

Günahkar Hisseler

Sinful Stocks

İbrahim BOZKURT¹

ÖZET

Bu çalışmanın temel amacı, günahkâr hisselerin getiri performanslarını analiz etmek ve portföy yönetim sürecinde yatırımcılara faydalı olabilecek bilgiler sunmaktır. Bu çalışmada; ABD, Avustralya, Kanada, Meksika, Birleşik Krallık, Fransa ve Türkiye borsalarında işlem gören sekiz farklı günahkâr endüstriden 100 firmanın 1999-2014 yılları arasındaki günlük hisse fiyatları veri olarak kullanılmaktadır. Günahkâr hisselerin getiri performansları, günahkâr hisselerden oluşan portföylere ait getirilerin belirlenmesi suretiyle analiz edilmektedir. Portföy performanslarının ölçülmesinde Jensen'in alfa yöntemi kullanılmaktadır. Çalışma sonucunda, günahkâr portföylerin piyasa portföyünden daha iyi bir performans sergilediği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kötü Firma, Günahkar Hisse, Anormal Getiri, Jensen'in alfa yöntemi.

ABSTRACT

The aim of this study is to analyse the return performances of sinful stocks which may guide investors in the process of portfolio management. In this paper, daily stock prices of 100 companies from 8 sinful industries traded at the stock exchange markets of the United States, Australia, Canada, Mexico, United Kingdom, France and Turkey are employed as dataset of the research. This paper covers the period of 1999-2014. The return performances of the sinful stocks are analysed by identifying the yields of the portfolios comprising the relevant sinful stocks. Jensen's Alpha method is utilized in measuring the performances of the portfolios. The results of the study indicate that sinful portfolios have better performance than stock markets.

Keywords: Bad Firm, Sinful Stock, Abnormal Return, Jensen's Alpha Method.

1. GİRİŞ

Bir hisse senedine yatırım yapılıp yapılmayacağı kararı, ilgili hisse senedinin cari pazar değeri ile gerçek değerinin karşılaştırılması suretiyle verilir. Olması gereken değer olarak da adlandırılan gerçek değer, etkin bir piyasada, ilgili hisse senedi hakkındaki (firma içi ve dışı) bilgilerin tamamına dayalı olarak oluşan değerdir (Ercan ve Ban, 2005: 120). O halde, gerçek değer tespiti aşamasında, öncelikli olarak hisse senetlerinin değerini etkileyen faktörlerin neler olduğunun bilinmesi önem arz eder. Bu öneminden dolayıdır ki literatürde, hisse senedi getirilerine etki eden faktörleri araştıran oldukça fazla çalışma bulunmaktadır. Literatürde yer bulan çalışmaların birçoğu, firma ile ilgili faktörlerin (firma kazançları, firma büyüklüğü, ve finansal kaldıraç gibi göstergelerin) hisse getirileri

üzerindeki etkisini incelemiştir (Hjalmarsson, 2010; Lev ve Thiagarajan, 1993; Sari ve Hutagaol, 2009; Easton ve Harris, 1991; Strong, 1993; Pritchard, 2002; Hull, 1999; Perera ve Thrikawala, 2010; Hevas vd., 2009). Bu çalışmalara göre kazançlar, hisse senedi getirileri üzerinde etki sahibi olduğu düşünülen en önemli firma unsurlarından biridir. Başka bir ifadeyle firmaların gelecekte beklediği kazançlar (esasinda nakit akımları), hisse senedi fiyatlarının en önemli belirleyicisidir. Esas hedefi hissedarlarının servetini maksimize etmek olan firmalarda hisse (firma) değeri, dönemler itibariyle gelecekte beklenen nakit akımlarının tutarından ve sürekliliğinden olumlu yönde, riskliliğinden ise olumsuz yönde etkilenir (Ercan vd., 2010: 35). Bir firmanın gelecekte beklenen nakit akımlarını artırmak ve sürekli kılmak buna karşın nakit akımlarının riskliliğini ise azaltmak, satışların

¹Yrd. Doç. Dr. ÇKÜ Taşmescit Kampüsü, ibozkurt@karatekin.edu.tr

artırılmasına ve satışların artırılması da potansiyel müşterilerin beklentilerini karşılayacak ürün ve hizmetlerin üretilmesine bağlıdır. Müşterilerin beklentilerini karşılayacak olan ürün ve hizmetler; onların dini inanışlarına, kültürel yapılarına ve içinde yaşadığı toplumun ahlaki değerlerine uygun olan ürün ve hizmetlerdir (Yükselen, 2008: 134-143). Ne var ki günümüzde, insanların ahlaki değerlerine uygun olmayan ya da kişi ve toplum üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olan ya da dinen hoş karşılanmayan ürün ve hizmetleri üreten firmalar da bulunmaktadır. Literatürde, insan ve toplum üzerinde “kötü” etkileri bulunan ürün ve hizmetlerle ilgili (sigara, alkol, kumar, esrar ve seks gibi) faaliyetleri yürüten bu firmalar, “kötü” firma olarak adlandırılır (Fabozzi vd., 2008: 82). Daha ileriye gidildiğinde, “kötü” firmalara yatırım yapan yatırımcılar da karakterden ve dürüstlükten yoksun kimseler olarak varsayılır (Fabozzi vd., 2008: 82). Kötü firmaların hisseleri de günahkâr hisseler olarak bilinir (Hong ve Kacperczyk, 2007: 1). Buradaki günah kavramı, her yönüyle açıklanabilen, açık, anlaşılır ve net bir kavram olmamakla birlikte, hem ilahi emirlere uymamayı hem de beşeri ve tabii düzeni bozmayı ifade etmektedir (Bozkurt, 2005).

Kötü firmaların, bütün dinlerce ve toplumun büyük bir kesimi tarafından kabul görmeyen ürün ve hizmetleri üretmesi, bu firmaların nakit akışlarının olumsuz yönde etkilenmesine neden olur. Firma nakit akışlarının olumsuz yönde etkilenmesi ise teorik olarak günahkâr hisse fiyatlarının düşmesini gerektirir. Ancak konu ile ilişkili olarak yapılan ampirik çalışmaların neredeyse tamamında, beklenenin aksine, günahkâr hisselerin anormal fiyat artışları sergilediği ve piyasa üstünde bir getiri elde ettiği ortaya konulmuştur (Fabozzi vd., 2008; Hong ve Kacperczyk, 2009; Liston ve Soydemir, 2010; Salaber, 2007; Salaber, 2009; Svensson ve Zetterqvist, 2012). Günahkâr hisselerle ilişkin gözlemlenen bu anomali, ihmal edilmiş firma etkisi ile açıklanmaya çalışılmıştır (Hong ve Kacperczyk, 2009). İhmal edilmiş firma etkisine göre daha az tercih edilen hisse senetleri, diğer hisselerden daha yüksek bir performans gösterir (Karan, 2001).

Bu çalışmanın temel amacı, günahkâr hisselerin getiri performanslarını (ilgili hisselerin riske göre düzeltilmiş anormal getirilere sahip olup olmadığını) analiz etmek ve analiz sonucunda ortaya konulacak bulgularla da portföy yönetim sürecinde yatırımcılara faydalı olabilecek bilgiler sunmaktır.

Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde sırasıyla konu ile ilişkili olarak literatürde yer bulan çalışmalara, çalışmanın veri ve metodolojisine ilişkin bilgilere, çalışma bulgularına ve çalışmanın sonucuna yer verilecektir.

2. LİTERATÜR ÖZETİ

Günahkâr hisselerden oluşan portföylerin performanslarını analiz eden ilk çalışmalardan biri Salaber’in (2007), Avrupa borsalarında işlem gören firmaların 1975-2006 yılları arasındaki hisse verilerini analiz ederek yaptığı çalışmadır. Yasal düzenlemeler ve dini inanışlar gibi faktörlerin günahkâr hisselerin getirileri üzerindeki etkilerinin incelendiği çalışmanın sonucunda; Protestanların, Katoliklere nazaran daha fazla günahkâr kaçındığı (sin averse) ve bu nedenle de Protestan ülkelerde günahkâr hisselerle yatırım yapmak için daha fazla getiri talep edildiği ortaya konulmuştur. Ayrıca dava açma riskinin daha yüksek olduğu ülkelerdeki günahkâr hisse getirilerinin daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

Fabozzi vd.’nin (2008), 21 farklı ülke borsasından 267 firmanın 1970-2007 yılları arasındaki hisse verileri ile yaptığı çalışmada, günahkâr hisselerden oluşan portföyün, hem yıllık ortalama anormal getirisinin hem de riske göre ayarlanmış yıllık ortalama anormal getirisinin pozitif olduğu ortaya konulmuştur.

Hong ve Kacperczyk’nin (2009), ABD borsalarından 193 firmanın 1926-2006 yılları arasındaki; Salaber’in (2009), ABD borsalarından 183 firmanın 1926-2005 yılları arasındaki; Visaltanachoti vd.’nin (2009), Çin borsalarından 46 firmanın 1995-2007 yılları arasındaki ve Liston ve Soydemir’in (2010) de ABD borsalarında işlem gören firmaların 2001-2007 yılları arasındaki hisse verilerini analiz ederek yaptıkları çalışmalarda, günahkâr hisselerin, piyasa endeksinin üstünde performans gösterdiği ortaya konulmuştur.

Lobe ve Walkshäusl (2011) tarafından, 51 farklı ülke borsasında işlem gören 755 firmanın 1995-2007 yılları arasındaki veri seti kullanılarak yapılan çalışmada ise; günahkâr hisselerden oluşan portföy performansları, ahlaki endekslerin performansları ile karşılaştırılmış ve sonuçta, günahkâr hisselerin herhangi bir anormal getiri sağlayamadığı ortaya konulmuştur.

Svensson ve Zetterqvist'in (2012) Avrupa borsalarından 285 firmanın 1965-2011 yılları arasındaki ve Fauver ve McDonald'ın (2014) da G20 Ülke borsalarından 325 firmanın 1995-2009 yılları arasındaki veri seti ile gerçekleştirdikleri çalışmalarında da yine günahkâr hisselerin piyasa üstünde anormal kazanç sağladığı tespit edilmiştir.

Son olarak, Richey (2013) tarafından, ABD borsalarında işlem gören 33 firmanın 2007-2012 yılları arasındaki veri seti ile yürütüldüğü çalışmada, kumarhane sektörü dışındaki diğer günahkâr sektörlerde yer alan günahkâr hisselerin pozitif anormal getirilere sahip olduğu ortaya konulmuştur.

Literatürde yer bulan çalışmalardan Lobe ve Walkshäusl'un (2011) çalışması dışındaki tüm çalışmalar, günahkar hisselerin, piyasanın üstünde bir getiriye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Hong ve Kacperczyk'e (2009) ve Fabozzi vd.'ne (2008) göre piyasanın üstündeki bu getirilerin nedeni, günahkâr hisselerin, hem yatırımcılar tarafından daha az dikkate alınması (ki bu, ihmal edilmiş firma etkisine yol açmaktadır) hem de daha yüksek bir dava riskine sahip olmasındandır; artan risk beraberinde daha yüksek bir beklenen getiri sağlar. Salaber (2009) ise; günahkâr hisselerle ait getirilerin, şu üç nedenden dolayı piyasa getirilerinden olumlu bir şekilde farklılaştığını belirtmiştir: (i) Günahkâr firmalar, genel ekonomik şartlardan ve resesyondan çok daha az etkilenir, (ii)alkol, sigara ve kumar gibi "kötü" ve "günahkâr" ürünler bağımlılık yapar, bu bağımlılık da kötü ürün sahibi olan firmaların nakit akışlarını

olumlu yönde etkiler ve (iii)günahkâr endüstrilerde, daha yüksek finansal kaldıraçla çalışılır.

Elde edilen sonuçlara din sosyolojisi açıdan bakılması gerektiğinde ise şu yargılara ulaşılabilir. İnsanların günahkâr davranışlara yönelmeleri, onların iyiye de kötüye de yönelebilecek kabiliyette yaratılmış olmasından kaynaklanır (Şems, 91/7-8). İnsanı kötüye yönelten neden, onun hayvansal arzulara (aç gözlülük, cimrilik, bencillik ve cinsellik gibi) sahip olmasıdır; ancak insan, bu arzulara sahip olduğu için değil bu arzulara itaat ederek yapmaması gereken işleri yaptığı için günahkâr olur (Bozkurt, 2005: 141). İnsanın sözü edilen arzulara itaat ederek günahkâr olmasının temelinde yatan sebeplerden birisi de onun maddiyata aşırı düşkün (Al-i İmran, 3/14) ve paraya karşı zaafırlara sahip olmasıdır. İnsanın maddiyata ve paraya düşkün olması da yatırımcıların günah işlemek için ekstra bir prim istemeleri gerektiğini ortaya koymaktadır ki bu durum, günahkâr hisselerden elde edilen aşırı kazançları açıklayabilir. Şöyle ki Salaber (2007: 19), Protestanların, Katoliklere göre daha fazla günahı kaçırdığını, bu nedenle de Protestan ülkelerde günahkâr hisselerle yatırım yapan yatırımcıların, daha fazla getiri istediklerini ortaya koymuştur.

Literatürde yer bulan çalışmalarda analiz edilen, yeryüzündeki hemen tüm din ve toplumlar tarafından hoş karşılanmadığı ve insanoğlunun sağlığı, davranışı ve geleceği üzerinde olumsuz etkilere sahip olduğu iddia edilen günahkâr ürün ve hizmetler, çalışma bazında tablo 1'deki gibidir.

Tablo 1: Literatürde Yer Bulan Günahkâr Ürün ve Hizmetler

Çalışma Sahibi ya da Sahipleri	GÜNAHKÂR ÜRÜN ve HİZMETLER						
	Alkollü İçecek	Sigara ve Tütün	Kumarhane	Savaş Aleti (Silah)	Seks	Biyotek	Nükleer Enerji
Salaber (2007)	+	+	+				
Fabozzi, Ma, Oliphant (2008)	+	+	+	+	+	+	
Hong & Kacperczyk (2009)	+	+	+				
Salaber (2009)	+	+	+				
Visaltanachoti, Zheng and Zou (2009)	+	+	+				
Liston & Soydemir (2010)	+	+	+				
Lobe & Walkshäusl (2011)	+	+	+	+	+		+
Svensson & Zetterqvist (2012)	+	+	+	+			
Fauver and McDonald IV (2013)	+	+	+				
Richey (2013)	+	+	+				

Tablo 1’de yer alan ürün ve hizmetlere birkaç ilave daha yapılabilir. Sözelimi; uyuşturucu madde üreticilerinin ve bazı finansal kurumların da içinde bulunduğu sektörlerin günahkâr sektör olduğu iddia edilebilir. Neredeyse bütün dinlerce yasaklanan uyuşturucu madde, hem insan sağlığına zararlı hem de toplumdaki suç oranlarını artırıcı bir etkiye sahiptir. Bu nedenle de uyuşturucu madde üreten firmalar günahkâr firma, onların hisseleri de günahkâr hisse olarak adlandırılabilir (<http://sinstocksreport.com>, 2014). Aynı şekilde, özellikle Amerika’da faaliyet gösteren finansal kurum türlerinden biri olan “maaş günü kredisi -payday loan” hizmeti sunan firmaların hisseleri de günahkâr hisse olarak ele alınabilir (<http://sinstocksreport.com>, 2014). Maaş günü kredisi hizmeti sunan bu finansal hizmet sağlayıcıları, belli bir gelire sahip olmak şartıyla ay sonu gelmeden nakit sıkışıklığına giren dar gelirli ve zorda kalan müşterilere, çok yüksek faizle ve birkaç gün vadeli kredi sunmaktadır. Sözü edilen finansal kurumların, müşterilere yıllık %390 ile %1000 gibi çok yüksek bir faiz oranı aralığında borç verdiği bilinmektedir (Lawrence ve Elliehausen, 2008: 301). Maaş günü kredisi hizmeti sunan firmaların faiz oranları ile geleneksel bankaların faiz oranları karşılaştırıldığında, sözü edilen bu firmaların, resmi tefecilik yaparak ve istismarcı bir yaklaşımda bulunarak toplumu, özellikle de dar gelirli olan, zor durumda bulunan ve maaş günü kredisini almaktan başka şansı da olmayan bireyleri, sömürdüğü görülmektedir.

Yine Amerika menşeli bir başka günahkâr firma da özel cezaevleridir. Kamuya ait ceza evlerinin özelleştirilmeye başlaması sonucu ortaya çıkan bu firmaların, suç oranının artmasıyla birlikte kazançlarını artırmaları, diğer bir ifadeyle kazançlarının suça bağlı

olmasından dolayı ilgili firma hisseleri de günahkâr hisse olarak düşünülebilir (<http://sinstocksreport.com>, 2014).

Bu çalışma, uyuşturucu madde üretiminde bulunan, maaş günü kredisi hizmetlerini sunan ve özel cezaevi faaliyetlerini yürüten firmaların hisselerini de analizlere dâhil etmek suretiyle literatürdeki çalışmalardan ayrışacaktır. Böylece çalışmanın; (i) sıklıkla analizlere dâhil edilen günahkâr hisseler yanında, uyuşturucu maddeler arasında ilk sırada yer alan esrar ile ilgili ürün üreticilerinin, maaş günü kredisi hizmeti sunan finansal kurumların ve özel cezaevi firmalarının hisselerini de analizlere dâhil ederek ve ayrıca (ii) analizlerine, Borsa İstanbul (BİST) pay piyasasında işlem gören günahkâr hisseleri de katarak var olan literatüre katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

3. VERİ ve METODOLOJİ

Temel amacı, günahkâr hisselerin getiri performanslarını analiz ederek bu hisselerin riske göre düzeltilmiş anormal getiriye sahip olup olmadığını belirlemek olan bu çalışmada, 8 farklı günahkâr endüstriden ve 7 farklı ülkeden seçilen 100 firmanın 1999-2014 yılları arasındaki günlük hisse kapanış fiyatları veri olarak kullanılmıştır. Analize tabi tutulan günahkâr hisseler Tablo 2’de sunulmuş olup, günahkâr hisselerin isim listesine “<http://sinstocksreport.com>” adresinden ulaşılmıştır. Günahkâr hisselerin günlük borsa kapanış fiyatları ise “<https://www.google.com/finance>” adresinden elde edilmiştir. Çalışma örneklemini oluşturan günahkâr hisselerin ülkelere ve sektörlere göre dağılımı da Tablo 3’de sunulmaktadır.

Tablo 2: Çalışmanın Örneklemi

No	FİRMA	BORSA	No	FİRMA	BORSA
1. ALKOLLÜ İÇECEK SEKTÖRÜ					
1	Altria Group Inc.	NYSE	11	Heineken NV	OTC
2	Anheuser-Busch InBev	NYSE	12	Leucadia National Corporation	NYSE
3	Beam Inc.	NYSE	13	Molson Coors Brewing Company	NYSE
4	Big Rock Brewery	TSX	14	Pernod Ricard	Euronext
5	Boston Beer Company Inc	NYSE	15	SABMiller plc	LSE
6	Brown-Forman Corp.	NYSE	16	Treasury Wine Estates	ASX
7	Carlsberg As A Shs	OTC	17	Willamette Valley Vineyards, Inc	NASDAQ
8	Constellation Brands Inc	NYSE	18	Turk Tborg	BIST
9	Craft Brew Alliance	NASDAQ	19	Anadolu Efes	BIST
10	Diageo plc	NYSE			
2. SİLAH - SAVUNMA SEKTÖRÜ					
1	General Dynamics	NYSE	7	Oshkosh	NYSE
2	General Electric	NYSE	8	Raytheon Company	NYSE
3	IBM	NYSE	9	Smith & Wesson Holding Corp	NASDAQ
4	ITT Corp	NYSE	10	Sturm, Rutger & Co. Inc.	NYSE
5	KBR Inc.	NYSE	11	United Technologies Corporation	NYSE
6	Northrop Grumman	NYSE	12	Aselsan	BIST
3. ÖZEL HAPISHANE SEKTÖRÜ					
1	Avalon Correctional Services	OTC	3	G4S	LSE
2	Corrections Corporation of America	NYSE	4	The GEO Group	NYSE
4. FİNANSAL SEKTÖR (MAAŞ GÜNÜ KREDİSİ HİZMETLERİ)					
1	Advance America Cash Advance	Mexico	4	EZ Corp	NASDAQ
2	Cash America International	NYSE	5	First Cash Financial Services	NASDAQ
3	Encore Capital Group	NASDAQ	6	World Acceptance Corp	NASDAQ
5. KUMARHANE SEKTÖRÜ					
1	Archon Corp	OTC	18	Isle of Capri Casinos Inc.	NASDAQ
2	Bally Technologies	NYSE	19	Ladbrokes PLC	LSE
3	Boyd Gaming Corporation	NYSE	20	Las Vegas Sands Corp.	NYSE
4	Caesars Entertainment	NASDAQ	21	Lakes Entertainment Inc.	NASDAQ
5	Century Casinos Inc	NASDAQ	22	MGM Resorts International	NYSE
6	Dover Downs Gaming & Entertainment	NYSE	23	Monarch Casino & Resort, Inc.	NASDAQ
7	eBET Gaming Systems	AX	24	MTR Gaming Group	NASDAQ
8	Elsinore Corp	OTC	25	Multimedia Games Inc.	NASDAQ
9	Empire Resorts	NASDAQ	26	Nevada Gold & Casinos Inc.	NYSE
10	Florida Gaming Corporation	OTC	27	Paddy Power plc	LSE
11	Full House Resources	NASDAQ	28	Penn National Gaming Inc.	NASDAQ
12	Galaxy Entertainment	OTC	29	Pinnacle Entertainment	NYSE
13	Gaming and Leisure Properties, Inc. REIT	NASDAQ	30	Scientific Games Corp	NASDAQ
14	Global Casinos Inc	OTC	31	Sportingbet plc	LSE
15	Innovative Gaming Corporation of America	OTC	32	The Rank Group plc	LSE
16	International Game Technology	NYSE	33	Transworld Corporation	OTC
17	International Thoroughbred Breeders, Inc.	Pink sheets	34	William Hill	LSE
			35	Wynn Resorts	NYSE

6. ESRAR ÜRETİM SEKTÖRÜ

1	Abattis Bioceticals Corp.	CNSX	4	Enertopia Corp.	CNSX
2	Easton Pharmaceuticals	OTC	5	Medican Enterprises	OTCBB
3	CannaVEST Corp.	OTCBB	6	Surna Inc.	OTCQB
			7	Tweed Marijuana Inc.	TSX-V

7. SEKS SEKTÖRÜ

1	FriendFinder	NASDAQ	3	Church & Dwight	NYSE
2	Rick's Cabaret International	NASDAQ	4	Pfizer	NYSE
			5	Eli Lilly	NYSE

8. SİGARA - TÜTÜN SEKTÖRÜ

1	Alliance One	NYSE	7	Reynolds American Inc.	NYSE
2	Altria Group Inc.	NYSE	8	Schweitzer-Mauduit International Inc	NYSE
3	British American Tobacco plc	AMEX	9	Swedish Match	OMX
4	Imperial Tobacco Group plc	LSE	10	Universal Corporation	NYSE
5	Lorillard Inc.	NYSE	11	Vapor Corp	OTC
6	Philip Morris International	NYSE	12	Vector Group Ltd	NYSE

Kaynak: <http://sinstocksreport.com>, 2014.

Tablo 3: Günahkâr Hisselerin Ülkelere ve Sektörlere Göre Dağılımı

Country	ABD	Avustralya	Birleşik Krallık	Fransa	Kanada	Meksika	Türkiye	Toplam
Alkollü İçecek Sektörü	13	1	1	1	1	-	2	19
Silah - Savunma Sektörü	11	-	-	-	-	-	1	12
Özel Hapishane Sektörü	3	-	1	-	-	-	-	4
Maaş Günü Kredisi Hizmeti Sekt.	5	-	-	-	-	1	-	6
Kumarhane Sektörü	29	1	5	-	-	-	-	35
Esrar ile İlgili Üretim Sektörü	4	-	-	-	3	-	-	7
Seks Sektörü	5	-	-	-	-	-	-	5
Sigara -Tütün Sektörü	11	-	1	-	-	-	-	12
TOPLAM	81	2	8	1	4	1	3	100

Çalışmanın belirlenen amacı doğrultusunda, günahkar hisselerin getiri performansları, hisselerden oluşturulan portföy getirilerinin analiz edilmesiyle ölçülmüştür. Oluşturulan her bir portföyün getiri performansı, Jensen'in alfa yöntemi kullanılarak belirlenmiştir. 1968 yılında Jensen tarafından geliştirilen bu yöntemdeki alfa ölçütü, bir portföyün gerçekleşen getirisi ile yine o portföyün riske göre düzeltilmiş getirisi arasındaki farkı ifade etmektedir

(Denklem 1).

$$\alpha = \text{Portföyün Gerçekleşen Getirisi} - \text{Portföyün Riske Göre Düzeltilmiş Getirisi} \quad (1)$$

Portföyün riske göre düzeltilmiş getirisi, CAPM (Capital Asset Pricing Model) ile tespit edilir. Sharpe (1964) ile Lintner (1965) tarafından geliştirilen CAPM, herhangi bir menkul kıymetin, sistematik riskine (β) uygun olarak beklenen getirisinin (R) ne olması gerektiğini gösterir (Denklem 2).

$$R = R_f + (R_m - R_f) \times \beta_d \quad (2)$$

Buna göre Jensen'in alfa ölçütü, Denklem 3'deki gibi dizayn edilir.

$$\alpha_a = R_{a,t} - [R_{ft} + (R_{m,t} - R_{f,t}) \times \beta_a] \quad (3)$$

Denklem 3'den yola çıkılarak da bu çalışmada kullanılan regresyon modeline ulaşılır (Denklem 4).

$$R_{a,t} - R_{f,t} = \alpha_a + \beta_a \times (R_{m,t} - R_{f,t}) \quad (4)$$

Denklem 3 ve Denklem 4'de yer alan, $R_{a,t}$ a günahkar hisse portföyünün t dönemdeki gerçekleşen getirisini; R_{ft} t dönemindeki risksiz faiz oranını; $R_{m,t}$ piyasa portföyünün t dönemdeki getirisini; β_a a günahkar portföyünün sistematik riskini ve α_a a günahkar portföyünün alfa katsayısını ifade etmektedir. Regresyon sonucunda α_a 'nın pozitif bir değer alması, a günahkâr portföyünün piyasadan daha iyi bir performans sergilediğini, ilgili portföyün piyasa üstünde riske göre düzeltilmiş bir anormal getiri elde ettiğini; negatif bir değer alması ise a günahkâr portföyünün piyasadan daha kötü bir performans sergilediğini gösterecektir.

Bu çalışmada oluşturulan her bir günahkâr portföyün t günündeki gerçekleşen getirisi ($R_{a,t}$), t gününde o portföyün içerisinde yer alan bütün günahkâr hisse getirilerinin eşit ağırlıklı ortalamasını ifade etmektedir. Her bir i günahkâr hissesinin t günündeki gerçekleşen getirisi (R_{it}), Denklem 5 yardımıyla logaritmik olarak hesaplanmıştır. Çalışma

kapsamını oluşturan hisse senetleri, farklı borsalarda farklı para birimi ile işlem gördüğü için, çalışmada oluşturulan portföylerin aynı para birimi ile ifade edilmesi zorunluluğu doğmuştur. Bu nedenle de çalışmada, logaritmik günlük getiriler hesaplanmadan önce bütün hisselerin günlük kapanış fiyatları o günkü kurdan ABD dolarına çevrilmiştir.

$$R_{i,t} = 1n \left(\frac{R_{i,t}}{R_{i,t-1}} \right) \quad (5)$$

Çalışmada, t günündeki risksiz faiz oranı (R_{ft}) olarak Amerika bonolarının günlük faizleri kullanılmıştır. Yıllık olarak elde edilen risksiz faiz oranları (R_y), Denklem 6 yardımıyla günlük risksiz faiz oranına (R_f) dönüştürülmüştür.

$$R_f = (1 + R_y)^{\frac{1}{360}} - 1 \quad (6)$$

Son olarak çalışmada, Down Jones World Index'i de piyasa portföyünü temsil eden bir karşılaştırma endeksi (benchmark index) olarak kullanılmıştır. Bu endeksin getirisi ($R_{m,t}$) de Denklem 5'deki gibi logaritmik olarak hesaplanmıştır.

4. BULGULAR

Bir portföyün riske göre düzeltilmiş anormal getirisini ifade eden Jensen'in alfa katsayıları, Denklem 4 yardımıyla gösterilen regresyon analizi ile elde edilmiştir.

Regresyon sonuçları, Tablo 4, 5, 6 ve 7'de sunulmaktadır.

Tablo 4: Günahkâr Hisse Portföyüne İlişkin Regresyon Sonuçları (1999-2014)

	Parametre	Katsayı	Std. Hata	t-İstatistiği	
$R_{\text{Günahkar Hisse Portföyü}} - R_f$	Alfa	0.000190	0.000117	1.66561	***
	Beta	0.652427	0.017295	37.72417	*

(*)katsayıların % 1 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

(**),katsayıların % 5 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

(***),katsayıların % 10 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4'deki ampirik sonuçlar, çalışma örneklemini oluşturan bütün günahkar hisselerden oluşan bir portföyün istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde piyasa endeksinin üstünde bir performans sağladığını göstermektedir. Şöyle ki regresyon sonuçlarına göre, günahkâr hisse portföyünün alfa katsayısı 0,000190 ve alfa katsayısının t istatistiği de %10 anlamlılık seviyesinde istatistiki olarak anlamlıdır. Alfa katsayısına göre, günahkâr hisse portföyünün riske göre düzeltilmiş anormal getirisi, yıllık yaklaşık %7'dir (0,000190*360). Bu sonuç, günahkâr hisse portföyüne yapılan yatırımın, yatırımcısına, piyasa portföyünü temsil eden benchmark endeksine yapılan yatırımdan yıllık %7 daha fazla getiri sağladığını ortaya

koymaktadır. Regresyon sonuçlarına göre; günahkâr hisse portföyünün beta katsayısı da istatistiki olarak anlamlı ve yaklaşık %65'dir. Bu sonuç da günahkâr hisse portföyünün, piyasa portföyünden daha düşük bir risk seviyesine sahip olduğunu göstermektedir (0,65<1).

Tablo 5, günahkâr hisse portföylerinin 1999 ve 2014 yılları arasındaki yıllık anormal getiri performanslarını sergilemektedir. Bulgulara göre; günahkâr hisse portföyü, analize tabi tutulan 16 yılın 8'inde, riske göre düzeltilmiş anormal getiri sağlayabilmiştir, anormal getirilerin tamamının pozitif olması da dikkat çekicidir.

Tablo 5: Günahkâr Hisse Portföyüne İlişkin Regresyon Sonuçları (Yıllık Bazda)

YILLAR	Parametre		Std. Hata		t-İstatistiği	
	Alfa	Beta	Alfa	Beta	Alfa	Beta
1999	0.002571	0.331382	0.000727	0.095388	3.5373*	3.474062*
2000	0.000190	0.316746	0.000461	0.050581	0.412556	6.262125*
2001	0.001063	0.558190	0.000550	0.070439	1.933738**	7.924398*
2002	0.000339	0.479747	0.000432	0.031867	0.783289	15.05487*
2003	0.000845	0.546586	0.000300	0.035155	2.811133*	15.54781*
2004	0.000779	0.654224	0.000319	0.056163	2.444982**	11.64865*
2005	-0.000104	0.723697	0.000339	0.074291	-0.306649	9.741386*
2006	0.000255	0.642180	0.000277	0.053707	0.920148	11.95715*
2007	-0.000339	0.791562	0.000315	0.045367	-1.075591	17.44789*
2008	-0.000895	0.713863	0.000737	0.038752	-1.215598	18.42127*
2009	0.000595	0.758573	0.000515	0.034096	1.156175	22.24815*
2010	0.000630	0.673676	0.000344	0.035720	1.833068***	18.86011*
2011	0.000428	0.740059	0.000258	0.028018	1.663342***	26.41365*
2012	0.000383	0.725369	0.000209	0.025233	1.831909***	28.74642*
2013	0.000307	0.710584	0.000176	0.032261	1.742651***	22.02612*
2014	-0.000504	0.819908	0.000356	0.057344	-1.416232	14.29804*

(*),katsayıların % 1 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

(**),katsayıların % 5 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

(***),katsayıların % 10 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 6, her bir günahkâr sektör için ayrı ayrı elde edilen regresyon sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlara göre; alkol, silah, finans, kumarhane ve sigara sektörü hisselerinden oluşan portföylerin sektör bazındaki getirileri, benchmark endeksinin getirilerinden istatistiki olarak anlamlı bir şekilde ve pozitif yönde farklılaşmıştır. Bu sektörlerden alkollü içecek sektörü, %15 (0.000415*360); silah ve savunma sektörü, %14 (0.000391*360); maaş günü kredisi veren finans sektörü, %16 (0.000454*360); kumarhane sektörü, %3 (0.000074*360) ve sigara sektörü de %12

(0.000321*360) oranında riske göre düzeltilmiş yıllık anormal getiri elde edebilmiştir. Piyasa portföyüne karşı elde edilen yıllık anormal getirilerden en düşüğü kumarhane sektörüne aitken diğer sektörlerin yıllık bazda %10'u aşan bir anormal getiriye sahip olmaları, dikkat çekicidir. Tablo 6'ı da yer verilen bulgulara göre; özel hapisane, esrar ve seks sektörüne ait hisselerden oluşturulan portföylerin sektör bazındaki getirileri ise piyasa portföyünün getirilerinden istatistiki olarak anlamlı bir şekilde farklılaşmamıştır.

Tablo 6: Günahkâr Hisse Portföylerine İlişkin Regresyon Sonuçları (Sektör Bazında)

	Parametre	Katsayı	Std. Hata	t-İstatistiği
$R_{\text{Alkol}} - R_f$	Beta	0.490541	0.011953	41.03867*
	Alfa	0.000415	0.000138	3.014408*
$R_{\text{Silah-Savunma}} - R_f$	Beta	0.778147	0.023277	33.42970*
	Alfa	0.000391	0.000152	2.568340*
$R_{\text{Özel Hapishane}} - R_f$	Beta	0.504232	0.023289	21.65112*
	Alfa	0.000203	0.000268	0.755963
$R_{\text{Finansal}} - R_f$	Beta	0.760702	0.042703	17.81392*
	Alfa	0.000454	0.000284	1.601268***
$R_{\text{Kumarhane}} - R_f$	Beta	0.799615	0.024494	32.64566*
	Alfa	0.000074	0.000187	1.773078***
$R_{\text{Esrar}} - R_f$	Beta	0.080927	0.035373	2.287842*
	Alfa	-0.000479	0.000371	-1.291462
$R_{\text{Seks}} - R_f$	Beta	0.519523	0.024692	21.04028*
	Alfa	-0.000207	0.000176	-1.175272
$R_{\text{Sigara-Tütün}} - R_f$	Beta	0.455956	0.025578	17.82610*
	Alfa	0.000321	0.000180	1.780394***

(*),katsayıların % 1 anlamlılık seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

(**),katsayıların % 5 anlamlılık seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

(***),katsayıların % 10 anlamlılık seviyesinde istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 7, hem ülkeler bazında oluşturulan günahkâr hisse portföylerine hem de ülke piyasasını temsil eden borsa endekslerine ait regresyon sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlara göre; gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan Meksika ve Türkiye borsalarındaki günahkâr hisse portföylerine ait getiriler, piyasa portföyüne ait getirilerden istatistiki açıdan anlamlı bir şekilde farklılaşmamıştır. Buna karşın gelişmiş ülkeler kategorisinde yer alan ülkelere Kanada hariç tüm ülkelerin günahkâr

hisse portföylerine ait getirileri, piyasa portföyüne ait getirilerden istatistiki açıdan anlamlı bir şekilde ve pozitif yönde farklılaşmıştır. Kanada'ya ait günahkâr hisse portföyünün riske göre düzeltilmiş anormal getiriye sahip olamaması, çalışma örneklemini oluşturan ve esrar ile ilgili üretim sektöründe faaliyet gösteren firma hisselerinin yaklaşık %50'sinin Kanada borsasında işlem görmesinden kaynaklanabilir (Tablo 3) çünkü Tablo 6'ya göre esrar sektörüne ait hisseler de anormal getiri elde edememiştir.

Tablo 7'de yer alan bulguların ortaya koyduğu ilginç sonuçlardan biri de gelişmiş ülke borsa endekslerinin hiçbirinin piyasa portföyünden farklılaşan bir getiriye sahip olmadığı, buna karşın gelişmekte olan ülke borsa endekslerinin ise piyasa

portföyünün üstünde bir performans sergilediğidir. Bulgulara göre; piyasa portföyü ile karşılaştırıldığında, Türkiye borsa endeksinin riske göre düzeltilmiş yıllık anormal getirisi yaklaşık %21 iken bu oran Meksika'da da yaklaşık %15'tir.

Tablo 7: Günahkâr Hisse Portföylerine İlişkin Regresyon Sonuçları (Ülke Bazında)

GÜNAHKÂR PORTFÖYLER			ÜLKE BORSA ENDEKSLERİ		
	Parametre	Katsayı		Parametre	Katsayı
$R_{ABD} - R_f$	Beta	0.675825*	$R_{ABD} - R_f$	Beta	0.811805*
	Alfa	0.000189***		Alfa	0.000079
$R_{Avustralya} - R_f$	Beta	0.134683*	$R_{Avustralya} - R_f$	Beta	0.340052*
	Alfa	0.000581***		Alfa	0.000120
$R_{Birleşik Krallık} - R_f$	Beta	0.572733*	$R_{Birleşik Krallık} - R_f$	Beta	0.893248*
	Alfa	0.000325**		Alfa	-0.000099
$R_{Fransa} - R_f$	Beta	0.600928*	$R_{Fransa} - R_f$	Beta	1.107051*
	Alfa	0.000487**		Alfa	-0.000067
$R_{Kanada} - R_f$	Beta	0.428503*	$R_{Kanada} - R_f$	Beta	0.673780*
	Alfa	-0.000352		Alfa	0.000192
$R_{Meksika} - R_f$	Beta	1.016831*	$R_{Meksika} - R_f$	Beta	0.716956*
	Alfa	-0.000472		Alfa	0.000402**
$R_{Türkiye} - R_f$	Beta	0.529323*	$R_{Türkiye} - R_f$	Beta	0.814860*
	Alfa	0.000347		Alfa	0.000593**

(*),katsayıların % 1 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

(**),katsayıların % 5 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

(***),katsayıların % 10 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

NOT: Tablonun "Ülke Borsa Endeksleri" isimli ikinci kısmı; her bir ülke için o ülkeyi temsil eden borsa endekslerinin, benchmark endeks olarak kullanılan Down Jones World Index'e göre performansını ölçmek ve böylece bir ülkeye ait günahkâr hisselerden oluşan portföy performansı ile aynı ülkenin borsa performansını karşılaştırmak amacıyla oluşturulmuştur. Ülke borsalarını temsil eden endeksler, şu şekilde belirlenmiştir. Türkiye = BİST100; ABD = S&P500; Avustralya = All Ordinaries; Birleşik Krallık = FTSE100; Fransa = CAC40 ve Kanada = TSX

Çalışmada elde edilen tüm bulgular ele alındığında, günahkâr hisselerden oluşan portföylerin, piyasa portföyünden daha iyi bir performans sergilediği sonucuna varılabilir. Bu sonuç, literatürde yer bulan çalışmaların hemen hepsi ile örtüşmektedir (Fabozzi vd., 2008; Hong ve Kacperczyk, 2009; Liston ve Soydemir, 2010; Salaber, 2007; Salaber, 2009; Svensson ve Zetterqvist, 2012). Ayrıca çalışma bulguları göstermektedir ki günahkâr hisselerden oluşan portföylerin piyasa portföyünün üstünde bir performans sergileyebilmesi diğer bir ifadeyle ilgili portföylerin riske göre düzeltilmiş anormal getirilere

sahip olabilmesi, bu portföylerin (i) hangi günahkâr sektörlerdeki ve (ii) hangi özelliğe sahip ülkelerdeki günahkâr hisselerden oluşturulduğuna bağlıdır. Şöyle ki günahkâr hisse yatırımlarından anormal kazanç sağlayabilen yatırımcılar; ülke bazında gelişmiş ülke borsalarında, sektörel bazda ise alkol, silah, finans, kumarhane ve sigara sektörlerinde yatırım yapan yatırımcılardır. Buna karşın çalışma kapsamında ele alınan dönem içerisinde, gelişmekte olan ülke borsaları ile özel hapisane, esrar ve seks sektöründe yatırım yapan yatırımcılar ise piyasa üstünde anormal bir kazanç elde edememişlerdir.

Günahkâr hisselerden elde edilen piyasa üstü anormal getiriler; toplumsal ve dini değerlere ters düşen ürün ve hizmetleri üreten firmaların, toplumsal değer yargılardan ötürü maruz kaldıkları dava riskinin ve göz ardı edilme olasılığının yüksek oluşu ile açıklanabilir (Hong ve Kacperczyk, 2009) çünkü bilindiği üzere risk arttıkça beklenen getiri de artar. Farklı bir açıdan ise günahkâr hisselerin piyasa üstü anormal getirileri; günahkâr firmalara ait ürünlerin insanlarda bağımlılık yapmasıyla ve bu bağımlılığın da kötü ürün sahibi olan firmaların nakit akışlarını olumlu yönde etkilemesiyle açıklanabilir (Salaber, 2009).

Sonuç olarak yukarıda değinilen hususlarla birlikte çalışmanın, portföy yönetim sürecinde yatırım politikalarını belirleyecek, yatırım stratejilerini geliştirecek ve portföylerine dahil edecekleri menkul kıymetleri seçecek olan yatırımcılara, faydalı olabilecek bilgiler sunduğu düşünülmektedir.

5. SONUÇ

Hisse senedi fiyatlarının en önemli belirleyicisi, firmalarca gelecekte beklenen nakit akımlarıdır. Bir firmanın gelecekte beklediği nakit akımlarını artırmak, satışlarının artırılmasına ve satışlarının artırılması da potansiyel müşterilerinin beklentilerini karşılayacak ürün ve hizmetlerin üretilmesine bağlıdır. Buna göre, hisse değerini artırmak isteyen firmalar toplumun ahlaki ve dini değerlerini esas alan ürün ve hizmetleri üretmelidir. Ancak günümüzde, insanların ahlaki değerlerine uygun olmayan ya da kişi ve toplum üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olan ya da dinen hoş karşılanmayan sigara, alkol, kumar, esrar ve seks gibi ürün ve hizmetleri üreten firmalar da bulunmaktadır. Literatürde, bu firmaların hisseleri, günahkâr hisseler olarak bilinmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı; günahkâr hisselerin getiri performanslarını (ilgili hisselerin riske göre düzeltilmiş anormal getirilere sahip olup olmadığını) analiz etmek ve analiz sonucunda ortaya konulacak bulgularla da portföy yönetim sürecinde yatırımcılara faydalı olabilecek bilgiler sunmaktır. Belirlenen amaç doğrultusunda çalışmada; 8 farklı günahkâr endüstriden ve 7 farklı ülkeden 100 firmanın 1999-2014 yılları arasındaki günlük hisse fiyatları veri olarak kullanılmıştır. Günahkar hisselerin getiri performansları, bu hisselerden oluşturulan portföy getirilerinin analiz edilmesiyle ölçülmüştür. Portföy performanslarının ölçülmesinde Jensen'in alfa yöntemi kullanılmıştır.

Analiz bulguları irdelendiğinde bu çalışmanın ortaya koyduğu esas sonuç şudur; gelişmekte olan ülkeler yerine gelişmiş ülkelerdeki günahkâr hisse yatırımlarından piyasa üstünde bir getiri elde etmek mümkündür. Bu sonuç, tasarruflarını hisse senedi yatırımlarına dönüştürmek isteyen yatırımcılar tarafından dikkate alınabilir. Şöyle ki sözü edilen yatırımcılar, ekstra bir kazanç elde etme arzusu içinde, gelişmiş ülke borsalarında işlem gören ve alkol, silah, finans, kumarhane ve sigara sektörlerinde faaliyet gösteren firma hisselerine yatırım yapabilirler.

Bu çalışmanın; uyuşturucu madde üretiminde bulunan, maaş günü kredisi hizmetlerini sunan, özel cezaevi faaliyetlerini yürüten ve BİST pay piyasasında işlem gören günahkâr firmaların hisselerini de analizlere dâhil ederek literatürdeki boşluğu doldurduğu ve elde ettiği sonuçlarla birlikte literatüre katkıda bulunduğu düşünülmektedir.

Farklı ülkelerde, farklı veri seti ile farklı performans ölçüm yöntemleriyle yapılacak bundan sonraki çalışmaların da literatüre katkı sağlayacağı umulmaktadır.

KAYNAKLAR

Bozkurt, M. (2005) "İnciller'de ve Kuran'da Günah Kavramı" Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sivas, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Easton, P. D. ve Harris T. S. (1991) "Earnings As an Explanatory Variable for Returns" *Journal of Accounting Research*, 29(1): 19-36.

Ercan, M.K. ve Ban, Ü. (2005) *Finansal Yönetim*, Ankara, Gazi Kitabevi.

Ercan, M.K., Öztürk, M.B., Demirgüneş, K., Başçı, E.S. ve Küçükkaplan, İ. (2010) *Marka Değerinin Tespiti*, İstanbul, İMKB Yayınları.

Fabozzi, F.J., Ma, K.C. ve Oliphant, B.J. (2008) "Sin Stock Returns" *The Journal of Portfolio Management*, 35(1):82-94.

Fauver, L., ve McDonald IV, M. B. (2014) "International variation in sin stocks and its effects on equity valuation" *Journal of Corporate Finance*, 25: 173-187.

- Hevas, D., Siougle, G. ve Staikouras, C. (2009) "The Accounting Valuation Of Bank Stocks in Europe" *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 5(1):49-63.
- Hjalmarsson, E. (2010) "Predicting Global Stock Returns" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(1): 49–80
- Hong, H. ve Kacperczyk, M. (2007) "The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets" Working Paper, Sauder School of Business.
- Hong, H. ve Kacperczyk, M. (2009) "The price of sin: The effects of social norms on markets" *Journal of Financial Economics*, 93(1): 15-36.
- Hull, R. M. (1999) "Leverage Ratios, Industry Norms and Stock Price Reaction: An Empirical Investigation of Stock for Debt Transactions" *Financial Management*, 28 (2): 32-45.
- <http://sinstocksreport.com>, (01.12.2014)
- <https://www.google.com/finance> (30.12.2014)
- Jensen, M. (1968) "The Performance of Mutual Funds in The Period 1945-1964" *Journal of Finance*, 23(2): 389-416.
- Karan, M.B. (2001) "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Anomalileri" *Ege Academic Review* 1(2): 83-94.
- Lev, B. ve Thiagarajan, S. (1993) "Fundamental Information Analysis" *Journal of Accounting Research*, 31:190–215.
- Lawrence, E. C. ve Elliehausen, G. (2008) "A comparative analysis of payday loan customers" *Contemporary Economic Policy*, 26(2): 299-316.
- Lintner, J. (1965) "The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets" *The review of economics and statistics*, 13-37.
- Liston, D. P. ve Soydemir, G. (2010) "Faith-based and sin portfolios: An empirical inquiry into norm-neglect vs norm-conforming investor behavior" *Managerial Finance*, 36(10): 876-885.
- Lobe, S. ve Walkshausl, C. (2011) "Vice vs. Virtue Investing Around the World" *Review of Managerial Science*: 1-42.
- Perera, R.A.A.S. ve Thrikawala, S.S. (2010) "An Empirical Study Of The Relevance Of Accounting Information On Investor's Decisions" In Proceedings From: The International Research Conference On Business & Information.
- Pritchard J., N. (2002) "The Relationship Between Accounting Numbers and Returns in the Baltic Stock Markets" CERT Discussion paper No: 2002/06 Edinburgh, Heriot-Watt University.
- Richey, G.R. (2013) "Does Running with the 'Devil' Provide a Risk-Adjusted Abnormal Return? An Investigation of U.S. 'Sin Stocks' " *International Research Journal of Applied Finance*, 4(3): 329-342.
- Salaber, J. (2007) "The Determinants of Sin Stock Returns: Evidence on the European Market" Finance International Meeting AFFI-EUROFIDAI Paper.
- Salaber, J. (2009) "Sin Stock Returns over the Business Cycle" Working Paper, University of Bath School of Management.
- Sari, L. A. ve Hutagaol, Y. (2009) "Debt to Equity Ratio, Degree of Operating Leverage, Stock Beta and Stock Returns of Foods and Beverages Companies on The Indonesian Stock Exchange" *Journal of Applied Finance and Accounting*, 2(2): 1-13.
- Strong, N. (1993) "The Relation between Returns and Earnings: Evidence for the UK" *Accounting and Business Research*, 24(93): 69-77
- Svensson, E.O. ve Zetterqvist, R. (2012) "Returns to Unethical Investing: New evidence on sin stock performance in Europe" Bachelor Thesis, Stockholm School of Economics.
- Sharpe, W.F. (1964) "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk" *The journal of finance*, 19(3): 425-442.
- Visaltanachoti, N., Zheng, Q. ve Zou, L. (2009) "The Performances of "Sin" Stocks in China" Working Paper, Massey University.
- Yükselen, C. (2008) *Pazarlama*, Ankara, Detay Yayıncılık.