlarına göre Norveç



Borsası'nda yıl dönüşü etkisi oldukça güçlüdür ve en yüksek getiri ocak ayının ilk işlem gününde gerçekleşmektedir.

Aylara ilişkin bir diğer takvim etkisi de “ay içi” anomalisidir. Ay içi etkisi, ay içerisindeki belirli günlerde hisse senedi getirilerinde anlamlı bir trend gözlemlenmesi durumunda sözkonusudur. Bu etkiye ilişkin ilk çalışma Ariel (1987) tarafından gerçekleştirilmiştir. Ariel, 1963-1982 döneminde ABD hisse senedi piyasalarını incelediği araştırmasında, ayın ilk dokuz günü ile son dokuz gününün ortalama getirilerini karşılaştırmıştır ve ayın ilk dokuz günlük ortalama getirisinin, son dokuz günlük ortalama getirisinden anlamlı derecede yüksek olduğunu belirlemiştir. Linn ve Lockwood (1990) da, yaptıkları çalışmada Ariel'in çalışma sonuçlarına benzer bulgular elde etmişlerdir.

Hisse senedi piyasalarında gözlemlenen bir diğer anomali, “tatil etkisi”dir. Tatil etkisi anomalisine göre, tatillerden önceki günde hisse senedi getirilerinin normalin üstünde olduğu gözlemlenmektedir.

Fields (1934), Dow Jones Sanayi Endeksinin getirilerini 1901-1932 dönemi için incelemiştir. Sonuçlar, tatillerden bir gün önce hisse senetlerinin yüksek getiriler sağladığını göstermiştir.

Ariel (1990), ABD hisse senedi piyasasında tatil etkisi anomalisini incelemiştir. 1963-1982 yılları arasında, hafta sonu tatilleri hariç, toplam 160 adet tatil üzerine yaptığı incelemede, tatil öncesi getirilerin normal gün getirilerinden oldukça yüksek olduğunu ve bu getirilerin tatilden bir gün önceki seansta gerçekleştiğini gözlemlemiştir. Bununla birlikte, Ariel çalışmasında, tatil öncesi anomalisinin, ocak ayı anomalisinden farklı bir anomali olduğunu belirlemiştir.

Arsad ve Coutts (1997), Londra Borsası'nda 1935-1994 dönemine ilişkin yapmış oldukları çalışmada, salı hariç diğer günler için, tatil öncesi günlerdeki getirilerin tatil olmayan günlere göre beş ile dokuz katı oranında fazla olduğunu bulmuşlardır. Salı günleri ortalamasının düşük olmasını, pazartesi günleri gözlemlenen hafta sonu etkisinden kaynaklandığını belirtmişlerdir.

Meneu ve Pordo (2004), Ocak 1990 - Aralık 2000 döneminde İspanya hisse senedi piyasalarında tatil etkisinin varlığını göstermişlerdir.

Tablo 1.1’de dünya borsalarında takvimsel anomalilere ilişkin yapılmış belli başlı çalışmaların bulguları özetlenmektedir:

**Tablo 1.1: Dünya Borsalarında Takvimsel Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar**

Araştırmacı	Yılı	İncelenen Ülke	İncelenen Dönem	Haftanın Günü Etkisi		Yılın Ayı Etkisi		Ay İçerik Etkisi	Ay ve Yıl Dönüşü Etkisi	Hafta Sonu Etkisi	Tatil Etkisi
				Yüksek	Düşük	Yüksek	Düşük				
Cross	1973	ABD	1953-1970	Cuma	Pazartesi						
French	1980	ABD	1953-1977	Cuma	Pazartesi						
Jaffe ve Westerfield	1985	Japonya, İngiltere, Avustralya, Kanada	1950-1983	Cuma	Japonya için salı günü; İngiltere, Avustralya, Kanada için pazartesi günü						
Aggarwal ve Rivoli	1989	Malezya, Singapur, Hong Kong, Filipinler ve ABD	1976-1988	Cuma	Filipinler için salı günü; diğer borsalar için pazartesi						
Brooks ve Persaud	2001	Malezya, Tayvan ve Tayland	1989-1996	Cuma	Salı						
Hui	2005	Hong Kong, Kore, Singapur, Tayvan, Amerika ve Japonya	1998-2001	Cuma	Pazartesi					Var	
Rozeff ve Kinney	1976	1904-1974					Ocak				
Gültekin ve Gültekin	1983	ABD, Belçika, Danimarka, Fransa, Almanya, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, İtalya, İsveç, İsviçre, İngiltere, Hong Kong, Japonya, Singapur, Brezilya, Meksika, Kanada ve Avustralya	1959-1979				Ocak				

Tablo 1.1 devam

Poterba ve Weisbenner	2001	ABD	1963-1996				Ocak													
Lakonishok ve Smidt	1988	ABD	1897-1986																	Bir ayın son işlem günü ile izleyen ayın ilk üç günü
Cadabby	1989	Kanada	1977-1987																	Aralık ayının son günü ile Ocak ayının ilk üç iş günü
Ng ve Wang	2000	ABD	1986-1999				Ocak													Aralık ayının son 10 işlem günü ile Ocak ayının ilk 10 işlem günü
Dai	2003	Norveç	1984-1999																	Yıl dönüşü etkisinin varlığı bulunmuştur.
Ariel	1990	ABD	1963-1982																	Aynı ilk dokuz günü ile son dokuz gününün ortalamaları getirilerinde yükseklik
Linn ve Lockwood	1990	ABD	1964-1984																	Öğleden sonraya kadar düşüş, öğleden sonra artış şeklinde gözlemlenen gün içi etkisi
Fields	1934	ABD	1901-1932																	
Arsad ve Coutts	1997	İngiltere	1935-1994				Salı													Tatillerden bir gün önce yüksek getiri
Mencu ve Pardo	2004	İspanya	1990-2000																	Tatillerden bir gün önce yüksek getiri

### 1.2.2. Firmaya Dayalı Anomaliler

Küçük-büyük firma anomalisi, piyasa değeri düşük olan firmaların piyasa getirisinin üzerinde getiri sağlamaları ile ilgilidir. Banz (1981), küçük-büyük firma anomalisini ilk defa öne süren kişidir. Banz, New York Menkul Kıymetler Borsası'nın 1936 - 1975 dönemini incelediği çalışmasında, pazar değeri düşük olan firmaların daha fazla getiri sağladığını gözlemlemiştir. Bunun haricinde, küçük - büyük firma anomalisi diğer pekçok çalışmada da incelenmiştir (Reinganum, 1983; Keim, 1983; Fama ve French, 1992).

İhmal edilmiş firma etkisi anomalisi, yatırımcılar tarafından ihmal edilerek, daha az tavsiye edilen ve işlem gören hisse senetlerinin diğer hisse senetlerine göre daha yüksek performans göstermesi olarak tanımlanmaktadır (Hepşen ve Demirci, 2007). Arbel ve diğerleri (1983), S&P'nin 1971-1980 dönemini inceledikleri çalışmalarında, yatırımcıların küçük firmaları fazla incelemeyeceği için ihmal ederek, büyük firmaların hisse senetlerine yöneldiklerini belirlemişler ve ihmal edilmiş firma anomalisinin varlığını göstermişlerdir.

Carvell ve Strebel (1987), New York Borsası'nın 1976-1981 dönemini inceledikleri çalışmalarında, işlem gören 856 hisse senedinde ihmal edilmiş firma etkisi anomalisini ve normal üstü getiriyi gözlemlemişlerdir. Bununla birlikte Beard ve Sias (1997), 1982-1995 yılları arasında New York Borsası'nda ihmal edilmiş hisse senedi etkisini araştırmışlar ve benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

Li ve Fleisher (2002), ihmal edilmiş hisse senedi anomalisini 1998-2002 dönemi için Çin borsalarında test etmişlerdir. Bu doğrultuda Çin menkul kıymetler borsasında yer alan firmaları A ve B olmak üzere iki gruba ayırmışlardır. A grubu hisse senetleri Çin kökenli kurumsal yatırımcılar tarafından satın alınırken, B grubuna dahil olan hisse senetleri yabancı yatırımcılar tarafından satın alınmaktadır. Yapılan analizler sonucunda, B grubu hisse senetlerinde ihmal edilmişlik etkisinin daha anlamlı ve güçlü olduğu ortaya koyulmuştur.

Firmalara ilişkin anomalilerden biri olan birleşme ve satın alma anomalisi, hisse senedi fiyatlarının şirket birleşme ve satın alma olaylarından önce kısa vadede artmasıyla ilgilidir. Keown ve Pinkerton (1981), 194 Amerikan firmasının birleşme

duyurularını incelemiş ve devralma duyurularından oniki gün önce anlamlı pozitif anormal getiriler olduğunu gözlemlemişlerdir.

Şirket birleşmelerinin değer yaratma etkisini inceleyen çalışmalar ise kısa dönemli hisse senedi performanslarının şirket birleşme ve devralma duyurularını çevreleyen zaman diliminde pozitif olduğunu göstermektedir. Keown ve Pinkerton'ın çalışmalarına benzer şekilde, Dennis ve McConnell (1986) da çalışmalarında, birleşme duyurularından önce şirketlerin hisse senedi getirilerinin anlamlı bir şekilde yüksek getiriler sağladığını ortaya koymuşlardır.

Wong ve Cheung (2009), 2000 ile 2007 yılları arasında Hong Kong, Tayvan, Çin, Singapur, Güney Kore ve Japonya'daki şirket birleşme ve devralma duyurularının ilgili şirketlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Çalışmanın bulguları, şirket birleşme ve devralma duyurularına olan tepkilerin satın alan şirketler için pozitif, hedef şirketler için ise negatif olduğunu ortaya koymuştur. Dünya borsalarında firmaya dayalı anomalilere ilişkin yapılmış başlıca çalışmalara Tablo:1.2'de görülmektedir.

Araştırmacı	Yılı	İncelenen Ülke	İncelenen Dönem	Firmaya Dayalı Anomali Çeşidi	Araştırma Sonucu
Banz	1981	ABD	1936-1975	küçük-büyük firma anomalisi	Var
Reinganum	1983	ABD	1962-1979	küçük-büyük firma anomalisi	Var
Keim	1983	ABD	1963-1979	küçük-büyük firma anomalisi	Var
Fama ve French	1992	ABD	1963-1990	küçük-büyük firma anomalisi	Var
Arbel ve diğerleri	1983	ABD	1971-1980	ihmal edilmiş firma etkisi	Var
Carvell ve Strabel	1987	ABD	1976-1981	ihmal edilmiş firma etkisi	Var
Beard ve Sias	1997	ABD	1982-1995	ihmal edilmiş firma etkisi	Var
Li ve Fleisher	2002	Çin	1998-2002	ihmal edilmiş firma etkisi	yabancı yatırımcılar tarafından alınan hisse senedi grubunda daha güçlü olduğunun ortaya koyulması
Keown ve Pinkerton	1981	ABD	1975-1978	birleşme ve satın alma anomalisi	devralma duyurularından 12 gün önce pozitif anormal getirilerin varlığının ortaya koyulması
Dennis ve McConnell	1986	ABD	1980-1984	birleşme ve satın alma anomalisi	birleşme duyurularından önce pozitif anormal getirilerin varlığının ortaya koyulması
Wong ve Cheung	2009	Hong Kong, Tayvan, Çin, Singapur, Güney Kore, Japonya	2000-2007	birleşme ve satın alma anomalisi	satın alan şirketler için pozitif, hedef şirketler için negatif anormal getirilerin varlığının ortaya koyulması

### 1.2.3. Ekonomik Faktörlere Dayalı Anomaliler

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen unsurlar arasında işletmeye özgü faktörlerin yanı sıra ekonomiye ilişkin değişikliklerden kaynaklanan faktörler de bulunmaktadır. Bu yüzden, hisse senedi fiyatları ile genel ekonomik durum arasındaki ilişki, finans alanında önemli araştırma konularından biri olmuştur. Bazı araştırmacılar ekonomik göstergelerin yardımı ile hisse senedi fiyatlarında meydana gelebilecek bir artış veya azalışın önceden tahmin edilebileceğini savunmuşlardır. Bazı araştırmacılar da olaya etkin piyasalar hipotezi açısından yaklaşarak hisse senedi fiyatlarının gelecekle ilgili bütün beklentileri yansıttığını ve bu yüzden geçmiş ekonomik verilerle gelecekteki fiyat değişimlerinin tahmin edilmesinin mümkün olmayacağı görüşünü savunmuşlardır (Zügül ve Şahin, 2009). Ekonomik göstergelerin değişmesiyle hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişim, ekonomik faktörlere dayalı anomaliler olarak adlandırılmaktadır.

Hisse senedi getirilerinde anomalilere sebebiyet verebilecek ekonomik değişikliklerin bazıları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Barak, 2006):

- ∅ Fiyatlar genel seviyesindeki değişiklikler,
- ∅ Gayri safi milli hasıladaki değişiklikler,
- ∅ Para arzındaki değişiklikler,
- ∅ Faiz hadlerindeki değişiklikler,
- ∅ Döviz kurlarındaki değişiklikler,
- ∅ Kurumlar vergisi hadlerindeki değişiklikler.

Fama (1981), enflasyon ile hisse senedi fiyatları arasında ters yönde güçlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Dhakal ve diğerleri (1993) para arzı ile ABD hisse senetleri piyasasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında, ABD hisse senedi piyasasının para arzından pozitif yönde etkilendiğini ortaya koymuşlardır.

Wongbangpo ve Sharma (2002), GSMH, TÜFE, para arzı, faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerinin, Endonezya, Malezya, Singapur, Filipinler ve Tayland hisse senedi piyasalarında işlem gören hisse senetlerinin fiyatları üzerindeki etkisini

incelemişler ve bu değişkenlerle hisse senedi fiyatları arasında bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. İncelenen tüm piyasalarda, hisse senedi fiyatlarıyla enflasyonun ters yönde; faiz oranlarının Filipinler, Singapur ve Tayland piyasalarında hisse senedi fiyatları ile negatif yönde, Endonezya ve Malezya piyasalarında ise pozitif yönde ilişkili olduğunu saptamışlardır. Bununla birlikte, Endonezya, Malezya ve Filipinler’de döviz kurlarının, hisse senedi fiyatlarıyla pozitif; Singapur ve Tayland piyasalarında ise negatif yönde ilişki içerisinde olduğu sonucuna varmışlardır. Dünya borsalarında ekonomik faktörlere dayalı anomalilere ilişkin yapılmış başlıca çalışmalar Tablo 1.3’te görülmektedir:

Araştırmacı	Yılı	İncelenen Ülke	İncelenen Dönem	Araştırma Sonucu
Fama	1981	ABD	1953-1980	enflasyon ile hisse senedi getirileri arasında ters yönde güçlü bir ilişki olduğunun ortaya koyulması
Dhokal ve diğerleri	1993	ABD	1973-1991	hisse senedi getirilerinin para arzından pozitif yönde etkilendiğinin ortaya koyulması
Wongbangpo ve Sharma	2002	Endonezya, Malezya, Singapur, Filipinler ve Tayland	1985-1996	İncelenen tüm piyasalarda, hisse senedi fiyatlarıyla enflasyonun ters yönde; faiz oranlarının Filipinler, Singapur ve Tayland piyasalarında hisse senedi fiyatları ile negatif yönde, Endonezya ve Malezya piyasalarında ise pozitif yönde Endonezya, Malezya ve Filipinler’de döviz kurlarının, hisse senedi fiyatlarıyla pozitif; Singapur ve Tayland piyasalarında ise negatif yönde ilişki içerisinde olduğunun ortaya koyulması

#### 1.2.4. Beklenmedik Olaylara Dayalı Anomaliler

Pekçok çalışmada deprem, sel, kasırga, uçak kazası ve terörist eylemler gibi beklenmedik olayların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri araştırılmıştır.<sup>4</sup>

Shelor ve diğerleri (1992) çalışmalarında sigorta sektörü şirketlerinin hisse senedi fiyatlarının 1989 San Francisco depreminden sonra arttığını belirtmişlerdir. Aiuppa ve diğerleri (1993) de California depreminin ardından benzer sonuçlara ulaşmış ve sigorta sektörü şirketlerinde hisse senedi fiyatlarının arttığını gözlemişlerdir.

<sup>4</sup> **uçak kazaları:** Barrett ve diğerleri, 1987; Davidson ve diğerleri, 1987; **kasırgalar :** Lamb, 1998, 1998; Angbazo ve Narayanan, 1996; **deprem:** Shelor ve diğerleri, 1992.



Lamb (1998), Hugo ve Andrew kasırgalarının sigorta şirketlerinin hisse senedi getirileri üzerine etkisini araştırmıştır. Çalışmada, firmaların Hugo kasırgasından etkilenmeyip, Andrew kasırgasından negatif yönde etkilendikleri sonucuna ulaşmıştır.

Carter ve Simkins (2004), 11 Eylül Saldırısı'nın hava yolu şirketlerinin hisse senedi fiyatlarına etkisini araştırmışlardır. Analiz sonucunda tüm hava yolu şirketleri için negatif yönde anormal getiriler olduğunu fakat hava taşımacılığı şirketlerinde bu etkinin daha az olduğunu saptamışlardır. Dünya borsalarında beklenmedik olaylara dayalı anomalilere ilişkin yapılmış başlıca çalışmalar Tablo 1.4'te görülmektedir:

**Tablo 1.4:** Dünya Borsalarında Beklenmedik Olaylara Dayalı Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar

Araştırmacı	Yılı	İncelenen Ülke	İncelenen Olay	Araştırma Sonucu
Shelor ve diğerleri	1992	ABD	1989 San Francisco depremi	sigorta sektörü şirketlerinin hisse senedi fiyatlarının deprem sonrasında arttığının gözlenmesi
Aiuppa ve diğerleri	1993	ABD	1989 California depremi	sigorta sektörü şirketlerinin hisse senedi fiyatlarının 1989 San Francisco depreminden sonra arttığının gözlenmesi
Lamb	1998	ABD	1989 Hugo kasırgası 1992 Andrew kasırgası	sigorta şirketlerinin Hugo kasırgasından etkilenmeyip, Andrew kasırgasından negatif yönde etkilendiğinin ortaya koyulması
Carter ve Simkins	2004	ABD	11 Eylül 2001	hava yolu şirketleri hisse senedi getirilerinde negatif yönde anormal getiriler olduğunun gözlenmesi

### 1.2.5. Politik Olaylara Dayalı Anomaliler

Finans yazınında ekonomik faktörlerin hisse senedi piyasalarına etkileri pek çok araştırmacı tarafından incelenmiştir. Ancak politik risk ve etkilerini inceleyen sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Ekonomik faktörlerle politik faktörlerin hisse senedi piyasalarına etkileri karşılaştırıldığında birbirinden farklı özelliklere sahip oldukları görülmektedir. Örneğin, ekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri dolaysız olurken; politik faktörlerin etkileri dolaylı yollardan olur ve hemen görülmez. Bununla birlikte finansal analistler özellikle işletme ve ekonomi alanlarında eğitim aldıklarından, politik haberleri ve etkilerini yorumlamada ekonomik haberlere göre zorlanırlar. Ancak dünya piyasalarında politik faktörlerden kaynaklanan bir çok anomali bulunmaktadır. Bu bölümde, çalışmanın konusu

bağlamında ilk olarak politik risk ve tanımına değinilmiş, ardından politik olaylara dayalı anomaliler ve dünyada yapılmış çalışmalara yer verilmiştir.

### **Politik Risk ve Tanımı**

Errunza ve Losq (1987) uluslararası piyasalarda yatırım yaparken karşılaşılan riskleri dörde ayırmaktadır:

1. Kur riski (döviz kuru riski ve satın alma gücü riskini içerir),
2. Politik risk (vergiler, gümrük vergileri, sermaye akışlarına ilişkin sınırlamaları içerir),
3. Yatırım riski,
4. Ülkenin gelişmişlik seviyesine göre riski (büyüklük, likidite riski ve regülasyonları içerir).

Haendel ve diğerleri (1975) politik riski, belirli bir yatırımın karlılığı ile ilgili düşünceyi değiştirebilecek bir siyasal olayın ortaya çıkma olasılığı olarak tanımlamaktadırlar. Haendel ve diğerleri tarafından işaret edildiği gibi, yatırımcılar kendi yatırımlarını etkileyebilecek politik risk unsurlarını ellerinden geldiği kadar kontrol etmeye çalışırlar. Örneğin fon yöneticileri, sermaye sınırlamaları ile ilgili düzenlemeleri, kendi yatırımlarını önemli düzeyde etkileyeceği için takip ederler (Cosset & Suret, 1995).

Siyasal risk olarak da tanımlanan politik risk, hükümetlerin ekonomiye müdahale etmeleri ile artar. Sermaye akışına ilişkin koyulan engeller, döviz ve portföy akışına dair kontroller ve vergiler politik risk çeşitlerindedir. Bunlara ek olarak, siyasal istikrarsızlık, seçimler, hükümet değişiklikleri ve hükümetin hatalı uygulamaları da politik riskler arasındadır. Finans alanında özellikle enflasyon, büyüme oranı, döviz kuru gibi faktörlerin piyasalara etkileri çok incelenmesine rağmen, politik riskin etkileri yeterince incelenmemiştir (Mandacı, 2003).

Politik faktörlerin etkileri, gelişmekte olan piyasalarda, gelişmiş piyasalara oranla daha fazla görülmektedir. Buna karşın, Cosset ve Suret (1995), finansal piyasaların gelişmesiyle birlikte, portföy yöneticilerinin gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelere yatırım yapmaları gerektiğini belirtmişlerdir. Bunun sebebi,

gelişmekte olan piyasalara yatırım yapılarak, bu ülkelerdeki getiri oranlarının görece yüksekliğinden yararlanılabileceği düşüncesidir.

### **Dünyada Seçimler ile Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar**

Finansal piyasalar ile politik seçimler arasındaki ilişki, finans alanında çalışanların ilgisini çekmiş ve bu ilişkiyi inceleyen pek çok çalışma yapılmıştır. Bu ilginin nedeni politik seçimler neticesinde kurulan hükümetin ve seçilen başbakanın; ülkenin dış ilişkilerini, yasama - yürütme organlarını ve ekonomisini doğrudan etkileyen faktörler arasında bulunmasına bağlıdır. Yapılan politik seçimler, aynı zamanda hisse senedi piyasalarını da etkileyebilir. Bir ülke ekonomisinin barometresi olarak düşünülebilen hisse senedi piyasaları üzerine yapılan çalışmalar da büyük önem taşımaktadır (Wong&McAller, 2008). Bu nedenle, literatür araştırmasının bu bölümünde, dünya borsalarında politik seçimlerle hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalara yer verilmiştir.

Niederhoffer ve diğerleri (1970), ABD’de yapılan seçim tarihi etrafındaki günleri inceleyerek piyasa davranışını analiz etmişlerdir. Yapılan bu analizle, Wall Street’in beklentisi olan, piyasaların cumhuriyetçileri tercih etmesi gerektiği yönündeki düşüncenin doğru olup olmadığını araştırmışlardır. Araştırmaya başlarken Niederhoffer ve diğerlerinin hipotezi şudur: Piyasa cumhuriyetçileri demokratlara tercih ediyorsa, cumhuriyetçi adayın seçildiği günün ertesinde piyasalarda genel bir coşku havasının yaşanması gerekir. Yatırımcılar bu adayın gelecek dört sene iktidarda olacağını bildiği için, seçimlerden sonraki ilk gün yaşanacak coşku nedeniyle Dow Jones Endeksi’ndeki yükseliş, diğer günlere göre yüksek olmalıdır. Ancak Niderhoffer ve diğerlerinin vardıkları sonuç, seçimlerin ertesi günündeki değişimin, nicelik olarak diğer günlere nazaran çok farklı olmadığı yönündedir. 1900-1968 döneminin incelendiği çalışmada, ABD seçimlerini cumhuriyetçi bir aday kazandığında, seçimleri takip eden haftadaki ortalama getirilerin %1.08 ile -%0.23; demokrat bir aday kazandığında ise %1.30 ile -%1.13 arasında değiştiği gözlenmiştir. Furio ve Pardo’ya (2010) göre Niederhoffer ve diğerlerinin (1970) yaptığı bu çalışma ile seçim tarihleri etrafındaki günlerde hisse senedi piyasalarının hareketlerini inceleyen çalışmaların sayısında artış olmuştur.

Rilley ve Luksetich (1980), 1900-1976 döneminde, seçim tarihleri etrafındaki günlerde ABD borsalarında fiyat hareketlerini incelemişlerdir. Çalışmalarının giriş kısmında, Wall Street'te varolan bir takım inanışlardan bahsedilmiştir. Bunlar, piyasanın cumhuriyetçileri demokratlara tercih ettiği, piyasanın belirsizlikleri sevmediği ve halihazırda görevde bulunanın değişmesi ile piyasanın düşüş trendine gireceği ile ilgili olan inanışlardır. Analiz sonucunda, piyasanın kısa vadede, cumhuriyetçilerin iktidarda olduğu zamanlarda daha fazla kazandırdığını tespit etmişlerdir. Bununla birlikte, her ne kadar seçim sonuçları hisse senedi fiyatlarını etkilese de, ekonominin performansının iktidardaki partiden etkilendiğinin kesin olmadığını vurgulamışlardır.

Herbst ve Slinkman (1984), Ocak 1924 ve Aralık 1977 döneminde, ABD'de politik seçimlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Bu çalışmalarında Herbst ve Slinkman, hisse senedi piyasası için "ayna" ve "kalıpcı-şekil veren" ifadelerini kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda, 48 aylık seçim döngüsünün varlığının yanı sıra, 24 aylık bir döngünün daha olduğu ancak bu 24 aylık döngünün zirve noktasının seçimlerle aynı zamana denk gelmediğini gözlemlenmiştir.

Foerster (1994), Kanada ve Amerika seçimlerinin Kanada hisse senedi piyasası üzerine etkilerini incelemiştir. Araştırma sonuçları, Kanada hisse senedi piyasasının Amerika'daki politik değişimlere Kanada'daki politik değişimlerinden daha sert bir biçimde tepki verdiğini ortaya koymuştur.

Foerster ve Schmitz (1997), ABD'nin dört yıllık seçim dönemini inceleyip, üçüncü ve dördüncü yılların getirilerinin, ikinci yıla göre çok daha yüksek olduğunu belirlemişlerdir. Foerster ve Schmitz, araştırmalarında inceledikleri 18 ülkenin 1957-1996 döneminde sermaye kazançlarının ikinci yılda %0.66 oranında düşük, üçüncü ve dördüncü yılda ise %11.68 oranında yüksek olduğunu ölçmüşlerdir. Bununla birlikte, ABD seçimlerinin etkilerinin ülke sınırları içerisinde kalmayıp, uluslararası piyasalarda da görüldüğünü belirtmişlerdir.

Pantzalis ve diğerleri (2000) benzer bir çalışmada, finansal piyasa göstergelerinin seçim tarihi etrafındaki değişimlerini 33 ülke ve 1974-1995 dönemi için olay çalışması metodu ile incelemişlerdir. Araştırma sonucunda, politik seçim tarihi etrafındaki günlerde pozitif yönlü anormal getiriler elde edilebileceğini

görmüşlerdir. Özellikle seçimden önceki iki haftada hisse senedi getirilerinde pozitif anormal getiriler olduğunu, görevdeki partinin seçimi kaybettiği durumlarda ise daha güçlü pozitif getiriler oluştuğunu gözlemlemişlerdir.

Santa-Clara ve Valkanov (2003) ise ABD’de, Ocak 1927’den Aralık 1998’e kadar olan dönemi incelemişlerdir. Bu çalışmanın sonucunda, demokrat ve cumhuriyetçi parti dönemlerindeki hisse senedi getirileri arasındaki farklılığın istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermişlerdir. Hisse senedi getirileri, Demokrat partilerin iktidarında, cumhuriyetçilerin iktidarda olduğu dönemlere göre %9 daha yüksek gerçekleşmiştir.

Nippani ve Arize (2005), 2000 Amerikan seçimlerinin ertelenmesinin Kanada ve Meksika hisse senedi piyasaları üzerine etkilerini inceleyip, söz konusu piyasaların olumsuz yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Çalışmada, Kanada ve Meksika borsaları için Amerikan seçimlerinin önemi vurgulanmıştır.

Li ve Born (2006) 1962-2001 dönemini kapsayan çalışmalarında, ABD başkanlık seçimlerinin hisse senedi piyasasına etkilerini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, seçim sonuçlarının finansal piyasaları etkilediğini ancak demokrat ya da cumhuriyetçi adayın seçilmesinin hisse senetlerinin ortalama getirileri üzerinde anlamlı farklılıklar oluşturmadığını görmüşlerdir. Görevdeki partinin yeniden seçileceğinin belli olduğu durumlarda da hisse senedi getirilerinde anlamlı bir farklılık olmadığını gözlemlemişlerdir.

Bialkowski ve diğerleri’nin (2008), çalışmasında 27 OECD ülkesinin genel seçimleri ile hisse senedi hareketleri arasındaki ilişki incelenmiştir. İlk seçim tarihinin 1982 ve son seçim tarihinin 2004 olduğu toplam 134 seçim incelenmiştir. Araştırma sonucunda, hisse senedi fiyatlarının geçici de olsa, politik seçim sonuçlarına güçlü pozitif yönde bir tepki verdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Wong ve McAller (2008), Ocak 1965-Aralık 2003 döneminde ABD hisse senedi piyasasının davranışlarını inceleyip, hisse senedi fiyatlarının dört yıllık “başkanlık seçim döngüsü”<sup>5</sup> dahilinde hareket ettiklerini gözlemlemişlerdir. Aynı

---

<sup>5</sup> Herhangi bir başkanlık döneminin ilk yarı yılında fiyatlar düşmeye başlamakta, ikinci yılda düşmeye devam etmektedir. Başkanlığın ikinci yarısından itibaren yükselmeye başlayan hisse senedi getirileri daha sonra yükselişe geçmekte, üçüncü ve dördüncü yılda en yüksek seviyeye ulaşmaktadır.

zamanda Wong ve McAller (2008) cumhuriyetçilerin iktidarda oldukları dönemde hisse senetlerinin ortalama getirilerinin, demokratların iktidarda olduğu döneme göre daha yüksek düzeyde gerçekleştiğini gözlemlemişlerdir.

Furio ve Pardo (2010) 1976-2008 döneminde, politik olayların İspanya hisse senedi piyasaları üzerine etkilerini incelemişlerdir. Araştırma sonucunda, seçim dönemlerinde, görevdeki kişinin değişmesi ve sağ ya da sol kanadın seçimleri kazandığı durumlarda anormal getirilerin oluşmadığını gözlemlemişlerdir. Dünya borsalarında politik faktörlere dayalı anomalilere ilişkin yapılmış başlıca çalışmalar Tablo 1.5'te görülmektedir.

**Tablo 1.5: Dünya Borsalarında Politik Faktörlere Dayalı Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar**

Araştırmacı	Yılı	İncelenen Ülke	İncelenen Dönem	Araştırma Sonucu
Niederhoffer ve diğerleri	1970	ABD	1900-1968	Cumhuriyetçi bir aday kazandığında, seçimleri takip eden haftadaki ortalama getirilerin %1,08 ile -%0,23; demokrat bir aday kazandığında ise %1,30 ile -%1,13 arasında değiştiğinin gözlenmesi
Rilley ve Luksetich	1980	ABD	1900-1976	Kısa vadede cumhuriyetçilerin daha fazla kazandığının tespit edilmesi
Herbst ve Slinkman	1984	ABD	1924-1977	48 aylık başkanlık seçim döngüsünün varlığının ortaya koyulması
Foerster	1994	Kanada	1960-1992	Kanada hisse senedi piyasasının Amerika'daki politik değişimlere Kanada'daki politik değişimlerinden daha sert bir biçimde tepki verdiğinin ortaya koyulması
Foerster ve Schmitz	1997	ABD	1957-1996	ABD'de başkanlık seçim döngüsünün varlığının ortaya koyulması ve ABD seçimlerinin uluslararası etkisi olduğunun ortaya koyulması
Pantzalis ve diğerleri	2000	33 ülke	1974-1995	Seçimden önceki iki haftada hisse senedi getirilerinde pozitif anormal getiriler olduğunu ve görevdeki partinin seçimi kaybettiği durumlarda daha güçlü pozitif getiriler oluştuğunun ortaya koyulması
Santa-Clara ve Valkanov	2003	ABD	1927-1998	Demokratların yönetimde olduğu zamanların cumhuriyetçilere göre % 9 daha fazla kazandığının ortaya koyulması
Nippani ve Arize	2005	Kanada ve Meksika	2000	Kanada ve Meksika hisse senedi piyasalarının ABD seçimlerinden etkilendiğinin ortaya koyulması
Li ve Born	2006	ABD	1962-2001	Demokrat ya da cumhuriyetçi adayın seçilmesinin hisse senetlerinin ortalama getirileri üzerinde anlamlı farklılıklar oluşturmadığının gözlenmesi
Bialkowski ve diğerleri	2008	27 OECD ülkesi	1982-2004	Hisse senedi fiyatlarının geçici de olsa, politik seçim sonuçlarına güçlü pozitif yönde bir tepki verdiğin ortaya koyulması
Wong ve McAller	2008	ABD	1965-2003	Başkanlık seçim döngüsünün varlığının ortaya koyulması
Furio ve Pardo	2010	İspanya	1976-2008	Seçim sonuçlarının anormal getirilere sebep olmadığının ortaya koyulması

Bu döngüsel trend, Başkan Lyndon Johnson'dan, Başkan George W. Bush'a kadar geçen süreçte yapılan araştırmalarda rastlanmıştır.

### 1.3. İMKB Üzerine Yapılmış Çalışmalar

İMKB, menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesini sağlamak amacıyla 26 Aralık 1985'te kurulmuş, 3 Ocak 1986 tarihinde faaliyete geçmiştir. İMKB, kurulduğu günden bu yana Türk sermaye piyasalarının ve Türkiye ekonomisinin gelişimine katkıda bulunmaktadır. İMKB özerk ve mesleki bir kurum olup, kamu tüzel kişiliğine haizdir ve yetkili olduğu alanlarda kendi yasal düzenlemelerini yapabilmektedir.

(<http://www.imkb.gov.tr/AboutUs/AboutUsMain.aspx>)

#### 1.3.1. İMKB Tarihindeki Önemli Olaylar

##### 1985

- ∅ Aralık: İMKB'nin Muharrem Karslı başkanlığında açılması.

##### 1987

- ∅ Ekim: Daha önce haftalık olarak hesaplanan borsa endekslerinin günlük olarak hesaplanmaya başlaması.

##### 1989

- ∅ Temmuz: Takas ve Saklama Merkezi'nin kurulması.
- ∅ Ağustos: Yabancı yatırımcılara Türkiye'deki her türlü menkul kıymete yatırım yapma ve karlarını transfer etme imkanı veren 32 sayılı kararın yayımlanması.

##### 1991

- ∅ Haziran: Tahvil ve Bono Piyasası'nın kurularak kesin alım-satım pazarının faaliyete başlaması.

##### 1992

- ∅ Ekim: İMKB'nin Dünya Borsalar Federasyonu'na tam üye olarak kabul edilmesi.

**1993**

- € Ekim: İMKB'nin U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) tarafından yatırım yapılabilir yabancı borsa olarak tanınması.
- € Aralık: Bilgisayarlı alım-satım sistemine 50 şirketle başlanması.

**1994**

- € Temmuz: Birincisi 10:00-12:00, ikincisi 14:00-16:00 saatleri arasında olmak üzere seans sayısının ikiye, günlük işlem süresinin toplam dört saate çıkarılması.
- € Kasım: Hisse senetlerinin tümünün bilgisayar ortamında alım satımına başlanması.

**1995**

- € Mart: İMKB Takas ve Saklama A.Ş. tarafından müşteri bazında saklama hizmeti vermeye başlanması.
- € Mayıs: İMKB'nin Japon Aracı Kurumlar Birliği (JSDA) tarafından yatırım yapılabilir yabancı borsa olarak tanınması.
- € Temmuz: İMKB Takas ve Saklama A.Ş.'nin banka statüsüne geçmesi.

**1996**

- € Eylül: Takasbank bünyesinde ödünç menkul kıymet ve menkul kıymet kredi işlemlerine başlanması ve Borsa Para Piyasası'nın kurulması
- € Aralık: Uluslararası pazar bünyesinde Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nın kurulması.

**1997**

- € Ocak: Mevcut endekslerin adlarının değiştirilmesi, endeks değerinden iki sıfır atılması ve yeni endekslerin hesaplanması.
- € Şubat: Uluslararası pazar bünyesinde kurulan Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda Türkiye Cumhuriyeti (T.C.) Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından yurtdışında satılmak üzere çıkarılan kırk adet uluslararası tahvilin kota alınmasıyla işlemlere başlanması.



- € Temmuz: Uluslararası pazar bünyesinde Depo Sertifikaları Piyasası'nın kurulması.

## 1999

- € Ocak: İMKB Ulusal-100 Endeksinin euro bazlı olarak hesaplanmaya başlanması.
- € Mayıs: Müşteri ismine saklama sisteminin uygulanmaya başlanması.
- € “Elektronik Rapor Dağıtım (ERD)” projesi kapsamında hisse senetleri piyasası ile tahvil ve bono piyasasında gerçekleşen işlemlere ait dökümlerin internet aracılığıyla üye ofislerine elektronik ortamda iletmeye başlanması.
- € Temmuz: Tahvil ve bono piyasasına uzaktan erişim projesi çerçevesinde, tahvil ve bono piyasası yeni alım-satım sistemi yazılımının devreye girmesi.

## 2000

- € Mayıs: Kırgız Borsası'nın sermayesine % 27,4 iştirak oranı ile ortak olunması.
- € Haziran: Bakü Borsası'na % 5,26 iştirak oranı ile -diğer ortaklar ile aynı oranda- ortak olunması.
- € Temmuz: Hisse senetleri piyasası uzaktan erişim projesi kapsamında, üye merkez ofislerine yerleştirilen uzaktan erişim terminalleri vasıtasıyla üyelerin merkez ofislerinden İMKB hisse senedi alım-satım sistemine emir iletimine başlanması.

## 2001

- € Aralık: Hisse senetleri piyasası uzaktan erişim projesi kapsamında kademeli olarak Express-API'ye (Ex-API) geçişin başlaması.

## 2002

- € Ağustos: Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün tam olarak yerine getirilmemesi ve sağlıklı bir piyasa teşekkül etmesini engelleyen belirsizliklerin oluşması nedeniyle işlem sıraları kapatılan hisse senetlerinin, SPK'nın ilgili düzenlemesine istinaden borsa dışında işlem görmeye başlaması.

**2003**

- € Mart: Hisse senetleri piyasasında tüm seanslar boyunca ve tüm hisse senetlerinde emir girişlerinde hesap numarası giriş zorunluluğunun getirilmesi.

**2004**

- € Kasım: Katılma belgelerinin organize ve şeffaf bir piyasada işlem görmesini sağlamak amacıyla borsa yatırım fonu pazarının kurulması.

**2005**

- € Ocak: Hisse senetleri piyasası fon pazarında borsa yatırım fonlarının işlem görmeye başlaması.
- € Şubat: İMKB kurumsal yönetim endeksinin oluşturulması.

**2006**

- € Şubat: Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası Müdürlüğü'nün kurulması

**2007**

- € Şubat: Hisse senetleri piyasasında açılış seansı uygulamasına başlanması
- € Nisan: İMKB yabancı menkul kıymetler piyasası bünyesinde uluslararası tahvil pazarının, T.C. Hazinesinin ihraç ettiği ve borsa kotunda bulunan eurotahviller ile faaliyete geçmesi
- € Ağustos: İMKB kurumsal yönetim endeksinin hesaplanmaya başlanması  
(<http://www.imkb.gov.tr/AboutUs/History.aspx>)

Tarihsel süreçte İMKB'deki gelişmeler dikkatle incelendiğinde, 1993 yılında Amerika ve 1995 yılında Japonya tarafından “yatırım yapılabilir yabancı borsa” olarak tanındığı görülmekte olup, bu tarihlerin bir borsa geçmişi için dün kadar yakın olduğu fark edilmektedir. Bununla birlikte, İMKB'nin kuruluşundan 2002 yılına kadar olan sürede, siyasi istikrarın olmadığı görülmektedir. Seçim öncesi ve sonrasındaki hisse senedi getirilerini incelerken, koalisyon kurmakta zorlanılan dönemlerle istikrardan söz edilen dönemlerin göz önünde bulundurulmasının anomalileri açıklamada yardımcı olacağı düşünülmektedir.

### 1.3.2. İMKB’de Takvimsel Anomaliler

İMKB’de anomalilerin var olup olmadığının test edilmesi pek çok çalışmaya konu olmuştur. Bu bölümde, İMKB’de gözlemlenen takvimsel anomalilere yer verilmiş olup, önemli çalışmalar Tablo 2’de özet halinde sunulmuştur. Çalışmalar incelendiğinde, İMKB için “haftanın günü etkisi”, “yılın ayı etkisi”, “yıl dönüşü etkisi”, “ay içi etkisi”, “tatil etkisi” gibi anomalilerin varlığını destekleyen sonuçlar gözlenmiştir.

İMKB’de gözlenen takvimsel anomalilere ilişkin en geniş kapsamlı çalışma Özmen (1997) tarafından yapılmış olup, 1988-1997 dönemini kapsamaktadır. Bu çalışmada haftanın günü etkisinin var olup olmadığı araştırıldığında, haftanın en yüksek getirisinin cuma gününde, en düşük getirisinin ise perşembe gününde olduğu gözlenmiştir. Gün içi anomalisi araştırıldığında, haftanın en düşük getirili seansının pazartesi günü ikinci seans olduğu saptanmıştır. Özmen, incelediği dönemde bulunan 37 resmi tatile ilişkin araştırmasında, tatil öncesi getirilerin tatil sonrası ortalama getirilerden 14 kat, diğer günlerin getirilerinden ise 5,5 kat daha yüksek gerçekleştiğini saptayarak, İMKB’de tatil etkisi anomalisinin varlığını ortaya koymuştur. Ay içi anomalisi test edildiğinde ise, ayın ilk yarısında getirilerin çok daha yüksek olduğu gözlenmiştir. Özmen, bu bulgulara dayanarak İMKB’de ay içi anomalinin var olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bununla birlikte, özellikle ocak ayının ilk yarısında, diğer yarısına oranla daha yüksek getiri sağlandığı gözlenmiştir.

İMKB ile ilgili geniş kapsamlı araştırmalardan bir diğeri ise Bildik (2000) tarafından yapılmıştır. Bildik (2000), İMKB’de 1988-1998 dönemini incelediği çalışmasında ayların birinci yarısında günlük ortalamayı %0.34 olarak bulurken, ikinci yarısında ortalamayı %0.20 olarak bulmuştur. Böylece, ayın birinci yarısındaki işlem günlerinde, ikinci yarıdaki işlem günlerinden ortalama %70 oranında daha yüksek getiri sağlandığı tespit edilmiştir. Yıl dönüşü etkisi araştırıldığında, yıl dönüşü dönemi olarak tanımlanan aralık ayının son beş işlem günü ile ocak ayının ilk on işlem günü arasındaki günlerin ortalama getirisi %0.85 oranla, bu dönem dışındaki günlerin ortama getirisinin (%0.22) yaklaşık dört katı olarak bulunmuştur. Tatil etkisi anomalisi incelendiğinde, tatil

öncesindeki günlerde getiri ve işlem hacmi ortalamasının, tatil sonrası ilk gün dahil olmak üzere, diğer tüm günlerden önemli ölçüde yüksek olduğu anlaşılmıştır.

Diğer bir çalışmada ise, önceki çalışmalardan farklı olarak, Karan ve Uygur (2001), İMKB’de haftanın günü ve ocak ayı etkisi ile firma büyüklüğü arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bunun için 1991-1998 döneminde, firma büyüklüklerine göre 10 adet portföy oluşturmuşlardır. Analiz sonucunda, İMKB’de tüm portföyler açısından getirilerin istatistiksel olarak anlamlı ve yüksek olduğu günün cuma günü olduğunu saptamışlardır. Bununla birlikte, İMKB’de ocak ayında, büyük firmaların daha yüksek ve istatistiki olarak daha anlamlı getiriler elde ettiği tespit edilmiştir.

Tunçel (2007), İMKB’de Ocak 2002 - Haziran 2005 döneminde, İMKB-100 endeksinin günlük kapanış verilerini kullanarak gerçekleştirdiği çalışmasında, haftanın günlerinin getirileri arasında istatistiki olarak anlamlı bir farklılık olmadığını gözlemlemiştir. Veriler yıllara göre incelendiğinde, 2002’de haftanın en yüksek getirisi perşembe günleri ve en düşük getirisi pazartesi günleri elde edilmiştir. 2003 yılında, haftanın tüm işlem günlerinde pozitif getiriler elde edilirken, en yüksek getiri cuma günü sağlanmıştır. 2004 yılında ise cuma gününün istatistiki olarak haftanın en fazla getiri sağlayan günü olduğu, buna karşın pazartesi gününe ait negatif getirilerin istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Dicle ve Kabir (2007), 1987-2005 yılları arasında 31 adet İMKB alt endeksinin günlük verilerinden yola çıkarak, haftanın günü etkisini araştırmışlardır. İnceleme sonucunda, pazartesi günleri negatif, perşembe ve cuma günleri ise pozitif getiri elde edildiği görülmüştür.

Atakan (2008) çalışmasında, İMKB’de haftanın günü ve ocak ayı etkisinin gözlenip gözlenmediğini araştırmıştır. Bu amaçla İMKB-100 endeksinin 3 Temmuz 1987-18 Temmuz 2008 dönemini incelemiştir. Analiz sonucunda, ocak ayı getirilerinin diğer aylara göre anlamlı bir biçimde yüksek olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Haftanın günü etkisi incelendiğinde ise, cuma günleri getirinin yüksek, pazartesi günleri ise düşük olduğu gözlemlenmiştir.

Ergül vd. (2008), Ocak 1997 – Aralık 2007 yılları arasını inceledikleri makalelerinde İMKB’de haftanın günü etkisi olup olmadığını araştırmışlardır. Analiz sonucunda cuma günü, günlük getirinin en yüksek olduğu gün olarak belirlenirken, salı günü en düşük olduğu gün olarak belirlenmiştir. Diğer günlerde ise haftanın ortalama getirilerinin istatistiki olarak sıfırdan farklı olmadığı sonucuna varılmıştır. İMKB’de takvimsel anomaliler üzerine yapılmış başlıca çalışmalar, Tablo 1.6’de gösterilmiştir:

Tablo 1.6: İMKB için Yapılan Başlıca Takvim Etkileri Araştırmaları

Araştırmacı	Yılı	İncelenilen Dönem	Haftanın Günü Etkisi		Yılın Ayı Etkisi		Ay İçi Etkisi	Ay ve Yıl Dönüşü Etkisi	Tatil Etkisi
			Yüksek	Düşük	Yüksek	Düşük			
Özmen	1992	1988-1992	Cuma	Perşembe	Ocak	Mart	1. yarı		
Muratoğlu ve Oktay	1993	1988-1992	Cuma	Salı	Ocak	Mart			
Karan	1994	1988-1993	Cuma	Salı	Ocak	Ekim			
Balaban	1995	1988-1994	Cuma	Salı					
Özmen	1997	1988-1996	Cuma	Salı	Ocak	Ekim			var
Bildik	2000	1988-1999	Cuma	Salı	Ocak	Ağustos	1.yarı	Her ayın ilk iki iş günü/Aralık ayının son iki ve Ocak ayının ilk üç iş günü	var
Karan ve Uygur	2001	1991-1998	Cuma	Salı	Ocak				
Tunçel	2007	2002-2005	Cuma (2002 yılı hariç)						
Dicle ve Kabir	2007	1987-2005	Cuma	Pazartesi					
Aktaş ve Kozoğlu	2007	2001-2007	Cuma	Salı					
Atakan	2008	1987-2008	Cuma	Pazartesi					
Ergül	2008	1997-2007	Cuma	Salı					
Eken ve Üner	2010	1998-2007	Cuma	Pazartesi	Ocak	Mart	1. yarı	Ayların ilk sekiz ve son sekiz iş günü / Aralık ayının son iki iş günü ve Ocak ayının ilk iki iş günü	

### 1.3.3. İMKB’de Firmaya Dayalı Anomaliler

Zamana bağlı olmayan anomali çeşitlerinden olan firmaya dayalı anomaliler, firmaların kendi yapılarından kaynaklanmaktadır. Bu tip anomalilerin oluşumunda

firmanın büyüklüğü, F/K oranı, piyasa değeri-defter değeri oranı ve firmanın hisse senetlerinin ihmal edilmişliği gibi faktörler etkili olmaktadır (Hepşen ve Demirci, 2007).

Karan (2000), 1995-1999 döneminde İMKB’de düşük fiyat etkisini araştırmıştır. Bu dönem için hisse senedi fiyatlarını dolar bazında hesaplayıp, enflasyon etkisinden arındırarak, hisse senedi fiyatlarını düşükten yükseğe doğru sıralamıştır. Sıralanan hisse senetlerini onarlı gruplar halinde bölerek, düşük fiyatlı hisse senetlerinin firma büyüklüklerinin ve betalarının düşük olduğunu gözlemlemiştir. Karan, yüksek fiyatlı portföyler yüksek getiri; düşük fiyatlı portföyler düşük getiri sağladığı için İMKB’de düşük fiyat anomalisi yerine yüksek fiyat etkisi olduğunu belirtmiştir.

Demir ve diğerleri (1996), 1990-1996 dönemini inceledikleri çalışmalarında, finansal oranların hisse senedi getirisini açıklamada önemli olduğunu ancak F/K oranı ile hisse senedi getirisi arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmadığını belirtmişlerdir. Böylece, F/K oranı düşük olan hisse senedinin getirisinin daha yüksek olacağı ile ilgili anomalinin İMKB için geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Türk şirketlerinin birleşmelerinin uzun dönemdeki hisse senedi performanslarına etkisini ölçen az sayıda çalışma bulunmaktadır. Mandacı (2004), İMKB’de 1998-2003 yılları arasında birleşme veya satın alma kararı veren şirketlerin hissedarlarına anormal getiri sağlayıp sağlamadığını araştırmıştır. Araştırma sonunda, birleşme duyurusundan önceki birinci ve ikinci günler ile sonraki ilk günde istatistiksel anlamlılığa sahip anormal getiri elde edilirken; farklı dönemler için hesaplanan kümülatif getirilerde de anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Birleşmeden önceki dönemler için istatistiksel anlamlılığı yüksek kümülatif anormal getirilerin varlığı, piyasada içeriden bilgi alanların olduğuna işaret etmektedir. Bu durum, İMKB’ nin yarı güçlü etkin bir piyasa olmadığını göstermektedir.

Çıtak ve Yıldız (2006) İMKB’de 1997-2005 döneminde, birleşme kararı veren şirketlerin, anormal getirileri ile kümülatif anormal getirilerini incelemişlerdir. Çalışmada, şirket birleşmelerinden bir ay sonra anlamlı pozitif hisse senedi getirileri olduğu saptanmıştır. Bununla birlikte, uzun dönemde birleşme duyurularının hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı gözlemlenmiştir.

Uludağ ve Gülbudak (2011), birleşme duyurularından önce ve sonra anormal getiri olup olmadığını test etmişlerdir. Bulgular, birleşmiş şirketlerin birleşmeler öncesinde yüksek hisse senedi getirilerine sahip olduğunu göstermiştir. Bu durum da, Mandacı'nın (2004) sonuçlarına benzer nitelikte olup, içeriden bilgi alan yatırımcıların varlığını destekleyici niteliktedir.

İhmal edilmiş firma etkisini İMKB'de test eden az sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu konuda ilk çalışma Karan ve Uygur (2001), tarafından yapılmış olup, 1996-1998 dönemini kapsamaktadır. İMKB'de en fazla işlem yapan on aracı kurumun gerçekleştirdiği tüm işlemler incelenmiş ve aylık alış-satış ortalamaları açısından hisse senetleri sınıflandırılmıştır. Sınıflandırılan senetleri incelendiğinde, ihmal edilmiş senetlere yatırım yapan yatırımcıların diğer gruplara göre yüksek anormal getiri sağladıkları gözlenmiştir.

Hepşen ve Demirci (2007), İMKB'de ihmal edilmiş hisse senedi anomalisini araştırmışlar ve ihmal edilmişlik ölçütü olarak işlem hacmi ve firma büyüklüğünü kullanmışlardır. Araştırma sonucunda, ihmal edilmiş hisse senetlerinin İMKB 30'da bulunan hisse senetlerinden daha iyi performansa sahip olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yıldırım (2005), ise 1990-2002 döneminde İMKB'de firma büyüklüğü etkisinin mevcut olup olmadığını incelemiştir. Ele alınan 12 yıllık dönemdeki hisse senedi getirilerine sonundaki getirilerine bakıldığında İMKB'de, firma büyüklüğü etkisinin bulunduğu gözlenmiştir. İMKB'de firmaya dayalı anomalilere ilişkin yapılmış başlıca çalışmalar Tablo 1.7'de görülmektedir:

<b>Tablo 1.7: İMKB'de Firmaya Dayalı Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar</b>				
<b>Araştırmacı</b>	<b>Yılı</b>	<b>İncelenen Dönem</b>	<b>Firmaya Dayalı Anomali Çeşidi</b>	<b>Araştırma Sonucu</b>
Karan	2000	1995-1999	düşük fiyat anomalisi	düşük fiyat anomalisi yerine yüksek fiyat etkisi olduğunun belirlenmesi
Demir ve diğerleri	1996	1990-1996	fiyat-kazanç oranı anomalisi	fiyat-kazanç oranı düşük olan hisse senedinin getirisinin daha yüksek olacağı ile ilgili anomalinin İMKB için geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Mandacı	2004	1998-2004	birleşme ve satın alma anomalisi	birleşme duyurusundan önceki birinci ve ikinci günler ile sonraki ilk günde istatistiksel anlamlılığa sahip anormal getiri elde edildiğinin belirlenmesi
Çıtak ve Yıldız	2006	1997-2005	birleşme ve satın alma anomalisi	şirket birleşmelerinden bir ay sonra anlamlı pozitif hisse senedi getirilerin saptanması
Uludağ ve Gülbudak	2011	1997-2006	birleşme ve satın alma anomalisi	birleşmeler öncesinde yüksek hisse senedi getirilerine sahip olduğunun gösterilmesi
Karan ve Uygur	2001	1996-1998	ihmal edilmiş firma anomalisi	ihmal edilmiş senetlere yatırım yapan yatırımcıların diğer gruplara göre yüksek anormal getiri sağladıklarının belirlenmesi
Hepşen ve Demirci	2007	2 Ocak 2004 - 29 Aralık 2004	ihmal edilmiş firma anomalisi	ihmal edilmiş hisse senedi anomalisinin bulunmadığının belirlenmesi
Yıldırım	2005	1990-2002	küçük-büyük firma anomalisi	küçük-büyük firma anomalisinin varlığının gözlenmesi

#### 1.3.4. İMKB'de Ekonomik Faktörlere Dayalı Anomaliler

İMKB'de işlem gören hisse senedi getirilerini işletmeye özgü faktörler kadar ekonomiye ilişkin faktörler de etkilemektedir.

Akçoraoğlu ve Yurdakul (2002), 1987-2001 dönemini inceledikleri çalışmalarında, global faktörlerin hisse senedi getirileri üzerinde etkilerini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, İMKB endeksi ile döviz kuru ve cari işlemler arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır.

Albeni ve Demir (2005) 1991-2000 dönemini inceledikleri çalışmalarında; mevduat faiz oranları, portföy yatırımları ve döviz kuru ile mali endeks arasında negatif



yönlü bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. Buna karşılık beklentilerin aksine cumhuriyet altını ile mali endeks arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir.

Atan ve diğerleri (2009), 2003-2005 dönemini inceledikleri çalışmalarında altın fiyatları, para arzı, enflasyon oranı, kapasite kullanım oranı, ortalama döviz kuru sepeti, sanayi üretim endeksi ve İMKB 30 endeksinin hisse senedi getirileriyle ilişkisini ölçmüşlerdir. Sonuç olarak, hisse senedi getirileri üzerinde pozitif etki sağlayan en önemli makro ekonomik değişken İMKB 30 getirisi olmuştur. Bu değişkeni sırasıyla; ortalama döviz kuru sepeti, kapasite kullanım oranı, para arzı, altın fiyatları ortalaması, enflasyon ve sanayi üretim endeksi değişkenleri izlemiştir. İMKB'de ekonomik faktörlere dayalı anomalilere ilişkin yapılmış başlıca çalışmalar Tablo: 1.8'da görülmektedir.

**Tablo 1.8:** İMKB'de Ekonomik Faktörlere Dayalı Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar

Araştırmacı	Yılı	İncelenen Dönem	Araştırma Sonucu
Akçoraoğlu ve Yurdakul	2002	1987-2001	İMKB endeksi ile döviz kuru ve cari işlemler arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunun ortaya koyulması
Albeni ve Demir	2005	1991-2000	mevduat faiz oranları, portföy yatırımları ve döviz kuru ile mali endeks arasında negatif yönlü bir ilişki; cumhuriyet altını ile mali endeks arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunun tespit edilmesi
Atan ve diğerleri	2009	2003-2005	pozitif etki sağlayan en önemli makro ekonomik değişkenin İMKB 30 getirisi olduğunun belirlenmesi

### 1.3.5. İMKB'de Beklenmedik Olaylara Dayalı Anomaliler

İMKB'de kasırga, deprem, terörist saldırılar gibi beklenmedik olayların yol açtığı etkileri inceleyen çok az sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu ilişkiyi inceleyen çalışmalardan biri Bolak ve Süer (2007) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada, 17 Ağustos 1999 Marmara Depremi'nin İMKB'de taş ve toprağa dayalı sanayide faaliyet

gösteren firmaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi olay çalışması yöntemi ile ölçülmüştür. Analiz sonucunda, beklenmedik bir olay olan depremin, taş ve toprağa dayalı sanayide faaliyet gösteren firmaların hisse senetlerinde ortalamanın üzerinde ve anlamlı bir düzeyde pozitif getirilere yol açtığı saptanmıştır.

Bolak ve Süer (2008) diğer bir çalışmada, Marmara Depremi'nin İMKB'de işlem gören finans sektöründeki şirketlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini olay çalışması metodu ile ölçmüşlerdir. Araştırma neticesinde, depremden sonraki ilk işlem günü olan 26 Ağustos 1999'da İMKB 100 endeksinin %10.38 oranında düştüğünü tespit etmişlerdir. İncelenen tüm sigorta sektörü hisselerinde yüksek anlamlılık düzeyinde negatif artık getiri gözlenirken, bankacılık sektörü hisselerindeki negatif artık getirilerin anlamlılık düzeyi daha düşük bulunmuştur.

Mutan ve Topçu (2009) 2 Ocak 1990-22 Mayıs 2009 döneminde meydana gelen ekonomik, politik, çevresel, askeri ve terör kaynaklı on adet beklenmedik olayın<sup>6</sup> İMKB-100 endeksi üzerine etkilerini olay çalışması yöntemi ile ölçmüşlerdir. Çalışma sonucunda, 2 Ağustos 1990 Irak'ın Kuveyt'i işgali, 5 Nisan 1994 ekonomik önlemler paketi ve 11 Eylül 2001 ABD terör saldırıları dışındaki olaylara ilişkin anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır.

---

<sup>6</sup> On adet beklenmedik olay, 2 Ağustos 1990 - Irak'ın Kuveyt'i işgali, 19 Nisan 1993- Cumhurbaşkanı Turgut Özal'ın ölümü, 26 Ocak 1994 -TL'nin %13.6 oranında devalüe edilmesi, 5 Nisan 1994 - ekonomik önlemler paketi, 17 Ağustos 1999- Marmara depremi, 19 Şubat 2001- ekonomik krizi, 11 Eylül 2001 - ABD terör saldırıları, 1 Mart 2003- Irak krizine ilişkin tezkerenin reddi, 20 Kasım 2003 - HSBC Bank ve İngiliz Konsolosluğu'na yapılan terör saldırıları ve 15 Eylül 2008 - Amerikan Yatırım Bankası Lehman Brothers'in iflasıdır.

Tablo 1.9: İMKB'de Beklenmedik Olaylara Dayalı Anomalilere İlişkin Yapılmış Başlıca Çalışmalar

Araştırmacı	Yılı	İncelenen Olay	Araştırma Sonucu
Bolak ve Süer	2007	17 Ağustos 1999 Marmara depremi	taş ve toprağa dayalı sanayide faaliyet gösteren firmaların hisse senetlerinde pozitif anormal getirilerin olduğunun belirlenmesi
Bolak ve Süer	2008	17 Ağustos 1999 Marmara depremi	sigorta sektörü hisselerinde yüksek anlamlılık düzeyinde negatif artık getiri gözlenip, bankacılık sektörü hisselerindeki negatif artık getirilerin anlamlılık düzeyi daha düşük bulunmasının ortaya koyulması
Mutan ve Topçu	2009	2 Ağustos 1990 - Irak'ın Kuveyt'i işgali, 19 Nisan 1993- Cumhurbaşkanı Turgut Özal'ın ölümü, 26 Ocak 1994 - TL'nin %13.6 oranında devalüe edilmesi, 5 Nisan 1994 - ekonomik önlemler paketi, 17 Ağustos 1999- Marmara depremi, 19 Şubat 2001- ekonomik krizi, 11 Eylül 2001 - ABD terör saldırıları, 1 Mart 2003- Irak krizine ilişkin tezkerenin reddi, 20 Kasım 2003 - HSBC Bank ve İngiliz Konsolosluğu'na yapılan terör saldırıları ve 15 Eylül 2008 - Amerikan Yatırım Bankası Lehman Brothers'ın iflası	2 Ağustos 1990 Irak'ın Kuveyt'i işgali, 5 Nisan 1994 ekonomik önlemler paketi ve 11 Eylül 2001 ABD terör saldırıları dışındaki olaylara ilişkin anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna varılması

### 1.3.6. İMKB'de Seçimler ile Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

İMKB'de seçimler ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi inceleyen sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Mandacı'nın (2003) çalışması, İMKB ile politik seçimler arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar içerisinde ilk olma niteliğini taşımaktadır. Mandacı, Türkiye'deki genel seçimlerin İMKB-100 endeksi getirisi üzerindeki etkilerini incelemiştir. Bu bağlamda, 20 Kasım 1991, 24 Aralık 1995, 18 Nisan 1999 ve 3 Kasım 2002 genel seçimleri olmak üzere toplam dört genel seçimi inceleyip, bu tarihlerden önceki ve sonraki on beş günlük zaman dilimlerinde anormal getiriler olup olmadığını olay çalışması yöntemi ile ölçmüştür. Araştırma sonucunda, 1995 seçimlerini takip eden 1. ve 12. günde anormal getiri oluştuğunu ortaya koymuştur. 1999 seçimlerinden önceki 4. gün normalin üstünde zarar oluşurken, 3. gün normalin üzerinde bir getiri ve seçimlerden sonraki 2. gün de normalin üzerinde getiri sağlanmıştır. 2002 seçimlerinden sonraki 1. 2. ve 4. gün normalin üzerinde getiri elde edilmiştir. Çalışma sonucunda göze çarpan önemli bir nokta 1991 seçimlerinden önceki ve sonraki 15 günde anormal getiri elde edilmemesidir. Bununla birlikte, Mandacı bir noktaya dikkat çekerek, 1991, 1995 ve 1999 seçimlerinden bir gün önce pozitif getiri elde edilirken, seçimlerden bir gün

sonra negatif getiri elde edildiğini belirtmiştir. Ancak 2002 seçimlerinden bir gün önce negatif getiri elde edilirken, bir gün sonra pozitif getiri elde edilmiştir. Mandacı bununu sebebini, 2002 seçimi sonucunda zayıf bir koalisyon yerine tek partili güçlü bir hükümet kurulmasına bağlamıştır. Anormal kümülatif ortalama getiriler incelendiğinde ise olay sonrası dönemde anormal kümülatif performans ölçümleri istatistiksel anlamlılığa sahipken, olay öncesi dönemde istatistiksel anlamlılığa sahip değildir.

İMKB ile politik seçimler arasındaki ilişkiyi ölçen diğer bir çalışma ise Gökçeler'e (2010) aittir. Gökçeler de İMKB'nin kuruluşundan bu yana gerçekleşen 20 Ekim 1991, 24 Aralık 1995, 18 Nisan 1999, 3 Kasım 2002 ve 22 Temmuz 2007 tarihli genel seçimler ile 27 Mart 1994, 28 Mart 2004 ve 29 Mart 2009 yerel seçimlerini inceleyip, seçim tarihleri etrafında anormal getiri oluşup oluşmadığını olay çalışması yöntemi ile ölçmüştür. Bulgularında 1991 genel seçimlerinde sadece seçimden önceki 10. günde anormal getiriye rastlanırken, 1995 genel seçimlerinde, seçimden önceki 8. ve 7. gün ile seçimlerden sonraki 7. günde anormal getiri bulunmuştur. 2002 genel seçiminde seçimden önceki 14., 11. ve 5. gün ile seçimlerden sonraki 1., 2., 5., 6., 9., 10., 11. ve 14. günde anormal getirilere rastlanmıştır. 2007 genel seçimlerinden önceki 14., 13., 11. ve 7. günde anormal getirilere rastlanırken, seçimlerden sonra 1., 6., 7., 9., 12. ve 14. günde anormal getirilerin varlığı tespit edilmiştir. Yerel seçimlere gelince, 1994 yerel seçiminden önceki 5. günde anormal getiri bulunurken, seçimlerden sonraki 6., 7., 8., 9., 10., 11., 12., 13., 14. ve 15. günde anormal getiri bulunmaktadır. 2004 yerel seçiminde seçimlerden önceki 15., 13., 12., 11., 7. ve 2. günde anormal getirilere rastlanırken seçimlerden sonraki 1., 2., 3., 4., 7., 11., 12. ve 15. günde anormal getirilere rastlanmıştır. 2009 yerel seçimlerinde ise seçimlerden önceki 8., 7., 6. ve 2. günde anormal getirilere rastlanırken seçimlerden sonraki 4., 7., 10. ve 12. günde anormal getirilere rastlanmıştır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. TÜRKİYE'DE POLİTİK SEÇİMLER VE TARİHSEL SÜRECİ

Bu bölümde ilk olarak Türkiye'de 1960-2011 döneminde gerçekleşmiş politik gelişmelere yer verilmiştir. Ardından, Türkiye'nin politik risk ve istikrar düzeyine değinilerek, gerçekleşmiş genel ve yerel seçimlerle referandumların özeti yapılmıştır.

#### 2.1. Türkiye'de 1960-2011 Döneminde Politik Durum

Bu bölümde, Türkiye'nin politik tarihi genel hatları ile incelenmiştir. Bununla birlikte, inceleme konusu olan İMKB'nin kuruluşundan bu yana Türkiye'de gerçekleşen politik seçimlerle referandumların ayrıntılarına yer verilmiştir (Coleman, 2011).

1923 senesinde Mustafa Kemal ATATÜRK tarafından kurulan Cumhuriyet Halk Partisi (CHP), 1950 yılında yapılan seçimlere kadar iktidarda kalmıştır. CHP'den sonra seçilen Demokrat Parti (DP) ise ülke içindeki politik tansiyonun yükselmesi ve büyüyen ekonomik sorunlar nedeniyle ancak 1960'lı yılların sonuna kadar iktidarda kalabilmiştir. Çünkü askeri idare devrim yaparak yönetimi eline almıştır. Askeri idarenin yönetimi ele almasıyla, 1961 Anayasası olarak adlandırılan anayasa kabul edilmiş ve bununla birlikte Milli Güvenlik Kurul (MGK) adı verilen; cumhurbaşkanı, başbakan, önemli bakan ve komutanların katıldığı bir kurul oluşturulmuştur. 1965-1969 yılları arasında ise, Süleyman Demirel'in önderliğindeki Adalet Partisi (AP), Türkiye Büyük Millet Meclisi'nde (TBMM) önemli oranda sandalye kazanarak, tek başına iktidar olmuştur.

Politik tahrik, 1968 yılında had seviyeye ulaşmış ve sağ-sol olmak üzere ikiye ayrılan gruplar sokaklara inmiştir. Askeri idare, AP'nin ülkedeki taşkınlıkları yönetemediğini düşündüğü için, AP istifa ederek, yerine Bülent Ecevit liderliğinde CHP ve daha muhafazakarların oluşturduğu Milli Selamet Partisi (MSP) iktidara gelmiştir. Söz konusu muhalefet, 1974 yılında Ecevit'in istifa etmesiyle birlikte bozulmuş ve erken seçime gidilerek, ülkeyi uzatmalı bir hükümet krizine sokmuştur.

1975-1980 yılları arasında başbakanlığın Ecevit ve Demirel arasında değişmesine dayalı istikrarsız bir koalisyon hükümeti kurulmuştur. 1979 yılında, hızla kötüye giden bir ekonomi ve sağ ve sol gruplar tarafından tırmandırılan şiddet olayları, ülkenin gidişatını iyice zora sokmuştur. 1980 başlarında, her ne kadar Demirel hükümeti, ekonomik istikrar modeli için uğraşmaya çalışsa da, siyasi şiddet nedeniyle günde ortalama 20 kişi ölmüştür. TBMM bu krizi yönetmek için, yeni bir hükümet seçmek bir yana, ülkedeki şiddet olayları nedeniyle bir araya bile gelememiştir.

12 Eylül 1980'de Kenan Evren tarafından yönetilen MGK, toplumsal düzeni sağlamak adına, darbe yaparak, siyasi faaliyetleri yasaklamış ve halihazırdaki siyasetçiler görevlerinden alınmıştır. 1982 yılında, şuan Türkiye'de yürürlükte olan yeni anayasa yapılmıştır. 1989 yılında Turgut Özal, Anavatan Partisi'nden (ANAP)'tan başbakan olmuştur.

Ekim 1991'de erken seçimlerin olmasıyla birlikte, Süleyman Demirel, Doğru Yol Partisi (DYP) ile birlikte parlamentoda 179 sandalye kazanarak, başbakan olmuştur. 1993'te ise Turgut Özal'ın vefatıyla birlikte, Demirel cumhurbaşkanı olmuş ve Tansu Çiller, Türkiye'nin ilk kadın başbakanı olmuştur.

1994'te yapılan yerel seçimlerde de, Refah Partisi (RP), İstanbul ve Ankara gibi büyük şehirlerde yüksek oranda oy alarak, seçimlerden göze çarpan bir parti olarak çıkmıştır.

1980'lerin sonunda kurulan İMKB'nin ilk kuruluş yıllarını nasıl bir politik ortamda geçirdiği bu kısımda anlaşılmaktadır. Görüldüğü gibi 1980'lere darbe damgasını vurmuştur. Günümüzden yaklaşık 30 yıl öncesine denk gelen bir zamanda, siyasi istikrarını sağlayamamış bir Türkiye ile karşılaşmaktadır.

18 Nisan 1999'da gerçekleşen seçimlerde beş parti TBMM koltuklarında oturmaya hak kazanmıştır. Merkez sol partilerden olan Demokratik Sol Parti (DSP), %22.3 oy oranıyla, 136 koltuk kazanarak T.C.'nin yeni başbakanını çıkarmıştır. Milliyetçi Hareket Partisi (MHP) ise %18.1'lik oy oranı ile 129 koltuk sahibi olmuş ve RP'nin kapatılmasının ardından kurulan Fazilet Partisi (FP) de %15.5'lik oy oranı ve 111 koltuk ile meclise girmeyi başarmıştır. Mesut Yılmaz başkanlığında ANAP %13.3 oy ve 86

koltuk, Tansu Çiller başkanlığında DYP ise %12.2 oy ve 85 koltukla meclise giren dördüncü ve beşinci parti olmuşlardır. İçlerinde CHP'nin de bulunduğu birçok parti ise, %10 seçim barajının altında kalarak TBMM'ye girememiştir.

Uzun görüşmeler sonrasında, Bülent Ecevit önderliğinde bir koalisyon hükümeti kurulmuştur. Bu koalisyonda, DSP ile birlikte, MHP ve ANAP yer almıştır.

Ağustos 1999'da ise Türkiye yeni bir olayla sarsılmıştır. Adapazarı merkezli bir depremde, binlerce insan yaşamını yitirirken, binlercesi de evsiz kalmıştır. Bunun yanında gerçekleşen bir diğer önemli olay ise, Türkiye'nin Avrupa Birliği (AB) serüveninin başlangıç tarihinin de 1999'a denk gelmesidir.

DSP-MHP-ANAP koalisyonunun sonu ise Kasım 2000'de patlak vermeye başlayan banka krizi ile birlikte olmuştur.

Türkiye'nin zaten sallantıda olan finansal durumu, Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer'in Başbakan Bülent Ecevit'e anayasa kitapçığı fırlatması ile iyice zora girmiştir. Ecevit hükümeti yolsuzluk ile suçlanırken, yatırımları hakkında şüpheleri olan yabancı yatırımcılar, anayasa kitapçığı fırlatılması olayının patlak vermesiyle birlikte milyonlarca dolarını birkaç gün içerisinde çekmişlerdir. İMKB'de hızla düşüş yaşanmaya başlamış, faiz oranları ise artan ivmeyle yükselişe geçmiştir. Önlem olarak dalgalı kura geçilmiş ancak bu durum devalüasyona sebep olmuştur. Bunun yanında enflasyon ve işsizlik de artmış, IMF yapısal reforma gidilmesi şartıyla, fon sağlamıştır. Kemal Derviş politikalarının uygulanması tam olarak bu döneme denk gelmektedir.

Tüm bunların yanı sıra, Haziran 2001'de FP kapatılmıştır. Ancak FP'nin kapatılması, biri Saadet Partisi (SP) diğeri ise Adalet ve Kalkınma Partisi (AKP) olmak üzere iki partinin kurulmasına sebep olmuştur. Bu tarihten sonra, Recep Tayyip Erdoğan başkanlığında kurulan AKP, Türkiye'nin gündeminde uzun süreler kalacak ve adından söz ettirecektir. AKP'nin söylemine göre seleflerinden farkı ise kendilerini yenilikçi olarak tanımlamalarıdır.

14 Ağustos 2001 tarihinde kurulan AKP'nin kurucu üyeleri arasında Recep Tayyip Erdoğan, Abdullah Gül, Bülent Arınç, Binali Yıldırım gibi isimler bulunmaktadır. Bunun yanında, FP, ANAP ve DYP kökenli isimler de parti bünyesinde bulunmaktadır.

3 Kasım 2002’de henüz çok genç bir parti olmasına karşın, seçimlerde %34.6 ile en yüksek oy oranına ulaşan AKP, seçim yasağının kalkması ile birlikte Recep Tayyip Erdoğan önderliğinde 59. Hükümeti kurmuştur.

AKP, kuruluşundan itibaren çok tartışılmıştır. Zaman zaman AB üyeliği ile ilgili attığı adımlardan dolayı ulusal çıkarlardan ödün vermekle eleştirilen AKP, zaman zaman ise muhafazakar tabanına yönelik eleştiriler almıştır.

Ancak tüm bunlara rağmen, 2004 yılında yapılan yerel seçimlerde %41.7’lik oy oranıyla, üstelik büyük şehirlerin bir çoğunu alarak birinci parti olarak seçimlerden çıkmıştır.

2007 yılında yapılan genel seçimlerde ise, AKP %46.6’lık oy oranı ile, meclise en çok milletvekili sokan parti olmuştur. Seçimlerden önceki süreçte ise cumhurbaşkanlığı seçimleri ve 27 Nisan bildireleri gündeme damgasını vurmuştur. 2009 yerel seçimlerinde, %38.8 ile oy oranı düşse de Türkiye genelinde birinci parti konumunu korumuş, İstanbul ve Ankara gibi 10 büyükşehir belediyesi ile beraber toplamda da 1442 belediye kazanmıştır. 2011 genel seçimlerinde ise neredeyse tam %50 oranında ve yaklaşık 21.5 milyon oy alarak 326 milletvekili çıkarmıştır.

Kısacası, 2002 yılından sonra siyasete damgasını vuran parti AKP olmuştur. Ancak şunu da belirtmekte fayda vardır ki, CHP’nin uzun bir süreden sonra yeniden yükselişe geçmesi yine aynı döneme denk düşmektedir.

## 2.2. Türkiye’nin Politik Risk ve İstikrar Düzeyi

Bir ülkeye herhangi bir düzeyde yatırım yapacak kişi için, ülkenin politik risk ve istikrar seviyesi önem taşımaktadır. Aşağıda ülke politik risk endeksleri ve politik istikrar düzeyi göstergeleri bulunmaktadır. Bir ülkenin *istikrar seviyesi* aşağıdaki unsurlara bağlıdır:

- € Barışçıl güç geçişi,
- € Hükümetin görevde kalma süresi,
- € Hükümetin kendi politikalarını uygulayabilmesi,
- € Terör, aile içi şiddet, görevden düşme gibi iç ve dış tehditler.



Bununla birlikte ülke *politik risk endeksinin* hesaplanmasında ise aşağıdaki maddeler kullanılmaktadır:

- ∅ Siyasi istikrar,
- ∅ Siyasi temsil,
- ∅ Hesap verebilirlik,
- ∅ İfade özgürlüğü,
- ∅ Güvenlik,
- ∅ Çatışma riski,
- ∅ İnsan haklarının gelişmişlik düzeyi,
- ∅ Yargı karar ve içtihatları,
- ∅ Şeffaflık,
- ∅ Ekonomik risk,
- ∅ Yolsuzluk.

İstikrar seviyesini oluşturan unsurlar incelendiğinde, hükümetin görevde kalma süresi ve kendi politikalarını uygulayabilmesi maddeleri göze çarpmaktadır. Bununla birlikte politik risk indeksinin belirlenmesinde ise, siyasi istikrar ve siyasi temsil maddeleri dikkat çekmektedir. Adı geçen bu maddeler, bu çalışma için önem arz etmektedir. 10'lu sistem üzerinden değerlendirilen ülke puanlamaları Tablo 2.1'de görülmektedir. Türkiye'nin politik risk düzeyi için verilen puan 7 iken, istikrar düzeyi için verilen puan 7.5 olmuştur. Bu puanlama özellikle yatırımcılar için son derece önemli olmaktadır. Böylece herhangi bir ülkede yatırım yapan bir yatırımcı, göreceli olarak Türkiye'deki politik riski ve istikrar düzeyini anlayabilecektir.

**Tablo 2.1:** Ülkelerin Politik Risk ve Politik İstikrar Düzeyinin Değerlendirilmesi

Ülke Adı	Politik İstikrar	Politik Risk	Ülke Adı	Politik İstikrar	Politik Risk
Almanya	9,5	9	Küba	4,5	4,5
ABD	9,5	9,5	Litvanya	9	8
Arjantin	7,5	7	Lübnan	6	6
Avustralya	9,5	9,5	Lüksemburg	9,5	9,5
Avusturya	9,5	9,5	Macaristan	8	7,5
Azerbaycan	5	5	Madagaskar	4	4
Belçika	9,5	9	Malezya	9	8
Birleşmiş Arap Emirlikleri	8	6	Meksika	7	6
Bosna-Hersek	5	5	Mısır	6,5	5,5
Brezilya	8,5	8	Moldova	6	6
Bulgaristan	8	7,5	Monoko	9,5	9
Çek Cumhuriyeti	8,5	8,5	Nijer	4,5	4,5
Çin	8	7	Nijerya	4,5	4,5
Danimarka	9,5	9,5	Norveç	9,5	9,5
Endonezya	7	6	Özbekistan	4	4
Finlandiya	9,5	9,5	Pakistan	3	3,5
Fransa	9,5	9	Peru	7,5	7
Grenada	8,5	8	Polonya	9,5	9
Güney Kore	8,5	8	Portekiz	9,5	9
Gürcistan	5	5	Romanya	8	7
Hırvatistan	8	7,5	Ruanda	5	5
Hindistan	8	8	Rusya	8	7
Hollanda	9,5	9,5	Senegal	7,5	6,5
Hong Kong	8	8	Sinagapur	9,5	9,5
Irak	3,5	3,5	Sri Lanka	5	5
İngiltere	9,5	9,5	Suriye	4,5	4,5
İran	3	3	Suudi Arabistan	6	5
İrlanda	9,5	9,5	Şili	9,5	9
İspanya	9,5	9,5	Tacikistan	4,5	4,5
İsrail	8	7	Tanzanya	6	6
İsveç	9,5	9,5	Tayland	6	6
İsviçre	9,5	9,5	Tayvan	8	8
İtalya	9	8,5	Tunus	8	6
Japonya	9,5	9	Türkiye	7,5	7
Kanada	9,5	9,5	Türkmenistan	5	4,5
Katar	8	7,5	Uganda	6,5	6
Kazakistan	6	6	Ukrayna	7	6
Kenya	5	5	Umman	8	7
Kıbrıs	9	8,5	Uruguay	8,5	8
Kırgızistan	5	5	Ürdün	7	6
Kolombiya	8	7	Vietnam	4,5	4,5
Kosova	7	6	Yemen	4	4,5
Kuveyt	7	7	Yeni Zelandya	9,5	9,5
Kuzey Kore	2	1	Yunanistan	8	7,5

Kaynak: <http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=4b779d61-cf54-4e94-9736-8cb2ac16de23%40sessionmgr104&vid=2&hid=123>

### **2.3. Türkiye’de Yapılan Genel Seçimler**

Bu bölümde İMKB’nin 1988 yılında faaliyete geçmesinden itibaren yapılan genel seçim sonuçlarına yer verilerek, borsanın nasıl bir ortamda ve hangi sonuçlara tepki gösterdiği anlaşılmaya çalışılacaktır.

1987 genel seçimleri, bu çalışmanın inceleme alanına girmese de, 1991 seçimlerine nasıl bir tabloyla girildiğini anlamada yardımcı olacaktır.

#### **1987 Genel Seçimleri**

29 Kasım 1987 yılında gerçekleşen genel seçim, askeri darbe sonrasında yasaklı olan siyasetçilerin katıldığı ilk seçim olma özelliğini taşımaktadır. Seçime toplam olarak 3214 aday katılmış ve 450 milletvekili seçilmiştir. Seçimlerden galip çıkan parti, 292 milletvekili ve %36’lık oy oranı ile ANAP olmuştur. ANAP’ı %25 oy oranı ile SHP ve %19 oy oranı ile DYP izlemiştir (Bkz: Ekler, Tablo B.1 ve B.2).

#### **1991 Genel Seçimleri**

20 Ekim 1991 seçimlerinden, Süleyman Demirel önderliğindeki DYP birinci olarak çıkmış ve mecliste 178 sandalye sahibi olmuştur. Hükümeti Süleyman Demirel başkanlığında DYP ve Sosyal Demokrat Halkçı Parti (SHP) kurmuştur.

Cumhurbaşkanı Turgut Özal’ın hayatını kaybetmesi üzerine Süleyman Demirel 1993’te cumhurbaşkanı seçilmiş ve başbakanlığa Tansu Çiller getirilmiştir (Bkz: Ekler, Tablo B.3 ve B.4).

#### **1995 Genel Seçimleri**

1995’te Anayasa’nın 75. maddesinde bir değişiklik yapılarak, milletvekili sayısı 450’den 550’ye çıkarılmıştır. 24 Aralık 1995’te yapılan genel seçimlerde 550 milletvekili seçilmiş olup, seçimlerden Necmettin Erbakan önderliğindeki RP 158 sandalye kazanarak galip çıkmıştır. ANAP ile koalisyon kurmaya çalışan ancak bunu başaramayan RP yerine kısa ömürlü ANAP-DYP koalisyonu kurulmuştur. Aslında bu koalisyonlar devri, yani politikadaki çalkantılı istikrarsızlık İMKB’de de hissedilmiştir (Bkz: Ekler, Tablo B.5 ve B.6).

**1999 Genel Seçimleri**

18 Nisan 1999 tarihinde gerçekleşen genel seçimler, Bülent Ecevit önderliğindeki DSP galibiyeti ile sonuçlanmıştır. DSP'yi ise Devlet Bahçeli önderliğindeki MHP izlemiştir. Seçim sonucunda, DSP-MHP-ANAP koalisyonu kurulmuştur (Bkz: Ekler, Tablo B.7 ve B.8).

**2002 Genel Seçimleri**

3 Kasım 2002 seçimleri ile birlikte AKP, Türkiye'nin gündemine girmiştir. Birçok partinin seçimlere katılmasına rağmen, meclise sadece iki parti girebilmiş, diğer partiler barajın altında kalmıştır. Bu iki partinin dışında bir de bağımsız adaylar meclise girmiştir. AKP, 365 milletvekili ve %34.28 oy oranı ile tek başına iktidar olmuştur. 2002'ye kadar siyasette çok önemli roller üstlenen Devlet Bahçeli, Mesut Yılmaz ve Tansu Çiller, partileri seçim barajının altında kaldığı için meclise girememişlerdir. 9 Mart 2003'te Siirt seçimlerinin yenilenmesi ile birlikte, Recep Tayyip Erdoğan da seçimlere katılarak, meclise girmiş ve yeni hükümetin başbakanı olmuştur (Bkz: Ekler, Tablo B.9 ve B.10).

**2007 Genel Seçimleri**

22 Temmuz 2007 tarihinde gerçekleşen seçim sonuçlarına göre meclise üç parti girmeye hak kazanmıştır. Bunlar, AKP, CHP ve MHP'dir. 2007 seçimleri sonuçlarına göre göze çarpan bir diğer sonuç ise bağımsız adayların, meclise girebilmek için uyguladığı yöntemdir. Bir grup bağımsız milletvekili seçilmelerinin ardından mecliste bir parti altında birleşmeyi yeğlemişlerdir (Bkz: Ekler, Tablo B.11 ve B.12).

**2011 Genel Seçimleri**

12 Haziran 2011'de yapılan seçim sonuçlarına göre, AKP %46,6'lık oy oranı ile birinci, CHP %20.85'lik oy oranı ile ikinci, MHP üçüncü (%14,29) olmuştur. Bu seçim uzun süredir erken yapılmayan ilk seçim olmuştur. Seçimde 35 aday meclise bağımsız milletvekili olarak girmeye hak kazanmıştır (Bkz: Ekler, Tablo B.13 ve B.14).

## 2.4. Türkiye’de Yapılan Yerel Seçimler ve Referandumlar

Bu çalışmanın inceleme alanına giren bir diğer konu ise İMKB’nin faaliyete geçmesinden günümüze kadar olagelmiş yerel seçimlerdir. Yerel seçimler, hisse senedi piyasalarını genel seçimler kadar etkileyerek, yatırımcıların portföylerini yeniden değerlendirmelerine sebep olmaktadır. İMKB’nin kuruluşundan bu yana gerçekleşen yerel seçimler aşağıdaki gibidir:

- € 26 Mart 1989
- € 27 Mart 1994
- € 18 Nisan 1999
- € 28 Mart 2004
- € 29 Mart 2009

1989 yerel seçimlerinde, İl Genel Meclisi seçimleri baz alındığında SHP %28.71 oy oranı ile birinci parti olmuştur. Büyükşehirlerden Adana, Ankara, Gaziantep, İstanbul, İzmir ve Kayseri SHP tarafından kazanılmıştır. SHP’nin %28.71’lik oy oranını, %25.13 ile DYP ve %21.80 ile ANAP izlemiştir.

1994 yerel seçimlerinde, İl Genel Meclisi seçimleri baz alındığında, DYP %21.53 ile birinci, ANAP %21.07 ile ikinci olurken, RP %19.10 ile üçüncü olmuştur. Büyükşehir belediye başkanlıklarına bakıldığında ise Adana, Bursa, Mersin ANAP; Ankara, Diyarbakır, Erzurum, İstanbul, Kayseri RP; Antalya ve Eskişehir ise DYP tarafından alınmıştır.

1999 yerel seçimlerinde, İl Genel Meclisi seçimleri baz alındığında, DSP %18.7 ile birinci, MHP %17.17 ile ikinci, FP %16.48 ile üçüncü, ANAP %15.03 ile dördüncü ve CHP %11.08 ile beşinci olmuştur. Büyükşehir belediye başkanlıklarına bakıldığında, Adana ve Samsun ANAP; Ankara, İstanbul ve Konya FP; Antalya, Gaziantep, Kocaeli ise CHP tarafından alınmıştır.

2004 yerel seçimlerinde, İl Genel Meclisi seçimleri baz alındığında, AKP %41.67 ile birinci, CHP %18.23 ile ikinci ve MHP %10.45 ile üçüncü olmuştur. Büyükşehir belediye başkanlıklarına bakıldığında ise Adana, Ankara, Antalya, Bursa, Erzurum,

İstanbul, Kayseri, Kocaeli, Konya, Sakarya ve Samsun'un AKP; İzmir ve Mersin'in ise CHP tarafından alındığı görülmektedir.

2009 yerel seçimlerinde AKP %38.39'lık oy oranıyla birinci, CHP %23.08 ile ikinci, MHP ise %15.97 ile üçüncü olmuştur. Büyükşehir Belediye Başkanlıklarına bakıldığında Ankara, Bursa, Erzurum, Gaziantep, İstanbul, Kayseri, Kocaeli, Konya, Sakarya ve Samsun AKP; Antalya, İzmir ve Mersin CHP; Adana ise MHP tarafında alınmıştır.

İMKB'nin faaliyete geçişinden bu yana gerçekleşen referandumlar ise şunlardır: 25 Eylül 1988, 21 Ekim 2007 ve 12 Eylül 2010.

1988 referandumu, 1982 Anayasası'nın öngördüğü yerel seçimlerin 1 yıl öne alınabileceği maddesine dayanarak yapılmıştır. Seçmenlerin yüzde 65'i "hayır", yüzde 35'i "evet" oyu kullanmıştır. Böylece öngörülen erken yerel seçim yapılmamıştır.

2007 referandumu, cumhurbaşkanının halk tarafından seçilmesi ve genel seçimlerin dört yılda bir yapılması değişikliklerini kapsamaktadır. %68.95 ile kabul edilmiştir.

2010 referandumu, anayasada yapılan değişiklikleri kapsayan maddeleri içermektedir. %57.88 evet oyu ile kabul edilmiştir.

İMKB'nin kuruluşundan bu yana gerçekleşen politik seçimlerle referandumların sonuçlarına yer verilmesinin sebebi, politik seçim tarihleri etrafında oluşan anormal getirilerin nasıl bir ortamda oluştuğunu ortaya koymaktır. Örneğin, 1991 genel seçimlerinde Süleyman Demirel başkanlığında DYP-SHP koalisyonu kurulurken, 1995 genel seçimlerinde ANAP-DYP koalisyonu kurulmuştur. 1995 seçimlerinde RP en yüksek oy oranını alsa da, 28 Şubat 1997 MGK sonrasında istifa etmiştir. Bu durum, Türkiye'de siyasi hayatın ne kadar istikrarsız olduğunu göstermektedir. Bu çalışma, istikrarsızlığın arttığı bu gibi dönemlerde, seçimlerden sonra İMKB'deki hisse senedi getirilerindeki değişimlerin daha büyük olabileceği düşünülmektedir. Bu nedenle seçimlerden sonraki anormal kümülatif ortalama getirilere bakılarak, bu düşüncenin geçerli olup olup olmadığı test edilmiştir.

2002 seçimlerinden sonra ise AKP, Türkiye’de siyasete damgasını vurarak, 2002’den itibaren gerçekleşen seçimlerde tek başına hükümet kurmuştur. Bu durumda, siyasi istikrarın sağlandığı son üç seçimlerde ise İMKB hisse senedi getirilerindeki anormal getirilerin daha az olması gerektiği düşünülmekte olup, bu düşüncenin geçerli olup olmadığı da test edilmiştir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. POLİTİK SEÇİMLERLE REFERANDUMLARIN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: İMKB ÖRNEĞİ

Türkiye’de İMKB’de görülen anomalileri araştırmak amacıyla pekçok çalışma yapılmıştır. Ancak daha önce de ifade edildiği gibi, İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin getirileri ile politik seçimler arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların sayısı çok sınırlıdır. Bu nedenle bu çalışma, İMKB’nin kuruluşundan bu yana gerçekleşen politik seçimlerle referandumların İMKB-100 endeksine olan etkisini ölçmektedir. Böylece politik seçim ve referandum tarihleri etrafında anormal getiriler veya kayıplar olup olmadığı olay çalışması metodu ile test edilmektedir.

#### 3.1. Veri Seti

Bu çalışmada analiz edilen dönem, İMKB’de işlemlerin başladığı 4 Ocak 1988’de başlayıp, son seçim tarihini de içine alarak 9 Eylül 2011’de sona ermektedir (toplam 5911 gün). İMKB’den temin edilen veriler, İMKB-100 endeksinin gün kapanış değerlerini içermektedir.<sup>7</sup> İnceleme konusu olan genel seçimler sırasıyla 20 Ekim 1991, 24 Aralık 1995, 18 Nisan 1999, 3 Kasım 2002, 22 Temmuz 2007 ve 12 Haziran 2011; yerel seçimler, 27 Mart 1994, 18 Nisan 1999, 28 Mart 2004 ve 29 Mart 2009; referandumlar ise 21 Ekim 2007, 12 Eylül 2010 tarihli dir. Böylece 6 adet genel seçim, 4 adet yerel seçim ve 2 adet referandum olmak üzere toplam 12 adet politik olay incelenmektedir. Seçim tarihleri ve seçimlerle ilgili ayrıntılı bilgiler Toplumsal Ekonomik Siyasal Araştırmalar Vakfı’nın (TESAV) internet sitesinden elde edilmiştir.

---

<sup>7</sup> İkinci seansın yapılmadığı günlerde birinci seans kapanış değerleri alınmıştır.

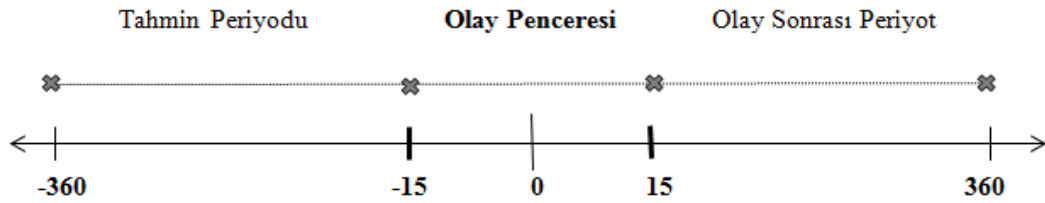


### 3.2. Araştırma Yöntemi

Finans yazınında yer alan pek çok çalışmada, ekonomik olayların firma değeri üzerine etkisi araştırılmıştır. Politik seçimler, birleşme ve satın alma gibi nitel olayların, nicel değerler üzerine etkisinin ölçümü ise olay çalışması (event study) yöntemi ile mümkündür. Bu sebeple, muhasebe ve finans alanlarındaki araştırmalarda, özellikle birleşme ve satın alma, kar açıklanması, halka arz gibi durumların etkisi olay çalışması yöntemi ile ölçülmektedir (Mac Kinley, 1997).

Bu çalışmada da olay çalışması yöntemi kullanılarak politik seçimlerle referandumların İMKB-100 endeksinin getirisi üzerine olan etkisi ölçülmüştür.

Seçimlerin ve referandumların gerçekleştiği günler olay günü olduğu için, bu tarihler baz alınarak, 15 gün öncesi ve 15 gün sonrası olay penceresi olarak belirlenmiştir. Mandacı (2003) seçimlerden 15 gün önce ve sonrasında olay penceresi olarak belirlenmesinin sebebini Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda seçimlerin etkisinin kısa süreli olmasına bağlamıştır. Şekil 3.1'de bu çalışmada incelenilen tahmin periyodu, olay penceresi ve olay sonrası periyot gösterilmiştir:



**Şekil 3.1:** Tahmin Periyodu, Olay Penceresi ve Olay Sonrası Periyodun Gösterilmesi

Seçim tarihleri etrafındaki günlerde anormal getiri olup olmadığının test edilmesi için, anormal getirilerin hesaplanması gerekmektedir. Anormal getirilerin hesaplanabilmesi için, geçmiş getirilerin ortalamalarından yararlanılmıştır. Anormal getirilerin hesaplanması için (1) numaralı eşitlik kullanılmıştır:

$$AR_{i\tau} = r_{i\tau} - \bar{r}_i$$

(1)

Yukarıdaki eşitliğe göre, AR (abnormal return) herhangi bir t günündeki anormal getiriyi,  $r_{it}$  ise t günündeki endeks getirisini göstermektedir (i'nin incelenen her olayı temsil ettiği düşünülürse,  $r_i$  seçim tarihinden önceki 15 gün ile 360 gün (-360,-15) ortalamasını göstermektedir). Örneğin, 12 Haziran 2011 seçimlerinden önceki 15 gün ile 360 gün arasındaki dönemin, İMKB-100 endeksi günlük kapanış değerlerinin ortalaması alınarak  $r_i$  değerine ulaşılmıştır.  $r_{it}$ 'den  $r_i$ 'nin çıkarılmasıyla da AR değerine ulaşılmıştır.

Daha sonra AR değerleri, ilgili dönemin standart sapmasına bölünerek standartlaştırılmış (SAR) ve z değerine ulaşılmıştır (2):

$$SAR_{i\tau} = \frac{AR_{i\tau}}{\sigma_i} \quad (2)$$

Z değerlerinin bulunmasıyla, seçimlerden önceki ve sonraki onbeş günde, her bir gün için anormal getiri olup olmadığına bakılmıştır.

AR'lerin standartlaştırılmasının ardından, her bir olayın öncesi ve sonrasındaki farklı dönemler için ((-10,0); (-5,0); (0,5); (0,10)) anormal kümülatif ortalama getirilerin (CAAR) olup olmadığını ölçmek için ilk olarak anormal ortalama getiriler (AAR) 3 nolu eşitlikten yararlanılarak hesaplanmıştır:

$$AAR_{\tau} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i\tau} \quad (3)$$

AAR'lerin hesaplanmasının ardından AAR'lere ilişkin varyanslar bulunmuştur (4):

$$V(AAR_{\tau}) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N V(AR_{i\tau}) \quad (4)$$

AAR'ler kullanılarak, CAAR'lar 5 nolu eşitlik yardımıyla hesaplanmıştır:

$$\begin{aligned}
 CAAR(\tau_k) &= \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{\tau=-15}^{\tau_k} AR_{i\tau} \\
 &= \sum_{\tau=-15}^{\tau_k} \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i\tau} \\
 &= \sum_{\tau=-15}^{\tau_k} AAR_{\tau}
 \end{aligned} \tag{5}$$

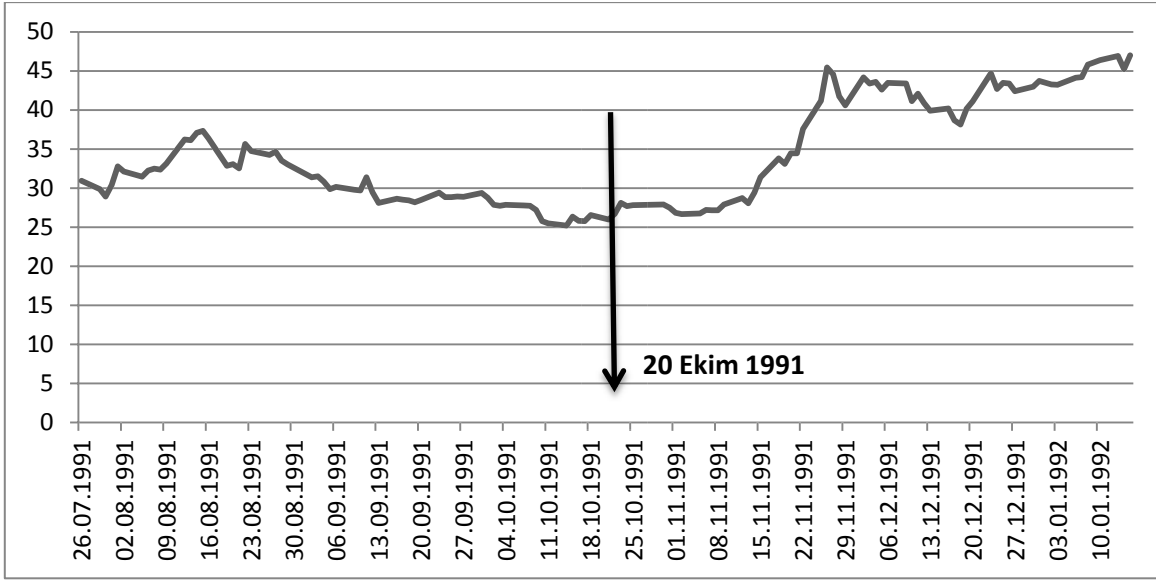
AAR'lerin varyansları ile CAAR'ların varyansları bulunmuştur (6):

$$\mathbb{V}(CAAR(\tau_k)) = \sum_{\tau=-15}^{\tau_k} \mathbb{V}(AAR_{\tau}) \tag{6}$$

En son olarak örneklem sayısı 30'dan küçük olduğu için, CAAR'lar t testine tabi tutularak ((-15,0);(-10,0); (-5,0); (0,5); (0,10);(0,15))'lik dönemlerde kümülatif olarak farklılık olup olmadığı test edilmiştir. Böylece elde edilen sonuçlar yorumlanarak, olay tarihlerinden önce ve sonra anormal kümülatif ortalama getiri olup olmadığı belirlenmiştir.

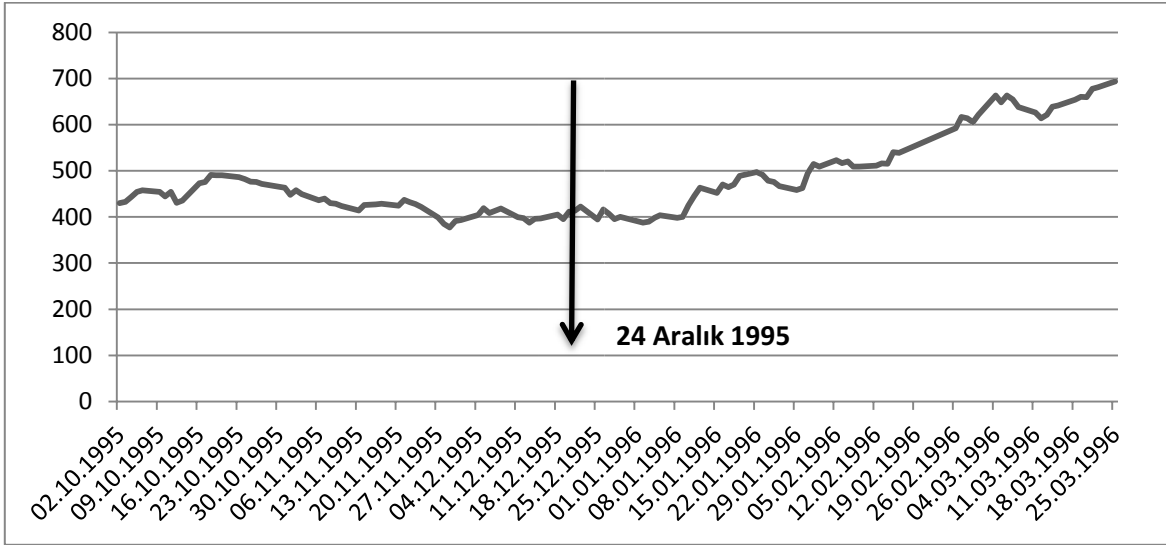
### 3.3. Araştırma Sonuçları

Bu bölümde öncelikle, politik seçimlerle referandum tarihlerinden 60 gün öncesi ve 60 sonrasını içeren 120 günlük grafikler bulunmaktadır. Şekil 3.2, 3.3, 3.4, 3.5, 3.6 ve 3.7'de genel seçimler; şekil 3.8, 3.9, 3.10 ve 3.11'de yerel seçimler ve 3.12 ve 3.13'te referandum tarihleri etrafındaki günlerde İMKB-100 endeksinin genel seyri incelenebilir.



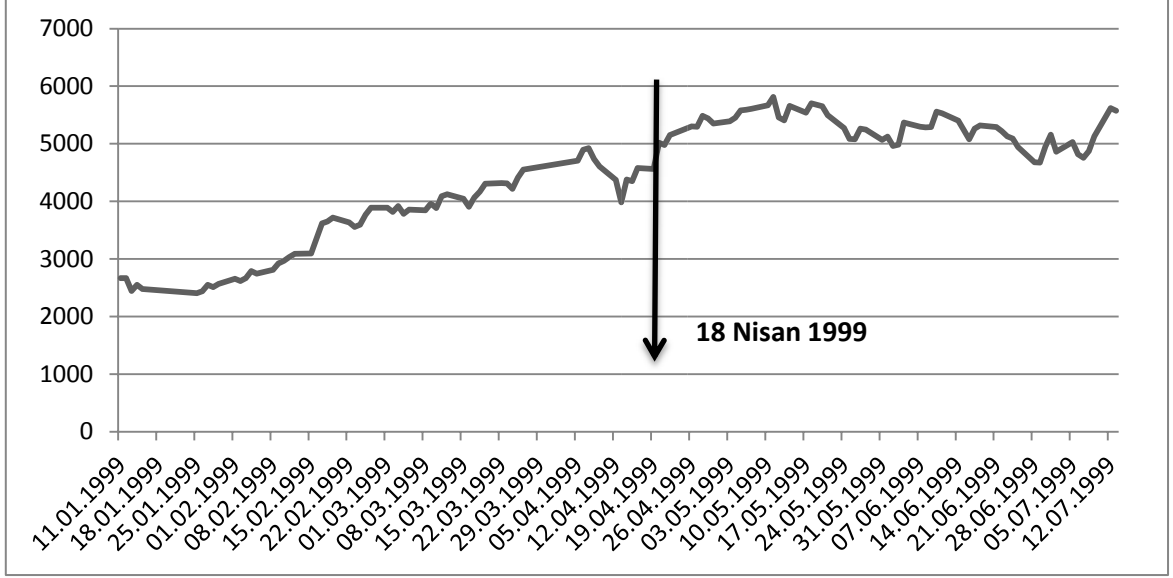
**Şekil 3.2:** 20 Ekim 1991 Genel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İSKB-100 Endeksinin Seyri

1991 genel seçimi (Şekil 3.2) öncesinde ve sonrasındaki 15 günde çok büyük hareketlilik olmadığı gözlenmektedir. Ancak özellikle kasım ayının ikinci yarısından sonra, İSKB-100 endeksinin yükselişe geçtiği görülmektedir. Örneğin, 22 Kasım 1991’de endeks bir önceki güne göre % 8,96; 25 Kasım 1991’de % 9,68 ve 26 Kasım 1991’de ise % 10,32 artmıştır. Bununla birlikte, endeksin aralık ayında daha durağan bir seyir izlediği gözlenmektedir.



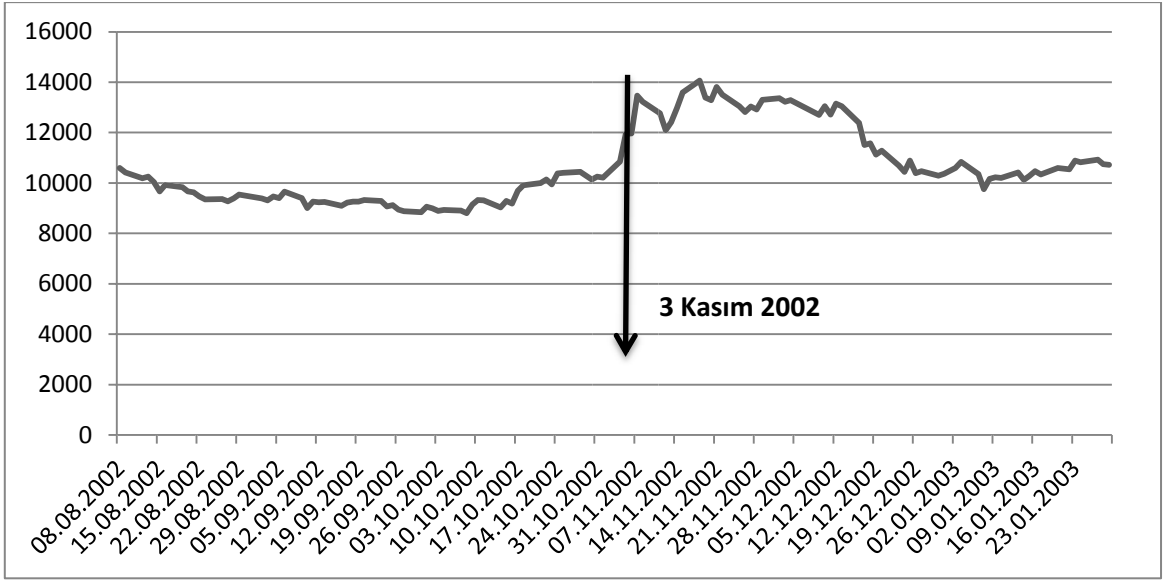
**Şekil 3.3:** 24 Aralık 1995 Genel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İSKB-100 Endeksinin Seyri

1995 genel seçimlerinde (şekil 3.3) özellikle seçim sonrasında yükseliş trendi olduğu gözlenmektedir. Seçimlerden sonraki ilk gün olan 25 Aralık 1995'te endeks bir önceki güne göre % 6,52 düşerken, 26 Aralık'ta ise % 5,33 artmıştır. Ocak ayının sonuna kadar durağan olduğu gözlenen endeks, şubat ayı itibari ile tekrar yükseliş trendine geçmiştir.



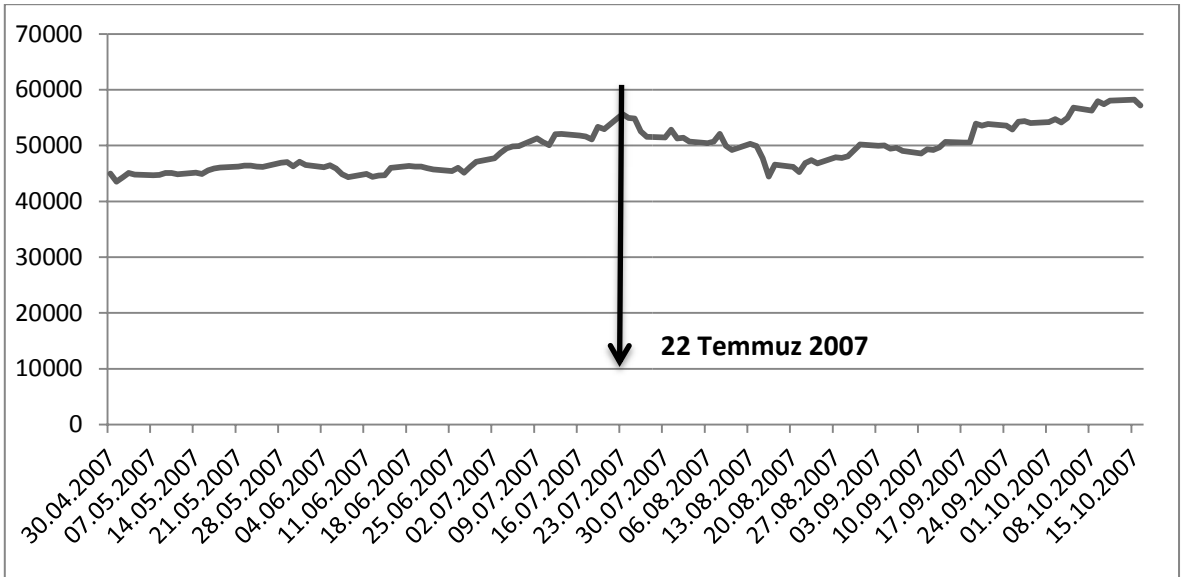
**Şekil 3.4:** 18 Nisan 1999 Genel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri

1999 genel seçiminde (Şekil 3.4), İMKB-100 endeksinin, ocak ayının başından seçime kadar olan dönemde yükselişe geçtiği gözlenmektedir. Ancak seçimlerden dört gün önceye denk gelen 13 Nisan 1999'da endeks bir önceki güne göre % 8,9 düşerken, onu izleyen günde ise endeks % 9,92 artmıştır. Seçimlerden sonra ise özellikle mayıs ayının ortalarına doğru genel seyirde hafif bir yükseliş olduğu gözlenmektedir.



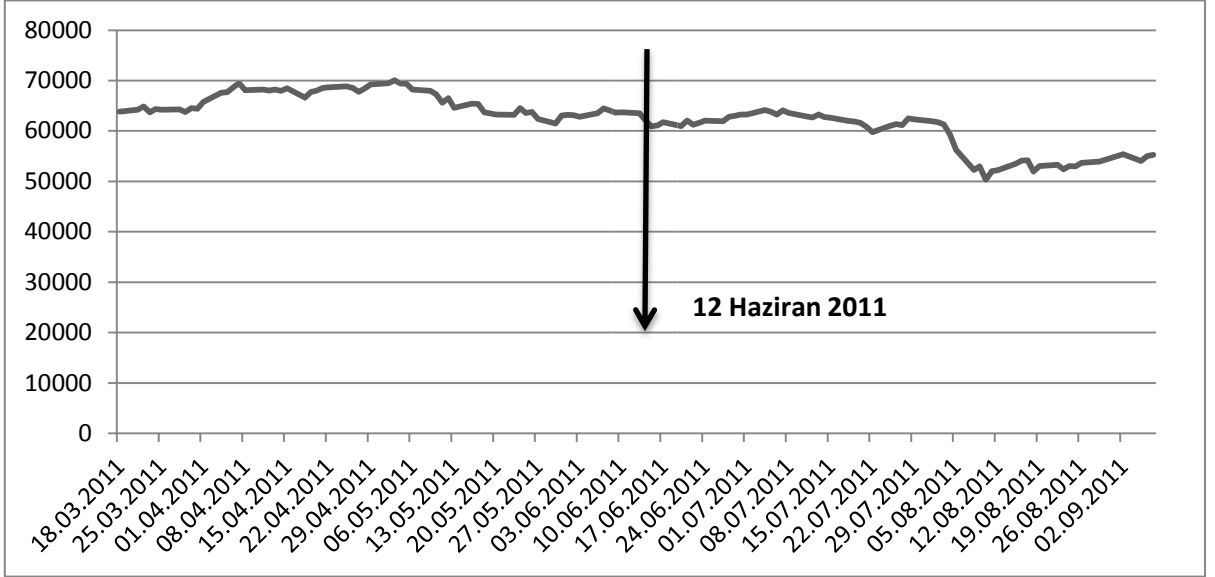
**Şekil 3.5:** 3 Kasım 2002 Genel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri

2002 genel seçim grafiği (şekil 3.5) incelendiğinde, seçim sonrasında endeksin hafif bir şekilde yükselişe geçtiği anlaşılmaktadır. Ancak seçimlerden sonraki ilk gün endeks % 6,14, ikinci gün % 10,17, dördüncü gün ise % 12,52 oranında artarak, yüksek ivmeli bir yükselişe geçmiştir.



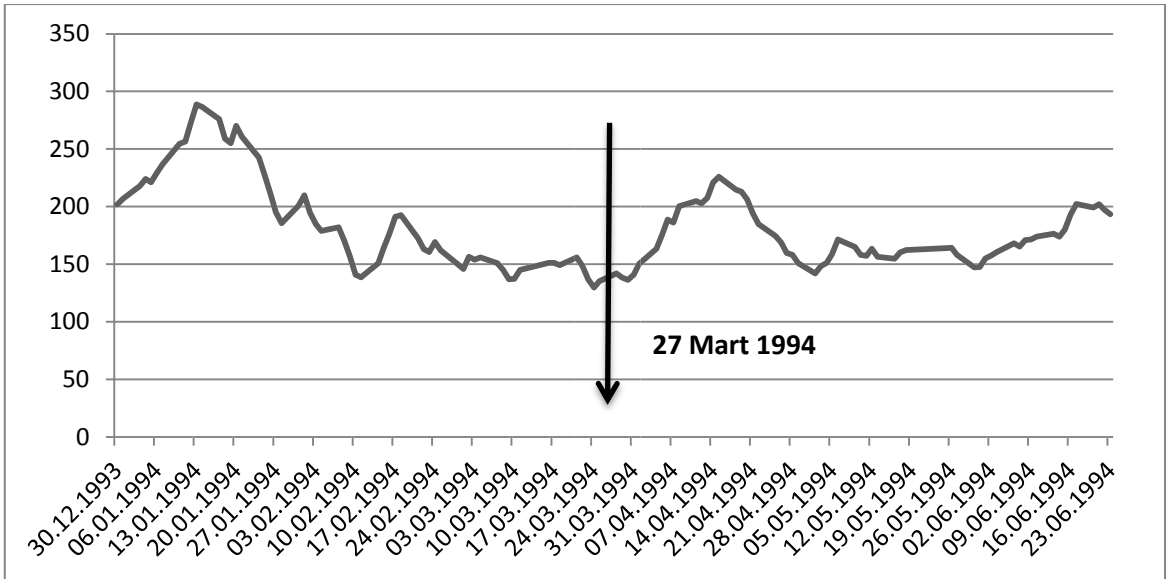
**Şekil 3.6:** 22 Temmuz 2007 Genel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri

2007 genel seçiminin (şekil 3.6) öncesinde, özellikle temmuz ayının ilk yarısında hafif bir yükseliş gözlenmektedir. Seçim gününden önceki ikinci günde, % 4,33'lük bir yükseliş yaşanırken, seçimlerden sonraki ilk gün ise %5,08'lik bir yükseliş gözlenmiştir.



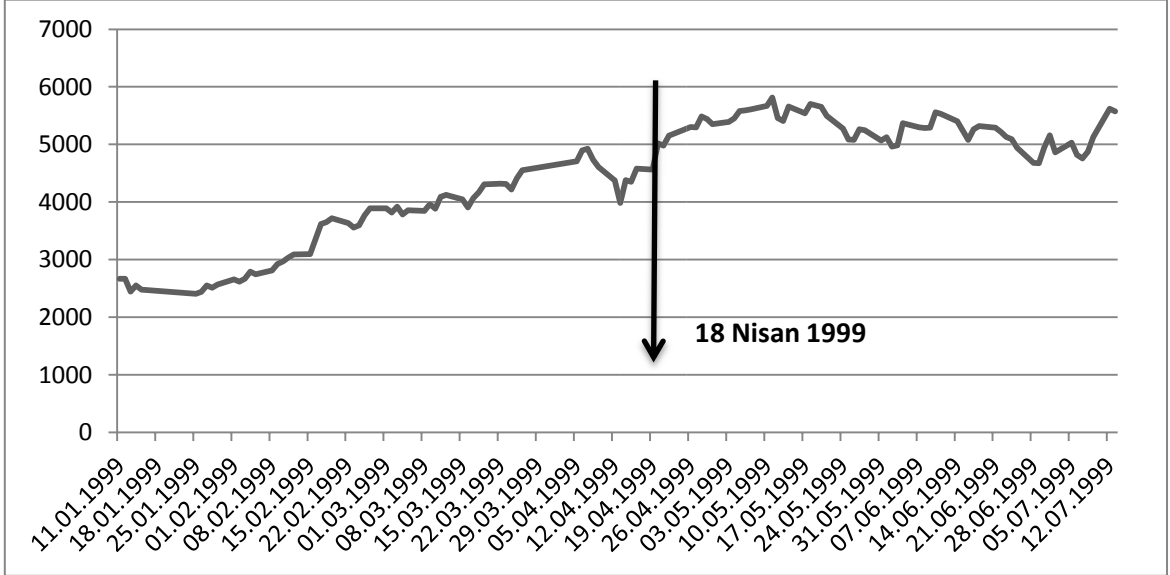
**Şekil 3.7:** 12 Haziran 2011 Genel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri

2011 genel seçiminde (şekil 3.7) ise endeksin durağan bir seyir izlediği ve önemli bir değişiklik gerçekleşmediği gözlenmektedir.



**Şekil 3.8:** 27 Mart 1994 Yerel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri

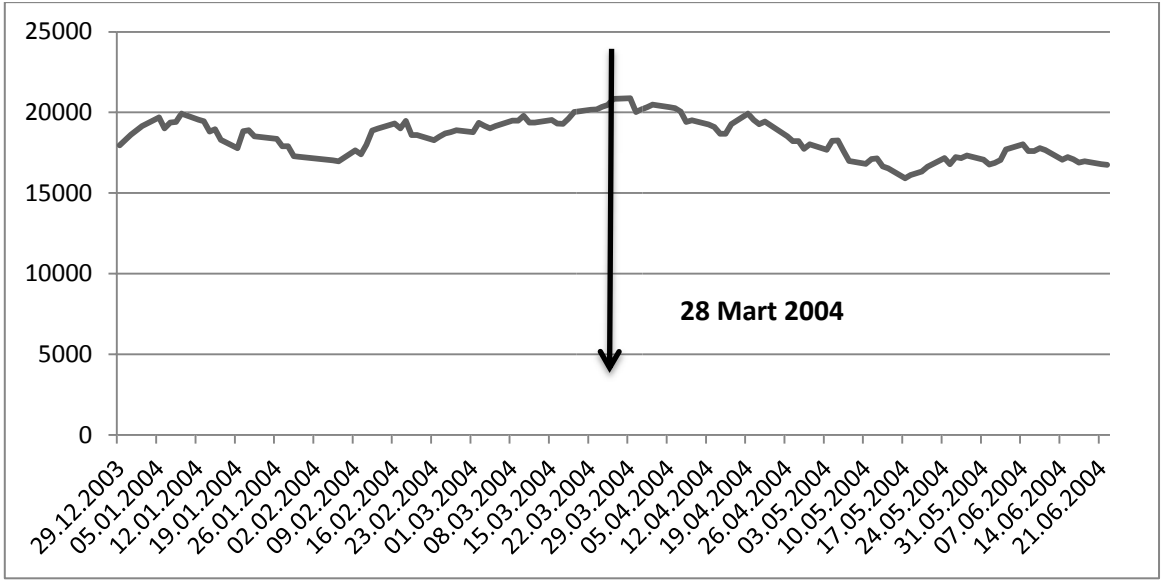
Yerel seçimler incelendiğinde, 1994 seçimi (Şekil 3.8) sonrasında ciddi bir yükseliş olduğu görülmektedir. Seçimlerden sonraki ilk gün endeks %5,01 oranında artarken, beşinci gün %6,68; altıncı gün %8,84; yedinci gün %7; sekizinci gün ise %7,76 oranında artış olduğu gözlenmiştir.



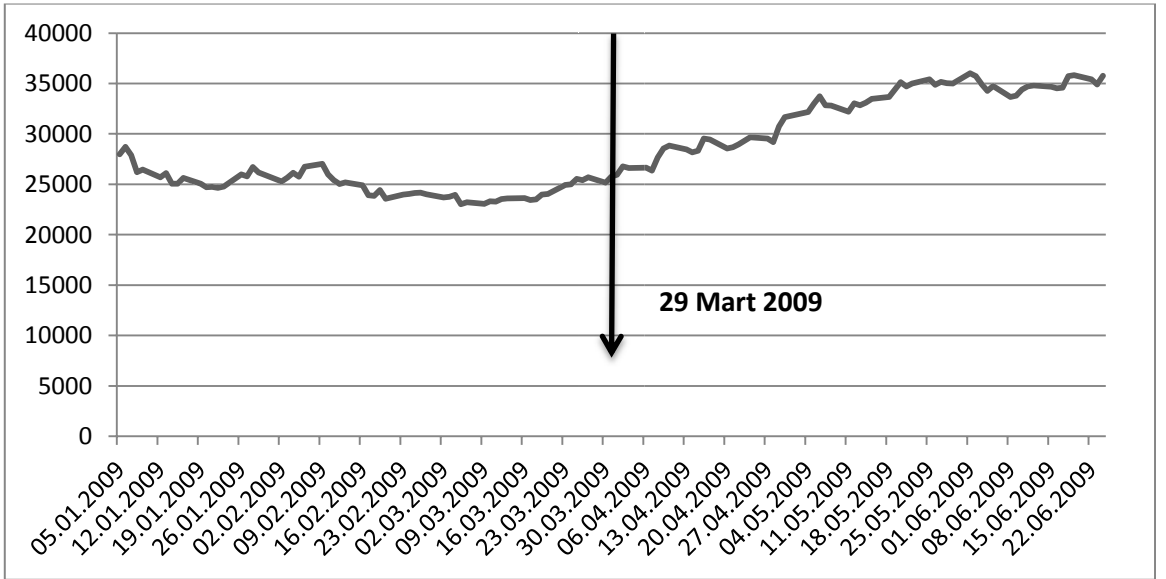
**Şekil 3.9:** 18 Nisan 1999 Yerel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri

1999 seçimi (Şekil 3.9) öncesinde, şubat ayı itibari ile endeksin yükselişe geçtiği görülmektedir. Seçimlerden önceki dördüncü gün endeks %8,9 düşmüş, ancak hemen ertesi gün %9,92 oranında yükselmiştir. Seçimden sonra ise endeks yükselişe geçmiştir. Seçimden sonraki ikinci gün endeks %10 oranında artmıştır.



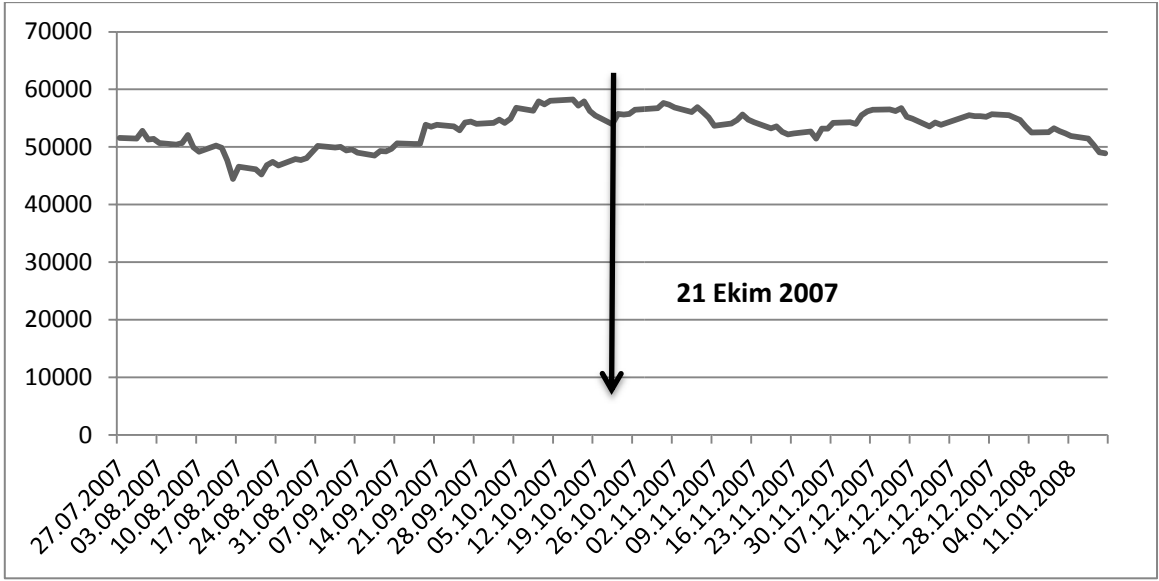


**Şekil 3.10:** 28 Mart 2004 Yerel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri

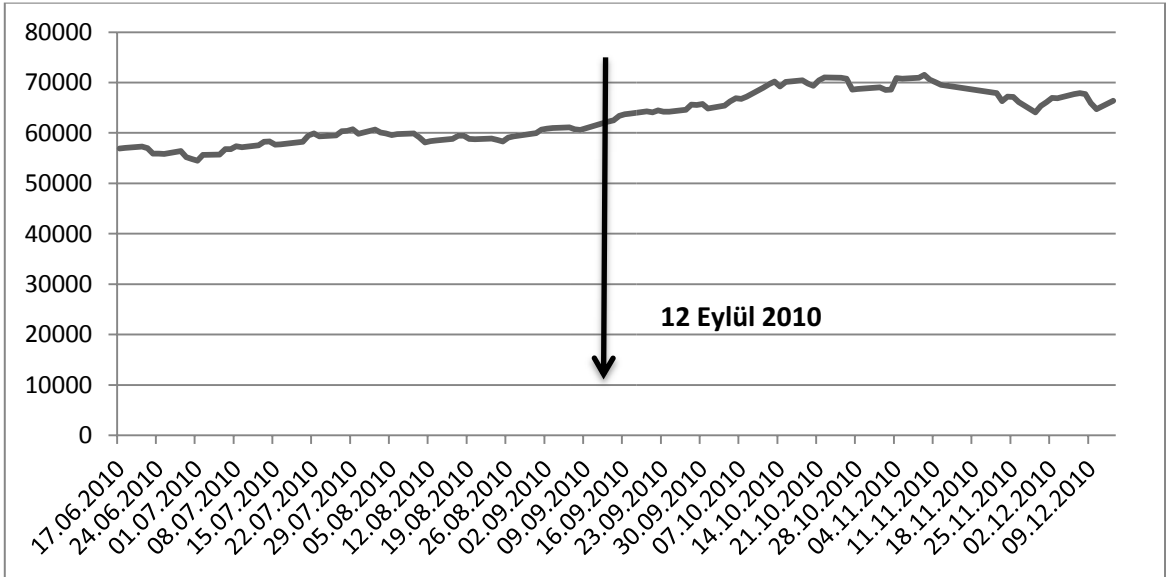


**Şekil 3.11:** 29 Mart 2009 Yerel Seçiminin 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri

2004 (şekil 3.10) ve 2009 (şekil 3.11) seçimlerinde ise önemli hisse senedi getirilerinde önemli bir farklılık gözlenmemektedir.



**Şekil 3.12:** 21 Ekim 2007 Referandumunun 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri



**Şekil 3.13:** 12 Eylül 2010 Referandumunun 60 Gün Öncesi ve Sonrasında İMKB-100 Endeksinin Seyri

Referandum tarihi etrafındaki günler incelendiğinde, hem 2007 (Şekil 3.11), hem de 2010 (Şekil 3.12) referandumları sonrasında hisse senedi getirilerinde anlamlı bir değişikliğin olmadığı gözlenmektedir.

Tablo 3.1’de, olay penceresi olarak seçilen, politik seçim ve referandumlardan önce ve sonraki 15 güne ait anormal getirilere ve bu getirilere ait z test değerlerine yer verilmiştir:

**Tablo 3.1:** 1991, 1995, 1999 Genel Seçimlerinin Öncesi ve Sonrasındaki Günlerde Anormal Getiri Testi (-15,...,+15)

Genel Seçimlerin Öncesi ve Sonrasındaki Günlerde Anormal Getiri Testi (-15,...,+15)						
Günler	1991		1995		1999	
	AR	Z-test	AR	Z-test	AR	Z-test
-15	0,0177	0,5121	0,0257	1,0864	0,0000	0,0005
-14	-0,0214	-0,6176	0,0336	1,4203	-0,0020	-0,0507
-13	-0,0305	-0,8808	-0,0266	-1,1231	-0,0237	-0,6090
-12	-0,0047	-0,1353	0,0099	0,4174	0,0446	1,1464
-11	0,0054	0,1554	0,0096	0,4068	0,0297	0,7618
-10	-0,0022	-0,0634	-0,0474	<b>-2,0044</b>	0,0317	0,8139
-9	-0,0012	-0,0340	-0,0072	-0,3045	0,0388	0,9966
-8	-0,0190	-0,5506	-0,0275	-1,1617	0,0045	0,1151
-7	-0,0524	-1,5165	0,0205	0,8645	-0,0401	-1,0298
-6	-0,0121	-0,3505	-0,0011	-0,0478	-0,0293	-0,7532
-5	-0,0107	-0,3089	0,0184	0,7770	-0,0519	-1,3341
-4	0,0456	1,3196	-0,0252	-1,0631	-0,0907	<b>-2,3309</b>
-3	-0,0192	-0,5545	0,0373	1,5745	0,0975	<b>2,5057</b>
-2	-0,0015	-0,0442	0,0031	0,1297	-0,0087	-0,2237
-1	0,0307	0,8888	0,0196	0,8278	0,0515	1,3220
1	-0,0216	-0,6240	-0,0674	<b>-2,8477</b>	-0,0060	-0,1531
2	0,0292	0,8446	0,0510	<b>2,1565</b>	0,0983	<b>2,5242</b>
3	0,0517	1,4966	-0,0230	-0,9711	-0,0092	-0,2364
4	-0,0137	-0,3954	-0,0317	-1,3382	0,0331	0,8493
5	0,0046	0,1336	0,0105	0,4454	0,0276	0,7086
6	0,0032	0,0930	-0,0333	-1,4075	-0,0035	-0,0897
7	-0,0154	-0,4463	0,0025	0,1046	0,0338	0,8685
8	-0,0233	-0,6737	0,0203	0,8595	-0,0096	-0,2471
9	-0,0050	-0,1439	0,0110	0,4658	-0,0176	-0,4510
10	0,0028	0,0810	-0,0151	-0,6392	0,0057	0,1470
11	0,0173	0,5009	0,0017	0,0700	0,0091	0,2328
12	-0,0007	-0,0194	0,0603	<b>2,5462</b>	0,0219	0,5619
13	0,0003	0,0078	0,0449	1,8981	0,0002	0,0039
14	0,0269	0,7791	0,0386	1,6320	0,0011	0,0287
15	0,0289	0,8368	-0,0255	-1,0793	0,0094	0,2410

**Tablo 3.2:** 2002, 2007 ve 2011 Genel Seçimlerinin Öncesi ve Sonrasındaki Günlerde Anormal Getiri Testi (-15,...,+15)

Genel Seçimlerin Öncesi ve Sonrasındaki Günlerde Anormal Getiri Testi (-15,...,+15)						
Günler	2002		2007		2011	
	AR	Z-test	AR	Z-test	AR	Z-test
-15	-0,0014	-0,0499	0,0133	0,7658	-0,0019	-0,1318
-14	-0,0298	-1,0788	0,0197	1,1326	0,0209	1,4394
-13	0,0290	1,0492	0,0161	0,9285	-0,0153	-1,0522
-12	-0,0109	-0,3941	0,0073	0,4223	0,0018	0,1232
-11	0,0554	<b>2,0077</b>	0,0007	0,0399	-0,0217	-1,4932
-10	0,0211	0,7658	0,0276	1,5866	-0,0152	-1,0471
-9	0,0095	0,3431	-0,0143	-0,8249	0,0248	1,7080
-8	0,0140	0,5074	-0,0101	-0,5837	0,0023	0,1602
-7	-0,0191	-0,6913	0,0387	<b>2,2295</b>	-0,0023	-0,1574
-6	0,0443	1,6052	0,0013	0,0772	-0,0054	-0,3692
-5	0,0027	0,0971	-0,0062	-0,3573	0,0108	0,7443
-4	0,0025	0,0914	-0,0027	-0,1575	0,0144	0,9924
-3	-0,0287	-1,0377	-0,0105	-0,6049	-0,0067	-0,4589
-2	0,0112	0,4058	0,0431	<b>2,4793</b>	-0,0067	-0,4625
-1	-0,0034	-0,1223	-0,0075	-0,4326	0,0000	-0,0024
1	0,0614	<b>2,2244</b>	0,0506	<b>2,9112</b>	-0,0033	-0,2269
2	0,1017	<b>3,6837</b>	-0,0127	-0,7309	-0,0216	-1,4874
3	0,0022	0,0799	-0,0020	-0,1158	-0,0206	-1,4177
4	0,1252	<b>4,5340</b>	-0,0425	<b>-2,4464</b>	0,0024	0,1661
5	-0,0186	-0,6723	-0,0183	-1,0538	0,0093	0,6418
6	-0,0339	-1,2265	-0,0022	-0,1269	-0,0120	-0,8274
7	-0,0529	-1,9163	0,0263	1,5147	0,0163	1,1241
8	0,0264	0,9575	-0,0291	-1,6740	-0,0137	-0,9415
9	0,0446	1,6164	0,0016	0,0934	0,0056	0,3839
10	0,0483	1,7499	-0,0134	-0,7704	0,0073	0,5054
11	0,0339	1,2281	-0,0059	-0,3374	-0,0024	-0,1678
12	-0,0477	-1,7264	0,0053	0,3052	0,0135	0,9286
13	-0,0071	-0,2587	0,0267	1,5335	0,0024	0,1666
14	0,0391	1,4152	-0,0405	<b>-2,3281</b>	0,0037	0,2566
15	-0,0224	-0,8115	-0,0160	-0,9200	-0,0006	-0,0405

**Tablo 3.3:** Yerel Seçimlerin Öncesi ve Sonrasındaki Günlerde Anormal Getiri Testi (-15,...,+15)

Yerel Seçimlerin Öncesi ve Sonrasındaki Günlerde Anormal Getiri Testi (-15,...,+15)								
Günler	1994		1999		2004		2009	
	AR	Z-test	AR	Z-test	AR	Z-test	AR	Z-test
-15	-0,0193	-0,6106	0,0000	0,0005	0,0147	0,5317	-0,0049	-0,1928
-14	0,0074	0,2339	-0,0020	-0,0507	-0,0029	-0,1043	0,0135	0,5300
-13	-0,0368	-1,1625	-0,0237	-0,6090	0,0134	0,4854	0,0008	0,0310
-12	-0,0431	-1,3611	0,0446	1,1464	-0,0236	-0,8552	0,0132	0,5197
-11	-0,0597	-1,8863	0,0297	0,7618	-0,0034	-0,1232	0,0054	0,2128
-10	-0,0026	-0,0823	0,0317	0,8139	0,0058	0,2119	0,0024	0,0948
-9	0,0523	1,6515	0,0388	0,9966	-0,0130	-0,4717	-0,0049	-0,1922
-8	0,0380	1,1986	0,0045	0,1151	-0,0039	-0,1423	0,0041	0,1607
-7	-0,0043	-0,1367	-0,0401	-1,0298	0,0139	0,5031	0,0223	0,8747
-6	-0,0184	-0,5805	-0,0293	-0,7532	0,0185	0,6708	0,0051	0,2012
-5	0,0402	1,2683	-0,0519	-1,3341	0,0046	0,1681	0,0388	1,5246
-4	-0,0525	-1,6574	-0,0907	<b>-2,3309</b>	-0,0016	-0,0581	0,0055	0,2161
-3	-0,0835	<b>-2,6356</b>	0,0975	<b>2,5057</b>	0,0055	0,1994	0,0236	0,9264
-2	-0,0547	-1,7285	-0,0087	-0,2237	0,0036	0,1307	-0,0028	-0,1083
-1	0,0383	1,2090	0,0515	1,3220	0,0152	0,5518	0,0135	0,5306
1	0,0456	1,4397	-0,0060	-0,1531	-0,0001	-0,0030	-0,0193	-0,7597
2	-0,0307	-0,9696	0,0983	<b>2,5242</b>	-0,0435	-1,5767	0,0269	1,0566
3	-0,0184	-0,5809	-0,0092	-0,2364	0,0055	0,1982	0,0091	0,3588
4	0,0276	0,8702	0,0331	0,8493	0,0040	0,1442	0,0341	1,3391
5	0,0623	<b>1,9664</b>	0,0276	0,7086	0,0055	0,1989	-0,0030	-0,1192
6	0,0839	<b>2,6501</b>	-0,0035	-0,0897	-0,0100	-0,3640	0,0029	0,1153
7	0,0655	<b>2,0675</b>	0,0338	0,8685	-0,0054	-0,1947	-0,0080	-0,3160
8	0,0731	<b>2,3087</b>	-0,0096	-0,2471	-0,0140	-0,5075	0,0506	<b>1,9860</b>
9	-0,0177	-0,5582	-0,0176	-0,4510	-0,0335	-1,2129	0,0345	1,3544
10	0,0720	2,2745	0,0057	0,1470	0,0019	0,0678	0,0124	0,4878
11	0,0183	0,5775	0,0091	0,2328	-0,0151	-0,5478	-0,0114	-0,4465
12	-0,0139	-0,4380	0,0219	0,5619	-0,0106	-0,3833	-0,0079	-0,3087
13	0,0181	0,5730	0,0002	0,0039	-0,0248	-0,8996	0,0080	0,3144
14	0,0603	1,9037	0,0011	0,0287	-0,0020	-0,0734	0,0445	1,7486
15	0,0175	0,5531	0,0094	0,2410	0,0286	1,0367	-0,0004	-0,0163

**Tablo 3.4:** Referandumların Öncesi ve Sonrasındaki Günlerde Anormal Getiri Testi (15,...,+15)

Referandumların Öncesi ve Sonrasındaki Günlerde Anormal Getiri Testi (-15,...,+15)				
Günler	2007		2011	
	AR	Z-test	AR	Z-test
-15	-0,0077	-0,4264	-0,0028	-0,1710
-14	0,0015	0,0840	-0,0125	-0,7635
-13	0,0085	0,4738	-0,0042	-0,2545
-12	-0,0117	-0,6495	-0,0001	-0,0042
-11	0,0125	0,6949	-0,0070	-0,4291
-10	0,0329	1,8213	-0,0082	-0,5038
-9	-0,0104	-0,5754	0,0108	0,6615
-8	0,0277	1,5334	0,0024	0,1479
-7	-0,0098	-0,5453	0,0081	0,4964
-6	0,0097	0,5397	0,0094	0,5778
-5	0,0017	0,0967	0,0005	0,0312
-4	-0,0193	-1,0701	-0,0003	-0,0168
-3	0,0117	0,6500	-0,0008	-0,0482
-2	-0,0300	-1,6660	-0,0083	-0,5062
-1	-0,0152	-0,8436	-0,0047	-0,2908
1	-0,0287	-1,5896	0,0248	1,5201
2	0,0317	1,7573	0,0011	0,0646
3	-0,0034	-0,1865	0,0122	0,7506
4	0,0003	0,0156	0,0028	0,1732
5	0,0116	0,6405	-0,0004	-0,0266
6	0,0045	0,2481	0,0042	0,2595
7	0,0135	0,7479	-0,0050	-0,3080
8	-0,0056	-0,3089	0,0031	0,1879
9	-0,0103	-0,5726	-0,0069	-0,4233
10	-0,0152	-0,8449	-0,0017	-0,1042
11	0,0137	0,7586	0,0035	0,2173
12	-0,0159	-0,8820	0,0124	0,7622
13	-0,0177	-0,9791	-0,0030	-0,1868
14	-0,0280	-1,5529	0,0009	0,0577
15	0,0060	0,3341	-0,0160	-0,9819

Genel seçim tabloları incelendiğinde, 1991 genel seçimi öncesi ve sonrasında %95 güven aralığında, hisse senedi getirilerinde anlamlı bir farklılığın olmadığı gözlenmektedir.

1995 genel seçiminde seçimlerden önceki 10. günde ve seçimlerden sonraki 1.,2. ve 12. günde hisse senedi getirilerinde anlamlı bir farklılığın olduğu gözlenmektedir.

Ancak seçimlerden önceki 10. ve seçimlerden sonraki 1. gündeki negatif yönde anormal getiriler oluşurken; 2. ve 12. günde pozitif yönde anormal getiriler olduğu gözlenmiştir.

1999 seçimlerinden önceki 4. ve 3. gün ile seçimlerden sonraki 2. günde hisse senedi getirilerinde anlamlı farklılıklar olduğu gözlenmiştir. Seçimlerden önceki 4. günde negatif yönde anormal getiri gerçekleşmiştir.

2002 genel seçimlerinde seçimlerden önceki 11. gün ile seçimlerden sonraki 1., 2. ve 4. günde hisse senedi getirilerinde anlamlı bir farklılık olduğu gözlenmiştir. Bu farklılıkların hepsi pozitif yönde gerçekleşmiştir.

2007 genel seçimlerinde seçimlerden önceki 7. ve 2. gün ile seçimlerden sonraki 1. ve 4. günde hisse senedi getirilerinde anlamlı bir değişiklik olduğu gözlenmiştir. Sadece seçimlerden sonraki 4. günde negatif yönde anormal getiri olduğu gözlenmiştir.

2011 genel seçimlerinin hem öncesinde hem de sonrasında, anlamlı bir farklılık gözlenmemiştir.

Genel seçim sonuçlarında göze çarpan en önemli nokta, 2002 sonuçlarının diğer seçimlerle karşılaştırıldığında özellikle seçim sonrasında istatistiksel anlamlılığı yüksek anormal getirilere rastlanmasıdır. Bunun sebebi, Türkiye’de uzun bir süreden sonra tek partili hükümet kurulması olabilir. 2007 seçimlerinden önce ve sonra yaşanan dalgalanma, bu döneme denk gelen finansal kriz ile açıklanabilir. 2011 seçimlerinin ise hem öncesinde hem de sonrasında anlamlı bir farklılığın yaşanmaması, seçim sonuçlarının önceden tahmin edilmesine yani tek partinin seçimlerden galip gelerek hükümet kuracağına büyük oranda bilinmesine bağlı olabilir.

Yerel seçimler incelendiğinde 1994 seçimlerinden önceki 3. günde ve seçimlerden sonraki 5., 6., 7. ve 8. günde %95 güven aralığında anormal getiriler olmuştur. Bu değişimlerden sadece seçimden önce gerçekleşen değişim negatif yöndedir.

1999 yerel seçimleri, 1999 genel seçimleri ile aynı gün yapıldığı için 1999 genel seçimleri ile benzer sonuçlara sahiptir.

2004 yerel seçimlerinde hem seçim öncesinde hem de sonrasında anormal getirilere rastlanmamıştır.

2009 yerel seçimlerinde ise sadece seçimlerden sonraki 8. günde pozitif yönde anormal getiri olduğu gözlenmiştir.

Son olarak referandumlar incelendiğinde ise hem 2007, hem de 2011 referandumundan önce ve sonra anlamlı bir değişiklik olmadığı gözlenmiştir.

Genel seçimlerin yapıldığı tarihler etrafındaki günler için hesaplanan anormal kümülatif ortalama getiriler ve bunlar için hesaplanan t değerleri tablo 3.5'te görülmektedir:

**Tablo 3.5:** Genel Seçimler İçin Anormal Kümülatif Ortalama Getiri Değerleri ve t Testi Sonuçları

Olay Penceresi	CAAR	t test
CAAR <sub>-15,0</sub>	0,0387	0,8823
CAAR <sub>-10,0</sub>	0,0135	0,3781
CAAR <sub>-5,0</sub>	0,0180	0,7121
CAAR <sub>0,+5</sub>	0,0578	<b>2,3086</b>
CAAR <sub>0,+10</sub>	0,0538	1,5201
CAAR <sub>0,+15</sub>	0,0899	2,0709

3.5 no'lu tabloda görüldüğü gibi, anormal kümülatif ortalama getiriler, özellikle olay sonrası dönemde daha yüksektir. Seçimlerden sonraki ilk beş gün için CAAR ve t test sonuçları incelendiğinde, %90 güven aralığında anlamlı farklılıklar olduğu görülmektedir.

Yerel seçimlerin yapıldığı tarihler etrafındaki günler için hesaplanan anormal kümülatif ortalama getiriler ve bunların t değerleri ise tablo 3.6'daki gibidir:



**Tablo 3.6:** Yerel Seçimler İçin Anormal Kümülatif Ortalama Getiri Değerleri ve t Testi Sonuçları

Olay Penceresi	CAAR	t test
CAAR <sub>-15,0</sub>	0,0101	0,1677
CAAR <sub>-10,0</sub>	0,0289	0,5841
CAAR <sub>-5,0</sub>	-0,0017	-0,0492
CAAR <sub>0,+5</sub>	0,0627	1,7950
CAAR <sub>0,+10</sub>	0,1424	<b>2,8845</b>
CAAR <sub>0,+15</sub>	0,1805	<b>2,9811</b>

Yerel seçimler incelendiğinde ise, seçimlerden sonraki ilk 10 ve 15 gün içerisinde anormal kümülatif ortalama getirilerin hem %90, hem de %95 güven aralığında anlamlı derecede farklı olduğu görülmektedir.

Bu bağlamda, hem genel hem de yerel seçimler sonrasında, z test sonuçlarına benzer bir biçimde özellikle seçim sonrasında, anlamlı seviyede farklılıklar olduğu gözlenmiştir.

Tablo 3.7’de politik seçimlerin İMKB üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalar ve sonuçların karşılaştırmalı tablosu bulunmaktadır. Görüldüğü gibi bu çalışmanın sonuçları Mandacı’nın (2003) sonuçları ile örtüşmektedir. Gökçeler’in (2010) sonuçları ile de benzerlikler bulunmaktadır. Ancak Gökçeler, İMKB-100 endekste anormal getiriler olup olmadığını test etmiştir. Bu çalışma ise endeks getiri oranlarını incelemiş olup, daha geniş bir zaman aralığında anormal getirilerin olup olmadığını ölçmüştür. Bununla birlikte, daha önce yapılan çalışmalardan farklı olarak, bu çalışma referandum tarihleri etrafındaki günlerde anormal getiri olup olmadığını da ölçmektedir.

**Tablo 3.7:** Politik Seçimlerin İMKB Üzerindeki Etkilerini İnceleyen Çalışmaların Karşılaştırılması

	Politik Seçim ve Referandum Tarihleri	Mandacı (2003)	Gökçeler (2010)	Ada (2012)
Genel Seçimler	20 Ekim 1991	Anlamli bir farklılık bulunmamaktadır.	S.Ö: 10. Gün	Anlamli bir farklılık bulunmamaktadır.
	24 Aralık 1995	S.S.*: 1. ve 12. gün	S.Ö.: 11., 5. ve 2. gün S.S.: 1., 9. ve 12. gün	S.S.: 1.,2. ve 12. gün S.Ö.: 10. Gün
	18 Nisan 1999	S.Ö.**: 4. ve 3. gün S.S.: 2. gün	S.Ö.: 8. ve 7. gün S.S.: 7. Gün	S.Ö.: 4. ve 3. gün S.S.: 2. Gün
	3 Kasım 2002	S.S.: 1.,2. ve 4. gün S.Ö.: 11. gün	S.Ö.: 14., 11., 5. gün S.S.: 1., 2., 5., 6., 9., 10., 11., ve 14. gün	S.S.: 1. 2. ve 4. gün ile S.Ö.: 11. Gün
	22 Temmuz 2007	-	S.Ö.: 14.,13., 11., 7., 6., 5., 2. ve 1. gün S.S.: 1., 6., 7., 9., 12. ve 14. Gün	S.Ö.: 7. ve 2. gün S.S.: 1. ve 4. gün
	12 Haziran 2011	-	-	Anlamli bir farklılık bulunmamaktadır.
Yerel Seçimler	27 Mart 1994	-	S.Ö.: 5. gün S.S.: 6., 7., 8., 9., 10., 11., 12., 13., 14. ve 15. gün	S.Ö.: 3. gün ve S.S.: 5.,6.,7. ve 8. gün
	18 Nisan 1999	-	S.Ö.: 8. ve 7. gün ile S.S.: 7. Gün	S.Ö.: 4. ve 3. gün S.S.: 2 gün
	28 Mart 2004	-	S.Ö.: 15., 13., 12., 11., 7. ve 2. gün S.S.: 1., 2., 3., 4., 7., 11., 12. ve 15. Gün	Anlamli bir farklılık bulunmamaktadır.
	29 Mart 2009	-	S.Ö.: 8., 7., 6. ve 2. gün S.S.: 4., 7., 10. ve 12. Gün	S.S.: 8. Gün
Referandumlar	21 Ekim 2007	-	-	Anlamli bir farklılık bulunmamaktadır.
	12 Eylül 2010	-	-	Anlamli bir farklılık bulunmamaktadır.

\* Seçimlerden önce (S.Ö.)

\*\*Seçimlerden sonra (S.S.)

## SONUÇ ve ÖNERİLER

Bu çalışmada, politik seçimlerle referandum tarihleri etrafındaki günlerde İMKB-100 endeksinde anormal getiriler olup olmadığı araştırılmıştır. Bu amaçla, İMKB'nin kuruluşundan bu yana gerçekleşen 6 genel seçim, 4 yerel seçim ve 2 referandum incelenmiştir. Bu çalışmanın İMKB üzerine yapılmış diğer çalışmalardan farkı, bugüne değin incelenmemiş olan geniş bir zaman aralığını inceleme dönemi olarak belirlemesidir.

Her bir politik seçim ve referandum için olay tarihinden 15 gün öncesi ve sonrası olay penceresi olarak belirlenmiştir. Herbir gün için 15 gün ile 360 gün (-360, -15) öncesinin ortalamaları kullanılarak,  $R_i$  değerleri bulunmuş ve ilgili günün endeks getirisinden çıkarılarak anormal getiriler elde edilmiştir. Ardından, anormal getiriler z testine tabî tutulmuş ve anormal getirilerin olup olmadığı incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, 1991 ve 2011 genel seçimleri haricindeki genel seçimlerde anormal getirilerin varlığı tespit edilmiştir. Yerel seçimlere gelince, özellikle 1994 ve 1999 yerel seçimlerinde anlamlı farklılıklar elde edildiği tespit edilmiştir. Referandum tarihleri öncesinde ve sonrasında ise anormal getirilere rastlanmamıştır.

Bununla birlikte, seçimlerden önceki ve sonraki tarihler, anormal kümülatif ortalama getirileri bakımından incelendiğinde, genel seçimlerde (0,+5) gün aralığında, yerel seçimlerde ise (0,+10) ve (0,+15) gün aralığında anormal getirilerin elde edildiği t testi yardımıyla tespit edilmiştir. Z test sonuçları özellikle seçimlerden sonraki dönemde anormal getirilerin varlığını ortaya koyduğundan, genel seçimlerde (0,+5) gün aralığında, yerel seçimlerde ise (0,+10) ve (0,+15) gün aralığında anormal kümülatif ortalama getirilerin varlığını ortaya koyan t testi sonuçları ile tutarlıdır.

Bu çalışma ile birlikte, İMKB'nin kuruluşundan bu yana gerçekleşen politik seçimlerin öncesindeki ve sonrasındaki 15 günde İMKB-100 endeksinde anormal getiriler elde edildiği görülmüştür. Anormal kümülatif ortalama getirilerin sonuçları incelendiğinde özellikle seçim sonralarında anlamlı farklılıklar olduğu görülmektedir. Bu durum, yatırımcıların seçim sonuçlarını görüp, belirsizlik ortadan kalktıktan sonra hareket ettiklerini gösterebilir. Diğer bir deyişle, yatırımcıların “bekle ve gör” stratejisini uyguladıkları söylenebilir (Mandacı, 2003). Seçimlerden önceki ve sonraki dönemlerde hareketlilik, literatür araştırması kısmında da görüldüğü gibi, başta ABD olmak üzere İngiltere, Kanada ve Japonya gibi büyük borsalara sahip ülkelerde de görülmektedir.

Seçimlerin öncesinde ve sonrasında ortaya çıkan hareketliliği göz önünde bulundurarak, rasyonel yatırımcılar bu çalışmada çıkan sonuçlara göre pozisyon alabilirler. Örneğin, tek partinin hükümet kurabileceği tahmin edilirken alacakları pozisyon ile birden fazla partinin hükümeti kuracağını tahmin edildiği dönemlerdeki pozisyonlar birbirinden farklı olabilir. Yukarıdaki sonuçlar da bunu destekler nitelikte olup, 2011 seçim sonuçlarında anlamlı farklılıklar görülmemektedir. Buna karşın beş partinin seçim barajının üstünde kalarak (RP: %21,37, ANAP: %19,65, DYP: %19,18, DSP: %14,64, CHP: %10,7) ANAP - DYP koalisyonunun kurulduğu 1995 genel seçimlerinin özellikle sonrasındaki günlerde anormal getiriler olduğu gözlenmiştir. DSP-MHP-ANAP koalisyonu ile sonuçlanan 1999 genel seçimlerinin de önce ve sonrasında anormal getirilerin varlığı göze çarpmaktadır. Diğer bir önemli nokta ise, özellikle seçimlerden önceki 15 günlük dönemde bir gün pozitif yönde anormal getiri elde edilebilirken, diğer bir gün negatif yönde anormal getiri elde edilebildiğidir. Bu durum, özellikler seçimlerden önce beklentilerin değişkenliğini gösterebilir. Ancak kümülatik anormal ortalama getiri sonuçları, seçimlerden sonraki dönemde anormal pozitif getirilerin olduğunu göstermektedir.

Bununla birlikte olay çalışması yöntemi kullanıldığı için İMKB-100 endeksinin olay pencesi döneminde sadece seçimlerden etkilendiği varsayılmıştır. Aslında ekonomik faktörlerden de etkilenmiş olabilir.

Bundan sonra yapılacak olan çalışmalarda, İMKB-100'ün diğer uluslararası borsalardan ne yönde etkilendiği incelenebilir. Bununla birlikte, Türkiye'de yapılan

seçimlerin diğer borsaları etkileyip etkilemediği başka bir araştırma konusu olabilir. Seçim tarihleri etrafındaki günlerde anormal getiriler olup olmadığı olay çalışması yöntemi yerine başka yöntemlerle de test edilip, bulunan sonuçlar olay çalışması yöntemi ile elde edilmiş sonuçlarla karşılaştırılabilir. Özellikle ABD’de hisse senedi piyasalarında görülen başkanlık seçim döngüsünün Türkiye’de görülüp görülmediği inceleyebilir. Yine ABD hisse senedi piyasalarında varolan piyasanın cumhuriyetçileri demokratlara tercih ettiği, piyasanın belirsizlikleri sevmediği ve halihazırda görevde bulunanın değişmesi ile piyasanın düşüş trendine gireceği ile ilgili olan inanışların Türkiye’de olup olmadığı da incelenebilir.

**KAYNAKÇA**

Aggarwal, R., Rivoli, P., “On the Relationship Between the United States and Four Asian Equity Markets”, **Asian Economic Bulletin**, 1989, 6, 110-117.

Aiuppa, T.A., Carney, R. J., Krueger, T. M., “An Examination of Insurance Stock Prices Following the 1989 Loma Prieta Earthquake,” **Journal of Insurance Issues and Practices**, 1993, 16, 1-14.

Akçoraoğlu A., Yurdakul, F., “Global Faktörler ve Hisse Senedi Getirileri: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na İlişkin Ampirik Kanıtlar”, **İMKB Dergisi**, 2002, 1-21.

Aktaş, H., Kozoğlu, M., “Haftanın Gtünleri Etkisinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda GARCH Modeli İle Test Edilmesi”, **Finans, Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 2007, 44(514), 37-45.

Albeni M., Demir, Y., “Makroekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, **Muğla Üniversitesi SBE Dergisi**, 2005, 14, 1-18.

Angbazo, L.A., Narayanan, R., “Catastrophic Shocks In The Property-Liability Insurance Industry: Evidence on Regulatory and Contagion Effects”, **Journal of Risk and Insurance**, 1996, 63, 619–637.

Arbel, A., Carvell, S., Strebel, P., “Giraffes, Institutions and Neglected Firms”, **Financial Analysts Journal**, 1983, 57-63.

Ariel, R., “High Stock Returns Before Holidays: Existence And Evidence on Possible Causes”, **Journal of Finance**, 1990, 45, 1611-1626.

Ariel, R., “A Monthly Effect in Stock Returns”, **Journal of Financial Economics**, 1987, 161-174.

Arsad, Z., Coutts, A., “Security Price Anomalies in the London International Stock Exchange: A 60 Year Perspective”, **Applied Financial Economic**, 1997,19, 455-464.

Atakan, T., “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Haftanın Günü Etkisi ve Ocak Ayı Anomalilerinin ARCH-GARCH Modelleri İle Test Edilmesi”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, 2008, 37(2), 98-110.

Atan Duman, S., Özdemir, Z.A., Atan, M., “Hisse Senedi Piyasasında Zayıf Formda Etkinlik: İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2009, 24(2), 33-48.

Balaban, E., “Informational Efficiency of the Istanbul Securities Exchange and Some Rationale for Public Regulation”, **The Central Bank of The Republic of Turkey Research Department**, Discussion Paper, 1995.

Banz, R.W., “The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks”, **Journal of Financial Economics**, 1981, 9, 3-18.

Barak, O., “Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri: İMKB’de Bir Uygulama”, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2006.

Barrett, W., Heuson, A.J., Kolb, R.W., Schropp, G.H., “The Adjustment of Stock Prices To Completely Unanticipated Events”, **Financial Review**, 1987, 22, 345-354.

Beard, C., Sias, R., “Is there a neglected firm-effect?”, **Financial Analysts Journal**, 53, 1997, 19-23.

Bialkowski, J., Gottschalk, K., Wisniewski T.P., “Stock Market volatility around national elections”, **Journal of Banking and Finance**, 2008, 32, 1941-1953.

Bildik, R., Hisse Senedi Piyasasında Dönemsellikler ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma, 1. Baskı, **İMKB Yayınları**, 2000, ss. 16-27.

Bolak, M., Süer, Ö., “17 Ağustos 1999 Depreminin Taş ve Toprağa Dayalı Sanayide Faaliyet Gösteren Firmaların Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisine İlişkin Ampirik Bir Çalışma,” **İktisat/İşletme ve Finans Dergisi**, 2007, 22(255), 73-84.

Bolak, M., Süer, Ö., “The Effect of Marmara Earthquake on Financial Institutions”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 2008, 9(2), 135-145.

Brooks, C., Persaud, G., “Model Choice and Value-at-Risk Performance”, **Financial Analysts Journal**, 2001, 58(5), 87-97.

Cadsby, B., “Canadian Calendar Anomalies and the Capital Asset Pricing Model”, A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets Guimaraes et. al. **Springer-Verlag Berlin Heidelberg**. 1989, 199-226.

Carter, D.A., Simkins, B.J., “The Market’s Reaction to Unexpected, Catastrophic Events: The Case of Airline Stock Returns and The September 11th Attacks”, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 2004, 44(4), 539-558.

Carvell, S., Strebel, P., “Is There a Neglected Firm Effect?”, **The Journal of Business Finance and Accounting**, 1987, 14(2), 279-290.

Coleman Youngblood, D., “Political Stability & Political Conditions & Political Risk”, **Turkey Country Review**, 2011, 1-54.

Cosset, J.C., Suret, J.M., “Political risk and the benefits of international portfolio diversification”, **Journal of International Business Studies**, 1995, 26, 301-318.

Cross, F., “The Behavior of Stock Prices on Fridays and Mondays”, **Financial Analysis Journal**, 1973, 29, 67-69.

Çıtak, L., Yıldız, K., “Devralmanın Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası Kurulu İzni İle Gerçekleşen Devralmaların Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getiri Oranları Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi”, **10. Ulusal Finans Sempozyumu**, Dokuz Eylül Üniversitesi, 2006.

Dai, Q., “Tax-loss Selling and the Turn-of-the-Year Effect”, EFMA 2003 **Helsinki Meetings**, 2003.

Davidson III, W.N., Chandy, P.R., Cross, M., “Large Losses Risk Management and Stock Returns In The Airline Industry.” **The Journal of Risk and Insurance**, 1987, 54, 163-172.

Demir, A., Küçükkiremitçi, O., Pekkaya, S., Ureten, A., “Fiyat/Kazanç Oranına ve Firma Büyüklüğüne Göre Oluşturulan Portföylerin Performanslarının Değerlendirilmesi”, Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, **İMKB ve İşletme ve Finans Dergisi**, 1996, 41-69.

Dennis D. K., McConnell J. J., “Corporate Mergers and Security Returns”, **Journal of Financial Economics**, 1986, 16, 143–187.

Dhakal, D., Kandil, E.M., Sharma, S., “Causality Between Money Supply and Share Prices: A VAR Investigation”, **Quarterly Journal of Business and Economics**, 1993, 32(3), 52-74.

Dicle, M.F., Kabir, H.M., “Day of the Week Effect in Istanbul Stock Exchange”, **Scientific Journal of Administrative Development**, 2007, 1-27.

Eken, M.H., Üner, T.Ö., “Hisse Senedi Piyasalarında Takvim Etkileri ve Menkul Kıymetler Borsasına İlişkin Bir Uygulama”, **İMKB Dergisi**, 2010, 12, 61-121.

Ergül, N., Akel, V., Dumanoglu, S., “İMKB'de Günlük Anomaliler”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, 2008, 25(82), 601-629.



- Errunza, V., Losq, E., “How risky are emerging markets?”, **Journal of Portfolio Management**, 1987, 62-67.
- Fama E.F., “Efficient capital markets: II”, **Journal of Finance**, 1991, 46(5), 1575–1617.
- Fama, E.F., "Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money,"**American Economic Review**, American Economic Association, 1981, 71(4), 545-565.
- Fama, E.F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **Journal of Finance**, 1970, 25(2), 383-417.
- Fama, E.F., French, K.R., “The Cross-Section of Expected Stock Returns,” **Journal of Finance**, 1992, 47, 427–465.
- Fields, M.J., “Security Prices and Stock Exchange Holidays in Relation to Short Selling”, **Journal of Business**, 1934, 7, 328-338.
- Foerster, S.R., "Stock Market Performance and Elections: Made-in-Canada Effects?", **Canadian Investment Review**, 1994, 39-42.
- Foerster, S.R., Schmitz, J. J., “The Transmission of U.S. Election Cycles to International Stock Returns”, **Journal of International Business Studies**, 1997, First Quarter, 1-27.
- French, K., “Stock Returns and the Weekend Effect”, **Journal of Financial Economics**, 1980, 8, 55-69.
- Furió, D., Pardo T.A., “Partisan Politics Theory and Stock Market Performance: Evidence for Spain”, **Spanish Journal of Finance and Accounting**, 2010, 1-34.
- Gökçeler, D., “Political Risk Factors Affecting The Behavioral Patterns of Investors According to Information Inflow in ISE”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İngilizce İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe-Finansman Bilim Dalı, **Yüksek Lisans Tezi**, 2010.
- Gültekin, M., Gültekin, B., “Stock Market Seasonality International Evidence”, **Journal of Financial Economic**, 1983, 12, 469-481.
- Haendel, D., West, G.T., Meadow, R.G., **Overseas Investment and Political Risk**, Philadelphia: Foreign Policy Research Institute, 1975, s.4.
- Hepşen, A., Demirci, E., “İhmal Edilmiş Hisse Senedi Etkisi Anomalisi”, Zonguldak Kara Elmas Üniversitesi, **11. Ulusal Finans Sempozyumu**, 20-22 Ekim 2007.
- Herbst, A.F., Slinkman, C.W., “Political-Economic Cycles in the in the US Stock Market”, **Financial Analysts Journal**, 1984, 40, 38-44.
- Huang, R.D., Kracaw, W.A., “Stock Market Returns and Real Activity: A Note”, **Journal of Finance**, 1984, 39, 267-273.

Hui, T. K., “Day-of-the-Week Effects in US and Asia-Pacific Stock Markets During The Asian Financial Crisis: A Non-Parametric Approach”, **Omega: The International Journal of Management Science**, 2005, 33, 277-282.

Jaffe, J., Westerfield, R., “Patterns in Japanese Common Stock Returns: Day of the Week and Turn of the Year Effect”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 1985,20, 261-272.

Karan, M.B., “İMKB’de İhmal Edilmiş Hisse Senedi Etkisi”, **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2000, 18(1), 129-142.

Karan, M.B., “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Hafta Sonu Etkisi”, **Yaklaşım Dergisi**, 1994, 20, 99-109.

Karan, M.B., Uygur, A., “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Haftanın Günleri ve Ocak Ayı Etkilerinin Firma Büyüklüğü Açısından Değerlendirilmesi”, **Ankara Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, 2001, 56(2), 103-115.

Keim, D. B., “Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence”, **Journal of Financial Economics**, 1983, 12, 13-32.

Keown, A. J., Pinkerton, J. M., “Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation”, **Journal of Finance**,1981, 36, 855-869.

Lakonishok, J, Smidt, S., “Are Seasonal Anomalies Real?,” **Journal of Financial Economic**, 1988, 13, 435-455.

Lamb, R.P., “An examination of market efficiency around hurricanes”, **Financial Review**, 1998, 33, 163-172.

Li, J., Born, J.A., “Presidential Election Uncertainty and Common Stock Returns in The United States”, **The Journal of Financial Research**, 2006, 29(4), 609–622.

Li, L., Fleisher, B., “Heterogeneous Expectations and Stock Prices in Segmented Markets: Application to Chinese Firms”, The Ohio State University Department of Economics, **Working Paper**, 2002.

Linn, C., Lockwood, J. : “An Examination of Stock Market Return Volatility During Overnight and Intraday Periods 1964-1989”, **Journal of Finance**, 1990, 45, 591-601.

MacKinlay, A.C., “Event studies in Economics and Finance”, **Journal of Economic Literature**, 1997, 35, 13–39.

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

- Mandacı Evrim, P., “Şirketlerin Birleşme ve Sartın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri” **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, 2004, 225, 118-124.
- Meneu, V., Pardo, A., “Pre-holiday Effect, Large Trades and Small Investor Behaviour”, **Journal of Empirical Finance**, 2004, 11(2), 231-246.
- Muratoğlu G., T. Oktay, “Türk Hisse Senedi Piyasasında Zayıf Etkinlik: Takvim Anomalileri”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 1993, 11, 51-62.
- Mutan, O. C., Topcu, A., “Türkiye’de Hisse Senedi Piyasası’nın 1990-2009 Tarihleri Arasında Yaşanan Beklenmedik Olaylara Tepkisi”, **SPK, Araştırma Dairesi**, 2009.
- Ng. K. L., Wang, Q., “Institutional Trading and the Turn-of-the-Year: Effect”, University of Wisconsin – Milwaukee, **Working Paper**, 2000.
- Niederhoffer, V., Gibbs, S., Bullock, J., “Presidential Elections and The Stock Market”, **Financial Analyst Journal**, 1970, 26(2), 111-113.
- Nippani, S., Arize, A.C., “U.S. Presidential Election Impact on Canadian and Mexican Stock Markets”, **Journal of Economics of Finance**, 2005, 14(1), 3-27.
- Özmen, T., “Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme”, **SPK Yayınları**, Ankara 1997, s.11.
- Özmen, T., “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Anomaliler”, Araştırma Raporu, **Sermaye Piyasası Raporu**, 1992.
- Öztin, D., “Dünya Borsalarında Gözlemlenen Dönemsel Anomaliler ve 1996-2006 Dönemi İçin İMKB’de Dönemsel Anomalilerin İncelenmesi”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finans Anabilim Dalı **Yüksek Lisans Tezi**, 2007.
- Pantzalis, C.,D., Stangeland, A., Turtle, H.J., “Political Elections and The Resolution of Uncertainty: The International Evidence”, **Journal of Banking & Finance**, 2000, 24, 1575-1604.
- Poterba, J. M., Weisbenner, S.J., “Capital Gains Tax Rules, Tax-Loss Trading, and Turn-of-the-Year Returns”, **The Journal of Finance**, 2001, 6(1), 353-368.
- Reinganum, M., “The Anomalous Stock Market Behaviour of Small Firms in January : Empirical Test for Tax-Loss Selling Effects”, **Journal of Financial Economics**, 1983, 12(1), 89-104.
- Rilley, Jr, W. B., Lukseitch, W. A., “The Market Prefers Republicans: Myth or Reality?”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 1980, 15, 541-559.
- Rozeff, M.S., Kinney, W.R., “Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns”, **Journal of Financial Economics**, 1976, 3, 379-402.

Santa-Clara, P., R. Valkanov, “The Presidential Puzzle: Political Cycles and the Stock Market”, **Journal of Finance**, 2003, 58, 1841-1872.

Shelor, R.M., Anderson, P.R., Cross, M.L., “The Impact of the California Earthquake On Real Estate firms’ Stock Value”, **Journal of Real Estate Research** 5, 1992, 335-340.

Tezeller, R.Y., “Türkiye Sermaye Piyasalarında Pazar Etkinliği”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, **Doktora Tezi**, 2004.

Thaler, R.H., “Anomalies : The January Effect”, **Journal of Economic Perspectives**, 1987, 197-201.

Tunçel, A.K., “İMKB’de Haftanın Günü Etkisi”, **Akdeniz İİBF Dergisi**, 2007, 13, 252-265.

Turan, Ş., “Davranışsal Finans Perspektifinden Döviz Piyasalarında Etkin Piyasalar Hipotezinin Test Edilmesi”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı **Yüksek Lisans Tezi**, 2010.

Uludağ, B.K., Gülbudak, Ö.D., “Hisse Senedi Fiyatlarının Şirket Birleşme Duyurularına Tepkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Uygulama”, **İMKB Dergisi**, 2011, 47, 19-47.

Wong, A., Cheung, Y. K., “The Effects of Mergers and Acquisition Announcements on the Security Price of Bidding Firms and Target Firms in Asia”, **International Journal of Economics and Finance**, 2009, 1(1), 274-283.

Wong, W.K., McAleer, M., “Financial Astrology: Mapping the Presidential Election Cycle in US Stock Markets”, SSRN **Working Paper**, 2008, erişim SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1307643> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1307643>

Wongbangpo, P., Sharma, S.C., “Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interactions; Asian 5 Countries”, **Journal of Asian Economics**, 2002, 13, 27-51.

Yıldırım N., “Firma Büyüklüğü ve Defter Değeri-Piyasa Değeri Etkileri: İMKB Örneği”, **İMKB Dergisi**, 2005, 31(8), 1-19.

Zügül, M., Şahin, C., “İMKB 100 Endeksi İle Bazı Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkiyi İncelemeye Yönelik Bir Uygulama”, **Akademik Bakış**, 2009, 1-16.

**İnternet Siteleri**

(<http://web.ebscohost.com>)  
(<http://www.imkb.gov.tr/AboutUs/AboutUsMain.aspx>)  
(<http://www.imkb.gov.tr/AboutUs/History.aspx>)  
([www.ntvmsnbc.com](http://www.ntvmsnbc.com))  
([www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr))  
([www.tesav.org](http://www.tesav.org))

**EKLER****Tablo B.1:** 1987 Genel Seçim Göstergeleri

<b>Toplam Sandık:</b>	99,163
<b>Toplam Seçmen:</b>	26,424,868
<b>Seçmen Sayısı (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	26,376,926
<b>Kullanılan Oy (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	24,603,541
<b>Geçerli Oy (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	23,923,687
<b>Gümrük Kapıları Geçerli Oy:</b>	47,942
<b>Toplam Kullanılan Oy:</b>	24,651,483
<b>Toplam Geçerli Oy:</b>	23,971,629
<b>Katılım Oranı (%):</b>	93,28
<b>Milletvekili Sayısı:</b>	450

Kaynak: <http://www.tesav.org.tr/1987.htm>**Tablo B.2:** 1987 Genel Seçiminde Partilere Göre Dağılım

<b>Parti</b>	<b>Genel Başkanı</b>	<b>Oy Sayısı</b>	<b>Oy Oranı</b>	<b>Milletvekili Sayısı</b>
Anavatan Partisi	Turgut Özal	8,704,335	36,31	292
Sosyaldemokrat Halkçı Parti	Erdal İnönü	5,931,000	24,74	99
Doğru Yol Partisi	Süleyman Demirel	4,587,062	19,13	59
Demokratik Sol Parti	Bülent Ecevit	2,044,576	8,52	0
Refah Partisi	Necmettin Erbakan	1,717,425	7,16	0
Milliyetçi Çalışma Partisi	Alparslan Türkeş	701,538	2,92	0
Islahatçı Demokrasi Partisi	Aykut Edibali	196,272	0,81	0
Bağımsız		89,421	0,37	0
<b>Toplam</b>		<b>23,971,629</b>	<b>100</b>	<b>450</b>

Kaynak: <http://www.tesav.org.tr/1987.htm>

**Tablo B.3:** 1991 Genel Seçim Göstergeleri

<b>Toplam Sandık:</b>	111,623
<b>Toplam Seçmen:</b>	30,025,531
<b>Seçmen Sayısı (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	29,979,123
<b>Kullanılan Oy (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	25,157,089
<b>Geçerli Oy (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	24,371,474
<b>Gümrük Kapıları Geçerli Oy:</b>	45,192
<b>Toplam Kullanılan Oy:</b>	25,203,497
<b>Toplam Geçerli Oy:</b>	24,416,666
<b>Katılım Oranı (%):</b>	83.94
<b>Milletvekili Sayısı:</b>	450

Kaynak: <http://www.tesav.org.tr/1991.htm>

**Tablo B.4:** 1991 Genel Seçiminde Partilere Göre Dağılım

<b>Parti</b>	<b>Genel başkanı</b>	<b>Oy sayısı</b>	<b>Oy Oranı (%)</b>	<b>Milletvekili Sayısı</b>
Doğru Yol Partisi	Süleyman Demirel	6,600,726	27,03	178
Anavatan Partisi	Mesut Yılmaz	5,862,623	24,01	115
Sosyaldemokrat Halkçı Parti	Erdal İnönü	5,066,571	20,75	88
Refah Partisi	Necmettin Erbakan	4,121,355	16,87	62
Demokratik Sol Parti	Bülent Ecevit	2,624,301	10,74	7
Sosyalist Parti	Doğu Perinçek	108,369	0,44	0
Bağımsız		32,721	0,13	0
<b>Toplam</b>		<b>24,416,666</b>	<b>100</b>	<b>450</b>

Kaynak: <http://www.tesav.org.tr/1991.htm>

**Tablo B.5:** 1995 Genel Seçim Göstergeleri

<b>Toplam Sandık:</b>	138,608
<b>Toplam Seçmen:</b>	34,243,595
<b>Seçmen Sayısı (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	29,979,123
<b>Kullanılan Oy (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	29,101,469
<b>Geçerli Oy (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	28,040,392
<b>Gümrük Kapıları Geçerli Oy:</b>	86,601
<b>Toplam Kullanılan Oy:</b>	29,189,146
<b>Toplam Geçerli Oy:</b>	28,126,993
<b>Katılım Oranı (%):</b>	85,23
<b>Milletvekili Sayısı:</b>	550

Kaynak: <http://www.tesav.org.tr/1995.htm>

**Tablo B.6:** 1995 Genel Seçiminde Partilere Göre Dağılım

<b>Parti</b>	<b>Genel başkanı</b>	<b>Oy sayısı</b>	<b>Oy oranı (%)</b>	<b>Milletvekili Sayısı</b>
Refah Partisi	Necmettin Erbakan	6,012,450	21,37	158
Anavatan Partisi	Mesut Yılmaz	5,527,288	19,65	132
Doğru Yol Partisi	Tansu Çiller	5,396,009	19,18	135
Demokratik Sol Parti	Bülent Ecevit	4,118,025	14,64	76
Cumhuriyet Halk Partisi	Deniz Baykal	3,011,076	10,7	49
Milliyetçi Hareket Partisi	Alparslan Türkeş	2,301,343	8,18	0
Halkın Demokrasi Partisi	Murat Bozlak	1,171,623	4,16	0
Bağımsız		133,895	0,47	0
Yeni Demokrasi Hareketi	Cem Boyner	133,889	0,47	0
Millet Partisi	Aykut Edibali	127,63	0,45	0
Yeniden Doğuş Partisi	Hasan Celal Güzel	95,484	0,33	0
İşçi Partisi	Doğu Perinçek	61,428	0,21	0
Yeni Parti	Yusuf Bozkurt Özal	36,853	0,13	0
<b>Toplam</b>		<b>28,126,993</b>	<b>100</b>	<b>550</b>

Kaynak: <http://www.tesav.org.tr/1995.htm>



**Tablo B.7:** 1999 Genel Seçim Göstergeleri

<b>Toplam Seçmen:</b>	37,561,314
<b>Seçmen Sayısı (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	37,495,217
<b>Kullanılan Oy (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	32,656,070
<b>Geçerli Oy (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	31,119,242
<b>Gümrük Kapıları Geçerli Oy:</b>	66,097
<b>Toplam Kullanılan Oy:</b>	32,722,167
<b>Toplam Geçerli Oy:</b>	31,184,496
<b>Katılım Oranı (%):</b>	87,11
<b>Milletvekili Sayısı:</b>	550

Kaynak: <http://www.tesav.org.tr/1999.htm>

**Tablo B.8:** 1999 Genel Seçiminde Partilere Göre Dağılım

<b>Parti</b>	<b>Genel başkanı</b>	<b>Oy sayısı</b>	<b>Oy oranı (%)</b>	<b>Milletvekili Sayısı</b>
Demokratik Sol Parti	Bülent Ecevit	6,919,670	22,18	136
Milliyetçi Hareket Partisi	Devlet Bahçeli	5,606,583	17,97	129
Fazilet Partisi	Recai Kutan	4,805,381	15,4	111
Anavatan Partisi	Mesut Yılmaz	4,122,929	13,22	86
Doğru Yol Partisi	Tansu Çiller	3,745,417	12,01	85
Cumhuriyet Halk Partisi	Deniz Baykal	2,716,094	8,7	0
Halkın Demokrasi Partisi	Murat Bozlak	1,482,196	4,75	0
Büyük Birlik Partisi	Muhsin Yazıcıoğlu	456,353	1,46	0
Bağımsız		270,265	0,86	3
Özgürlük ve Dayanışma Partisi	Ufuk Uras	248,553	0,79	0
Demokrat Türkiye Partisi	Hüsamettin Cindoruk	179,871	0,57	0
Liberal Demokrat Parti	Besim Tibuk	127,174	0,4	0
Demokrat Parti	Korkut Özal	92,093	0,29	0
Millet Partisi	Aykut Edibali	79,37	0,25	0
Barış Partisi	Abidin Özgünay	78,922	0,25	0
İşçi Partisi	Doğu Perinçek	57,607	0,18	0
Emeğin Partisi	Levent Tüzel	51,756	0,16	0
Yeniden Doğuş Partisi	Hasan Celal Güzel	44,787	0,14	0
Sosyalist İktidar Partisi	Aydemir Güler	37,68	0,12	0
Değişen Türkiye Partisi	Gökhan Çapoğlu	37,175	0,11	0
Demokrasi ve Barış Partisi	Refik Karakoç	24,62	0,07	0
<b>Toplam</b>		<b>31,184,496</b>	<b>100</b>	<b>550</b>

Kaynak: <http://www.tesav.org.tr/1999.htm>

**Tablo B.9:** 2002 Genel Seçim Göstergeleri

<b>Toplam Seçmen:</b>	41,407,027
<b>Seçmen Sayısı (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	41,291,568
<b>Kullanılan Oy (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	32,652,702
<b>Geçerli Oy (Gümrük Kapıları Hariç):</b>	31,414,748
<b>Gümrük Kapıları Geçerli Oy:</b>	114,035
<b>Toplam Kullanılan Oy:</b>	32,768,161
<b>Toplam Geçerli Oy:</b>	31,528,783
<b>Katılım Oranı (%):</b>	79,13
<b>Milletvekili Sayısı:</b>	550

Kaynak: <http://www.tesav.org.tr/2002.htm>

**Tablo B.10:** 2002 Genel Seçiminde Partilere Göre Dağılım

<b>Parti</b>	<b>Genel başkanı</b>	<b>Oy sayısı</b>	<b>Oy oranı (%)</b>	<b>Milletvekili</b>
Adalet ve Kalkınma Partisi	Recep Tayyip Erdoğan	10,808,229	34,28	363
Cumhuriyet Halk Partisi	Deniz Baykal	6,113,352	19,38	178
Doğru Yol Partisi	Tansu Çiller	3,008,942	9,54	0
Milliyetçi Hareket Partisi	Devlet Bahçeli	2,635,787	8,35	0
Genç Parti	Cem Uzan	2,285,598	7,24	0
Demokratik Halk Partisi	Tuncer Bakırhan	1,960,660	6,21	0
Anavatan Partisi	Mesut Yılmaz	1,618,465	5,13	0
Saadet Partisi	Recai Kutan	785,489	2,49	0
Demokratik Sol Parti	Bülent Ecevit	384,009	1,21	0
Yeni Türkiye Partisi	İsmail Cem	363,869	1,15	0
Büyük Birlik Partisi	Muhsin Yazıcıoğlu	322,093	1,02	0
Bağımsız		314,251	0,99	9
Yurt Partisi	Sadettin Tantan	294,909	0,93	0
İşçi Partisi	Doğu Perinçek	159,843	0,5	0
Bağımsız Türkiye Partisi	Haydar Baş	150,482	0,47	0
Özgürlük ve Dayanışma Partisi	Ufuk Uras	106,023	0,33	0
Liberal Demokrat Parti	Besim Tibuk	89,331	0,28	0
Millet Partisi	Aykut Edibali	68,271	0,21	0
Türkiye Komünist Partisi	Aydemir Güler	59,18	0,18	0
<b>Toplam</b>		<b>31,528,783</b>	<b>100</b>	<b>550</b>

Kaynak: <http://www.tesav.org.tr/2002.htm>

**Tablo B.11:** 2007 Genel Seçim Göstergeleri

Toplam Seçmen:	42,799,303
Seçmen Sayısı (Gümrük Kapıları Hariç):	42,571,284
Kullanılan Oy (Gümrük Kapıları Hariç):	35,828,274
Geçerli Oy (Gümrük Kapıları Hariç):	34,822,907
Gümrük Kapıları Geçerli Oy:	226,784
Toplam Kullanılan Oy:	36,056,293
Toplam Geçerli Oy:	35,049,691
Katılım Oranı (%):	84,24
Milletvekili Sayısı:	550

Kaynak: <http://www.tesav.org.tr/2007.htm>

**Tablo B.12:** 2007 Genel Seçiminde Partilere Göre Dağılım

Parti	Genel başkanı	Oy sayısı	Oy oranı (%)	Milletvekili Sayısı
Adalet ve Kalkınma Partisi	Recep Tayyip Erdoğan	16,327,291	46,58	341
Cumhuriyet Halk Partisi	Deniz Baykal	7,317,808	20,87	112
Milliyetçi Hareket Partisi	Devlet Bahçeli	5,001,869	14,27	71
Demokrat Parti	Mehmet Kemal Ağar	1,898,873	5,41	0
Bağımsızlar	-	1,835,486	5,23	26
Genç Parti	Cem Uzan	1,064,871	3,03	0
Saadet Partisi	Recai Kutan	820,289	2,34	0
Bağımsız Türkiye Partisi	Haydar Baş	182,095	0,51	0
Halkın Yükselişi Partisi	Yaşar Nuri Öztürk	179,01	0,51	0
İşçi Partisi	Doğu Perinçek	128,148	0,36	0
Aydınlık Türkiye Partisi	Oktay Öztürk	100,982	0,28	0
Türkiye Komünist Partisi	Aydemir Güler	79,258	0,22	0
Özgürlük ve Dayanışma Partisi	Bekir Kemal Ulusaler	52,055	0,14	0
Liberal Demokrat Parti	Cem Toker	35,364	0,1	0
Emek Partisi	Haydar Kaya	26,292	0,07	0
<b>Toplam</b>		<b>35,049,691</b>	<b>100</b>	<b>550</b>

Kaynak: <http://www.tesav.org.tr/2007.htm>

**Tablo B.13:** 2011 Genel Seçim Göstergeleri

Toplam Seçmen:	52.806.322
Seçmen Sayısı (Gümrük Kapıları Hariç):	50.237.343
Kullanılan Oy (Gümrük Kapıları Hariç):	43.785.665
Geçerli Oy (Gümrük Kapıları Hariç):	42.941.763
Gümrük Kapıları Geçerli Oy:	127.867
Toplam Kullanılan Oy:	43.914.948
Toplam Geçerli Oy:	42.941.763
Katılım Oranı (%):	83.16
Milletvekili Sayısı:	550

Kaynak: <http://secim2011.ntvmsnbc.com/>

**Tablo B.14:** 2011 Genel Seçiminde Partilere Göre Dağılım

Parti	Genel başkanı	Oy sayısı	Oy oranı (%)	Milletvekili sayısı
Adalet ve Kalkınma Partisi	Recep Tayyip Erdoğan	21.399.082	49,83	327
Bağımsızlar		2.819.917	6,57	35
Büyük Birlik Partisi	Yalçın Topçu	323.251	0,75	0
Cumhuriyet Halk Partisi	Kemal Kılıçdaroğlu	11.155.972	25,98	135
Demokrat Parti	Namık Kemal Zeybek	279.480	0,65	0
Demokratik Sol Parti	Masum Türker	108.089	0,25	0
Doğru Yol Partisi	Çetin Özaçıkgöz	64.607	0,15	0
Emek Partisi	Haydar Kaya	32.128	0,07	0
Hak ve Eşitlik Partisi	Osman Pamukoğlu	124.415	0,29	0
Halkın Sesi Partisi	Numan Kurtulmuş	329.723	0,77	0
Liberal Demokrat Parti	Cem Toker	15.222	0,04	0
Millet Partisi	Aykut Edibali	60.716	0,14	0
Milliyetçi Hareket Partisi	Devlet Bahçeli	5.585.513	13,01	53
Milliyetçi ve Muhafazakar Parti	Ahmet Reyiz Yılmaz	36.188	0,08	0
Saadet Partisi	Mustafa Kamalak	543.454	1,27	0
<b>Toplam</b>		<b>42.941.763</b>	<b>100</b>	<b>550</b>

Kaynak: <http://secim2011.ntvmsnbc.com/>

## ÖZGEÇMİŞ

Selver Seda ADA, 15 Ocak 1985 tarihinde Zonguldak'ta doğmuştur. Galatasaray Üniversitesi İşletme Bölümü 2009 mezunu olup, Galatasaray Üniversitesi'nde İşletme Tezli Yüksek Lisans Programında eğitimine devam etmektedir. Mezun olduktan sonra, özel bir şirkette finansal analist olarak çalışan ADA, şu an Süleyman Şah Üniversitesi İşletme Bölümü'nde araştırma görevlisi olarak çalışmaktadır.

“Uluslararası Muhasebe Eğitimi Literatür Taraması: 2009-2010” başlıklı makalesi World of IFRS e-dergisinde yayınlanmış olup, “Equity Market Reaction To Political Elections and Referendums: Evidence From Istanbul Stock Exchange” başlıklı bildiriye International Finance, Banking and Insurance Kongresinde sunmuştur.



## TEZ ONAY SAYFASI

**Üniversite** : Galatasaray Üniversitesi  
**Enstitü** : Sosyal Bilimler Enstitüsü  
**Adı Soyadı** : Selver Seda ADA  
**Tez Başlığı** : Politik Seçimlerle Referandumların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi:  
İMKB Örneği  
**Savunma Tarihi** : 02.07.2012  
**Danışmanı** : Doç. Dr. Ömür SÜER

### JÜRİ ÜYELERİ

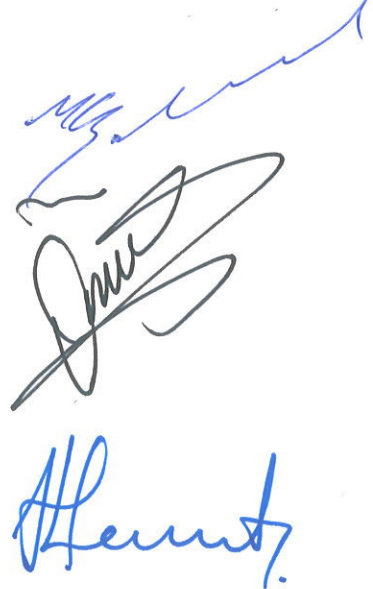
**Ünvanı, Adı, Soyadı**

Prof. Dr. Mehmet BOLAK

Doç. Dr. Ömür SÜER

Doç. Dr. Haluk LEVENT

**İmza**



**Enstitü Müdürü**

**Prof. Dr. V. Mehmet BOLAK**

