

T.C.

İSTANBUL AREL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME YÖNETİMİ ANABİLİM DALI

FİNANSAL TABLO AÇIKLAMALARININ HİSSE SENEDİ DEĞERİNE ETKİSİ

YÜKSEK LİSANS

Tezi Hazırlayan: MİNE OTYAKMAZ

135100125

Tez Danışmanı: PROF. DR. GÖKHAN ÖZER

İSTANBUL,2017



T.C.

İSTANBUL AREL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME YÖNETİMİ ANABİLİM DALI

FİNANSAL TABLO AÇIKLAMALARININ HİSSE SENEDİ DEĞERİNE ETKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tezi Hazırlayan: MİNE OTYAKMAZ

YEMİN METNİ

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum "FİNANSAL TABLO AÇIKLAMALARININ HİSSE SENEDİ DEĞERİNE ETKİSİ " başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere uygun şekilde tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmanın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Mine Otyakmaz

KABUL VE ONAY

Mine Otyakmaz tarafından hazırlanan "FİNANSAL TABLO AÇIKLAMALARININ HİSSE SENEDİ DEĞERİNE ETKİSİ" başlıklı bu çalışma, Savunma Sınavı tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından kabul edilmiştir.

Başkan : [Unvanı, Adı ve SOYADI]

(Danışman) Üye : [Unvanı, Adı ve SOYADI]

Üye : [Unvanı, Adı ve SOYADI]

Üye : [Unvanı, Adı ve SOYADI]

Üye : [Unvanı, Adı ve SOYADI]

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

[İ m z a] [Unvanı, Adı ve SOYADI]

Enstitü Müdürü

ONAY

Tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının İstanbul Arel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

□ Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

□ Tezim/Raporum sadece İstanbul Arel yerleşkelerinden erişime açılabilir.

□ Tezimin/Raporumun ……yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

Mine Otyakmaz

ÖZET

FİNANSAL TABLO AÇIKLAMALARININ HİSSE SENEDİ DEĞERİNE ETKİSİ

MİNE OTYAKMAZ

Yüksek Lisans Tezi; İşletme ANABİLİM DALI

Tez Danışmanı: PROF. DR. GÖKHAN ÖZER

Şubat 2017

Bu çalışmanın amacı, firmaların periyodik dönemlerde yaptıkları 6 aylık ve yıllık finansal tablo açıklamalarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini olay etüdü (event study) yaklaşımı ile incelemektir. Çalışmada kullanılan veriler 2005 ve 2015 yılları arasında Borsa İstanbul BIST100 endeksinde listelenen 37 firmanın verilerini içermektedir. Finansal tablolar 6 aylık ve12 aylık dönemler için elde edilmiştir. Bunun için 6 aylık gelir tablosu verileri ve 12 aylık bilanço açıklamaları verileri kullanılarak birikimli anormal getiriler hesaplanmıştır. KAP (Kamu Aydınlatma Platformu) ve BIST(Borsa İstanbul) tarafından açıklanan finansal tablo verilerinin borsa üzerindeki etkisini incelemeye yönelik çalışmada veriler Olay Etüdü (Event Study) yöntemiyle analiz edilmiştir. Çalışma sonuçları, finansal tablo açıklamalarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğunu ortaya koymaktadır.

Anahtar Kelimeler; Olay Etüdü,Finansal tablo,anormal getiri

ABSTRACT

THE EFFECT OF FINANCIAL STATEMENT DISCLOSURES ON SHARE PRICE

MİNE OTYAKMAZ

Master Thesis; Bussines Department

Supervisor: PROF. DR. GÖKHAN ÖZER

Şubat 2017-97 Sayfa

Purpose of the study, analyzing the effect of 6 months and 12 months financial statement disclosures that companies make periodically on the stock market by using Event Study Methodology.

The data used in the study comprised of the data of 37 companies which is listed on Istanbul Stock Exchange (Borsa Istanbul) BIST 100 Index between 2005 and 2015. Financial statements were obtained for 6 months and 12 months periods. Cumulative abnormal return was calculated viausing the data of income statement for 6 month sand balancesheet disclosures for 12 months. The study which is examining the impact of the data of financial statement that were declared by Public Disclorure Platform (KAP) and BIST (IstanbulStock Exchange) on the stock market, was analyzed with the EventStudyMethodology. Theresults of this study proved that stock prices are affected by the financial statement disclosures.

KeyWords;financial statement, abnormal return, event study

ÖNSÖZ

Halka açık şirketlerde hisse senetlerinin piyasa fiyatlarına etki eden birçok faktör bulunmaktadır. Literatürde, hisse senedi fiyatını ve dolaylı olarak getirisini etkileyen faktörleri ve bunların etkili olduğu seviyeleri araştıran birçok çalışma yer almaktadır. Bu çalışmada, BİST-100'de işlem gören hisse senetlerinin, KAP'a bildirilen finansal tablo açıklamalarından etkilenip etkilenmediği ve belirlenen tarihler çevresinde, aşırı getirilerin meydana gelip gelmediği incelenmiştir. Çalışmada olay etüdü yöntemi kullanılmıştır.

Bu çalışmanın ortaya çıkmasında göstermiş oldukları katkılarından dolayı öncelikle danışman hocam Prof. Dr. Gökhan ÖZER 'e, çalışmamda yer alan analizlerinin tamamlanabilmesi için bana olan yardım ve desteklerinden dolayı kardeşim Muharrem OTYAKMAZ' a ve son olarak da bu süreçte bana olan desteği ve hoşgörüsünden dolayı oğlum Kuzey KARA' ya sonsuz teşekkürlerimi sunarım…

İÇİNDEKİLER

ÖZET..... I
ABSTRACT II
ÖNSÖZ……..III
İÇİNDEKİLER……IV
KISALTMALAR LİSTESİ.....VIII
TABLOLAR LİSTESİ.....IX
ŞEKİLLER LİSTESİ.....X
GRAFİKLER LİSTESİ……..…XI

BİRİNCİ BÖLÜM *5*

1.HİSSE SENETLERİ VE GENEL KAVRAMLARI *5*

1.1.HİSSE SENEDİ TANIMI **5**

1.2.HİSSE SENEDİ ÖZELLİKLERİ **8**

1.2.1.Türk Ticaret Kanunu'nda Hisse Senedi 9

1.2.2.Sermaye Piyasası Kanunu'nda Hisse Senedi 10

1.2.3.Sermaye Piyasası Kanunu Uyarınca Hisse Senetlerinin Halka Arz Edilmesi 11

1.3.HİSSE SENETLERİNİN ÇEŞİTLERİ **11**

1.4. HİSSE SENETLERİNDE DEĞER KAVRAMI **12**

1.4.1. Nominal (İtibari) Değeri 13

1.4.2.İhraç Değeri 13

1.4.3.Piyasa Değeri 13

1.4.4.Kupür Değeri 14

1.4.5.İkame Değeri 14

1.5.HİSSE SENEDİ FİYATLARININ OLUŞUMU VE BELİRLENMESİ **14**

1.6. AÇIKLAMA VE BEKLENTİLERİN HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİLERİ **17**

İKİNCİ BÖLÜM *19*

2.PİYASALARDA ETKİNLİK VE BİLGİ KAVRAMI *19*

2.1.SERMAYE PİYASASINDA BİLGİ KAYNAKLARI **19**

2.2. SERMAYE PİYASASINDA ETKİNLİK KAVRAMI **20**

2.2.1.Etkin Piyasalar Hipotezi 20

2.2.1.1.Sermaye Piyasasının Zayıf Kuvvetli Formda Etkinliği 22

2.2.1.2.Sermaye Piyasasının Yarı Kuvvetli Formda Etkinliği 22

2.2.1.3.Sermaye Piyasasının Kuvvetli Formda Etkinliği 23

2.2.2.Menkul Kıymet Piyasasındaki Asimetrik Bilgiler 24

2.2.3.Piyasalarda Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı 26

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM *30*

3.KAMUNUN AYDINLATILMASI.....30

3.1.SERMAYE PİYASASINDA KAMUNUN AYDINLATILMASI 30

3.1.1.Kamuyu Aydınlatma İlkesi ve Tarihsel Gelişimi 30

3.1.2.Sermaye Piyasasında Kamu Aydınlatılmasının Amacı 32

3.1.3.Kamunu Aydınlatılmasında Sorumlu Taraflar 33

3.1.3.1.Piyasa Paydaşları.....34

3.1.3.2. Piyasa Dışı Paydaşlar.....35

3.1.4.Kamunun Aydınlatılmasındaki Bilgi ve Bilginin Özellikleri.....37

3.1.4.1. Özel Durumlarla İlgili Kamunun Bilgilendirilmesi 39

3.1.4.2. Mali Tablo Ve Raporlar İle Kamunun Bilgilendirilmesi.....40

3.1.4.3.Kamu Aydınlatılması Bağımsız Denetim İlişkisi.....41

3.1.5. Kamunun Aydınlatılması Türleri.....43

3.1.5.1.Bilginin Niteliği Açısından Kamunun Aydınlatılması 44

3.1.5.2.Bilginin Sunulma Zamanı Açısından Kamunun Aydınlatılması45

3.1.5.3. Birincil Piyasalar Açısından Kamunun Aydınlatılması.....45

3.1.5.4. İkincil Piyasalar Açsından Kamunun Sürekli Aydınlatılması ..45

3.1.5.5.Anlık Olarak Kamunun Aydınlatılması.....46

3.1.5.6.Kamunun Zorunlu ve Gönüllü Olarak Aydınlatılması.....47

3.1.6.Kamunun Aydınlatılmasının Uygulanması.....49

3.2.FİNANSAL HABERLERİN HİSSE SENEDİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ 49

3.2.1.Finansal Haberlere İlişkin Yapılan Çalışmalar.....50

3.2.2.Türkiye ‘de Yapılan Finansal Haberlere İlişkin Çalışmalar.....53

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM 56

4.OLAY ETÜDÜ YÖNTEM VE UYGULANMASI.....56

4.1.OLAY ETÜDÜ YÖNTEMİ METODOLOJİSİ 56

4.1.1.Çalışılacak Olay ve Olaya ilişkin Zaman Aralıklarının Belirlenmesi 57

4.1.2.Piyasa Değişkeni Seçim ve Kriterinin Belirlenmesi.....59

4.1.3.Hisse Senedi Getirilerinin Hesaplanması.....59

4.1.4.Anormal ve Kümülatif Anormal Getirilerin Hesaplanması 60

4.2.PARAMETRİK VE PARAMETRİK OLMAYAN TESTLER VEUYGULANMASI.....63
4.2.1.T Testi 64
4.2.2.Patell Z Testi.....64
4.2.3.Boehmer, Musumeci, Poulsen Testi (BMP Testi) 65
4.2.4.Sıralama(Rank)Testleri 65
4.2.5.İşaret Testi 66
BEŞİNCİ BÖLÜM.....67
5.ŞİRKETLER TARAFINDAN YAPILAN AÇIKLAMALARIN HİSSE SENEDİ DEĞERİNE ETKİSİ.....67
5.1ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ.....67
5.1.1.Şirketler Tarafından Yapılan Açıklamaların Hisse Senedi Fiyatına Etkisi.....67
5.1.2.Araştırmanın Amacı.....67
5.1.3.Araştırmanın Kapsamı 68
5.1.4.Araştırmanın Kısıtları 68
5.1.5.Araştırmanın Veri Seti 70
5.1.6.Araştırmanın Hipotezleri.....71
5.1.6.1.Ortalama Anormal ve Ortalama Birikimli Anormal Getirilerin Hesaplanması.....71
5.1.6.2.İstatistiksel Testler.....72
5.2.ANALİZ.....72
5.2.1. 6 Aylık Finansal Tablo Açıklamalarına İlişkin Bulgular.....72
5.2.2. 12 Aylık Finansal Tablo Açıklamalarına İlşkin Bulgular 79
SONUÇ VE ÖNERİLER.....86
KAYNAKÇA.....91

KISALTMALAR LİSTESİ

AAR : Average Abnormal Return

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

ACAR : Average Cumulative Abnormal Return

AMEX : American Stock Exchange

BİST : Borsa İstanbul

BMP:Boehmer, Musumeci ve Poulsen

ESM:Event Study Metrics

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KAP : Kamuyu Aydınlatma Platformu

NASDAQ : National Association of Securities Dealers Automated Quotations

NYSE : New York Stock Exchange

OECD : The Organization for Economic Co-operationand Development

OLS: Ordinary Least Squares

SEC : Securitiesand Exchange Commission

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TTK : Türk Ticaret Kanunu

Vb. : Ve Benzeri

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo: 2.1 Hisse senedi getirilerinin hesaplanması**……..…60**

Tablo 5.1: 6 aylık Ortalama Anormal Getiriler ve t değerleri**……..73**

Tablo 5.2: (-15…0…+15) Olay Penceresinde 2.dönem, Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler, t değerleri ve Önem Dereceleri**…….…..75**

Tablo 5.3: 6 Aylık Olay Penceresi İstatistiksel test değerleri (Patell Z, Boehmer et al.)**……..……77**

Tablo 5.4: 6 Aylık Olay Penceresi İstatistiksel test değerleri (CorradoRank, Sign Test**)……...…..78**

Tablo 5.5: 12 aylık Ortalama Anormal Getiriler ve t test değerleri…..**……79**

Tablo 5.6: (-15…0…+15) Olay Penceresinde 4.dönem Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler, t değerleri ve Önem Dereceleri**…….…..81**

Tablo 5.7: 12 Aylık Olay Penceresi İstatistiksel test değerleri (Patell Z,Boehmer et.al.)**……..……83**

Tablo 5.8: 12 Aylık Olay Penceresi İstatistiksel test değerleri (CorradoRank, Sign Test)**…….…….84**

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil1A Piyasalardaki Mevcut Bilgi Kaynakları **……...…….20**

Şekil 2APiyasa Paydaşları**…….……..……...…35**

Şekil 3APiyasa Dışı Paydaşlar**……..37**

Şekil 4A Olay Etüdü **…….…….……..58**

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 5.1. 6 aylık Finansal tablo açıklamalarına için (-15…0..+15) Olay Penceresine Göre Ortalama Birikimli Anormal Getiriler**…….74**

Grafik 5.2. 12 aylık Finansal tablo açıklamalarına için (-15…0..+15) Olay Penceresine Göre Ortalama Birikimli Anormal Getiriler**…….80**

GİRİŞ

Günümüz teknolojisinde bilgi ve iletişim konuşunsa ortaya çıkan gelişmeler verilerin toplanmasını ve dağıtımını daha etkin hale getirmiştir. Diğer taraftan, piyasaları etkileyebilecek tüm bilgilerin hızlı bir şekilde kamuya duyurulması anlayışı kabul görmektedir. Bunun yanı sıra, kamuyu aydınlatma sürekli ve dinamik bir faaliyet halini almıştır. Piyasalarda işlem gören şirketler finansal verilerini, faaliyet verilerini, özel durum verilerini, vb. diğer şirket bilgilerini elektronik ortamda kamunun aydınlatılması amacıyla yatırımcılarla paylaşmaktadır. Kamuya açıklanacak her türlü bilgi ve belgenin Sermaye piyasası Kurulu tarafından, Kamuyu Aydınlatma Platformu'na gönderilmesini zorunlu tutmuştur. Kamuyu Aydınlatma Platformu, sermaye piyasası ve borsa mevzuatı uyarınca kamuya açıklanması gerekli bildirimlerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik bir sistem olarak tanımlanmıştır (BİST, 2012: 5).

Finansal tablolardaki üretilen ve sunulan bilginin kaliteli olması kullanıcılara faydası ile ölçülebilir. Karar alma sürecine etkisi ise bilginin karar alma sürecini farklılaştırması ile ilgilidir. Muhasebe bilgisi finansal tablo kullanıcılarına geçmiş, güncel ve gelecek hakkında etkili olabilecek olayların nihai sonuçları hakkında öngörüde bulunma konusunda yardım eder. Buna bilginin öngörüsel değeri denir. Bilginin tahmin edilen geçmiş dönemlerde oluşan beklentileri doğrulaması ve/veya düzeltmesi özelliğine ise muhasebe bilgisinin geri dönüşüm değeri denir. İlişkili bilgin zamanında ve kararlara etki periyodu ortadan kalkmadan kullanıcılara sunulması gerekmektedir.(Küçük 2013:163)

Bir bilgi sistemi olarak tanımlanan muhasebe sistemi finansal tablolar aracılığı ile kullanıcılara ihtiyaç duyulan bilgileri sunmayı hedeflemektedir. Herhangi bir yatırımcı ilgilendiği firma hakkında tüm verilere o şirkete ait finansal tablo verileri ile ulaşmakta, gelecek öngörüsü ve yatırım projesi elde ettiği sonuçlara göre hayata geçirilmektedir. Elde edilen finansal veri yatırım açısından gerekli görülmediği takdirde alım-satım davranışı gerçekleşmeyecek, ilgili hisse senedine ait fiyat hareketi oluşmayacaktır. Sonuç olarak, yatırımcı

finansal tablolardaki bilgiyi işe yarar olarak nitelendiriyor ise, karar sürecine bir şekilde yansımış olması gerekir. Zira ilişkili bilginin varlığı, karar alma süreci üzerinde bir fark oluşturmalıdır.(Küçük 2013:164)

‘’Yapılan araştırmalara göre yatırımcıların muhasebe rakamları içinde işletmenin bir yıllık performansını ve gelecekteki nakit akımları ile nakit yaratma yeteneğindeki değişmeleri işaret eden, finansal durumu özetleyen ve çoğu zaman bir performans ölçüsü olarak kullanılan (Özer,1996: 152-153), bir anlamda bileşke rakam olan muhasebe kârlarının çok yüksek oranda önem taşıdığını, firmalarla ilgili olarak yapılan finansal analizlerde kullanılan en yaygın ölçü olma özelliğini geçmişten bugüne sürdürdüğünü ve yatırımcıların kanılarının değişmesine ve hisse senedi fiyat hareketlerinin oluşmasına yol açtığını ortaya koymaktadır. (Özer ve Yücel, 2005: 2)’’

Finansal tablolarda bulunan bilgilerin kullanıcılara yararlı olup olmadığı konusunda uluslararası literatürde birçok çalışma ve araştırma bulunmaktadır. Bu çalışmalardan; “finansal tablo açıklamaları hisse senedi getirilerinin, tahmin edilen değeri ve riskini öngörmede yararlı bilgi sunmaktadır” sonucuna ulaşmak mümkündür. Başka bir deyişle muhasebe bilgilerine, hisse senedi piyasalarının verdiği tepkiyi destekleyecek bir çok kanıt elde edilmiştir. Araştırmacıların bu inceleme sürecinde ki en önemli katkısı, finansal tabloların yani sunulan bilginin, yatırımcıların karar sürecine olan etkisini daha da artırabilecek hale getirmenin yollarını bulmak olabilir. Başka bir ifade ile, piyasanın tepkisini daha iyi anlamak, finansal tabloların faydalı bilgi sunma özelliğinin nasıl artabileceği çerçevesinde girişimlerde bulunulabilmesi açısından önemlilik arz etmektedir.(Güvercin, Demir 2015:s268)

Yapısal ekonomik etkenler dikkate alındığında, temelde "bilgi" kavramının ortaya çıktığı ve mikro anlamda, piyasa incelendiğinde "piyasa şeffaflığı’’nın piyasa anomalisi oluşturduğu bilinmektedir. Finansal piyasalarda hisse senedi fiyat oluşumu piyasada bulunan bilgi miktarıyla orantılı oluşmaktadır. Bir başka deyişle hisse senedi fiyatları sahip olduğu bilginin doğruluğuna göre şekillenmektedir. Örneğin, yapılan bir finansal tablo

açıklaması zamanında paylaşıldığında fiyatlarını arttırmakta yada düşürmekte ancak gerçeklik oluşmaktadır, yapılan bilgi paylaşımda yanlışlık, eksiklik gibi tereddütler bulunuyorsa veya piyasaya açıklanma zamanında değil de daha sonrasında bilginin açıklanması, piyasada oluşacak fiyat hareketliliğinin yanlış yönde etkileyecektir. Bu durum piyasada asimetrik bilgi oluşmasına sebebiyet verecek manipülasyon, içerden öğrenenlerinin ticareti gibi durumlar meydana gelecektir. Piyasalarda bilgi asimetrisi sonrası oluşacak olaylar, bilgi problemleri arasında ele alınmaktadır. Bilgi kullanıcılarına açıklanan bilginin güvenirliliği zamanlılığı gibi özellikleri aynı zamanda bilgi kullanıcılarının da piyasadaki durumu ve özellikleri anormal getiri elde edilebileceğinin göstergeleri olarak kabul edilmektedir. (Mazumdar ve Sengupta, 2005: 83).

Etkin piyasalar ile ilgili yapılan ilk çalışmalarda, büyük bir yatırımcı kitlesinin servetlerini attırmak amacıyla rekabet halinde oldukları ve bilgiye rahatlıkla ulaşabildikleri etkin bir piyasada, tüm bilginin hisse senedi fiyatlarının içerisinde olduğunu, tüm hisse senetlerinin gerçek değerlerini yansıttığını, eksik ya da fazla değerleme oluşmadığını, yani hiçbir yatırımcının aşırı getiri elde edemeyeceği savunulmaktadır.

Büyümeye yönelik beklenen hedeflerin ortaya çıkması, ancak ekonomik düzenin sağlanması ve yapısal olarak güçlendirilmesi ile mümkün olacaktır. Bilgide eşitlik ilkesinin uygulanması hedeflere ulaşılması konusunda etkin bir anahtar durumdadır, aksi halde açıklanan haberlerin öncesinde bilgi sahibi olanların varlığı, piyasada güven duygunun oluşumunu etkileyecektir. Yatırımcıların güven problemi ile hisse senedi fiyatları azalacak, böylece satılan her bir hisse senedi ile daha az fon sağlanacağından işletmelerin sermaye maliyetleri de artacaktır. Ayrıca, yatırımcılar tarafından etkin bir talep oluşmazsa, kısa zamanlı ve çok hareketli bir piyasa oluşacaktır. Bu açıdan sermaye piyasalarında etkin bir fiyat oluşumu için şeffaflık ve kamuyu aydınlatma gereklidir. Piyasalarda yapılan düzenlemeler, kurumsal yönetimi özendirici uygulamalar ve bilginin yatırımcılara hızlı ve eşanlı bir şekilde ulaşmasını sağlayan teknolojik gelişmeler şeffaf ve adil bir kamuyu aydınlatmanın oluşmasına katkıda bulunmaktadır.

Bu çalışmanın amacı; şirketler tarafından yapılan finansal tablo açıklamalarının hisse senedi piyasalarında herhangi bir etkisinin olup olmadığı söz konusu tepkinin açıklamaların yapıldığı gün, öncesi ve sonrasına nasıl etki ettiğidir.

Yapılan bu çalışmanın, özellikle de Borsa İstanbul (BIST)'de işlem gören şirketlerin, finansal tablo duyurularına yönelik piyasa tepkilerinin incelenmesi, finansal tablo açıklamalarının hisse senedi fiyatlarını etkilediği tezinin araştırılmasıdır

Altı bölümden oluşan çalışmada, BİST-100 endeksinde işlem gören 37 firma ilişkin duyuruların, yatırımcıların aşırı getiriler elde etmesine olanak verip vermediği araştırılmıştır.

Birinci bölümde, hisse senetlerinin tanımı özellikleri Türk Ticaret Kanunu(TTK) ve Sermaye Piyasası kanunu(SPK) açısından hisse sentlerinin durumu ve halka arz aşamaları, Hisse senetlerinin çeşitleri ve kavramları, şirketler tarafından piyasaya sürülen hisse sentlerinin fiyatları ,fiyatlarının oluşumu ve beklentilerin hisse senedi fiyatlarını nasıl etkilediği kısaca açıklanmıştır.

İkinci bölümde, sermaye piyasasında etkinliğin etkin piyasalar hipotezi, asimetrik bilgi ve piyasada bulunan bilgi suiistimali ve piyasa dolandırıcılığı konularına değinilmiştir

Üçüncü bölümde, sermaye piyasasında kamunun aydınlatılması ilkesi, amacı, tarafları, kimlerin neden kamu aydınlatılmasına ihtiyaç duyduğu ve kimlerin etkilendiği, kamuya duyurulacak bilginin özellikleri, zorunu ve gönüllü olarak kamunun aydınlatılmasının etkileri ve kamu aydınlatma ilkesinin uygulaması açıklanmıştır. Finansal haberler ile Dünya'da ve Türkiye'de yapılan çalışmalar araştırmanın bu kısmında yer almaktadır.

Dördüncü bölümde, çalışmanın yöntemini oluşturacak olay etüdü (eventstudy) metodolojisinin uygulanması, anormal ve birikimli anormal getirilerin hesaplanması, aynı zamanda çalışmada kullanılacak, istatistiksel testler hakkında bilgi verilmiştir.

Beşinci bölümde, ihraççılar tarafından açıklanan Finansal tablo haberlerinin, hisse senedi performansı üzerindeki etkisi ve önemi vurgulanmış, ayrıca araştırmanın metodolojisi ve hipotezleri aktarılmıştır. Bu çerçevede araştırmanın önemi, amacı, kapsamı, kısıtları hakkında bilgiler verilmiştir. Daha sonra ise araştırmanın veri seti, yöntemi ve hipotezleri aktarılmış, kullanılan yöntem olan olay çalışması yöntemi irdelenmiştir. Son olarak bölümde araştırmadan elde edilen bulgular ortaya konmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

1.HİSSE SENETLERİ VE GENEL KAVRAMLARI

Hisse senetlerinin fiyatlarında ortaya çıkan hareketlilik, genel anlamda birçok ülkede yakından takip edilir ve kamuoyu tarafından ilgiyle izlenir. Bu ilginin ana sebebi, hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişikliklerin ulusal anlamda, ekonomik durum ve yatırımcıların serveti gibi birçok değişkeni etkilemesidir. Bu tarz önlemler alınmasına rağmen, hisse senedi fiyatlarının oluşmasında karşılaşılan en önemli sorun, hisse senetlerinin azınlık sayılabilecek bir bölümünün, firma performansına göre oluşturulan gerçek değerinde olmasıdır.

Ülkemizde hisse senetleri SPK'na ve TTK'na göre işlem görmektedir. Hisse senetleri, elinde bulunduranlara sağladıkları haklara ve özelliklerine göre çeşitlilik göstermektedir. Hisse senedi, çeşitleri, özelikleri ve değerini oluşturan faktörler bu bölümün konusunu oluşturmaktadır.

1.1.HİSSE SENEDİ TANIMI

Sermaye şirketleri tarafından, ortakların sermaye paylarının belgelendirilmesi amacı ile verilen, kıymetli evraklara hisse senedi denir. Hisse senedi, şirkete ait sermayeyi temsil eden, yatırımlarda kullanılabilen, dönemsel olarak gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde, ibareleri aynı ve sahibine

ortaklık haklarını, kullanma hakkı veren bir menkul kıymet olarak açıklanabilir.

Hisse senetleri ortaklara; kâr payı alma hakkı, yönetime katılma hakkı, oy kullanma hakkı, yeni pay alma hakkı, tasfiyeden pay alma hakkı ve bilgi edinme hakkı gibi birçok hak kullanma imkanı sağlamaktadır.

Hisse senetleri esas itibariyle 29 Haziran 1956 tarih ve 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nun beşinci bölümünde düzenlenmiş olup, bu düzenlemelerin bazı maddeleri 13 Ocak 2001 tarih ve 6102 sayılı Kanun ile tekrar düzenlenmiştir(TTK.1997). İlgili Kanun ile değişiklik TTK'nın 476 ıncu maddesi esasına göre, hisse senetlerinin itibari değerinin en az 1 kuruş (Krş) olarak belirlenmesi ve bu tutarın en az birer kuruş olarak yükseltilmesi gerekmektedir. Türk Lirasından atılan altı sıfır sonrasında meydana gelen bu değişiklik nedeniyle, hisse senetleri Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören şirketler, hisse senetlerinin itibari değerlerini yeniden düzenlemek durumunda kalmışlardır. Konusu geçen şirketler 2005 yılı itibariyle gerçekleştirdikleri esas sözleşme değişikliklerinde hisse senedi fiyatlarının itibari değerini genel anlamda 1YKr veya 1 Kuruş (Krş) olarak düzenlemişlerdir.

Hisse senetleri, ortaklara sağladığı haklar açısından değerlendirildiğinde adi hisse senedi ve imtiyazlı hisse senedi olarak gruplandırabilir. Buna göre, bir anonim şirkete ait sermayeyi temsil eden hisse senetlerinden bir kısmına TTK'nun 478 inci maddesi gereği esas sözleşme ile kâr payı dağıtımı ya da tasfiyeye girmiş olan şirketlerin varlık dağıtımı ve diğer konularda imtiyaz hakkı verilmesi mümkündür. Herhangi bir imtiyaz hakkı bulunmayan hisse senetleri adi hisse senetleri; kâr payı dağıtımında, tasfiye sonucu işlemlere katılmada, yönetim kurulu ile denetim kurulu üye seçiminde, oy kullanım hakkı gibi mevzularda hak sağlayan hisse senetleri ise imtiyazlı hisse senetleri olarak adlandırılmaktadır.(TTK.1997)

İmtiyazlı hisse senedi bulunması halinde, anonim şirket sermayesini temsil etmekte olan adi hisse senetleri ile imtiyazlı hisse senetleri ayrı gruplar şeklinde değerlendirilmesi gerekmektedir. Örnek olarak değerlendirilmesi

açısından; BDF anonim şirketinin imtiyazı bulunmayan adi hisse senetleri A grubu, oy kullanmada bu akşam imtiyazı hisse senetleri ise B grubunu olarak değerlendirilebilir. Ancak birden çok imtiyaz bulunuyorsa ve bu imtiyazlar farklılaştırılmış durumda ise, hisse senetleri imtiyazlarına göre farklı gruplar halinde değerlendirilir. Örnekte de belirtilmiş olduğu üzere BDF anonim şirketinde sermayeyi temsil etmekte olan hisse sentlerinin bir bölümünde oy hakkı imtiyazı, diğer bölümünde mevcut payların yönetim kurulu üye seçiminde imtiyazı bulunması halinde, bu imtiyazların 'B' ve 'C' grubu şeklinde farklı gruplar olarak adlandırması ve bu gruplar altında toplanması gerekecektir.

Hisse senetlerinde imtiyaz bulunup bulunmadığı BIST'de işlem görme açısından önemlidir. Hisse senetlerinin bulunan haklar, fiyatlarına yansımaktadır. Bu nedenle hisse senetleri gruplandırılarak farklı işlem sırası açılmalıdır. Fakat imtiyazlı hisse senetlerinde tutarının az olması ya da tedavül ile ilgili gerekli kriterlerin sağlanamaması sebebiyle, BIST'de işlem görememektedirler. Aynı zamanda, adi hisse senetleri ile imtiyazlı hisse senetlerinde BIST'de işlem gören bazı şirketler bulunmaktadır. Örneğin, BDF şirketinde üç grup hisse senedi vardır. A,B ve C grubu olarak adlandırılan bu hisse senetlerinden A, B ve C grubuna, B ise C grubuna göre, diğer hususlar yanında, kar payı dağıtılırken imtiyazlı olup; dağıtılan temettü tutarının %54 ünü A grubu alırken, B ve C grubu sırasıyla %36 ve %10 unu alma hakkına sahip olurlar. Bu nedenle, farklı haklara sahip olmaları, söz konusu hisse senetlerinin farklı fiyatlandırılmasını gerektirmekte ve BIST'de ayrı işlem sırası ile işlem görmelerini sağlamaktadır.

Hisse senetleri hamiline ve nama yazılı olmak üzere iki gruba ayrılır. Bu ayrım devredilme özellikleri bakımından değerlendirilmektedir. TTK'nun 484 uncu maddesinde belirtildiği üzere, esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça hisse senetlerinin nama yazılı olduğu kabul edilmektedir. Hamiline yazılı olan hisse senetleri TTK'nun 489 uncu maddesi gereğince, teslim ile devredilir, yani sözü edilen hisse senedini elinde bulunduran onun sahibidir. Nama yazılı hisse senetlerinin devrinde ise esas sözleşmede aksine hüküm bulunmaması ve devredilen hisse senedinin pay sahipleri defterine

kayıtlı olması gerekmektedir. Pay defterine kayıt için öncelikle şirket yönetim kurulu tarafından karar alınması gerekmektedir. Dolayısıyla, nama yazılı hisse senetleri hamiline hisse sentlerine göre daha fazla zaman almaktadır.

Nama yazılı hisse senetlerinin BIST'de işlem görüyor olması halinde, bu paya sahip olan ortakların ortaklık haklarını kullanmasında önemli sorunlar ortaya çıkabilmektedir. Bu nedenle, nama yazılı hisse senetleri BIST'de işlem görecek şirketler, öncelikle yönetim kurulu kararı alarak, bahsi geçen hisse senetlerinin devir ve temlikinde beyaz cironun kabul edildiğini belirten beyanlarını BIST'e vermekle yükümlüdürler. Ayrıca, Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPK) 11. maddesi gereğince, borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda süreğen işlem gören nama yazılı hisse senetleri için TTK'nun 414 üncü maddesine göre ortaklara iadeli taahhütlü mektup gönderilmesi şartıyla genel kurul toplantı gününe ilişkin hükümler uygulanmaz. Bu düzenlemelerle, BIST'de işlem gören nama yazılı hisse senetlerinin devredilmesinin kolaylaştırılması ve şirketler açısından sorumlulukların hafifletilmesi hedeflenmiştir.

TTK hükümlerine göre, hisse senetlerinin basılması zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak, bedelleri tamamen ödenmeyen paylar için ilmühaber veya hisse senedi çıkarılamayacağı TTK'nun 484 uncu maddesinde açıkça ifade edilmiştir. Sermaye piyasasında satışa konu kıymetlerin satış anında alıcıya teslimi zorunluluğu bulunduğundan(SPK Md.7/4), hisse senetleri kurul kaydında olan anonim şirketlerin hisse senetlerinin fiilen bastırılması zorunludur. Ayrıca, hisse senetlerinin SPK'nın Seri:I, No:5 sayılı "Hisse Senetlerinin Sekil Şartlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ve bu Tebliğin ek ve maddelerine uygun olarak basılmaktadır.

1.2.HİSSE SENEDİ ÖZELLİKLERİ

Hisse senedi, bir anonim şirketin sermayesinin eşit paylara bölünmesiyle ortaya çıkan ve bu paylardan bir parçasını temsil eden ve kanuni şekil şartlarına uygun düzenlenmiş hukuki ve değerli evrak hükmünde

belgedir. *Hisse senetleri borç senedi değil, ortaklık ve mülkiyet hakkını ifade eden senetlerdir*. Şirketler devamlılığını ve karlılığını sürdürdüğü sürece hisse senedi sahipleri kazanç sağlamaktadır. Ancak tahvillerde durum bundan biraz daha farklıdır. Şirketin karı ve yatırım karalarına göre kazanç oranı değişiklik göstermektedir

Hisse senetlerini elinde bulunduran kişilerin elde ettiği getirilere kar payı(temettü) denilmektedir. Kar payı oranında meydana gelen değişiklikler hisse senedinin piyasa değerini de etkilemektedir. Ülkemizde, hisse senetlerinin hukuki düzenlemeleri(TTK) **Türk Ticaret Kanunu**'na ve (SPK) **Sermaye Piyasası Kanunu**'na göre incelenmektedir.

1.2.1.Türk Ticaret Kanunu'nda Hisse Senedi

TTK'da hisse senedi;

- Şirketler tarafında sermayenin bir bölümünü temsil eder.
- Şirketler tarafından, sermayenin kaç hisseye bölüneceği ve 1 hissenin sermayenin ne kadarını temsil edeceği esas sözleşmeden belirlenmektedir.
- Şirketler tarafından çıkarılan, hisse senetleri kupürler halinde çıkarılabilirse, TTK 476. maddesine göre beher hissenin değeri 1 kuruş dan daha düşük olamaz.
- Şirketler tarafından çıkarılan hisse senetleri TTK 477. maddesine göre; her bir hisse senedi hukuksal anlamda bir birimi teşkil eder, hukuksal anlamda bir birim hisse senedinin bölünmesi mümkün değildir.
- Hisse senedi kıymetli evrak özelliği taşımaktadır. Hisse senedine bağlı olan hak onsuz devredilemez. Hisse senedi devredildiği anda tüm haklar ile devredilir.
- Hisse senetlerinin devredilme, alınıp satılma özelliği vardır. Bu nedenle kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmesi gerekmektedir. Hisse sentleri üzerinde;

- Şirketin unvanı,
- Ticaret sicil numarası ve tescil tarihi,
- Kayıtlı esas sermayesi,
- Hisse senedinin türü,
- Hisse senedinin değeri,
- Nama yazılı ise hisse sahibinin adı, soyadı ve ikametgâhı,
- Yetkili iki adet imza.

Bulunması gerekmektedir. Kanuni şekil şartları TTK 487. madde 'ye göre belirlenmiştir.

Hisse Senetlerini elinde bulunduranların sahip olduğu haklar;

- Kar payı alma (TTK m. 608)
- Yönetimine katılma ve oy kullanma(TTK m. 432 – 618)
- Rüçhan (TTK m. 461)
- Tasfiyeden pay alma(TTK m. 543)
- Şirketin faaliyetleri ile ilgili bilgi alma(TTK m. 437)

1.2.2.Sermaye Piyasası Kanunu'nda Hisse Senedi

Sermaye Piyasası Kanunu ile halka açık şirketler ve diğer şirketler birbirinden ayrılmakta hisse senetleri bu ayrımın ana nedeni olmaktadır. Hisse senetleri halka arz olan veya olmuş sayılan tüm şirketler SPK da işlem görmektedir ve bu kanuna tabidir. Bunun ortak sayısı olarak ölçüsü de 500'dür.(SPK md.16)

Payları halka arz olan şirketlerde, hisse senetlerine ödenecek kar payları SPK tarafından düzenlenmiştir.

SPK 'na tabi şirketlerde taahhüt edilen hisselerin tamamı bir defada ödenir. İster kuruluşta, ister kuruluştan sonra halka açılmada, ister sermaye artırımında olsun, taahhüt edilen hisseler bir defada ödenerek, karşılığında belirli zaman dilimi içinde hisse senetleri alınır. Kayıtlı sermaye sistemine göre kurulan şirketlerde hisse sentleri önceden bastırılabileceği için sermaye

artırımlarında hemen teslim edilebilir. Bu durumda taahhütnameye gerek kalmaz.

1.2.3.Sermaye Piyasası Kanunu Uyarınca Hisse Senetlerinin Halka Arz Edilmesi

Sermaye piyasası araçlarının satışı için alıcılara çağrıda bulunulması, yatırımcıların bir anonim şirkete katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi, hisse senetlerinin borsalarda ya da diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi, halka açık anonim şirketlerin sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı şeklinde tanımlanmıştır.(SPK Seri: VIII, No: 66)

1.3.HİSSE SENETLERİNİN ÇEŞİTLERİ

Hisse senetleri, (TTK) 484. maddesine göre Hamiline ve Nama yazılı hisse senetleri olarak 2'ye ayrılmaktadır. Ancak en çok bilinen hisse senetleri olarak ise **İmtiyazlı** ve **Adi hisse senetleri** olarak 2 ana gruba ayrıldığı görülmektedir. İmtiyazlı hisse senetleri gelişmiş ekonomilerde ABD başta olmak üzere en çok işlem gören hisse senedidir. Fakat ülkemizde mevzuatlara göre imtiyazlı hisse senedi türüne izin verilmemektedir. Ayrıca şirketler ve yatırımcılar tarafından yatırım aracı olarak kullanılamamaktadır.

Genel Olarak Hisse Senetlerinin Çeşitleri**;**

- İmtiyazlı hisse senetleri
- Adi hisse senetleri
- Hamiline yazılı hisse senetleri
- Nama yazılı hisse senetleri
- Kurucu Hisse senetleri
- Primli ve primsiz hisse senetleri
- Bedelli ve bedelsiz hisse senetleri

İmtiyazlı hisse senetlerini elinde bulunduranların sahip olduğu haklar adi hisse senedi sahiplerine göre daha geniştir. İmtiyazlı hisse senetlerine sahip olan yatırımcılar yönetime katılma, oy kullanma, şirket faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkı gibi haklara sahip iken; Adi hisse senedine sahip olan kişiler bu haklara sahip olamaz.

Hamiline yazılı hisse senetlerinin devri için teslimi yeterli olmaktadır. Nama yazılı hisse senetlerinin de ellerinde bulunduranlar ortak sayısının belirlenmesinde, mal varlığının korunmasında, hisse senedinin kaybolmasında diğerlerine göre üstünlüğe sahiptir. Hamiline yazılı hisse senetlerinde ise gerçek anonimliği sağlama, devir kolaylığı, tasarruf sahibi açısından gizlilik temin etme gibi çeşitli artılara sahip olunur.

Nakit ya da bedelli sermaye artırımı ile ihraç edilen hisse senetleri bedelli hisse senetleridir. Ortaklar tarafından ödeme taahhüdü gerektirmeyen iç kaynaklardan sermaye arttırılarak ihraç edilen hisse senetleri de bedelsiz hisse senetleridir.

Kurucu hisse senetleri şirket kurucularına veya şirket açısından önemli olan kişilere bedelsiz olarak verilmektedir. Oy hakkı bulunmamaktadır ve sadece temettü hakkına sahiptirler. Kurucu hisse senetleri, kuruluş aşamasındaki hizmetleri karşılığında ana sözleşme gereğince şirket karının bir kısmına iştirak hakları vardır ve daima kurucuların adlarına yazılı olması şartıyla ihraç edilebilirler. *İntifa hisse senetleri* ise; bedeli şirket tarafından ödenmiş olan pay sahiplerine, safi kazanca, tasfiye sonucunda iştirak veya yeni çıkarılacak olan hisse senetlerini alma haklarına sahip olmak üzere verilen hisse senetleridir.(TTK,348)

İtibarı değerinden daha fazla bir bedelle taahhüt edilmiş ve satış işlemi yapılan hisse senetlerine *Primli hisse senedi*, nominal değer ile ihraç edilen hisse senetlerine ise *primsiz hisse senetleri* denilmektedir**.** Yani primli hisse senetleri nominal değerinin üzerinde iken primsiz hisse senetleri nominal değeri ile işlem görmektedir

1.4. HİSSE SENETLERİNDE DEĞER KAVRAMI

Hisse senetleri itibari veya nominal değer, ihraç değeri, piyasa değeri, küpür değeri, ikame değeri gibi çeşitli değerleme ve ölücü birimleri ile değerlenmektedir.

1.4.1. Nominal (İtibari) Değeri

Şirket sermayenin, pay sayısına oranlanması ile bulunan ve esas sözleşmede yer alan hisse değeridir. En küçük küpürlü hisse senedinin üzerinde gösterilen değer olup, Türk Ticaret Kanunu'na göre 1 Krş'den az olamaz.(TTK Md.476)

ABD öncelikli olmak üzere bazı Anglo – Sakson ülkelerinde hisse senetlerinin nominal veya itibari değer bulunmaz. Hisseler adet olarak adlandırılır ve hisse senetlerinin üzerinde sadece sahip olduğu hisse senedi adedi gösterilir. Hisse senetleri ilk defa piyasaya sürülürken ihraç eden şirketin arz ve talebi göz önünde bulundurulur ve kararlaştırdığı bir ihraç fiyatı ile satışa sunulur. Satış sonrasında elde edilen hasılattan giderler düşüldükten sonra kalan net bakiye sermayesi olarak kabul edilir. (http://www.borsapiyasasi1.com/hisse-senedi-ozellikleri-ve-piyasasi)

1.4.2.İhraç Değeri

Anglo – Sakson ülkelerinde hisse senetlerinin itibari değeri bulunsa dahi ilk ihraç fiyatı itibari değeri ile ilgili değildir. Bulunan rakamın altında ya da üstünde satış yapılabilir. Ülkemizde uygulanan şekle göre mevzuatta yer aldığı üzere ilk ihraç ancak en az nominal değer üzerinden yapılabilir ve bu başa baş fiyat noktası olarak adlandırılmaktadır. En az nominal değerin altında satış yapmak mümkün değildir. Başa baş fiyatın üstünde satış yapıldığı zaman aradaki fark sermaye hesabına kaydedilmez.

Anglo – Sakson ülkelerinde belli bir ihraç fiyatı üzerinden ihraç edilen hisse senetlerinin piyasa değeri ilk ihracı takip eden günlerde arz ve talebe göre değişir ve dalgalanır. Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde ilk ihraçlarda çoğunlukla borsada yapıldığından, ilk ihracı takip eden günlerde dalgalanma fiyatı ilk ihraç fiyatının altında veya üstünde oluşabilmektedir. (http://www.borsapiyasasi1.com/hisse-senedi-ozellikleri-ve-piyasasi)

1.4.3.Piyasa Değeri

Piyasada arz ve talebin etkisiyle ortaya çıkan değerdir.

1.4.4.Kupür Değeri

Hisse senetleri birden fazla hisse bir arada olarak basılabilir. Genellikle 10 – 50 – 100 gibi yuvarlak sayılarda basılır. İtibari değeri 1000 TL olan bir hisse senedi 10'luk kupür halinde basılmışsa kupür değeri 10.000 TL'dir.

1.4.5.İkame Değeri

Önceden var olan bir şirketin, yeniden kurulup inşa edilmesi sonucunda güncel şartlar ve fiyatlar ile maliyeti hesaplanarak, oluşan maliyetin pay sayısına bölünmesi sonucunda ortaya çıkan değer, hisse senedinin ikame değerini oluşturmaktadır. *İkame değeri, blok satışlarda pazarlık fiyatının tayininde göz önüne alınan önemli bir göstergedir*. Hızlı gelişen ve kar dağıtan şirketlerde piyasa değeri ikame değerinin çok üstüne çıkabileceği gibi, sabit tesisleri yüksek değerde olmakla beraber, bunları yeterince değerlendirip kar elde edemeyen şirketlerin piyasa değeri ikame değerinin çok altında da olabilir. (http://www.borsapiyasasi1.com/hisse-senedi-ozellikleri-ve-piyasasi/)

1.5.HİSSE SENEDİ FİYATLARININ OLUŞUMU VE BELİRLENMESİ

Şirketler ile ilgili yapılan açıklamaların hisse senedine etkisinin getiri oluşturup oluşturmadığının sonucuna varılabilmesi için öncelikle hisse senedi fiyatının oluşum sürecinin tamamlanması gerekmektedir. Sonrasında ise etkili olması beklenen bilgilerin süreç içerisindeki fonksiyonunun belirlenmesi gerekmektedir.

İktisat teorisi açısından değerlendirildiğinde, sermaye piyasalarında oluşacak denge arz, talep ve fiyat kanunlarına bağlı olarak bu çerçevede belirlenir. Gelir düzeyi ve bilgiye dayalı beklentiler, hisse senetlerinin fiyatları ve faiz oranları gibi ekonomik düzeydeki etkenler, arz ve talep seviyelerini değiştirerek genel denge fiyatların etkilenmesine neden olur.

Muhasebe ve Finans alanında çalışmalarını yürüten akademisyenler, sermaye piyasalarında oluşan genel denge fiyat yerine, her bir hisse senedi fiyatında oluşan değişimi açıklama çabası içerisindedirler. Bu taraftan

bakıldığında servet ve faiz oranı gibi makro faktörler göz ardı edilerek, yatırımcılar açısından mikro anlamdan hisse senedinin etkileyen ve fiyat oluşumunda meydana çıkan faktörlerin açıklanması üzerinde durulmuştur.

1950'li yıllardan günümüze kadar süren gelen çalışmalar sonucunda varlık fiyatlarında nihai bir sonuç ortaya çıkarılmıştır. Türko (2001) bu sonucu aşağıdaki gibi özetlemektedir.

Bir varlığın değerini belirleyen üç faktör bulunmaktadır.

1. Beklenen nakit akımlarının zamanları ve miktarları,

2. Nakit akımlarının oluşturabileceği risk,

3. Yatırımcıların tarafından gerekli görülen veya istenen verim oranı"

Hisse senedinin değeri açıklamak gerektiğinde en önemli faktör, istenen verim oranıdır. Yatırımcılar tarafından beklenen verim oranı, riskler karışında alacağı pozisyon tarafından belirlenir Daha teknik bir ifade ile istenen verim oranı risksiz verim oranı ile risk priminin toplamıdır.

$$ER_i = r_f + Risk\ Primi \quad (1.1)$$

Denklem 1.1 'de yer alan risksiz verim oranının (rf) ile gösterilmiştir. Hazine bonoları uzun vadede en düşük getiriyi sağladıkları için risksiz kabul edilmektedir. Hisse senetleri ise hazine bonolarına oranla yüksek risk taşır ve beklenen getirisi daha fazla olmaktadır. Bu şekilde meydana gelen riske karşı önlem olarak alınan ek verim oranına *risk primi* denir.

Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (Capital Assets Pricing Model). Risk priminin tahmin edilmesinde önemli bir yaklaşımdır. Bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile risk seviyesi arasındaki ilişkiyi kurmaktadır

$$(ER_i - r_f) = \beta_i + (ER_m - r_f) \quad (1.2)$$

Denklem 1.2' deki; ER_i: i'inci hisse senedinin beklenen getiri oranını, rf: risksiz getiri oranını ER_m: piyasa portföyünün beklenen getiri oranını, β_i:

beta katsayısını göstermektedir. Beta katsayısı çeşitlendirme ile ortadan kaldırılmayan sistematik riskin bir ölçüsü olup, bir hisse senedinin getiri oranının piyasa getiri oranı ile ne derecede birlikte hareket ettiğini ifade eder

Bu denkleme göre eğer sermaye piyasaları etkin ise, i' inci hisse senedinin beklenen risk pirimi ($ER_i - rf$), ilgili hisse senedinin beta katsayısı ile piyasanın beklenen risk priminin çarpımıdır.(Gujarati, 2001).

Bu denklemin diğer bir eşitliği ise, piyasa modeli olarak bilinir. Piyasa modelinin oluşumunda bir menkul kıymetin verim oranının, piyasanın verim oranının doğrusal bir fonksiyonu olduğu varsayımı yer alır.

$$(Rit) = \alpha i + \beta i(Rmt) + \mu it \quad (1.3)$$

Denklem 1.3' deki; Rit: i bir hisse senedinin günlük getirisini, βi: sistemik riski (beta katsayısını), Rmt: BIST günlük endeksine göre portföyün günlük getirisini, μit: hata terimini ifade etmektedir.

Denklem 1.3' deki hata terimi(μit) sistematik olmayan risk (unsystematic risk) veya anormal getiri (abnormalreturn) olarak ifade edilir. Hata terimi (μit), bir beklenen getiri ile gerçekleşen getiri arasında meydana gelen farkı ifade etmektedir. Oluşan bu farkın ana nedeni hisse senedi fiyatının hatalı belirlenmesidir. Hatalı fiyatlandırmanın ortaya çıkmasının, dolayısıyla hata terimine (μit) ihtiyaç duyulmasının nedeni, hisse senedinin fiyatındaki değişmenin piyasadaki enformasyonel olmayan (servet düzeyinin değişmesi gibi) bir faktördeki değişme nedeniyle ortaya çıkması, firmaya ilişkin özel bir enformasyonun (private information) oluşması veya enformasyon yayılımı ile ilgili diğer aksaklıklardır (Morse, 1980).

1.6. AÇIKLAMA VE BEKLENTİLERİN HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİLERİ

Belirlenmiş olan hisse senedi fiyatları yeni ve güncel bir bilgiden etkilenmekte ve yeniden belirlenmektedir. Bu süreç belirli adımları takip etmektedir (Morse,1980).

Ortaya çıkan yeni bilgi beklentilerin değişimine yol açmaktadır. Yeni bilgiye göre fiyat doğru bir biçimde ayarlanmaz ise ve yatırımcılarda da bu düşünce hakim ise hisse senedinin alımı veya satımı yönünde bir hareket içerisine girerler.

Yatırımcıların fiyatları doğru algılaması ile hisse senedinin sahip olduğu fiyat arasındaki fark yükseldikçe, yatırımcılar tarafında alım-satım hareketliliği de artacaktır. Dolayısıyla, hisse senedine olan talep arttığında hisse senedinin de fiyatı artar.

Benston (1967) tarafından yeni bilgi ve hisse senetleri arasındaki etkinin ölçülmesi konusundaki çalışmada, firma muhasebecilerinin ürettiği çeşitli bilgilerden, yatırımcılar tarafından kullanılanlar ve hisse senetlerinin fiyatlarına etki edenler belirlenmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda kazançlar, satışlar gibi muhasebe bilgileri ile hisse senedi fiyatı arasındaki etkileşim analiz edilmiştir.

Benston (1967) tarafında yapılan bu çalışma beklentilerin ne derece önemli olduğu konusunu öne çıkarmaktadır. Benston (1967), muhasebe verilerinin beklentileri etkilediği ölçüde, hisse senedi fiyatlarının da etkili olabileceğini ifade etmektedir.

Benston'ın (1967) çalışmasından sonra konu ile ilgili diğer bir çalışma Balland Brown'un (1968) tarafından yapılmıştır. Bu çalışma, sonrasında yapılan birçok çalışmanın temelini oluşturmaktadır. Çalışma finansal tablolarda üretilmiş olan gelir rakamlarının hisse senedi fiyatlarını nasıl etkilediğini ortaya koymuştur.

Balland Brown (1968) beklenmeyen karların büyüklüğünün etkisini test etmemişlerdir. Beaver, Clarkand Wright'ın 1979 yılında yaptıkları çalışmayla ilgili eksiklik giderilmiştir. Beaver et al. (1979), 1965-74 yılları arasında New York

Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören hisse senetlerinden, ortalama standart hata ve tahmin hatasına göre oluşturulmuş firma sayıları eşit 25 portföyü inceleyerek, sistematik olmayan getiriler ve beklenmeyen karların büyüklüğü arasında pozitif ve sıralı ilişki olduğunu sonucuna varmışladır. Beaver et al. (1979)'un çalışmanın sonucu olarak, beklenmeyen karlar gelecek kazançları etkilediği ve beklentilere yön verdiği, gelecek kazançlara ilişkin beklentilerdeki değişimin de mevcut hisse senedi fiyatlarında değişim yarattığına yönelik kanıtlar ortaya çıkarmaktadır.

Birleşme ve bölünme kararları sonucunda hisse senedi getirilerinde meydana gelen değişiklikler, bilgi, beklentiler ile hisse senedi getirileri arasında oluşan ilişkiyi gösteren bir diğer kanıt olarak değerlendirilebilir. Bu durumun nedeni ise, bilginin piyasaya ulaşması sonrasında hisse senedinin fiyatının tekrar belirlenmesidir. Dolayısıyla, beklentilerdeki değişiminin fiyatlar üzerindeki etkisi net bir şekilde açıklanmaktadır.

Bölünme öncesinde meydana gelen, hisse senedi getirilerindeki beklenmedik artış bölünme ve hisse senedi getirisi ilişkisi üzerinde yapılan araştırmaların artmasına neden olmuştur. Konu ile ilgili literatürdeki en önemli çalışmalardan biri Fama et al. (1969) tarafından gerçekleştirilmiştir.

Fama et al. (1969)'un bölünme sürecine dikkat çekmiş, hisse bölünmelerine ve bölünmeye ilişkin haberlerin piyasaya ulaşmasından öncesinde yüksek getirilerin oluştuğunu tespit etmiştir. Bunun için ise hisse bölünmeleri meydana gelmeden önceki ve sonraki sıra dışı fiyat hareketlerini incelemişlerdir. Çalışma Ocak 1927 – Aralık 1959 arası dönemi kapsamakta olup bu dönem arası New York Menkul Kıymetler Borsası'nda gerçekleşen 940 hisse bölünmesi incelenmiştir. Çalışma sonucunda hisse senedi piyasasının etkin olduğuna ve hisse senedi fiyatlarının yeni bilgiye hızlı bir şekilde adapte olduğu sonucuna varılmıştır. Buna göre içerden öğrenilen bir bilgi kullanılmadıkça hisse bölünmelerini kullanarak bir hisse senedinden fazla getiri elde etmek mümkün görünmemektedir. Bu tespit bölünmenin getiri oranlarında artış meydana getirdiği yönünde yorumlanabilir olsa da çalışmalarında bunun böyle olmadığı ortaya konulmuştur. Bölünme öncesinde

hisse senedi getirilerinin artmasının nedeni, firmaların geleceğe yönelik kazanç hesaplamalarında önemli ölçüde artışlar meydana geleceği beklentisidir.

Bu süreçte üzerinde önemle durulması gereken nokta bölünmenin fiyat ayarlamaları üzerindeki etkisinin sadece kar paylarının tahmin edilen bölümünü değiştirmesi sonucu meydana geldiğidir. Kar payı değişikliğinin haber etkisi dikkate alınmadığında bölünmenin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi ortadan kalmaktadır (Fama et al., 1969).

1960-90'lı yıllarda teorik temelleri belirlenen ve kanıtları ortaya çıkarılan bilgi, beklentiler ve hisse senedi getirileri arasında meydana gelen ilişki güncel çalışmalarda çok çeşitli boyutlarda analiz edilmiştir.

Beklenmeyen kar payı bilgilerinin açıklandığı günlerde hisse senedi ve tahvil borsalarında aşırı getiriler elde edilebildiği TsaiandWu (2015) tarafından belirlemiştir. Ayrıca, kar payındaki artışların açıklanmasını takip eden 1 yıllık dönemde yüksek kazanç açıklamalarının oluştuğu, 2 yılı kapsayan dönemde ise kar payı açıklaması ve kazanç arasındaki ilişkisinin zayıfladığını gözlemlenmektedir. TsaiandWu'nun 2015 yılında elde ettikleri istatistiksel verilerin, (Fama et al. 1969) 'un oluşturduğu teorilerin güncel kanıtı olduğu ifade edilebilir.

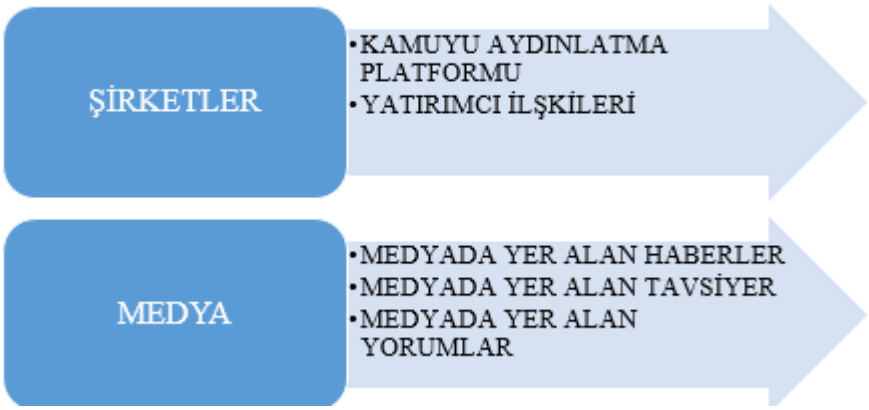
İKİNCİ BÖLÜM

2.PİYASALARDA ETKİNLİK VE BİLGİ KAVRAMI

2.1.SERMAYE PİYASASINDA BİLGİ KAYNAKLARI

Sermaye piyasaları kamu ve özel sektöre ait hisse sendi, hazine bonosu, tahvil, v.b. menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Menkul kıymet piyasalarında bilgi bazı mevcut kaynaklardan elde edilmektedir..

Şekil 1-A PİYASALARDAKİ MEVCUT BİLGİ KAYNAKLARI



Bilgi aktarım kaynakları; Şirketler tarafından zorunlu olarak yapılan açıklamalar(Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)), şirketler tarafından gönüllü olarak yapılan açıklamalar (yatırımcı ilişkileri bölümleri) ve yatırımcıların şirketler dışında bilgi elde ettiği kaynaklar (medya) elde ettiği açıklamalar şeklindedir. Medya gazete, televizyon, dergi ve internet siteleri vb. kitle iletişim araçlarından oluşmaktadır.

2.2. SERMAYE PİYASASINDA ETKİNLİK KAVRAMI

2.2.1.Etkin Piyasalar Hipotezi

Literatüre bakıldığında son yarım asırlık dönemde finans alanında en çok dikkat çeken konulardan biri de etkin piyasalar hipotezidir. Etkin piyasa kavramı, ilk olarak 1965 yılında Fama tarafından "piyasanın yeni bilgilere tepkisi" şeklinde tanımlanmıştır. Fama (1970: 383) tarafından genişletilen tanım "hisse senedi getirilerinin etkin piyasada mevcut tüm yeni bilgilerden etkilenmesi' 'şekline getirilmiştir. Fama ampirik çalışmalarında, şirketlerin kar payı politikalarındaki değişmeler, birleşmeler gibi konularda, piyasada fiyata etki eden belirli bir düzeneğin olduğunu tespit etmiştir. Başka bir ifade ile hisse senedinin fiyatı, piyasaya ulaşan bilgiye dayanarak, o hisse senedini alan ya da satan piyasa aktöreleri arasındaki, gözle görülmeyen anlaşmayı yansıtmaktadır. Böylece piyasaya yeni bir bilgi geldiği anda, taraflar bilgiyi analiz ederek yorumlamakta ve sonrasında hisse senedi fiyatı oluşmaktadır. O hisse senedinin fiyatı piyasaya yeni bilginin gelmesi ve bu bilginin analiz edilip

yorumlanmasına kadar aynı kalmaktadır. Yani etkin bir piyasada, hisse senedi fiyatını etkileyecek tüm bilgiler fiyatlara yansıtılmış olduğundan, herhangi bir aşırı getiri sağlanması mümkün değildir.

Fama'nın etkin piyasalar hipotezine ait varsayımları şöyle sıralanabilir (Harrington, 1987: 26);

-Temel amaç servetin faydasını maksimizasyonudur.

-Risk ve getiri esas alınarak tercih yapılmaktadır.

-Beklentiler homojendir.

-Zaman ufkun Tüm yatırımcılar için aynıdır.

-Bilgiye tüm yatırımcılar aynı anda ulaşmaktadır.

Etkin Piyasalar Hipotezi'nin temelini, Rassal Yürüyüş Hipotezi (Random Walk Hypothesis) oluşturmaktadır. Rassal yürüyüş hipotezine göre; fiyat hareketleri tesadüfi bir dağılma göstermektedir. Bu nedenle fiyat hareketlerinin tümünü tahmin edebilmek mümkün olamayacaktır. Rassal'ın yürüyüş kavramı, etkin bir piyasada işlem gören hisse senedinin herhangi bir andaki fiyatının gerçek değerine eşit olduğunu anlatmak için kullanılmaktadır (Ergül, 2009: 103).

Bir piyasadaki etkinlikten bahsedebilmek için ise o piyasada; dağıtımsal aktivite, işletimsel aktivite ve bilgisel aktivite sağlanmış olmalıdır. Menkul kıymet piyasalarında bu üç etkinliğin de bulunması gerçekten de çok zordur. Bu sebep ile etkinlik terimi açıklamada kısıtlanmakta ve özele indirgenmekte sadece bilgisel etkinlikten faydalanılarak etkinlik şu şekilde tarif edilmektedir: Piyasalara gelen bilgi, tüm yatırımcılara aynı anda ulaşıyorsa ve tüm şirketlerin bilgileri piyasadaki tüm oyuncular tarafından serbestçe temin edilebiliyorsa bu piyasa etkin piyasadır. (Çevik ve Erdoğan, 2009: 28). Etkin piyasa hipotezinin, önemli noktalarından biri de bilgilerin hiçbir maliyete katlanmadan elde edilebilmesidir. Ancak gerçekler göz önünde bulundurulduğunda bilgiyi elde etmenin bir maliyeti bulunmaktadır. Ekonomik olarak değerlendirildiğinde,

yatırımcılar, bilgiyi elde etmenin marjinal kazancının, marjinal maliyetini aştığı durumda bilgiye dayalı olarak tepki verebileceklerdir (Güngör, 2003: 111).

Fama (1970) piyasa etkinliğini 3 alt başlık halinde izlemiştir.

-Zayıf kuvvetli formda piyasa etkinliği,
-Yarı kuvvetli formda piyasa etkinliği
-Kuvvetli formda piyasa etkinliği.

Ve etkinlikle ilgili yapılan sınıflamalarda bilgi ön planda yer almaktadır. Hisse senedi fiyatına etki eden bilgileri kullanmış ve bilgi miktarı arttıkça etkinliğin derecesinin de artacağını ifade etmiştir.

2.2.1.1.Sermaye Piyasasının Zayıf Kuvvetli Formda Etkinliği

Zayıf kuvvetli formda piyasa etkinliği güncel fiyatların, geçmişteki fiyatlar ile ilgili bütün bilgileri yansıttığı durum olarak açıklanmaktadır. Bu piyasa türünde yatırımcılar bilgiye aynı anda olarak ulaşamamaktadır. Ayrıca, kamuya henüz açıklanmayan bazı bilgiler belirli katılımcılar tarafından önceden bilinmektedir (Fama, 1970; 383-384).

Menkul kıymetler tüm geçmiş bilgileri yansıtmaktadır, bunun yanında fiyatın oluşmasında etkisi olan bazı medya kuruluşları, kanaat önderleri, yapılan basın açıklamaları ya da menkul kıymet fiyatları hakkında bilgi veren kişi veya kurumlar gibi unsurların da önemli katkısı olabilmektedir. Dolayısıyla piyasalarda bu tür analistler bulunmalıdır ve yorumları sonucunda da pozisyon almak tesadüfi olmasının ötesinde bir getiri oluşumuna sebep olabilmektedir (Çevik ve Erdoğan, 2009: 28-29). Zayıf formda piyasa etkinliğinde bilgi olarak piyasa verileri dikkate alınmaktadır. Piyasa verileri özü itibariyle hisse senedinin fiyatı ve işlem hacmi gibi bilgileri barındırmaktadır (Dağlı, 2009: 286-287).

2.2.1.2.Sermaye Piyasasının Yarı Kuvvetli Formda Etkinliği

Yalnızca geçmişteki bilgilerin değil, genel anlamda kamuya açıklanmış bütün bilgilerin finansal varlık fiyatına etki ettiği piyasadır. Bu etkinlik türünde,

yapılan tüm açıklamalar ya da yapılan tüm tahminler açıklandığı anda piyasa dağıldığı için, hisse senedi fiyatları bu veriler doğrultusunda yeni fiyatına ulaşacak ve bu nedenle hiçbir yatırımcı aşırı bir getiri elde edemeyecektir (Taner ve Kayalıdere, 2002: 3).

Yarı kuvvetli formda etkin bir piyasadan bahsedildiğinde, güncel fiyatların, sadece geçmiş dönem fiyatlarının seyrini değil aynı zamanda bilginin etkilendiği varlıklara sahip olan şirket ile ilgili kamuoyunun tamamı tarafından ulaşılabilen bilgi verisini de yansıtması gerekmektedir. Şöyle ki; hisse senedi piyasa fiyatları, gazete makaleleri, şirket beklentileri ve finansal tabloları yoluyla kamuoyuna sunulan, herkesin ulaşabildiği mevcut bilgiyi anında şeffaf olarak yansıtmalıdır. Finansal tablo bilgileri genellikle kamuya açık, herkesin rahatlıkla ulaşabileceği bilgilerdir. Bu nedenle, hisse senedi analizlerinde önemli rol oynamaktadırlar. Eğer bir piyasa yarı kuvvetli formda etkin ise, hiçbir hisse senedi analizi kalıcı olarak aşırı getiri sağlamamalıdır. Piyasanın bu anlamda etkin olması için alıcı ve satıcının rekabet ortamında getirisini artırmak için bilgiyi değerlendirmesi gerekmektedir. Yarı kuvvetli piyasa etkinliğini test etmek için, kamuoyuna sunulan bilgiler ile hisse senedi getirileri izlenir. Eğer bir piyasada sürekli olarak aşırı getiri sağlanıyorsa, bu piyasa kamuoyuna duyurulan bilgiye göre etkin değildir. Örnek olarak bir piyasadaki hisse senetleri kar dağıtımı açıklamasından sonra aşırı getiri sağlıyorsa ilgili piyasa kar dağıtımı açıklamasına göre yarı kuvvetli formda etkin değildir (Karan, 2011: 281).

Yarı kuvvetli formda etkinlik, aynı zamanda zayıf formda etkinliği de kapsamaktadır. Zayıf formda bir piyasada aşırı kar elde edilemiyorsa,yarı kuvvetli formda da aynı sonuçla karşılaşılacaktır. Zayıf formda etkin bir piyasada işlem yapanlar aynı şekilde yarı kuvvetli formda etkinliğe sahip bir piyasada da bu şanslarını kaybetmiş olacaklardır.

2.2.1.3.Sermaye Piyasasının Kuvvetli Formda Etkinliği

Kuvvetli formda piyasa etkinliği, hisse senedi fiyatlarının kamuya duyurulan ya da duyurulmayan bütün bilgileri yansıttığını ifade eder. Kuvvetli

formda piyasa etkinliği, piyasa verileri, kamuya duyurulmuş olan tüm verilerin yanında kamuya duyurulmamış özel bilgilerin de hisse senedi fiyatlarına anında ve tam olarak etkilediğini kabul ettiğinden dolayı zayıf formda piyasa etkinliği ve yarı kuvvetli formda piyasa etkinliğini kapsamaktadır (Dağlı, 2004: 311).Zayıf formda, yarı kuvvetli formda ve kuvvetli formda etkin 3 piyasa da birbirine bağımlıdır. Piyasanın kuvvetli formda etkin olabilmesi için yarı kuvvetli formda da etkin olması gerekmektedir. Çünkü fiyat hareketleri dikkatli bir yatırımcının faydalanabileceği gibi tahmin edilebilir olmalıdır. Buna benzer şekilde, piyasanın kuvvetli formda etkin olabilmesi için hem zayıf, hem de yarı kuvvetli formda etkin olması gerekmektedir. Aksi durum olursa piyasa, fiyat ile ilgili tüm bilgileri içermez (Karan, 2011: 277).

Sonuç olarak, bilgiyi yönetmek önemlidir. Tecrübeli, bilgili yatırımcılar ve bilgi teknolojilerindeki ilerlemeler piyasaları daha etkin hale getirmektedir. Piyasanın etkin olması, öncelikle yatırımcıların bilgiye özgürce ulaşmasına bağlıdır. Yatırımcılar arasında rekabet oluşturulması, iletişime bunun sonucunda bilgiye ulaşılmasına bağlıdır. Kamuyu aydınlatma platformları, şirketlerin bünyesindeki yatırımcı ilişkileri departmanları ve medya temel bilgi kaynakları sisteme dahil edilmiştir. Bu kaynaklar piyasa aktörleri arasındaki asimetrik bilginin azalmasına yardımcı olmaktadır.

2.2.2.Menkul Kıymet Piyasasındaki Asimetrik Bilgiler

Asimetrik bilgi kavramı ilk defa Akerlof (1970) tarafından limonlar piyasası ile gündeme gelmiştir. Amerika Birleşik Devletleri'nde ikinci el araba piyasasındaki sorunlu arabalar "limon" olarak adlandırılmakta olduğu için, bu arabalara ilişkin bilgilendirme probleminin yaratacağı asimetrik bilgi durumu da limon problemi olarak adlandırılmaktadır. Limonlar piyasası; alıcı ve satıcının mal alımı öncesinde mala ait bilgi farklılığından ortaya çıkan problemin işlem hacmine etkisini, ikinci el araç piyasası örnek gösterilerek açıklanmasıdır. Bu çalışmasında Akerlof, temel iktisat teorisinde, tam rekabet piyasasında, homojen ürün ve çok sayıda şirket gibi basit indirgenen varsayımların gerçek hayatta tam olarak doğrulanmadığını; birçok olayda

taraflardan birinin bilgisi varken, diğerinin yoksa asimetrik bilgi durumunun ortaya çıkacağını ifade etmiştir. Bu durumda piyasada beklenen sonucun oluşmayacağı, ahlaki tehlike ve ters seçim şeklinde nitelendirilen durumların oluşabileceği belirtilmiştir. (Erdoğan, 2008: 2). Bu çalışmayı daha sonraları asimetrik bilginin sigorta piyasası (Stiglitz ve Rothschild, 1976), kredi piyasası (Jaffee ve Stiglitz, 1990), emek piyasası (Spence, 1973; Stiglitz, 1975) ve sermaye piyasasında (Myers ve Majluf, 1984) etkilerini araştıran çalışmalar takip etmiştir (Tükel, 2010: 2). Bu durum kısaca asimetrik bilgi piyasada, ilgili tarafların birinin diğerine oranla daha fazlaya da az bilgiye sahip olması durumu olarak ifade edilmektedir.

Akerlof, tarafında literatüre kazandırılan asimetrik bilgi problemi ile ilgili makalesinde konu ikinci el araç piyasası örneklemi ile açıklamıştır. Buna göre ikinci el araç piyasasında alıcı ve satıcı arasında asimetrik bilgi problemi yaşanmaktadır. Satıcılar araçlar hakkında gerçek ve daha fazla bilgiye sahiptirler ancak alıcılar konuya bu derece hakim olamamaktadır. Bu duruma dikkat çeken alıcılar, araçların durumunun sorunsuz mu yoksa sorunlu mu olduğunu bilemedikleri için ortalama riske göre ağırlıklandırılan ortalama bir fiyat önerirler. Ortaya çıkan fiyatlara araçları kötü durumda olan satıcılar kabul ederken araçları sorunsuz durumda olan satıcılar kabul etmeyecektir. Bu durumda sorunlu otomobiller satılmış, sorunsuz otomobiller piyasada kalacaktır. Tercihler ise "tersine seçim" olacaktır. Görüldüğü gibi asimetrik bilgi, piyasanın işleyiş sistemi bozmaktadır (Mishkin; 2000: 188-189).

Sermaye piyasasında da alıcılar ve satıcılar arasında, mevcut hissedarlarla olası hissedarlar arasında ve yöneticiler ile hissedarlar arasında bilgi asimetrisi vardır. Potansiyel bir yatırımcı, beklenen getirileri yüksek ve riskleri düşük olan "başarılı" şirketlerin hisse senetleri ile beklenen getirileri düşük ve riskleri yüksek olan "başarısız" şirketlerin birbirinden ayıramayabilir. Böyle bir durumda, yatırımcı, yüksek fiyatlı hisse senedi ya da düşük fiyatlı hisse senedi yerine iki fiyatın da arasında ortalama bir fiyattan hisse senedi almak isteyebilir. Fakat şirketleriyle ilgili olarak potansiyel yatırımcıdan daha fazla bilgi sahibi olan kar marjı yüksek şirketlerin sahipleri ya da yöneticileri, hisse senetlerini bu fiyattan satmak istemeyeceklerdir. Bu durumda, piyasada

menkul kıymetlerini satmak isteyenler sadece kar marjı düşük şirketler olacaktır. Yatırımcılar kar marjı düşük şirketlerin hisselerini bulundurmak istemeyecek, bu nedenle piyasadaki hisse alım-satım hareketliliği azalacaktır. Sonuç olarak, piyasa işleyiş düzeni değişecek ve bu piyasada çok az sayıda şirketin sermaye temini için menkul kıymet ihraç edebilmesi mümkün olacaktır (Mishkin; 2000: 189; Healyve Palepu, 2001: 407). Bu nedenle, menkul kıymet piyasasında bilgi kaynakları eşanlı, şeffaf ve güvenilir bir biçimde alıcı ve satıcılar arasındaki bilgi asimetrisinin azalmasına yardımcı olmaktadır.

Bu yüzden sermaye piyasalarında, dürüstlük ne derece önemli ise şirketlerin içsel bilgilerinin, piyasa aktörleri tarafından da bilinmesi, ortaklıkları ve ihraç ettikleri piyasası araçlarını ilgilendiren bilgilerin şeffaflığı, herkese açıklığı ve özellikle yatırımcılar açısından bunlara eşit anlarda ve konumlarda ulaşılabilmesi de o derece önemlidir.

Literatürde yer alan bazı çalışmalarda; Diamond (1985), ve Verrecchia (2001), bilgi asimetri probleminin azaltılması konusunda kamunun aydınlatılmasının etkileri ortaya konulmuştur. Shiller (2000), Healey ve Palepu (2001) ile Bhattacharya ve diğerleri (2009), medya tarafından duyurulan haberlerin şirket ile ilgili asimetrik bilgiyi azaltabileceği ifade edilmiştir. Tetlock (2009) ise bilginin duyurulduğu zamandaki getiri ve hacim açısından halka sunulan bilgilerin yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi problemini çözdüğünü ifade etmiştir.

2.2.3.Piyasalarda Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı

Piyasalarda rasyonel ekonomik davranışların özünde bilgi unsuru bulunmaktadır. Piyasaya aktarılan bilginin simetrik olması halinde sermaye teminini, işlevini yerine getirmesi sağlanmış olacaktır. Bilgilendirilmiş piyasa ise kamuya servis edilen bilgilerin zamanlılık, güvenilirlik ve doğruluk esasları sağlandığında oluşabilecektir.

Piyasa yatırımların aktif olarak hareket ettikleri zamanlarda tehdit altında bulundukları muhtemel problemler iki noktadan ortaya çıkabilmektedir.

Bunlardan birincisi, piyasaların düzeni ve sistematiği ile ilgilidir. Bu nokta, piyasanın etkin olmaması, piyasa verilerine adaletli, eşit erişim sağlanamaması ya da işlem bilgilerinin piyasa yatırımcılarına aktif bir şekilde iletilmemesidir. İkinci nokta ise, piyasada yer alan diğer yatırımcılardır. Bu bağlamda, piyasanın diğer oyuncuları tarafından meydana getirilen, piyasa dolandırıcılığı, bilgiyi kötüye kullanma gibi piyasayı zedeleyici uygulamalara maruz kalmaları sonucunda zarara uğramaları mümkündür (Çetin, 2011: 7).

"Insidertrading" yani "içeriden öğrenenlerin ticareti" 1934 yılında ABD'de Securities Act ile yasallaşmış ve sonrasında ise "bilgi suistimali" olarak Türkçe ye çevrilmiştir. SPK Madde 106, bilgi suistimalini "*doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında, ilgili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri verilmesi veya verilen emrin değiştirilmesi veya iptal edilmesi ve bu suretle menfaat sağlanması*" olarak tanımlamıştır. Ayrıca SPK tarafından yayınlanan "Bilgi Suistimali veya Piyasa Dolandırıcılığı" Suçları Hakkında Bildirim Yükümlüğü Tebliği'nde bilgi suistimaline ilişkin kalıplar açıklanmıştır.

Literatürde yer alan çalışmalar, içeridekilerin kendi şirket hisselerini alıp-satarak aşırı getiriler elde edebildiklerini göstermiştir (Jaffe 1974; Seyhun, 1986; Lakonishok ve Lee, 2001). Sermaye piyasası faaliyetlerinin güven içinde yürütülebilmesi ve yatırımcıların doğru bilgiye sahip olabilmesi için açıklık ve kamuyu aydınlatma ilkeleri, piyasa etkinliğinin sağlanması açısından her zaman dikkate alınması geren bir durum oluşturmaktadır. Açıklık ilkesinin uygulanmaması, halkın yanlış bilgilerle kasıtlı olarak yönlendirilmesi dışında, en azından, temin edilen doğru bilgilerden, ilk önce şirketlerin içinde bulunan kişilerin, faydalanması sonucunu verecektir (Sayılır, 2012: 21).

Aynı zamanda oluşabilecek finansal bilgi manipülasyonu sebebiyle, şirketlerin gerçek finansal durumlarının ve faaliyet sonuçlarının finansal bilgi kullanıcılarına yansıtılmaması, bir taraftan bu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan piyasa aktörlerinin zarara uğramalarına ve sisteme karşı güven

kaybı yaşamalarına, diğer taraftan yanlış bilgi sonucu alınan, şirketlerdeki yatırım kararları ya da piyasa yatırımcılarının menkul kıymet alım-satım kararları sebebiyle de kaynakların hatalı ve verimsiz yatırımlarda kullanılmasına neden olabilecektir (Küçükkocaoğlu ve Küçüksözen, 2005: 1). Öncelikle kamu otoritesi başta olmak üzere bilgi kaynakların da yardımıyla oluşabilecek manipülasyonlar yapılan duyurular, yorum ve değerlendirmelerle önlenebilmekte ve yatırımcıların meydana gelebilecek zararları ortadan kaldırılmış olabilmektedir.

SPK'nun Madde 107/1fıkrasına göre, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına, fiyat değişimlerine, arz ve taleplerine ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla alım veya satım yapanlar, emir verenler, emir iptal edenler, emir değiştirenler veya hesap hareketleri gerçekleştirenler iki yıldan beş yıla kadar hapis cezasına ve beş bin günden on bin güne kadar adli para cezasına çarptırılır. Ancak, bu suçtan dolayı verilecek olan adli para cezasının miktarı, suçun işlenmesi ile elde edilen menfaatten az olamaz.

SPK'nun Madde 107/2 fıkrasına göre sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkilemek amacıyla yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi veren, söylenti çıkaran, haber veren, yorum yapan veya rapor hazırlayan ya da bunları yayanlar iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar. 3. fıkraya göre ise 1 fıkrada tanımlanan suçu işleyen kişi pişmanlık göstererek, beş yüz bin Türk Lirasından az olmamak üzere, elde ettiği veya elde edilmesine sebep olduğu menfaatin iki katı miktarı kadar parayı hazineye;

- Henüz soruşturma başlamadan önce ödediği takdirde, hakkında cezaya hükmolunmaz.
- Soruşturma evresinde ödediği takdirde, verilecek ceza yarısı oranında indirilir.
- Kovuşturma evresinde hüküm verilinceye kadar ödediği takdirde, verilecek ceza üçte biri oranında indirilir

SPKMadde 108 ise bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı sayılmayan hâller belirtilmiştir:

- TCMB ya da yetkilendirilmiş başka bir resmi kurum veya bunlar adına hareket eden kişiler tarafından para, döviz kuru, kamu borç yönetim politikalarının uygulanması veya finansal istikrarın sağlanması amacıyla işlem yapılması,
- Kurul düzenlemelerine göre uygulanan geri alım programları, çalışanlara pay edindirme programları ya da ihraççı veya bağlı ortaklığının çalışanlarına yönelik diğer pay tahsis edilmesi,
- Kurulun bu Kanun kapsamındaki fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ve piyasa yapıcılığına ilişkin düzenlemelerine uygun olarak icra edilmeleri kaydıyla, münhasıran bu araçların piyasa fiyatının önceden belirlenmiş bir süre için desteklenmesi amacıyla sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının yapılması yahut emir verilmesi veya emir iptal edilmesidir.

Yatırımcılar tarafından, günümüz bilgi ekonomisinde, güncel ve geleceğe yönelik karar alma sürecinde çok farklı bilgilere ihtiyaç duyulmaktadır. Piyasalarda varlık fiyatlarının tüm bilgileri yansıtması iyimser hatta marjinal bir durumdur. Bir piyasada etkinlik bilgisel anlamda etkinlik az ise, fiyatlar rahatlıkla manipüle edilebilmekte, pazar serbestlikten uzaklaşmakta ve haksız kazançlara ortam oluşturulabilmektedir. Bu nedenle, kamuyu aydınlatma ilkesi ile yatırımcıların tam korunması yönündeki zaman aralığının en aza indirgenmesi hedeflenmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3.KAMUNUN AYDINLATILMASI

3.1.SERMAYE PİYASASINDA KAMUNUN AYDINLATILMASI

Sermaye piyasalarının etkin çalışmasının ve güvenirliğinin ülke ekonomisi açısında ki önemli özelliği bulunmaktadır. İlki, piyasaların sistemli çalışmasına ve denetlenmesine ilişkin yapılan yasal uygulamalardır. Bu durum, yatırımcıları ve pay sahiplerinin karar sürecinde doğru ve güvenilir bir bilgiye ulaşmasını sonrasında ise en doğu kararı vermesini sağlamaktadır. (Savaş, 2000: 13).İkincisi ise sermaye piyasalarında güven ortamının oluşması sonucunda, piyasaların etkinliğinin artması sağlanacaktır. Piyasaların etkin hale gelmesi ile birlikte oluşacak yasal düzenleme ve denetimler yatırımcıların eşanlı ve doğru bilgiye sahip olmasını sağlayarak, meydana gelecek fırsat ve riskler ile ilgili bilgi sahibi olmasını, dolayısıyla korunmasını sağlamaktadır (Talu, 2001; Çapanoğlu, 1993: 61).

Böylece piyasada oluşan bilginin dağılımda asimetri ortadan kalkacak ve finansal piyasalarda buluna varlıkların fiyatlarının da adil dağılması yani doğru tespiti sağlanacaktır. (BrighamveGapenski, 1988: 56-57).

İnternetin Kullanımının, bilginin dağılımı açısından üstlendiği rol sayesinde yatırımcıların ve potansiyel yatırımcıların bilgiye hızlı ve eşanlı ulaşabilmesi sağlanmıştır. Şirket bilgilerini en doğru ve güvenilir biçimde kamuya açıklayan firmaların yatırımcılar tarafından daha fazla ilgi görmesi sağlanmaktadır. (Marc, 2007: 15).

3.1.1.Kamuyu Aydınlatma İlkesi ve Tarihsel Gelişimi

Kamunun aydınlatılması İlk olarak İngiltere'de başlamış sonrasında ise Amerika'da başlamıştır. Bunun sebeplerinden biri Anghlo-Sakson ülkelerinin hukuk yapılarının halka açık şirketler önemli bir unsur olması, diğeri ise

sanayileşme İngiltere'de gelişirken, sermaye piyasası Amerika'da gelişmektedir.(İhtiyar,2006:6)

İngiltere'de menkul kıymet alım satım işlemlerinde halka açık şirketlerde oluşan hileler, 1969 yılında kurulan bir komisyon tarafından ortaya çıkarılmış, şirketlerin farklı amaçlar doğrultusunda işlem yaptığı raporlanmış ve bunun sonucu olarak çıkarılan kanunlar ve sonrasında 1720 yılında ''Buble Act'' adında yeni bir kanun çıkarılmış ve diğer yıllarda yapılan düzenlemelerle kamunun aydınlatılması ilkesi ülkede kabul görmüştür.

Amerika'da ise Kamunun aydınlatılması ile ilgili olarak 1911 yılında Mavi Gök Kanunları kabul edilmiştir. Sermaye piyasasında meydana gelen hileli işlemlerden yatırımcıyı korumak amaçlanmıştır.Ancak yapılan incelemeler gizlilik ilkesine göre yapıldığından, kamu aydınlatma adına herhangi bir etkisi olmamıştır. En son 1934 yılında çıkan kanunla kamunun aydınlatılması çerçevesinde gerekli adımlar atılmıştır.(İhtiyar 2006:15-18

Ülkemizde 1981 yılında SPK ile başlamıştır. SPK da düzenlenen kanun sonrasında kamuyu aydınlatma ilkesi benimsenmiş, bu doğrultuda piyasa etkinliği yani risk ve getiri analizi yatırımcılar tarafından yapılması gerekir hale gelmiştir. Bu kanunla hedeflenen hile ve sahtekârlıkların engellenmesidir.

Kamunu aydınlatılması ile ilgili tek bir tanım bulunamaz iken yatırımcıların yatırımları ile ilgili karar sürecini etkileyen bir ölçü olması yönün sadece bir bölümü hedef alan ya da tüm iç ve dış çevresini kapsayan geniş tanımlar da bulunmaktadır.(Çürük2001:15)

Kamuyu aydınlatma ilkesi ile hedeflenen, eksiksiz ve güvenilir bilginin iletimi ile sermaye piyasasının şeffaflık ve dürüstlük içinde çalışmasının sağlanmasıdır.

Sermaye piyasası araçlarının durumunu etkileyecek veya yatırımcıların karar verme sürecinde etkili olacak birçok açıklama yapılması mümkündür.

Kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamına önemli olan bu bilginin kullanıcıya eşanlı olarak ulaştırılabilmesidir

Şeffaflık ve kamunun aydınlatma birbirini tamamlayan iki unsurdur. Şirketler şeffaf oldukça ve bu kültür benimsendikçe şirketlere olan güven artacak aynı zamanda piyasa etkin hale gelecektir. Aksine Kamunun aydınlatılması mümkün olmadığı eksik ya da yanlış bilgilendirilen bir oluşum bulunduğu durumlarda, sadece piyasalar değil aynı zaman genel ekonomiyi etkileyecek bir çok olgunun ortaya çıkmasına sebebiyet verilecektir. Zamanında ve güvenilir bilgi hem yatırımcılar açısından olumlu algılanırken aynı zaman şirketler açısından karlılığı ve büyümeyi etkileyen kararları almalarında önemli bir faktör olacaktır.

Şeffaflık ilkesi beraberinde adalet ve adillik ilkesinde getirmektedir. Şirketlerin doğru ve tam olarak, zamanında açıkladığı bilgiye ilişkili tüm bilgi kullanıcılarının kolayca erişebilmesi gerekmektedir.

Yatırımcılar şirketler hakkında karar verebilmek birçok bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Şirketlerin faaliyet ve finansal sonuçları,misyonu,vizyonu,risk öngörüleri,hissedarları,kurumsal yapısı ve politikaları,bunlara bir örnek olarak gösterilebilir.Yatırımcılar tarafından edilen bu tür bilgiler doğrultusunda kamunun aydınlatılmasının önemi hassasiyetle göz önüne alınmalıdır.

3.1.2.Sermaye Piyasasında Kamu Aydınlatılmasının Amacı

Kamunun aydınlatılmasındaki ana amaç, sermaye piyasasının aktif çalışması ve şartların tam rekabet koşullarına uygunluğunun sağlanmasıdır.(Akgüç, 1998: 497).

Aslında kamunun aydınlanması ile yatırımcılar ya da potansiyel yatırımcılar yapacakları yatırımların riskinden değil, yanlış bilgilendirme sonucunda hatalı analizler ve ortaya çıkacak gerçeğe uygun olmayan beklentilerden korunmaktadır. Zamanında, tam, doğru ve güvenilir bilginin

açıklanmasını sağlamak yatırımcının risk analizi/getiri analizi yapmasında sorumluluk almasını sağlayacaktır. (Pirgaip, 2004: 4).

Yatırımcının yada hissedarın piyasa portföyünün durumu hakkında bilgi sahibi olması, kendi varlık yönetimi konusunda da etkili olacaktır. Aksi durumlarda ise güven ortamı oluşmayacak birçok yatırımcı sermaye piyasasından uzaklaşacaktır.

Kamunun aydınlatılması temelde tüm yatırımcıların yani hak sahiplerinin haklarının korunmasını amaçlamaktır. Bu sebeple açıklanan doğru büyük önem taşımaktadır. Şirketlere uzun vadeli fon sağlayanların doğru bilgilendirilmesi, aynı zamanda küçük yatırımcıların da bu bilgilere eş anlı olarak ulaşması, piyasanın etkinliği açısından büyük önem taşımaktadır. Bilgiler paylaşılırken şirket ile ilgili yalnızca olumlu bilgilerin değil aynı zamanda olumsuz bilgilerinde paylaşılması önemli bir noktadır.

3.1.3.Kamunu Aydınlatılmasında Sorumlu Taraflar

Kamunu aydınlatılması konusunda bilgilendirme ile ilgili sorumluluğu olan taraflar açısından bakıldığında şirket ortakları ve üst düzey yöneticileri, şirket içi denetim yapan bağımsı denetçiler, aracı kurum ve kuruluşlar, devlet tarafından denetim ve düzenleme yetkisi olan otoriteler bu grup içerisinde yer almaktadır.(Küçüksözen SPK 2005:16-17)

1. *Sirket ortakları ve üst düzey yöneticileri:* Şirket sahipleri ve yöneticileri kamuya açıklanacak bilgilerin doğruluğundan sağlıklı bir muhasebe sisteminde üretilmesinde ve şirket faaliyet ve performansında uygun ve gerçek bilgi sunulmasından sorumlu bulunmaktadır. Şirketlere iştirak eden yatırımcıların bu hususta doğru ve eşanlı bilgi sahibi olması, aynı zamanda yeni yatırımda bulunmak isteyen piyasa yatırımcılarının da doğru karar vermesi açısından açıklanan bilgilerin gerçeği yansıtması oldukça önemlidir. Ayrıca, kamuya açıklanacak bilgilerin şirket hiyerarşisi açısından tüm sorumluluk sahiplerinin onayından geçmiş olması

gerekmektedir. Özellikle iç denetim bunların başında yer almaktadır.

2. *Şirket içi denetim yapan bağımsız denetçiler*; Açıklanacak bilgilerin iç denetim sonrasın da dış firmalar tarafında yapılacak olan bağımsız denetime tabi olması şirkete olan güvenin artmasında önemli bir noktadır. Tarafsız ve bağımsız bir denetim sonrasında ortaya çıkan şirket verileri, menfaat sahipleri tarafından şeffaflığın bir gösterini oluşturmaktadır.

3. *Aracı kurum ve kuruluşlar*; Piyasa yatırımcılarının yeterince bilgilendirilmesi aracı kurum ve kuruşların sorumluluğunda yer almaktadır. Doğru ve güvenilir bilginin yatırımcılara iletilmesi karar alma sürecinin sağlıklı işlemesine imkan sağlamaktadır.

4. *Devlet tarafında denetleme ve düzenleme yetkisi olan otoriteler:* Belirli kanunlarla devlet tarafında kurumlara verilen yetkiler çerçevesinde kamunun aydınlatılması gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu gereği mali tablo açıklama zorunluluğu getirilmesi ve bu açıklamanın ilgili otoritelerce yapılması buna bir örnektir.

3.1.3.1.Piyasa Paydaşları

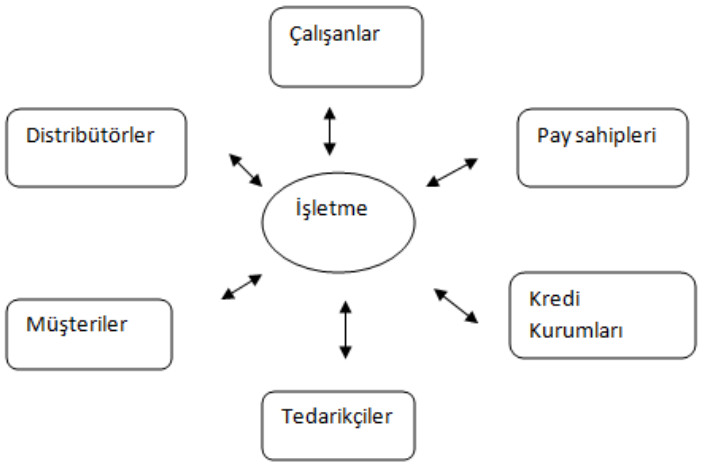
Şirketlerin kararlarından direkt veya dolaylı olarak etkilenen kişi ve kuruluşlar menfaat sahipleri olarak adlandırılmaktadır. Menfaat sahipleri şirket çevresini meydana getirin en önemli unsurdur. Şirketlerde meydana gelen faaliyetlerden direkt olarak etkilenen kısım piyasa paydaşları olarak adlandırılmaktadır.(Coşkun s:4)

- *Pay Sahipleri;* Yaptıkları yatırım sonucunda şirket kazancından pay elde etmek isteyenlerdir.
- *Çalışanlar;* Sahip oldukları bilgi ve beceri ile işletmeden ücret geliri elde etme amacı taşımaktadırlar,
- *Distribütörler* ,Şirketler tarafından üretilen mal ve hizmetlerin piyasa pazarlanarak satışın arttırılmasına yardımcı olurlar.

- *Kredi kurumlar;* Şirketler faaliyetler ve yatırımlarında kullanılmak üzere kredi temin ederek işletmeden faiz geliri elde amaçlıdırlar.
- *Tedarikçiler;* İşletmenin üretim yapması konusunda gerekli hammadde malzeme vb. girdilerinin temini konusunda yardımcı işletmelerdir.
- *Müşteriler;* Tüm bu gereklilikler sonucunda müşterilerin oluşmasını şirketlerin piyasa performansında göstergedir.

Şirketlerde meydana gelen yeni bir bilgi, öncellikle şirketin yakın çevresine yayılmakta sonrasında dış çevreye açıklanmaktadır. Kamunun aydınlatılması ilkesi ile şirketlerin hisse değerine etki edecek, sermaye yapısında değişiklik meydana getirilebilecek vb. bir bilgin öncelikle şirketin piyasa paydaşları tarafından kullanılmasını engellemek ve kamunun ilgili konu hakkında bilgi sahibi olmasını sağlamaktır.

Şekil 2A Piyasa Paydaşları



3.1.3.2. Piyasa Dışı Paydaşlar

- *Potansiyel Piyasa Yatırımcıları*; Sermaye piyasasında yüksek kar elde etmek isteyen ve risk alan birçok potansiyel yatırımcı yer almaktadır. Mali yapısı güçlü şirketler yatırımcılar açısında önemlidir.

Yatırımcılar kamuya açıklanan bilgiler sayesinde tahminler ve analizler yaparak yatırım kararı almaktadır. Bu nedenle de bilgiye ihtiyaç duymaktadırlar.

- *Devlet;* Devlet sosyal olması sebebi ile bir çok konuda düzenleyici fonksiyonu bulunmaktadır. Ayrıca ekonomik katkı ve büyüme açısından dan birçok işlevi bulunmaktadır. Bu görevleri ise şirketler tarafından tahsil ettiği vergiler ile yapmaktadır.

- *Sendikalar*; Kamuyu aydınlatma ilkesi ile şirketlerin yaptığı açıklamalar, sendikaların işçilere vereceği destek konusunda ilgili şirket hakkında bilgi sahibi olmasına ve işçilerin gerekli hak ve özgürlüklere kavuşmasında etki etmektedir**.**

- *Uluslararası Şirketleri;* Ekonomilerin büyümesinde en önemli sebep çok uluslu şirketler tarafından yapılan yatırım ve bu yatırım sonrasında meydana gelen bilgi transferidir. Küreselleşme sonucunda üretim faktörleri serbestleşmiş, yatırımlar karlı alanlar tespit edilerek getirilerine göre yönlenmiştir. Bu ilke ile yatırım yapılacak birçok alan belirlenebilmektedir**.**

- *Medya;* Kamunun aydınlatılması medya aracılığı ile yapılmakta ve bu sayede herkes haberdar olabilmektedir.

- *Diğer Bilgi Kullanıcıları;* Bahsi geçen paydaşlar dışında ve bilgi ihtiyacı olan kullanıcılardır. Rakip şirketlerin bilgi ihtiyacı bu duruma bir örnek olarak gösterilebilir.

Şekil 3A Piyasa Dışı Paydaşlar



3.1.4.Kamunun Aydınlatılmasındaki Bilgi ve Bilginin Özellikleri

Şirketlere ait bilginin kamuya açıklanması, piyasalarda oluşan etkinliği etkilemektedir. Piyasaların etkin çalışması bu bilginin tam, doğru, eşzamanlı, şeffaf, güvenilir ve karşılaştırabilir olması ile yakından ilgilidir. Bilgi kullanıcıların açıklanan bilgiyi analiz süreci ve risk/getiri analizi tamamen bu bilginin ışığında ortaya çıkan beklentilerin sonucu olacaktır. Bu bağlamda piyasa etkinliğinin artması bakımından, bilginin öncelikle piyasa kullanıcılarına güven vermesi germektedir.(Canbaloğlu s.34)

Kamuya açıklanan bilgilerin, kamunun aydınlatılması ilkesi ışığında objektif olması gerekmektedir.*Objektiflik*, bir şirket tarafında kamuya açıklanan bilginin, şirketin iç birimleri tarafından üretilmiş, gerçek belgelere dayandırılan herhangi bir çıkar gözetmeden raporlanmış ve denetlenmiş bilgi olmasıdır. Bu bilginin elde edilmesinde öncelikle muhasebe ve finans yöneticilerinin sonrasında ise iç denetim biriminin büyük rolü bulunmaktadır. Kamu ya açıklan bilgi tarafsız ve kanıtlanabilir nitelikte de olmalıdır.

Şirket tarafında yapılan açıklamalarda özellikle faaliyet ve finansal sonuç açıklamasının yer verildiği durumlarda bilginin tam açıklanması

gerekmektedir. Bazen mali tablolarda yer verilen bilgilerin kapsam olarak tablolarda belirtilemeyeceği durumlarda, sunulan verilerin detayları hakkında bilgi verilmesi ilgi kullanıcıların analiz sürecinde farklı karar vermelerinde de etkili olacaktır.

Finansal tablo açıklamalarının yapılmasında ve bilginin güvenilir olmasında muhasebecilerin sorumluluğu çok yüksektir. Verilen analizi şirketin gelecek ve beklentileri hakkında büyük önem taşımaktadır.(Civelek ve Durukan,2001,187).

Kamuya açıklanan finansal ve faaliyetlere ilişkin bilgilerin menfaat sahipleri tarafından farklı dönemler itibariyle analiz edilmesi, yapılacak olan analiz ve karar verme sürecinde etkin olacaktır. Bu noktada bilginin karşılaştırılabilir olması bir özellik olarak karşımıza çıkmaktadır. Karşılaştırılabilir bilgi sayesinde aynı dönemlerde şirketin karlılık verimlilik vb. etkinlikleri hakkında bilgi sahip olma imkanı elde edilmektedir.

Karşılaştırılabilirlik, uygun muhasebe politikaları ve standartları sayesinde mümkün olmaktadır. Muhasebe politikası bakımından, kurallara ve standartlara uygun olmayan yapılanmalar sonucunda sunulan raporlar, yatırımcıların yanlış karar verme riskini arttıracaktır.

Yatırımcıların kararlarını etkileyecek bilgilerin kamu ile paylaşılması bilginin esaslılık özelliğinden kaynaklanmaktadır.(Paslı, 2004: 169). Eğer bir bilgi kamu ile paylaşılmıyor , eksik yada yanlış ulaştırılıyor ise ve kullanıcıların kararında olumlu yada olumsuz bir değişikliğe sebep oluyor ise esaslı bilgiden söz etmek mümkündür. (Erdoğan,2006; Abidoğlu, 2006).

Bilginin en önemli özelliği, anlık olmasıdır. Bilgi kullanıcılara anında ve tüm kullanıcılara ulaşacak şekilde sunulmalıdır. Aksi takdirde bilgiye diğer kullanıcılardan önce ulaşan bir kullanıcının bilgiyi kötüye kullanma manipülasyon ortamı oluşturma gibi lehte veya aleyhte birçok sonuç ortaya çıkabilir. Kullanılan bilgiler yapılan anlaşmalar sonucunda piyasada bulunan varlık fiyatları üzerinde etkili olabilir. Yatırımcıların eşit bilgiye sahip

olmaması piyasa varlıklarında nitelik bakımdan doğru ilişkinin kurulamaması anlamına gelmektedir. Burada oluşan bilgi eksikliği Limon Problemi olarak adlandıran piyasa modelindeki gibi bilgi asimetrisini oluşturur. Yatırımcı eksik ya da fazla değerlenmiş piyasa varlığına yatırım yapmak durumunda kalabilir. Bu çerçevede devlet tarafından yetkilendirilen otoritelerin denetleme ve düzenlemeleri yaparak güvenirlik ortamını oluşturması gerekmektedir. (http://www.bagimsizdenetim.org: 2016)

Ülkemizde Kamunun Aydınlatılması Projesi (KAP) kapsamında bilginin kullanıcılara güvenli bir şekilde ulaşmasını sağlanmaktadır.

3.1.4.1. Özel Durumlarla İlgili Kamunun Bilgilendirilmesi

Kamuya açıklanmak zorunluluğu olan bütün bilgiler, sürekli bilgiler ve şirket içi bilgi harici olan ‘’Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlenmiş olan bilgilerin tamamıdır. Tebliğ'in 26ncı maddesine göre kamuya açıklanmak zorunluluğu olan bir olay gerçekleştiğinde gerekli formlar hazırlanarak hazırlanan özel durum açıklaması İMKB'ye gönderilmek zorundadır.

- Sürekli Bilgiler Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre ;
- Şirketlerin sermaye yapısı ve yönetimin kontrolüyle ilgili değişimler,
- Ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi,
- Şirketlerin sermeyenlerinin değişimi ve pay sahiplerinin oy hakları
- Ek bilgi açıklamaları,
- Şirket ortaklarının hak bildirimlerini kullanabilmeleriyle ilgili bilgi açıklamaları,
- Paya dayalı sermaye piyasası araçları ile ilgili bildirim mecburiyeti,
- Borçlanma araçları ile ilgili bildirim mecburiyeti gibi başlıklar altında toplanmıştır.

İçsel bilgiler, şirketlerin kendi içerilerinde, kamuya açıklamadıkları bilgilerdir ve bu bilgiler yatırımcıların, pay sahiplerinin ve potansiyel yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek türdendir. Bu sebeple Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği ile şirketle ilgili

içsel bilgilerin ve önceden açıklanmış olan içsel bilgilerdeki değişikliklerin kamuya özel durum açıklaması şeklinde açıklanması zorunluluğu getirilmiştir. İçsel bilgilerin üçüncü kişiler tarafından öğrenilmesi durumunda bu bilgilerin kamuya özel durum açıklaması şeklinde açıklanma mecburiyeti bulunmaktadır.

Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliğinin 18. Maddesinde (Haber ve söylentilerin doğrulanması) şirketi temsil eden kişiler tarafından açıklanmayan ve şirket ortaklarını, yatırımcıları ve potansiyel yatırımcıları etkileyebilecek bir olayın, basın yayın organları ya da üçüncü kişiler tarafından ortaya atılması durumunda, şirket yetkilileri tarafından bu olayın doğru olup olmadığı konusunda kamuya özel durum açıklaması şeklinde açıklanma mecburiyeti bulunmaktadır.

Özel durumlarla ilgili yapılan açıklamalar Türkçe dilinde olmak zorundadır. Bu açıklamalar İMKB Günlük Bülteni ile kamuya açıklanır.

3.1.4.2. Mali Tablo Ve Raporlar İle Kamunun Bilgilendirilmesi

SPK 'na göre piyasalarda işlem şirketler kanunda belirtilen sürelere göre mali tablo ve raporlarının bildirimlerini yapmakla yükümlüdürler. Tablo ve raporlar ile ilgili tebliğde muhasebe temel kavramları ve ilkeleri açıkça belirtilmiş ayrıca mali tabloların sunulacağı şekil ve esaslar açıklanmıştır. (SPK.XI:1)

"Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ" ile ayrıca bildirilen raporda şirket faaliyetleri hakkında bilgi verilmesi gereken konularda açıklanmıştır. yönetim ve denetim kurulu üyelerin, sermaye yapısı, yatırımları, esas sözleşmesi vb. yıllık faaliyet raporunda yazılması gereken bilgilere örnek verilebilir.

Raporda belirtilen bu bilgilerin yanıltıcı olmamasına özen göstermeleri, abartıdan uzak şirketin gerçek durumunu yansıtır olmasına dikkat edilmelidir.

SPK'nun 3 nolu tebliğinde ise ara mali tabloların yayınlanma zorunluluğu ve tablolarda sunulacak bilgilere ait düzenlemeler usul ve esasları açıkça belirtilmiştir.

Seri:XI, No:29 sayılı *"Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğin de* ise BIST 'de işlem gören tüm şirketlerin ara dönem ve yıllık mali tablolarını bildirim zorunluluğu, bildirimi usul ve esasları belirtilmişti. Mali tablolar uluslararası düzeyde bildirilmeli ve bu tablo dipnotlarında açıkça belirtilmelidir.

Faaliyet raporları ve mali tabloların hazırlanması doğruluğu, güvenirliliği yönetim kurulu sorumluluğundadır. Denetime tabi olması yönetim kurulunun sorumluluğunu azaltmamaktadır.

SPK da düzenlenen kanun sonrasında kamuyu aydınlatma ilkesi benimsenmiş, bu doğrultuda piyasa etkinliği yani risk ve getiri analizi yatırımcılar tarafından yapılması gerekir hale gelmiştir.

3.1.4.3.Kamu Aydınlatılması Bağımsız Denetim İlişkisi

Sermaye piyasası güven üzerine kuruludur. Bir firmanın piyasada aktif olabilmesi oluşan güven ortamının getirisi olacaktır. Güven ortamı olmayan bir piyasa, yatırımcıların piyasadan uzaklaşmasına sebep olur. Gelişmiş ülkelerde piyasa daha güvenilirken orta ve az gelişmiş ülkelerde piyasa daha az güvenilir olmaktadır. Güvenilirliğin az olduğu piyasa, haksız kazancın ortaya çıkabilmesine sebep olmaktadır.

Bir piyasanın güvenilirliğinin sağlanması adına firmaların denetimi sağlanmalıdır. Bunun için firmaların muhasebe kayıtları, faaliyetleri, standartlara uygunluğu denetlenerek faaliyetleri ile ortaya çıkan performansları ve bunların birbirine uyumluluğunun gerçekliği doğrulanır.

Kamu aydınlatılmasında önemli rol oynayan denetlemenin amacı, bir firmanın faaliyetleri ile ortaya çıkan performansının uyumluluğunun tarafsız kişiler tarafından değerlendirilmesi ve kamuya ulaştırılmasıdır. Bağımsız denetlemenin önemli olmasının asıl sebebi ise ortaya konan güvenilir bilgidir. Aynı zamanda firmaların finansal tablolarının incelenmesi ile de analiz, denetim ve raporlama yaparak firma yöneticilerine gelecekle ilgili tahmin şansı sağlar ve firmanın geleceği hakkında yol gösterici bir rol üstlenir. Bu sebeple bağımsız denetim yöneticilerin gelecekle ilgili alacağı kararlarda etkilidir.

Firmalar, oluşan mali tablolarını öncelikle firma içerisinde oluşturulmuş olan iç denetçiler ile denetledikten sonra ve doğruluğu kesinleştikten sonra, bağımsız bir dış denetim sistemi tarafından denetlenmesini sağlarlar. Bunun sebebi firmanın kamudaki güvenilirliğinin artmasının yanında yöneticilerin firma için koydukları karlılık hedeflerine ulaşmasının kolaylaşması ve firmaların büyümek için gerekli olan kaynaklara sahip olabilmesinin sağlanmasıdır.

Piyasayı güvenilir tutmaya çalışan ülkeler, belirledikleri kanunlar ile firmaların kendi içlerinde bir denetim mekanizması olmasını sağlamaktadır. İç denetim mekanizmaları firmanın hesaplarını ve yaptığı işlemleri denetleyerek doğruluğunu kontrol etmektedir. Bu sebeple, firmalar iç denetçi olarak çalıştıracakları kişilerin belirli tecrübe ve yeterliliklere sahip olmasın dikkat etmelidir. (Küçüksözen a.g.e s.) İç denetçiler firmanın daha etkin ve verimli çalışabilmesinin yanında finansal konulardaki hata ihtimalleri azalır. Firmanın iç denetçilerce denetleniyor olması olası bir manipülsayon veya bilgilerin üçüncü kişilerle paylaşılması ihtimalini de azaltacaktır.(Uzun)

Firmaların güvenilirliklerini arttırmak amacıyla kendi denetim sistemleri dışında tarafsız bir denetim sistemlerine ihtiyacı olmaktadır. Bu da bağımsız denetim ile sağlanacaktır. Bağımsız denetçiler tarafsız olarak firmaların finansal denetimlerini yapar ve bu bilgileri kamu ile paylaşırlar. Piyasa etkinliği ve güvenilirliği kamunun, firmalara güvenebilmesi ile olmaktadır. Bu konuda bağımsız kişilerce ve tarafsız şekilde denetlenmiş bilgiler önemli rol oynamaktadır.(Çelen, s.1)

Bağımsız denetimin asıl amacı bilgi kullanıcılarının güvenilir bilgilere ulaşabilmesinin sağlanmasıdır. Aynı zamanda bilgiyi kötüye kullanarak menfaat sağlamaya çalışan kişilerin de önüne geçmekte önemli rol oynamaktadır. (Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ (Seri: X, No: 22)

Bağımsız denetleme birçok açıdan firmalar ve kamu ile birlikte devlete de yarar sağlamaktadır.

Firma için bağımsız denetim; faaliyetlerin yasal olmasını sağlamak, sahtekarlığın önüne geçmek, piyasada güvenilir olmak, firma yöneticilerinin gelecek ile ilgili karar almasında etkili olmak gibi sebepler ile yararlar sağlamaktadır

Kamu açısından bakıldığında ise bağımsız denetim; piyasanın güvenilir olması sebebiyle karar daha doğru kararlar almak, güvenilir bilgilere ulaşmak, işletmeler ile ilgili gerçekçi bilgilere ulaşmak gibi sebeplerle yarar sağlamaktadır.

Devlet açısından bakıldığında ise bağımsız denetim; ülkenin ekonomik politikasının gerçekçi olması , vergi konusunda sahteciliğin önüne geçmek, kamu kurum ve kuruluşlarındaki yolsuzlukların önüne geçmek gibi yararlar sağlamaktadır. (Çelen , s. 2)

3.1.5. Kamunun Aydınlatılması Türleri

Şirketlerin sundukları bilgiler yalnızca var olan ortakların menfaatlerini koruma amacıyla değildir. Çünkü şirket içinde ve dışında tüm grupları etkilemektedir. Yani kamuya yapılan şirket açıklamaları, sermaye piyasasında etkinliği, verimliliği ve güvenirliliği ile ülke ekonomisine direkt etki etmektedir. Sermaye piyasaları ekonominin göstergeleridir. Bir şirket hisselerinin borsadaki değerinin artması ya da azalması, şirket başarısı ve güvenilirliliği ve ekonomideki hareketin yönü adına göstergedir. (Bolak, 2001: 53) .

Kamunun aydınlatılmasında açıklanan bilgi birçok açıdan ele alınabilmektedir.

Sunulan bilgiler içerikleri açısından ele alındığında , bilginin finansal ve finansal olmayan türleri ele alınır. *Finansal bilgi;* bir firma tarafından kamuya açıklanan , firmanın faaliyetleriyle ilgili olan parasal değer olarak açıklanan bilgilerdir.(Küçüksözen, a.g.e., s.) Finansal bilgiye örnek olarak bilanço , yönetim kurulu faaliyet tablosu verilebilir. Finansal olmayan bilgiler ise finansal bilgiler dışında kalan bilgilerdir.

Sunulan bilgiler mecburiyet bakımından ele alındığında, bilginin zorunlu yada gönüllü olması ele alınır.. Şirketler, zorunlu açıklamaları devlet tarafından kanunlarla belirli dönemlerde yapılmak zorundayken, gönüllü açıklamaları kendi yönetim kurullarının ihtiyaç görmesi durumunda yapmaktadırlar.

Sunulan bilgiler sunma sıklığı bakımından ele alındığında periyodik ve özel durum açıklamaları olarak ele alınır.. Özel durum açıklamaları şirketlerin yöneticileri tarafından önemli bir olay olması durumunda yapılırken; Periyodik açıklamalar belirli tarih aralığında yapılmak durumundadır.

Sunulan bilgiler sunulan taraflar bakımından ele alındığında iç ve dış raporlama olarak ele alınır. İç raporlamalar şirketlerin kendi yönetimleri içerisinde sunulan ortaya konan bilgilerken; Dış raporlamalar kamuya paylaşılan evrensel olabilen bilgilerdir.

Sunulan bilgiler, Sermaye Piyasasına sunulan bilgiler açısından ele alındığında birincil piyasalar açısından, ikincil piyasalar açısından ve anlık olarak kamu aydınlatılması şeklinde değerlendirilir.

3.1.5.1.Bilginin Niteliği Açısından Kamunun Aydınlatılması

Bilginin niteliği açısından ele alındığında kamu aydınlatma ikiye ayrılmaktadır. Bunlar şekli kamu aydınlatma ve maddi kamuyu aydınlatma olarak yazılabilir.

Şekli açıdan kamuyu aydınlatma, firmaların belirli prosedürlere göre kamuyu ilanlar ve yayınlarla aydınlatmasını içermektedir. Bunun amacı doğru bilginin doğru yatırımcıya ulaşmasının sağlanmasıdır.

Maddi anlamda kamuyu aydınlatma ise şekli anlamda kamuyu aydınlatma ile birbirini tamamlayan özelliktedir. Maddi anlamda kamuyu aydınlatma, açıklanan bilgilerin doğru yatırımcıya ulaşmasının yanında, doğru, açık, yeterli , anlık ve karşılaştırılabilir olması olgularını içererek şekli kamu aydınlatmayı tamamlar.

3.1.5.2.Bilginin Sunulma Zamanı Açısından Kamunun Aydınlatılması

Sermaye Piyasasının daha güvenilir olması adına 'kurul kaydına alma' sistemi ortaya konmuştur. (Günal, 1997: 5).

Kurul kaydına alma sistemi ile yatırımcılar anında, tam, doğru ve dürüst bir şekilde bilgilendirilmektedir. Bu sayede kişiler, yatırım yapmadan önce firmalarla ilgili doğru bilgilere ulaşarak risk ve getiri hesaplamaları ile kendi tercihlerini yapabilecektir. .(Sayar, 2003: 71-72)

Sermaye Piyasasına sunulan bilgiler açısından kamuyu aydınlatma 3 başlık altında incelenebilir. Bunlar;

· Birincil Piyasalar Açısından Kamunun Aydınlatılması,
· İkincil Piyasalar Açsından Kamunun Sürekli Aydınlatılması,
· Anlık Olarak Kamunun Aydınlatılması, şeklinde belirtilebilir.

3.1.5.3. Birincil Piyasalar Açısından Kamunun Aydınlatılması

Firmalar ilk kez kamuya açıldığında, kamuyla birçok bilgi paylaşmaktadır. Fakat bu bilgi paylaşımı sadece ilk halka arz dönemine özeldir. Firmalar piyasada bulundukları süre içerisinde kamuyla bilgi paylaşımı yapmak zorundadır. Bunun sebebi firmaya menfaat sahiplerinin ve potansiyel yatırımcıların bilgiye ihtiyaç duymasıdır. Kamunun ihtiyaç duyduğu bilgiler izahname, sirküler, ilan ve reklamlar olarak kamuya açıklanmaktadır.

3.1.5.4. İkincil Piyasalar Açsından Kamunun Sürekli Aydınlatılması

Bir firmanın piyasaya açılmasının ardından ortaya çıkabilecek birkaç durum vardır. Bunlar firmanın durumunun değişmemesi, durumunun iyiye gitmesi ve durumunun kötüye gitmesi şeklinde sıralanabilir.

Firmaların piyasadaki durumu menfaat sahiplerini yakından ilgilendirmektedir. Kamunun firmanın hakkında bilgi edinmesi bu konuda önemlidir. Bunun için firmalar dönemsel olarak kamuyu sürekli aydınlatmak zorundadır. Bu durum yatırımcıların sağlıklı karar almasını sağlamayı amaçlar. (Atasoy ve Arıkan, 2004: Eroglu, 2003: 35)

İkincil piyasada kamu aydınlatılması, bağımsız denetçilerin raporları, finansal tablolar, etkinlik raporları gibi raporlar ile periyodik olarak ve anlık olarak kamuyla paylaşılmaktadır.

3.1.5.5.Anlık Olarak Kamunun Aydınlatılması

Kamunun aydınlatılması bir firmanın finansal ve finansal olmayan verilerini kamuyla paylaşmasını içermektedir. Finansal veriler belirli dönemlerde kamu ile paylaşılırken, finansal olmayan veriler firma yetkililerinin gerek görmesi durumunda kamuyla paylaşılmaktadır.

Bir firma ile ilgili önemli bir olay gerçekleşmesi durumunda, bu olay menfaat sahiplerini etkilemektedir. Menfaat sahiplerinin menfaatlerinin korunması amacıyla firma yetkilileri, firma adına önemli olan bu olayı kamuyla anlık olarak paylaşması gerekmektedir. Menfaat sahiplerinin anlık olarak bilgilendirilmesi neticesinde firma Sermaye Piyasası Kanunu'nda belirtilen dürüstlük ve açıklık prensiplerine uymuş olacaktır.

Açıklama yapılacak bilgiler Sermaye Piyasası Kanunu'nda; (26.07.1989 tarihli ve 20233 sayılı Resmi Gazete, Seri: XI, No: 3);

- Sermaye yapısıyla ve yönetim kontrolüyle ilgili düzenlemeler,
- Finansal duran varlık alımı, satımı, kiralanması, kiraya verilmesi, ayni sermaye olarak konulması,
- Faaliyetleriyle ilgili düzenlemeler,
- Yatırımlarıyla ilgili düzenlemeler,

- Mali yapısıyla ilgili düzenlemeler,
- Finansal duran varlıklara ilgili düzenlemeler,
- İdari konularla ilgili düzenlemeler,
- Diğer düzenlemeler, şeklinde belirtilmiştir.

Firma yetkililerinin ortaya çıkan önemli durumları kamu ile paylaşmaması durumunda, bazı kişiler yarar sağlayabileceği gibi genel olarak kamu bu durumdan zarar görecektir. Bu şekilde art niyetli kişilerin önüne geçebilmek mümkündür. Anlık olarak kamu aydınlatması kamu, firma ve devlet açısından faydalı olacaktır. Kamuyu anlık olarak aydınlatan firmalar Sermaye Piyasasının daha güvenilir olmasına sebep olmaktadır.

3.1.5.6.Kamunun Zorunlu ve Gönüllü Olarak Aydınlatılması

Kamunun mecburi aydınlatılması, kanunlara uygun olarak kamuya açıklanması mecburi verilerin kanunlarda belirtilmiş olan firmanın finansal, yönetimsel, ortaklık gibi vaziyetlerinin belirli yerlerde ve zamanlarda duyurulmasıdır. Firmaların kamuya yaptığı mecburi açıklamaların sebebi kanunların verdiği bir mecburiyettir.

Kamunun aydınlatılması ilkesi, şirketler ile piyasa arasında şeffaflık ilkesine en yakın ilkedir ve bu iki ilkenin birbirini tamamlayıcı özelliği olduğu söylenebilir. Kamu aydınlatılması şirket yöneticilerinin, şirkete ait finansal veya finansal olmayan bilgileri kamuyla paylaşmasıdır ve bu paylaşım açık bir dil kullanılarak, anlaşılır olmak zorundadır.

Kamu aydınlatılması İlkesi ile Şeffaflık İlkesi bilgi kullanıcılarının menfaatleri açısından en önemli ilkelerdir. Şeffaflık İlkesi ile Kamu Aydınlama ilkesi birbirinden etkilenen ilkelerdir. Bir firmada Şeffaflık ilkesi ne kadar benimsenirse kamuyla bilgi paylaşımı fazla ve paylaştığı bilgi o kadar açık, anlaşılır olacaktır. Bununla birlikte düzenleyici kurumların zorunlu tuttuğu - açıklanması zorunlu- bilgilerin miktarı ne kadar çok olursa firmalar kamuya karşı o kadar şeffaf olacaktır.

Firmalar açısından kamunun aydınlatılması zorunlu ya da gönüllü şekilde olabilmektedir. Zorunlu aydınlatma ile gönüllü aydınlatma arasındaki fark ülkeler tarafından yasalarla belirlenen dönemlerde kamunun aydınlatılma mecburiyetinden ortaya çıkmaktadır. Bunun sebebi firmaların kamuya karşı daha şeffaf olması ve piyasanın güvenilir bir hal almasıdır.

Türkiye'de kamu aydınlatılmasının düzenlenmesi SPK tarafından yapılmaktadır. Önemli bir bilgi ortaya çıktığı anda bilgilerin kullanıcılara ulaşabilmesi ve firmalar açısından şeffaflık oluşması adına, firma ile ilgili önemli bir durum ortaya çıktığı anda SPK'ya bildirilme mecburiyeti getirilmiştir. Bildirimin yapılma amacı kamunun firma ile ilgili değerlendirme yapması ve anlık olarak şartları karşılaştırabilmesidir.

Firmaların analizleri yapılırken finansal ve finansal olmayan birçok bilgiden yararlanılmaktadır. Finansal veriler muhasebe sisteminin gereği olarak parasal değeri olan ölçülebilir verilerdir. Fakat bir firmanın piyasa değeri sadece finansal veriler ile ölçülememektedir. Finansal olmayan veriler de bu konuda etkilidir.

Firmalar ile ilgili bilanço dışındaki prosedürler de kamuyla paylaşılmaktadır. Firmanın faaliyetleri sebebiyle oluşan risklerin değerlendirilmesi açısından firmaların bilgi paylaşımını sınırlandırmaması, kamuya risk raporları ile finansal olmayan bilgileri de sunması menfaat sahiplerine yarar sağlayacaktır. Firmaların risk profilleri menfaat sahiplerinin yatırımlarıyla ilgili değerlendirme yapmalarında önemli bir etkiye sahiptir. (Abrahoam ve Cox, 2007).

Bu durum göz önünde bulundurulduğunda firmaların kamuya gönüllü açıklamalar yapma mecburiyeti ortaya çıkmıştır. Firmaların ortaya koyduğu bilgiler neticesinde, geçmişteki verilerine ve gelecekteki stratejilerine ulaşan menfaat sahipleri daha doğru kararlar alabilecektir. (Çelik, 2002).

Kamu Aydınlatılması İlkesi bir firma yetkilisinin firmayla ilgili iyi yönde açıklama yapabildiği gibi, firmayla ilgili kötü yönde de açıklama yapabilmesini gerektirmektedir. Bir firmanın içinde bulunduğu kötü bir

durumu kamuyla paylaşması o an için kendisini kötü etkileyebilmekte fakat gelecekte öğrenilmesi durumunda karşısına çıkabilecek daha kötü sonuçların önüne geçebilmektedir. Firma yetkilileri tarafından yapılan gönüllü açıklamalar bir firmanın yöneticilerinin gerekli görmesi sonucunda ve kamunun bilgilendirilmesi ihtiyacı sebebiyle ortaya çıkmıştır (Agca ve Önder, 2007).

3.1.6.Kamunun Aydınlatılmasının Uygulanması

Mevzuatta belirtildiği üzere şirketler bilgi kullanıcılara meydana gelen değişiklikler ilgili açıklama yapmak durumundadır. Şirketlerin yaptığı açıklamalar gönüllü veya zorunlu olabilir. Önemli olan açıklamanın tam, zamanında, güvenilir, gerçeği yansıtır olmasıdır. Yanıltıcı, abartılı ve gerçeklikten uzak bilgi yatırımcıların analiz sürecini etkileyeceği için, yanlış yatırım yapılmasına aynı zamanda menkul kıymetler aşırı ya da az değer oluşmasına sebebiyet verebilir.

Bilginin eşanlı olarak tüm menfaat sahiplerine ulaştırılması riskten korunmayı ve şirketlere olan güvenin arttırılması sağlamaktadır.

3.2.FİNANSAL HABERLERİN HİSSE SENEDİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

1933 yılında, ilk olarak Dolley şirketler tarafından yapılan açıklamaların hisse senedi üzerine etkisini araştırmıştır. Çalışmasında, şirket bölünme haberlerinin hisse fiyatı üzerindeki etkisini ölçmüştür.

Literatürde Şirketlere özel finansal açıklamaların hisse senetlerine yani şirket değerine etkisini inceleyen birçok çalışma bulunmaktadır.

1965 yılında Fama tarafında ortaya atılan etkin piyasalar hipotezi ile açıklamaların hisse senedi fiyatına etkisi yanında piyasa üzerinde de ne gibi etkileri olduğu araştırılmaya başlanmıştır.

3.2.1.Finansal Haberlere İlişkin Yapılan Çalışmalar

Şirketlerde finansal yönetimin amacı, şirketin piyasa değerini, dolayısıyla hissedarların servetini maksimize etmektir. Bu amaca ulaşmak ise şirketin finansal performansına bağlıdır. Dolayısıyla şirketlerce duyurulan finansal haberler, piyasa oyuncuları tarafından dikkatle izlenebilmektedir. Bu kısımda finansal haberlerin hisse senedi üzerindeki etkisini araştıran çalışmalar ele alınmıştır.

Ball ve Brown'un(1968) yılında yaptığı çalışmada, kazanç açıklamalarına ilişkin haberlerin, tahmin edilen şirket karı ile fiilen ortaya çıkan şirket karı arasındaki farkın, hisse sendi fiyatına etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda şirkete ait olumlu (kar) haberlerin hisse senedi fiyatında olumlu etkileri olduğu ancak olumsuz (zarar) haberlerin fiyatları negatif yönde etkilediği ortaya çıkmıştır

Dravid'in(1987), yılında ABD'de yapmış olduğu hisselerin bölünmesini kapsayan haberlere karşı, piyasanın tepkisinin araştırıldığı çalışmada, 1962-1981 yıllarına ilişkin şirketler tarafında yapılmış olan duyuruların, hisse senedi hareketliliğini arttırdığı ve negatif anormal getiriler ortaya çıkmasına neden olduğu sonucuna varılmıştır.

Healy ve Palepu 'nun(1988), yılında ABD'de yaptığı çalışmada 1954-1963 yıllarında, şirketler tarafından yapılan kar payı açıklamalarının, hisse senetleri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmada ilk kar payı dağıtımını yapacak ve on yıllık dönemde düzenli kar payı dağıtan, yüz otuz bir şirket tarafından bildirilen duyurular ele alınmıştır. Çalışmanın sonucunda, olay öncesinde ve sonrasında ki günlerde istatistiksel olarak pozitif anlamlı getirilerin oluştuğu ortaya konmuştur.

Woodruff ve Senchack tarafından 1988 yılında, şirketler tarafından yapılan 3 aylık kazanç açıklamalarının, gün içi etkisi üzerinde durulmuştur. Açıklamalar beklentilere göre sınıflandırılmış alt ve üst olarak ikiye ayrılmıştır. Sonuçta, beklentilerin üstünde meydana gelen kazançların, beklentilerin altındakilere göre

daha hızlı düzeldiği ortaya konulmuştur. Ayrıca, ilk on dört dakikada işlem ortaya çıktığı tespit edilmiştir.

Berry ve Howe tarafından 1994 yılında, hisse senetleri ve enformasyon arasındaki ilişkiyi inceleyen bir çalışma yapılmıştır. Sonuçta, açıklanan bilgilerle pay piyasası arasında, orta seviyede pozitif bir etkinin oluştuğu ortaya konmuştur.

Kandel ve Pearson tarafından, 1995 yılında, yapılmış olan çalışmada1981-1992 dönem aralığında piyasanın üç aylık kazanç açıklamalarına verdiği tepki araştırılmıştır. Çalışmada iki bin dört yüz seksen iki şirket tarafından duyurulan toplam altmış dokuz bin altmış yedi kazanç haberi kullanılmıştır. (-1);(+1) Olay Penceresinin kullanıldığı çalışmada şirketler tarafından açıklanan kazanç haberlerinin hisse senetlerinin işlem hacminde miktarsal olarak bir atışa neden olduğu ortaya çıkmıştır.

Bamber ve Cheon tarafından, 1995 yılında ABD'deki üç aylık kazanç açıklamalarının piyasaya etkisinin araştırıldığı bir diğer çalışma da 1986-1989 dönem aralığını kapsamaktadır. Aynı zamanda Kandel ve Pearson 1995 yılında yaptığı çalışmada, farklı olarak haberlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi de ölçülmüştür.

Greene ve Watts tarafından, 1996 yılında, yapılan çalışmada 1990-1994 dönem aralığında NYSE ve NASDAQ' ta işlem gören şirketlerin yapmış olduğu, üç aylık kazanç açıklamalarına piyasanın gün içi tepkisi araştırmıştır. İlgili dönemde NYSE'de işlem gören 100 şirketten bin üç yüz iki, NASDAQ' ta işlem gören 100 şirketten ise bin yüz seksen yedi kazanç açıklaması kullanılmıştır. Olay penceresi (-10) dakika ve (-25) dakika olarak kullanılmıştır. Araştırma sonucunda NYSE' de bulunan şirketlerin açıklamadan 7 dakika önce, NASDAQ' ta bulunan firmaların ise açıklamadan 8 dakika önce istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif getiriler oluşturduğu ortaya çıkmıştır.

Affleck-Graves ve diğerleri tarafından, 2002 yılında 1980-1989 dönem aralığını kapsayan üç aylık kazanç açıklamalarının önceden tahmin edilip

edilemeyeceğinin araştırıldığı çalışmada NASDAQ' ta işlem gören 247 şirketin yaptığı iki bin dokuz yüz kırk bir açıklama incelenmiştir. Araştırma 3 er aylık dönemlerde farklı açıklamalar üzerinde yapılmıştır. (+3);(-3) Olay Penceresinin kullanıldığı araştırmada hisse senetlerin işlem hacimlerinde anlamlı artışlar olduğu ortaya konulmuştur.

Chae tarafından, 2005 yılında 1986-2000 dönem aralığını kapsayan çalışmada, şirketler tarafından beklenen ve beklenmeyen duyuruların hisse senetleri üzerinde aşırı getiri oluşturup oluşturmadığı araştırılmıştır. Araştırmada kazanç açıklamaları beklenen, devralma ve finansal notları kapsayan açıklamalar ise beklenmeyen duyuru olarak sınıflandırılmıştır. İlgili dönemde NYSE' de ve AMEX' te işlem gören şirketlerce altmış beş bin dokuz yüz on iki kazanç açıklaması ve yirmi beş bin seksen yedi devralma duyurusu ve dört yüz on finansal nota ilişkin duyuru yapılmıştır. Çalışma sonucunda, kazanç ve devralma ile ilgili duyurular olay tarihinden sonra, pozitif kümülatif aşırı getiriler meydana gelirken, finansal not duyuruları olay tarihi öncesinden pozitif kümülatif aşırı getiriler meydana geldiği ortaya konmuştur.

Garfinkel ve Sokobin tarafından, 2006 yılında yapılan çalışmada 1985-1998 yılları incelenmiş, şirketler tarafına yapılan kazanç açıklamalarının, hisse senedi getirileri ve işlem hacimleri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. NYSE ve AMEX'te işlem gören şirketlerin bildirdiği kırk beş bin yüz seksen yedi bilanço açıklaması ele alınmıştır. Sonuçlara göre açıklamaların hisse senetlerinin getirilerini ve işlem hacimlerini birlikte arttırdığını ortaya koymuştur. Ayrıca, artan işlem hacmi miktarının hissenin gelecekteki getirisi üzerinde de pozitif bir etkisi olduğu belirlenmiştir.

Kalay ve Kronlund tarafından, 2014, yılında yapılan çalışmada şirket bölünme haberlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi incelenmiştir. 1988-2007 dönemini kapsayan çalışmada NYSE' de işlem gören bin iki yüz üç şirketin yaptığı iki bin doksan yedi açıklama kullanılmıştır. Çalışma sonucunda elde edilen veriler, (-1);(+1) olay penceresi kullanılarak hesaplanmıştır. Sonuç olarak hisse senetlerinden %1,7 oranında kümülatif anormal getiri elde edildiği ortaya konmuştur.

3.2.2.Türkiye ‘de Yapılan Finansal Haberlere İlişkin Çalışmalar

Özer ve Yücel tarafından, 2005 yılında yapılan çalışmada 1989-1997 yıllarında arasında IMKB de işlem görmüş olan firmaların, bedelli ve bedelsiz hisse senedi ihraç tarihi, etrafındaki fiyat hareketleri incelenmiştir. Olay etüdü yöntemi kullanılan çalışmada, ihraç tarihinde anlamlı ve yeterli büyüklüğe sahip anormal getiriler elde edilmiştir. İhraç tarihi öncesinde pozitif anlamlı getiriler elde edilirken ihraç tarihi sonrasında negatif getiriler elde edildiği gözlemlenmiştir

Pekkaya tarafından, 2006 yılında yapılan çalışmada dağıtılan temettülerin ve karın sermayeye ilave edilmesinin, şirket değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. BIST 30 endeksindeki yapılan çalışmada, 19 adet şirket kullanılmış, veriler regresyon analizi yöntemini ölçümlemeye çalışmıştır. Sonuç olarak, kar dağıtımının şirket değerini etkilediğini ancak değişkenlik gösterdiği bazı şirketlerde pozitif getiri elde edilirken bazılarında negatif getiri elde edildiği sonucuna varılmıştır. Ayrıca, kar payını şirkette bırakmanın da şirkete olumlu etkileri olduğu sonucuna varılmıştır.

Özaltın tarafından, 2006 yılında yapılan çalışmada şirketlerin sermaye yapıları ile şirketin piyasa değeri arasında bir etkinin olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırma BIST 100 endeksinde bulunan 85 şirket üzerinde yapılmıştır. Çalışma Korelasyon analizi yöntemi yapılmış, şirketlerin sermaye yapıları ve piyasa değerleri arasında anlamlı ilişki olup olmadığı gözlemlenmiş, sonucunda anlamlı ilişkinin bulunmadığı sonucuna varılmıştır.

Altan ve Arkan tarafından, 2011 yılında yapılan çalışmada 2004-2007 dönem aralığında firmaların 3 aylık verilerini kullanarak şirketin finansal yapısının firma değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmada BIST Sınaî Endeksinde bulunan 127 firmanın kullanılmıştır. Çoklu regresyon analizi yöntemiyle yapılan çalışma kısa vadeli öz kaynak, uzun vadeli öz kaynak ve öz sermayenin firma değeri üzerindeki etkisini test etmişlerdir. Çalışmalarında, seçilen bağımsız değişkenlerin firma

değeri üzerinde istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Baklacı v.d. tarafından, *2011* yılında yapılan çalışmada, firmaya özel haberlerin bilgi içeriğini araştırmışlardır. Bu amaçla, haberlerin seçilmiş bazı hisse senetlerinin getiri hareketliliği üzerindeki etkisi incelenmiştir. Haziran 2008/Aralık 2009 periyodunda yapılan çalışmada BIST 'da işlem gören 20 şirket hissesinde oluşan 15' er dakikalık hisse senedi getirilerini kullanmışlardır. Veriler matriks veri terminalinden sağlayarak, bilginin varlığı için kukla değişken kullanmış ve analiz için artan ve azalan piyasalara karşılık gelen 2 dönem tercih edilmiştir. Sonuç olarak istatistiksel olarak anlamlı ve negatif hareketlilik olduğu sonucuna varılmıştır.

Konak ve Kenderli tarafından, 2013 yılında 2008-2013 dönem aralığını kapsayan araştırmada BİST Banka Endeksi'nde bulunan kırk yedi şirketin yaptığı temettü ödemelerinin, hisse fiyatları üzerindeki piyasa etkileri incelenmiştir. Araştırma sonucunda ortalama aşırı getirilerin olay günü (temettü ödemesinin gerçekleştiği gün) negatif olduğunu, ancak olay penceresi (0…+3) ve (-3…0) kapsayan dönemde pozitif olduğu ortaya çıkmıştır. İstatistiksel olarak anlamlı sonuçlar bulunamamasına rağmen, olay penceresi(0);(+10) ortaya çıkan kümülatif aşırı getirilerin ise %60'dan fazlası pozitif olduğu ortaya çıkmıştır.

Kaderli ve Başkaya tarafından, 2014 yılında yapılan çalışmada şirketlerin dağıtacağı kar paylarına ilişkin açıklamaların, ilgili şirketin getiri oranları üzerinde nasıl bir etki meydana getireceği olay etüdü yöntemiyle incelenmiştir. Araştırmada düzenli kar payı ödemesi yapan şirketler dikkate alınmıştır.2009 -2010 yılları arasında BIST' te işlem gören düzenli ödeme yapan şirketler tespit edilmiş bu şirketlerin 2009 ve 2010 yıllarında ödemiş olduğu nakit kar payları ve bu kar payı ödemelerini yapacaklarını açıkladıkları tarihler, olay günü olarak tayin edilmiştir. 2010 yılında ödediği temettü 2009 yılına göre arttıran ve azaltan şirketlerin ayrı ayrı (-5);(+5) olay penceresi ile (-20);(+20) olay penceresi günlük getiri oranları çalışma verisi olarak

kullanılmıştır. Çalışma sonucunda kar paylarının bir önceki yıla göre artarak dağıtılacağının açıklanması, o şirketlerin hisse senedi fiyatları ve getirilerini kısa dönemli ve pozitif bir etki yarattığı ortaya konmuştur. (-20);(+20) olay penceresinde ise kar payını arttıran şirketlerin, bu durumu kamuya açıklamalarının olay tarihi etrafında olumlu bir etki yarattığı gözlemlenmiştir. Ancak, uzun vadede etkinin ortadan kalktığı belirlenmiştir. Özetle, yapılan uygulama sonucunda, kar payı duyurularının ilgili şirketlerin hisse senedi fiyatlarını etkilediği tespit edilmiştir

Özer ve Babacan tarafından, 2015 yılında yapılan çalışmada şirketlerin yapmış olduğu, gönüllü açıklamaların, şirket değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır.BIST100 endeksinde işlem gören, banka ve diğer finansal kurumlar dışındaki firmaların kullanıldığı çalışmada, olay etüdü yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada, farklı olay pencerelerine göre istatistiksel olarak anlamlı pozitif kümülatif anormal getiri elde edildiği ve en yüksek getirinin açıklamanın yapıldığı gün meydana geldiği tespit dilmiştir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4.OLAY ETÜDÜ YÖNTEM VE UYGULANMASI

Klasik teoriye göre, bilgi kamuya açıklandığı anda fiyatlara yansımaktadır. Bu nedenle, haberlerin finansal piyasalar üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını ifade edilmektedir. Hâlbuki birçok çalışma; kazanç açıklamaları, kurumsal olaylar, hisse bölünmesi, temettü, haberlerinin yatırımcılar arasında yayıldığını ve bu yayılımın hisse senedi fiyatlarını etkilediğini göstermektedir (Peress, 2011: 2).

4.1.OLAY ETÜDÜ YÖNTEMİ METODOLOJİSİ

Olay Etüdü (Eventstudy) : Ekonomide meydana gelen iktisadi olaylar ile firmalara özgü bölünme, birleşme, borçlanma, kar açıklaması gibi olayların, açıklamayı yapan firmanın hisse senetlerinde meydana gelen anormal fiyat hareketi olup olmadığını ilgili olayın beyan edildiği tarihin öncesini ve sonrasını kapsayan bir olay penceresi çerçevesinde analiz edilmesi olarak tanımlanır.

Olay etüdünün işleyişi Strong (1992), Mackinlay (1997), Binder (1998), Corrado (2011) ve özellikle parametrik olmayan testler için Kolari ve Pynnonen (2011) tarafından detaylı olarak açıklanmaktadır. Strong (1992: 534)'a göre olay etüdü çalışması 3 aşamada gerçekleştirilir;

1) Olay günlerinin belirlenmesi,

2)Normal getirilerin belirleneceği modelin seçilerek anormal ve birikimli anormal getirilerin hesaplanması,

3) İstatistiksel testlerin uygulanması şeklindedir.

Aynı zamanda, piyasadaki etkinlik olay çalışması yöntemiyle günlük getirilerle ilgili oranlar incelenerek fiyatlara hangi hızda tepki verdiği ölçülebilir(Kaderli,2007,147).

Olay etüdünün yararı, fiyatların bilgilere göre değerlendirilme düzeyine dair bir çerçeve sunmasıdır. Çünkü fiyatları önemli ölçüde etkileyecek bir olayın tarihi tam olarak biliniyorsa, beklenen getirirlerden anormal günlük getirileri belirlemeye çalışmak anlamsız olacaktır. (Başoğlu, Ceylan ve Parasız,2009).

Finansal Tablo açıklamalarının hisse senedi fiyatı üzerinde etkisinin araştırıldığı çalışmada olay etüdü yöntemi kullanılacak olup, bu yöntemle belirli bir zaman dilimi içerisinde belirli dönemlerde yoğunlaşan olayların analizi yapılabilmekte ve yöntem finans, muhasebe, hukuk ve ekonomi alanlarında sıklıkla kullanılmaktadır (MacKinlay, 1997, s.13).

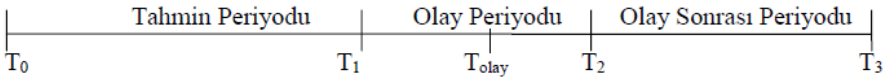
Olay etüdü yöntemi ile ilgili olarak bilinen ilk çalışma, 1933 yılında Dolley tarafından hisse senedi bölünmelerinin fiyat oluşumuna etkisi üzerine yapılmıştır. Ancak, Fama'nın 1969 yılında yeni bilgilere göre hisse senedi fiyat oluşumunu belirleyen çalışması Olay Etüdü Yöntemi'nin günümüzde kullanılan temellerini oluşturmuştur (MacKinlay,1997).

Olay etüdü çalışmasının yapılabilmesi süreci MacKinlay (1997) tarafından dört başlık altında toplanmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde ilgili konusu adımlar takip edilecektir.

4.1.1.Çalışılacak Olay ve Olaya ilişkin Zaman Aralıklarının Belirlenmesi

Bir olay etüdü çalışmasının amacı, olayın meydana geldiği tarihte (EventDate) yani ilk kez piyasa duyurulduğu tarih etrafında fazla bir getirinin olup olmadığının belirlenmesidir. Fazla getiriler olması gerekenin altında ve üstünde oluşan getirilerdir. Olay etüdü bir bütün olarak piyasa performansıyla da ilgilidir. Bu çerçevede tespit edilen fazla getiriler 'anormal getiri' olarak da adlandırılmaktadır.(Rao,1995;189).

Olay Etüdü, çalışılacak olayın meydana geldiği tarihten önceki bir dönemde belirlenen bir model aracılığıyla olay sonrası dönemde hesaplanan anormal getirilerin anlamlı olup olmadığının tespitine yöneliktir.



Şekil 4A

Genellikle olay çalışmalarında incelenen olayın olduğu an olay zamanı (T=0 zamanı) olarak belirlenmekte ve zaman çizelgesinde "tahmin periyodu", "olay periyodu" ve "olay sonrası periyodu" olarak üç dönem şeklinde tanımlanmaktadır. (T_0–T_1) zaman aralığı olarak belirlenen tahmin periyodu, olayın etkisinin oluşmadığı bir zaman aralığıdır ve olay periyodunda kullanılacak parametrelerin tahmini bu dönemin verileriyle elde edilmektedir. Bu parametreler incelenerek her bir piyasa değişkeni için normal getiri tahmini yapılmaktadır. Olay periyodu olarak adlandırılan (T_1-T_2) donemi için gerçekleşen getirilerden normal getiriler çıkarılarak anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler hesaplanmaktadır. Uzun dönemli etkilerin yapıldığı çalışmalarda,(T_2-T_3) zaman aralığı olarak belirlenen olay sonrası pencere kullanılmaktadır (Mazgit, 2013).

Yukarıdaki gibi bir zaman çizelgesi özellikle açıklamalı çalışmalar olarak adlandırılabilecek bölünme, birleşme, borçlanma, kar açıklaması gibi önceden kamuya duyurulan olayların analizi için etkin çizelgedir.

Çalışmamızda da beklenen getirilerin hesaplanması için gereken α ve β parametreleri regresyon yöntemi ve tahmin penceresi verileri kullanılarak hesaplanmıştır. Etkin çalışan hisse senedi piyasalarında, bilgi açıklandığı an yatırımcıların yaptığı alım ve satım işlemleri sonucu hisse fiyatlarının, elde edilen bilginin etkilerini yansıtmasını sağlar.(Hekimoğlu ve Tanyeri 2011).

Olay etüdü çalışmamızda zaman aralığı finansal tablo açıklamalarının açıklamalarını yapıldığı günü merkez almaktadır. Beklenen getirinin tahmininde kullanılan tahmin dönemi 6aylık ve 12 aylık finansal tablo

açıklamaları için 60 gün ile sınırlandırılmıştır. Açıklamanın yapıldığı günden önceki 16'ncıgün ve açıklamanın yapıldığı günden sonraki 76 ıncı gündeki 60 günlük döneme göre hesaplanan günlük getiriler ile açıklamanın yapıldığı günkü piyasa verisi, regresyon analizi yapılarak denklemler çözülmüştür.

4.1.2.Piyasa Değişkeni Seçim ve Kriterinin Belirlenmesi

Bu çalışmanın materyalini; KAP resmi internet sayfası aracılığıyla duyurmuş olduğu 2005-2015 yılları içerisindeki 6 aylık ve 12 aylık finansal tablo açıklamalarına istinaden duyuru tarihinden, 15 gün öncesi ve 15 gün sonrasını kapsayan günlük getiri oranları oluşturmaktadır

Çalışmanın uygulanmasında 2005-2015 yılları arasında KAP'ın açıklamış olduğu finansal tabloların, hisse senedi fiyatları üzerinde açıklamanın yapıldığı tarihler ve bu tarihteki etkileri incelenmiştir.

KAP internet sitesinde açıklanan 6 aylık ve 12 aylık finansal tablo açıklamaları belirlenerek BIST100 arşiv verilerinden temin edilen günlük hisse senedi fiyatları belirlenip ve BİST resmi internet sitesinden BİST100 genel endeks verileri belirlenip olay etüdü hesaplamaları yapılmıştır.

4.1.3.Hisse Senedi Getirilerinin Hesaplanması

Hisse senedi getiri hesaplaması 2.1'de yer alan denklemde gösterilmiştir. Denklem 2.1'e göre "i" hisse senedinin, "t" günündeki getiri oranı "$R_{i,t}$", "i" hisse senedinin "t" ve "t-1" günlerindeki ($P_{i,t-1}$) bölümü ile hesaplanmaktadır.

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \qquad \textbf{(2.1)}$$

Hisse senedi getirilerinin bir diğer hesaplama tekniği ise Denklem 2.1'e göre hesaplanan getirilerin logaritmasının alınmasıdır.

Hisse senedi fiyatlarından hareketle günlük getirilerin nasıl hesapladığı Tablo 2.1'de yer alan veriler örnek alınarak açıklanmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda Tablo 2.1. enerji sektöründe faaliyet gösteren dört firmanın 14.08.2012-30.08.2012tarihlerindeki hisse senedi kapanış fiyatlarını ve bu tarihlerdeki günlük getirileri göstermektedir.(Babacan 2015:64)

Tablo:2.1 Hisse Senedi Getirilerinin Hesaplanması

		AKENR		AYGAZ		ECILC		GUBRF	
t	**Tarih**	**fiyat**	**getiri**	**fiyat**	**getiri**	**fiyat**	**getiri**	**fiyat**	**getiri**
	14.08.2012	1,54		7,75		1,8		3,41	
-9	**15.08.2012**	1,53	-1%	7,73	0%	1,8	0%	3,29	-4%
-8	**16.08.2012**	1,54	1%	7,71	0%	1,82	1%	3,27	-1%
-7	**17.08.2012**	1,53	-1%	7,75	1%	1,82	0%	3,33	2%
-6	**20.08.2012**	1,53	0%	0	0%	0	0%	0	0%
-5	**21.08.2012**	1,53	0%	0	0%	0	0%	0	0%
-4	**22.08.2012**	1,53	0%	7,86	0%	1,83	0%	3,41	0%
-3	**23.08.2012**	1,52	-1%	7,9	1%	1,83	0%	3,38	-1%
-2	**24.08.2012**	1,52	0%	7,86	-1%	1,83	0%	3,38	0%
-1	**27.08.2012**	1,52	0%	7,9	1%	1,83	0%	3,36	-1%
0	**28.08.2012**	1,54	1%	7,83	-1%	1,82	-1%	3,29	-2%
1	**29.08.2012**	1,49	-3%	7,79	-1%	1,81	-1%	3,23	-2%
2	**30.08.2012**	1,49	0%	0	0	0	0	0	0%

Tablo 2.1**.** 'e göre, Akenerji' nin 29.08.2012 tarihindeki getiri oranı (-3%), 29.08.2012 tarihindeki kapanış fiyatı (1,49 TL) ile 28.12.2012 tarihindeki kapanış fiyatı (1,54 TL) arasındaki farkın (-0,05 TL), 28.12.2012 tarihindeki kapanış fiyatına (1,54 TL) bölünmesiyle hesaplanmaktadır..

4.1.4.Anormal ve Kümülatif Anormal Getirilerin Hesaplanması

Olay etüdü çalışmaları, piyasanın hızlı ve verimli çalışıp çalışmadığının tespitinde önemli bir yöntem olarak sermaye piyasası araştırmalarında kullanılmakta ve önemli bir amaca hizmet etmektedir.(Kothari ve Warner,2006:4)

Olay etüdü yöntemi; olay günü yani bilginin piyasaya sunulduğu tarih etrafında, belirlenen tahmin aralığına göre bir getiri fazlalığının tespiti ve bu

fazlalığın anlamlılığının analiz edilmesinde kullanılmaktadır. Fazla getiri normal şartlarda olması gerekenin altında veya üstünde elde edilen gelirlerdir. Bu nedenle tahmin periyodunda bir normal getiri modeli oluşturulmakta ve bu modelin sonuçları ile olay periyodu getirileri arasındaki fark (anormal getiri) elde edilmektedir.

Tahmin döneminden bir normal getiri modeli oluşturulması gerekmekte olup, Brown ve Warner'a (1985) göre ortalamaya göre düzeltilmiş getiri modeli, piyasaya göre düzeltilmiş getiri modeli ve piyasa modeli anormal getirilerin (AR) elde edilmesinde kullanılmaktadır.

Finansal tabloların hisse senetleri üzerindeki etkisinin araştırdığımız bu çalışmada , anormal getiriler hesaplanırken, beklenen getiriler ile gerçekleşmiş getirilerin farkını temel alan piyasa modeli kullanılmıştır (Weston ve Weaver, 2001)

$$\mathbf{R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}} \qquad \mathbf{(3.1.)}$$

Denklem 3.1 de yer alan;

$\mathbf{R_{it}}$;Hisse senedinin t günündeki durumunu,
$\mathbf{R_{mt}}$; Piyasa portföyünün(BIST100) t dönemdeki durumunu,
ϵ_{it}; Hisse senedinin t dönemdeki sistematik olmayan durumunu
$\alpha_i$ve β_i:Modele ait hesaplanan parametrelerini tanımlamaktadır.

Olay penceresindeki günlük anormal getiri hesaplaması 3.1.gösterilen denklem kullanılarak belirlenmiştir. Hesaplama piyasa modeli parametreleri $\alpha_i$ve β_i, (OLS) en küçük kareler yöntemi ile tayin edilmektedir.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \hat{R}_{m,t})$$

(3.2)

$(\alpha_i + \beta_i R_{mt})$ **:**OLS sonucu Hesaplanan normal getiri
$R_{it:}$: Gerçekleşen getiri
$AR_{i,t:}$: Normal getiri

Günlük anormal getirilerin hesaplanmasından sonra ortalama günlük getiriler denklem 3.2 kullanılarak hesaplanmaktadır.

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{Nt} \sum_{i=1}^{Nt} \mathbf{AR}_{i,t} \qquad \textbf{(3.3)}$$

$\overline{AR}_t$: t dönemdeki ortalama anormal durumu,
$\mathbf{N_t}$:Veri kümesindeki gün sayısını belirtmektedir.

Bir sonraki aşamada, finansal tablo açıklamalarının yapıldığı tarihin N gün öncesinden, N gün sonrasına kadar olan ortalama günlük anormal getiriler toplanarak kümülatif anormal getiri hesaplanmıştır.

Birikimli anormal getiriler denklem 3.3 ile hesaplanmaktadır.

$$\boldsymbol{CAR}_{[+N,-N]} = \sum_{t-N}^{+N} \left(\overline{AR}_t \right) \qquad \textbf{(3.4)}$$

CAR:Kümülatif anormal getiri olarak tanımlanmaktadır.

Son olarak ortalama kümülatif normal getiriler denklem (3.4) ile hesaplanmıştır

Finansal tablolar ile ilgili açıklamanın yapıldığı tarihin N gün öncesinden N gün sonrasına kadar olan kümülatif anormal getiri hesaplanmıştır.

Bu hesaplamalar sonucunda elde edilen bulgular sıfırdan farklı sonuçlar veriyor ise, ilgili bilginin açıklanması kullanılan piyasa verileri üzerinde anormal bir getiri oluştuğunu gösteriyor demektir. Yani bu durum piyasanın

yarı güçlü formda bile etkin olmadığını gösterir. Ancak elde edilen bulgular sıfıra eşit ya da sıfıra çok yakın ise ilgili bilginin kamuya açıklanmasının ilgili piyasa verileri üzerinde etkisinin olduğu ortaya çıkar. Bu durum piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğunu gösterir. Yatırımcılar böyle bir piyasada kamuya açıklanan duyurulardan yararlanarak anormal getiri elde edemezler. (Bayazıtlı, Kadirli,Gürel,2008).

4.2.PARAMETRİK VE PARAMETRİK OLMAYAN TESTLER VEUYGULANMASI

Olay etüdü yöntemi ile yapılan çalışmalarda birçok istatistiki test kullanılmaktadır. Kullanılan testler parametrik ve parametrik olmayan testler olarak ikiye ayrılmaktadır. Bunların arasında T Testi, Patell Z Testi ve BMP Testi anormal getirilerin normal dağıldığını varsayan parametrik testlerdendir. Sıra ve İşaret testleri parametrik olmayan testler olarak adlandırılmakta ve varsayım gerektirmemektedir.

Etkinlik çalışmaları finansal ekonomi, muhasebe, hukuk ve ekonomide yaygın olarak kullanılmaktadır. Uygulanan istatistiksel testlerin çıktılarından güvenilir sonuçlar elde etmek için, bu tür alanlara, mümkün olduğunca güçlü ve sağlam yöntemler kullanmak hayati önem taşımaktadır. Geliştirilmiş güç özellikleri nedeniyle, Patell'in parametrik olay çalışma testleri (1976) ve Boehmer, Musumeci ve Poulsen (BMP) (1991) standart anormal getiriler için standart dışı testler üzerinden popülerlik kazanmıştır. Harrington ve Shrider (2007) Ortalama anormal getirilerin kısa ufukta test edilmesinde, enine kesitlere karşı sağlam olan testlerin gerçek anormal getiride varyasyonların daima kullanılmalıdır. BMP t-istatistiği, konvansiyonel olay çalışmalarında sağlam bir parametrik test için iyi bir adaydır. Corrado ve Zivney (1992), standartlaştırılmış Rekabetçi ve çoğunlukla üstün ampirik güce sahip olduğu kanıtlanmış, karşılaştırılmış tek günlük anormal getirileri test ederken parametrik testlere [örneğin, Corrado (1989), CorradoVe Zivney (1992), Cowan (1992), Campbell ve Wasley (1993) ve Kolari ve Pynnonen(2010)]. Ayrıca, sıralama testilerinin oynaklığa bağlı olarak etkili olduğunuve bağlı oynaklık açısından sağlamlığını göstermektedir. [CampbellVe Wasley (1993) ve Kolari ve Pynnonen (2010)].

Burada bahsi geçen denklemler ve testler ile yapılan analizler bu çalışmada gerçekleştirilen analizler için de kullanılan "EventStudyMetrics" yazılımının kullanıcı manüelinde (Andres et al. 2014) yer alan şekli ile gösterilmiştir.

4.2.1.T Testi

Kümülatif anormal getiriler normal ve homojen dağılıma sahiptir. anormal getiriler arasında korelasyon yoktur ve sabit varyansa sahiptirler varsayımına dayanmaktadır. Bu varsayımlar ışığında kümülatif anormal getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığının tespiti için kullanılan test istatistiği Denklem 4.1 ve 4.2'ye göre hesaplanmaktadır.

$$T_{cross} = \frac{CAAR(T_1;T_2)}{\sigma_{CAAR_{T_1,T_2}}} \quad \textbf{(4.1)}$$

$$\sigma_{CAAR_{(T_1T_2)}} = \sqrt{\frac{1}{N(N-d)}\sum_{i=1}^{N}[CAR_i(T_1T_2) - CAAR_i(T_1T_2)]^2} \quad \textbf{(4.2)}$$

Denklem 4.1 ve 4.2'da yer alan d" serbestlik derecesini tanımlamaktadır. Piyasa modeli için serbestlik derecesi d =2'dir.

4.2.2.Patell Z Testi

Patell tarafından 1976 yılında geliştirilmiş olan test Patell Z testi olay çalışmalarında yaygın olarak kullanılan bir test istatistiğidir. Anormal getirilerin, standart hatalarından yola çıkarak, standart hata tahmin penceresindeki anormal getirilerden hesaplanmaktadır. Bu test kümülatif anormal getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığının analiz edilmesini amaçlamaktadır.(Babacan,2015:70)

4.2.3.Boehmer, Musumeci, Poulsen Testi (BMP Testi)

T testinin önemli bir varsayımı olan Boehmer et al. (1991) tarafından geliştirilen bir test olup, birikimli anormal getirilerin tespiti için gerekli test istatistiği Denklem 5.1 'de gösterilmiştir. BMP testi, olayın neden olduğu varyansı ele almak için sunulmuştur. BMP testi belirgin risk değişikliklerine karşı daha dayanıklıdır, çünkü firma düzeyindeki artık uçuculuk yalnızca Anormal getiriyi standartlaştırmak için kullanır. BMP testinin kendine özgü riskin seviyesinden bağımsızdır. (Babacan,a.g.e s:74)

$$T_{Bmp.} = \frac{\overline{CSAR}\ (T_1T_2)}{S(\overline{CSAR})}\sqrt{N} \qquad \textbf{(5.1)}$$

Denklem 5.1'e göre test istatistiği, olay dönemindeki standartlaştırılmış kümüle anormal getirilerin ortalamasının [$\overline{CSAR}\ (T1T2)$], olay dönemindeki standartlaştırılmış kümüle anormal getirilerin standart sapmasına [$S(\overline{CSAR})$] bölünmesi suretiyle elde edilmektedir.

4.2.4.Sıralama(Rank)Testleri

Sıralama testleri parametrik olmayan testler arasında yer almakta ve anormal getirilerin dağılımını dikkate almamaktadır.

Anormal ve kümülatif anormal getirilerin anlamlılığının tespitinde parametrik testlerin kullanılabilmesi için temel varsayım hata terimlerinin normal dağılım özelliği göstermesidir. (Serra, 2002, s.7) Çalışmalarda Corrado Sıra Testi ve Genel Sıra Testi (General Rank Test) olarak nitelendirilen iki farklı test ortaya çıkmıştır.(International Business Research; Vol. 7, No. 12; 2014)

Corrado Testi iki çalışmada neticesinde (Corrado,1989; Corrado and Zivney 1992) son halini almış olup, gerek tahmin penceresindeki ve gerekse olay penceresindeki anormal getirilerin sıralanması esasına dayanmaktadır.

Sıralama testleri arasında yer alan diğer Genel Sıra Testi ise Denklem 6.1' e göre hesaplanmaktadır. Denklem 6.1' de yer alan $\bar{Kd}$, anormal getirilerin olay dönemindeki sıralamalarının aritmetik ortalamasını, $\bar{Kt}$, t günündeki getirilerin sıralamasının aritmetik ortalamasını, d, tahmin dönemindeki gün sayısını, (L_1) tahmin döneminin uzunluğunu, (L_2) ise olay döneminin uzunluğunu bir başka ifade ile gün sayısını tanımlamaktadır.

$$GRANK = \sqrt{d}\frac{\bar{K}_d - Sıra\ Ortalaması}{\sqrt{\sum_{t=1}^{t=max}(\bar{K}_t - Sıra\ Ortalaması)^2/(L_1 + L_2)}} \quad \textbf{(6.1)}$$

4.2.5.İşaret Testi

İşaret testi, olay penceresindeki pozitif birikimli anormal getirilerin oranını dikkate alan bir testtir. Sadece anormal getiriler arasındaki farkın işaretini göz önünde bulundurmaktadır. Bu testin en büyük avantajı güvenlik getirilerindeki çarpıklığın katlarını dikkate almasıdır.

$$t_{gs} = \frac{P_0^+ P_{est}^+}{\sqrt{P_{est}^+(1 - p_{est}^+)/N}} \quad \textbf{(7.1)}$$

Denklem 7.1'de yer alan P_{0+}, pozitif birikimli anormal getirilerin oranını P_{est+} ise beklenen olumlu birikimli anormal getiri oranını tanımlamaktadır.(Babacan a.g.e: s.79)

BEŞİNCİ BÖLÜM

5.ŞİRKETLER TARAFINDAN YAPILAN AÇIKLAMALARIN HİSSE SENEDİ DEĞERİNE ETKİSİ

5.1ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ

5.1.1.Şirketler Tarafından Yapılan Açıklamaların Hisse Senedi Fiyatına Etkisi

Şirketler tarafından her yeni gün piyasalara zorunlu, gönüllü yada özel olmak üzere aldıkları kararlara dayanan bir çok bilgi aktarımı yapılmaktadır. Piyasaya sunulan bu bilgi dolayısıyla yatırımcı kararlarını etkilemektedir. Bu sebeple firmaların bilgiyi eşanlı olarak piyasaya yani yatırımcılara ulaştırılması gerekmektedir. Etkin piyasalar hipotezi bu bilginin açıklandığı fiyatlara yansıdığını ileri sürmektedir. Oysaki birçok çalışma bilginin belirli kademlerle yayıldığını ve bu yayılım sonrasında hisse senedi fiyatlarını etkilediğini göstermektedir.

5.1.2.Araştırmanın Amacı

Yarı kuvvetli formda etkinlik seviyesine sahip bir piyasada, şirketlerin hisse senedi fiyatlarında değişikliğe sebep olabilecek haberlere televizyonlar gazeteler, , dergiler ve internet siteleri vb. sayesinde çok kolay ulaşılabilmektedir. Bu piyasalarda, kamuya açıklanan haberlerden aşırı bir getiri elde edilemeyeceği beklentisinin ana sebebi, kamuya açıklanan bu bilgilerin hisse senedi fiyatına hemen yansıyacağı ve yeniden bir denge fiyatının oluşacağı yani bilginin kamuya açıklanmasının ardından yatırımcının normalin üstünde bir getiri sağlayamayacağı varsayımıdır (Hirt ve Block, 2006: 259). Ancak piyasaların etkin olmaması halinde ise kamuya duyurulacak bu tür haberler sayesinde yatırımcılar aşırı getiriler elde edebileceklerdir. Bu sebeple, şirketler tarafından duyurulan haberler hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu veya olumsuz etkiler oluşturabilecektir.

Araştırmanın temel amacı; BİST-100 ’de işlem gören hisse senetlerinin 6 aylık ve 12 aylık kazanç açıklamalarının hisse senedi fiyatları üzerinde

etkisinin olup olmadığının araştırılmasıdır. Şirketler finansal tablo açıklamalarına farklı kaynaklardan ulaşılabilmektedir. Bunlardan bir tanesi ise KAP'tır. Türkiye'de borsaya kayıtlı tüm şirketler, kendileri ile ilgili her türlü bilgiyi KAP aracılığı ile kamuya duyurmak zorundadır. Araştırmada şirketlere özgü haberler KAP'tan elde edilmiştir. Ayrıca yarı kuvvetli formda bir piyasada, yayınlanan bu haberlerden aşırı getiri sağlanamaması gerektiğinden BİST'in yarı kuvvetli formda etkin olup olmadığı da test edilecektir.

5.1.3.Araştırmanın Kapsamı

BİST'te işlem gören şirketlerin KAP'a yapmış olduğu finansal tablo duyurularının hisse senetleri üzerinde aşırı getiriler oluşturup oluşturmadığının çalışıldığı bu araştırmanın kapsamı şu şekildedir:

Bilginin açıklandığı gün, olay günü (t) olarak belirlenerek hisse senetlerinin getirisi ile piyasa getirisi hesaplanacaktır. Aşırı getirinin elde edilip edilmediğinin ortaya konması için hisse senedi getirisi ile piyasa getirisi arasındaki fark hesaplanacaktır.

Uygulanan testlerin, Almanya menşeili ESM UG firmasının piyasaya sürülmüş olduğu Event Study Metrics (ESM) programı kullanılarak hesaplanmıştır. Programdaki hesaplamaların doğruluğunun kontrolü manüel olarak yapılmıştır.

Piyasanın etkinliğinin test edilmesi açısından ise belirli olay aralıkları için kümülatif ortalama aşırı getiriler (CAAR) hesaplanacaktır.

5.1.4.Araştırmanın Kısıtları

Araştırmadaki ilk kısıt araştırma dönemi ile ilgilidir. Araştırma 2005-2015 yıllarını kapsamaktadır.

Sermaye piyasalarından gönderilen veriler KAP tarafından bilgi kullanıcılarına iletilmektedir. Çalışmada 2009 ve sonrası veriler KAP'a

bildirilen, 2009 ve öncesi ise BIST'e bildirilmiş arşiv verilerinden oluşmaktadır.

Araştırma ile ilgili diğer bir kısıt ise araştırma kapsamına alınacak şirketler hakkındadır. Araştırmada Borsa İstanbul'daki süreklikleri dikkate alınarak araştırma sürecinde BİST-100 endeksi kapsamında yer alan şirketler araştırmaya dahil edilmiştir.

BIST-100 İŞLEM GÖREN ŞİRKETLER LİSTESİ

BIST-100 KODU	ŞİRKET ÜVANI
ADEL	ADEL KALEMCİLİK
AKENR	AK ENERJİ
ALCTL	ALCATEL LUCENT TELETAŞ
ANACM	ANADOLU CAM
AEFES	ANADOLU EFES
ARCLK	ARÇELİK
AYEN	AYEN ENERJİ
AYGAZ	AYGAZ
BRSAN	BORUSAN MANNESMANN
BRISA	BRİSA
CLEBI	ÇELEBİ
DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV
ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ
EREGL	EREĞLİ DEMİR CELİK
FROTO	FORD OTOSAN
GOODY	GOOD-YEAR
GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO
GUBRF	GÜBRE FABRİK.
IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK
KRDMD	KARDEMİR
KARSN	KARSAN OTOMOTİV
KARTN	KARTONSAN
KONYA	KONYA ÇİMENTO
NTTUR	NET TURİZM
NETAS	NETAŞ TELEKOM.
OTKAR	OTOKAR
PETKM	PETKİM
SİSE	ŞİŞE CAM
KIPA	TESCO KİPA

TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.
TRKCM	TRAKYA CAM
TRCAS	TURCAS PETROL
THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR
ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ
VESTL	VESTEL
ZOREN	ZORLU ENERJİ

5.1.5.Araştırmanın Veri Seti

Çalışmada BİST-100'da işlem gören şirketlerce KAP'a duyurulan 6 aylık ve 12 aylık finansal tablo açıklamalarının anormal getiri elde edilip edilmemesine imkan sağlayıp sağlamadığı araştırılacaktır.

Çalışmanın veri seti 2005-2015 yılları arasında BIST-100 de işlem gören bankalar ve gayrimenkul yatırım şirketleri hariç 37 firmayı kapsamaktadır. BIST-100 endeksinde yer alan firmalar yıllara göre değişkenlik gösterdiğinden 2005-2015 yıları arasında BIST-100 endeksinde sürekliliği devam eden firmalar bazında seçim yapılmıştır. Bankalar ve finansal kuruluşlar veri setine dahil edilmemiştir.

Piyasa modeline göre anormal getirilerin hesaplanması tahmin ve olay pencerelerinin belirlenmesini gerektirmektedir. Çalışmanın sonuçları ile ilgili hatalı bir değerlendirmede bulunmaktan kaçınmak amacı ile çok farklı olay pencerelerine göre anormal getiriler belirlenerek istatistiksel testler uygulanmıştır.

Çalışmada analiz edilen veri BIST 100 endeksinde işlem göre firmaların yaptığı finansal tablo açıklamalarından oluştuğundan αi, βi model katsayılarının belirlenmesinde BIST 100 endeksi kullanılmıştır.

6 aylık Finansal tablo açıklamalarının yapıldığı günden önceki 16. gün ve 75. gündeki 60 günlük dönemde BIST 100 endeksine göre hesaplanan günlük getiriler ile haberi duyuran firmanın günlük hisse senedi getirisi arasında regresyon analizi yapılarak 407 adet regresyon denklemi çözülmüştür.

12 aylık Finansal tablo açıklamalarının yapıldığı günden önceki 16. gün ve 75. gündeki 60 günlük dönemde BIST 100 endeksine göre hesaplanan günlük getiriler ile haberi duyuran firmanın günlük hisse senedi getirisi arasında regresyon analizi yapılarak 407 adet regresyon denklemi çözülmüştür.

5.1.6.Araştırmanın Hipotezleri

Literatürde yer alan çalışmalarda kazançların hisse senedi fiyatları üzerinde etkisi olduğunda belirtilmektedir. Özer (1996) kazanç ve hisse senedi fiyat ilişkisini Borsa İstanbul'da incelemiş ve uyumlu sonuçlara ulaşılmıştır.

Yapılan çalışmalar doğrultusunda finansal tablo açıklamalarının hisse senedi fiyatını etkilediğini öngörmekteyiz.

H_1: 6 aylık finansal tablo açıklamaları yapıldığı tarih etrafındaki günlerde kümülatif ortalama anormal getiriler 0'dan farklıdır.

H_2: 12 aylık finansal tablo açıklamaları yapıldığı tarih etrafındaki günlerde kümülatif ortalama anormal getiriler 0'dan farklıdır.

5.1.6.1.Ortalama Anormal ve Ortalama Birikimli Anormal Getirilerin Hesaplanması

Anormal getiriler, piyasa modelindeki (market model) hata terimi ile ölçülmüştür (Beaver et al. 1979). Anormal getirilerin hesaplanmasında piyasa modelinin kullanılmasının en önemli nedeni, olay etüdü çalışmalarında en çok tercih edilen yöntem olması ve ayrıca anormal getiriler arasında düşük varyans ve korelasyona neden olmasıdır (Strong, 1992). Bu çerçevede anormal getiriler Denklem 8.1'e göre hesaplanmıştır.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad \textbf{(8.1)}$$

Denklem 8.1'de yer alan Rit: bir (i) hisse senedinin (t) gününe ait beklenen getirisiniRmt: piyasa portföyünün (BIST 100) (t) dönemindeki getiri

oranını, ϵit: (i) hisse senedinin (t) dönemindeki sistematik olmayan getirisini (anormal getirisini), αi ve βikurulan model parametrelerini göstermektedir.

Olay etüdü çalışmalarında, piyasa modelinde yer alan model parametreleri (α_i, β_i) en küçük kareler yöntemi (OLS) hesaplamaları ile tahmin edilmektedir.

Kümülatif anormal getiriler ise Denklem 8.2 'e göre hesaplanmıştır.

$$\boldsymbol{CAR}_{[+N,-N]} = \sum_{t-N}^{+N} \left(\overline{AR}_t \right) \qquad \textbf{(8.2)}$$

5.1.6.2.İstatistiksel Testler

Finansal tablo açıklamaların hisse senedi getirileri üzerinde etkisinin araştırılmasına yönelik olarak, çalışmada bahsi geçen "T Testi", "Patell Z Testi", "Boehmer Musumeci ve Poulson Testi (BMP)", "CorradoRank Testi" ve son olarak "İşaret Testinden" faydalanılmıştır. İstatistiksel testler Almanya mukimi ESM UG tarafından 2011 yılında geliştirilmiş olan Event Study Metrics(ESM) programı ile yapılmıştır. Programın doğruluğu açısından anormal ve birikimli anormal getiriler manuel olarak hesaplanmış ve ESM'nin sonuçları ile karşılaştırılmıştır.

5.2.ANALİZ

5.2.1. 6 Aylık Finansal Tablo Açıklamalarına İlişkin Bulgular

Tablo 5.1 ve Grafik 5.1'de şirketlerce duyurulan finansal haberler karşısında hesaplanan 31 günlük dönemde (t-15…t+15) günleri için hesaplanan ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

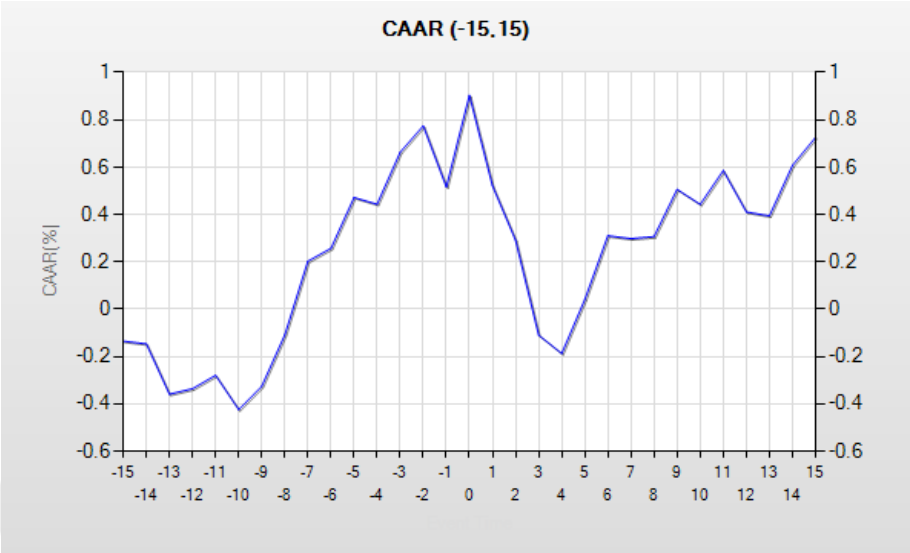
Tablo 5.1: 6 aylık Ortalama Anormal Getiriler ve t değerleri

Günler	AARs	t değeri	Günler	AARs	t değeri
t-15	-0.0014	0.2612	t 0	0.0039	0.0013*
t-14	-0.0001	0.9236	t+1	-0.0038	0.0014*
t-13	-0.0021	0.0768	t+2	-0.0023	0.0564*
t-12	0.0002	0.8452	t+3	-0.0040	0.0008*
t-11	0.0006	0.6382	t+4	-0.0008	0.5200
t-10	-0.0014	0.2277	t+5	0.0023	0.0572
t-9	0.0010	0.4132	t+6	0.0027	0.0254*
t-8	0.0022	0.0698	t+7	-0.0001	0.9198
t-7	0.0031	0.0097*	t+8	0.0001	0.9439
t-6	0.0005	0.6482	t+9	0.0020	0.0966
t-5	0.0021	0.0744	t+10	-0.0006	0.5977
t-4	-0.0003	0.8116	t+11	0.0014	0.2345
t-3	0.0022	0.0668	t+12	-0.0017	0.1453
t-2	0.0011	0.3559	t+13	-0.0002	0.8901
t-1	-0.0026	0.0316*	t+14	0.0021	0.0749
			t+15	0.0012	0.3271

6 aylık finansal tablo açıklamalarının hisse senedi getirilerine etkisi hipotezini kontrol etmek üzere gerçekleştirilen araştırmalar sonucunda elde edilen sonuçlar Tablo 5.1' de gösterilmektedir. Tablo 5.1' de görüldüğü üzere (t-7),(t-1),(t 0),(t+1),(t+3),(t+6) günlerinde, (%0,31),(%-0,26),(%0,39), (%-(%-0,38),(%-0,40),(%0,27) oranında ortalama anormal getiriler t test değerlerine göre anlamlılık ifade etmektedir. Tablodan da görüldüğü üzere en yüksek getiri t=0 gününde meydana gelmiştir. t =0 gününde meydana gelen pozitif anlamlı getiri açıklamanın yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının göstergesidir.

Olay sonrası ARR'ler incelendiğinde yatırımcıların 15 günlük dönemde haberlere daha çok olumsuz bir tepki verdiği görülmektedir.

Grafik 5.1. 6 aylık Finansal tablo açıklamalarına için (-15…0..+15) Olay Penceresine Göre Ortalama Birikimli Anormal Getiriler.



Grafik 5.1 incelendiğinde (-15...0…+15) olay penceresinde birikimli anormal getirilerin, açıklamada bulunulan tarihten önceki günlerde dalgalı bir seyir izleyerek yükseliş gösterdiği, açıklama gününde en yüksek seviyeye ulaştığı, açıklama gününden sonraki gün yani t=1 gününden t=4 gününe kadar hızlı ve dik bir düşüş olduğu, sonrasında yine dalgalı bir seyir ile yükseldiği gözlemlenmektedir

6 aylık kümülatif ortalama anormal getiriler

CAAR' lardan sadece (-15, 0), (-14,0), (-13,0), (-12,0), (-11, 0), (-10,0) (-9,0), (-8,0), (-7,0), (-6,0), ve (-5,0) olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-15, 0) olay aralığı incelendiğinde açıklama tarihinden öncesinde pozitif anlamlı getiriler mevcuttur. Bu durum, açıklama ile ilgili verilerin, bilgiye ilk sahip olanlar tarafından kullanıldığı ortaya koymaktadır.

Tablo 5.2: (-15…0…+15) Olay Penceresinde 2.dönem, Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler, t değerleri ve Önem Dereceleri

Date	CAAR	Pos : Neg	t-Test time-series	Prob.	t-Test cross-sectional	Prob.2
(-15...15)	0.0073	209 : 198	1,0850	0,2779	0,9576	0,3383
(-15...0)	0.0090	221 : 186	1,8810	0,06*	1,9094	0,0562*
(-14...0)	0.0104	220 : 187	2,2327	0,0256*	2,2766	0,0228*
(-13...0)	0.0105	222 : 185	2,3367	0,0195*	2,4109	0,0159*
(-12...0)	0.0126	226 : 181	2,9158	0,0035*	2,9534	0,0031*
(-11...0)	0.0124	227 : 180	2,9785	0,0029*	3,0308	0,0024*
(-10...0)	0.0118	227 : 180	2,9691	0,003*	3,0493	0,0023*
(-9...0)	0.0133	235 : 172	3,4956	0,0005*	3,6108	0,0003*
(-8...0)	0.0123	228 : 179	3,4119	0,0006*	3,5112	0,0004*
(-7...0)	0.0101	213 : 194	2,9779	0,0029*	3,0579	0,0022*
(-6...0)	0.0070	218 : 189	2,2059	0,0274*	2,3062	0,0211*
(-5...0)	0.0065	201 : 206	2,1964	0,0281*	2,2720	0,0231*
(-4...0)	0.0043	211 : 196	1,6080	0,1078	1,6609	0,0967
(-3...0)	0.0046	212 : 195	1,9170	0,0552	1,9426	0,0521
(-2...0)	0.0024	197 : 210	1,1553	0,248	1,1225	0,2616
(-1...0)	0.0013	195 : 212	0,7621	0,446	0,6948	0,4872
(0...0)	0.0039	196 : 211	3,2268	0,0013*	1,6301	0,1031
(0...1)	0.0000	179 : 228	0,0254	0,9797	0,0153	0,9878
(0...2)	-0.0022	163 : 244	-1,0810	0,2797	-0,6901	0,4902
(0...3)	-0.0063	162 : 245	-2,6048	0,0092*	-1,7639	0,0777
(0...4)	-0.0070	162 : 245	-2,6176	0,0089*	-1,8701	0,0615
(0...5)	-0.0047	160 : 247	-1,6131	0,1067	-1,2383	0,2156
(0...6)	-0.0021	165 : 242	-0,6483	0,5168	-0,5297	0,5963
(0...7)	-0.0022	172 : 235	-0,6421	0,5208	-0,5415	0,5881
(0...8)	-0.0021	167 : 240	-0,5819	0,5607	-0,5026	0,6153
(0...9)	-0.0001	171 : 236	-0,0265	0,9788	-0,0222	0,9823
(0...10)	-0.0007	176 : 231	-0,1844	0,8537	-0,1582	0,8743

(0...11)	0.0007	184 : 223	0,1666	0,8677	0,1423	0,8868
(0...12)	-0.0011	187 : 220	-0,2438	0,8074	-0,2100	0,8336
(0...13)	-0.0012	186 : 221	-0,2718	0,7858	-0,2369	0,8128
(0...14)	0.0009	184 : 223	0,1972	0,8437	0,1695	0,8654
(0...15)	0.0021	194 : 213	0,4359	0,6629	0,3733	0,7089

***0,05 düzeyinde istatistiksel anlamlılık**

Araştırma bulgularına göre (Tablo 5.2) incelendiğinde BIST‟te işlem gören şirketlerin 6 aylık finansal tablo açıklamalarını (-15…+15) olay penceresinde incelendiğinde (-15,15) (-12,0), (-11, 0), (-,10,0), (-9,0), (-8,0), (-7,0) olay aralıklarında yapılan tüm testlere göre istatistiksel olarak anlamlı veriler elde edildiği görülmektedir.

Finansal haberlere ilişkin en yüksek pozitif CAAR'da (-15, 0) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara bakıldığında negatif getiriler olduğu gözlemlenmekte ancak tüm istatistiki testlere göre anlamlılık ifade etmemektedir. Haberin yatırımcılar açısından negatif bir getiriye sebep olacağı, varlığın likidite sürencin uzun olma ihtimali olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı, piyasanın etkin olmadığını ortaya koymaktadır.

Dolayısıyla 2005/2015 yılları arasında 2. Dönem finansal tablo açıklaması yapan halka açık firmaların bu açıklamalardan etkilendiği ve piyasanın yarı güçlü formda etkin bir piyasa olmadığı söylenebilir. Sonuç olarak H_0 hipotezi reddedilerek, H_1 hipotezi kabul edildiği gözlemlenmektedir.

Tablo 5.3: Olay Penceresi İstatistiksel test değerleri (Patell Z, Boehmer et al.)

Date	CAAR	Pos : Neg	Patell Z	Prob.	Boehmer et al.	Prob.2
(-15...15)	0.0073	209 : 198	3,911	0,0001*	2,8591	0,0042*
(-15...0)	0.0090	221 : 186	4,5741	0,0000*	3,6667	0,0002*
(-14...0)	0.0104	220 : 187	4,875	0,0000*	3,897	0,0001*
(-13...0)	0.0105	222 : 185	4,9064	0,0000*	3,8742	0,0001*
(-12...0)	0.0126	226 : 181	5,6025	0,0000*	4,284	0,0000*
(-11...0)	0.0124	227 : 180	5,7357	0,0000*	4,3061	0,0000*
(-10...0)	0.0118	227 : 180	5,5936	0,0000**	4,203	0,0000*
(-9...0)	0.0133	235 : 172	5,9401	0,0000*	4,4597	0,0000*
(-8...0)	0.0123	228 : 179	5,7203	0,0000*	4,2319	0,0000*
(-7...0)	0.0101	213 : 194	5,086	0,0000*	3,7518	0,0002*
(-6...0)	0.0070	218 : 189	4,089	0,0000*	3,1561	0,0016*
(-5...0)	0.0065	201 : 206	3,9692	0,0001*	2,9829	0,0029*
(-4...0)	0.0043	211 : 196	3,0076	0,0026*	2,2555	0,0241*
(-3...0)	0.0046	212 : 195	3,2206	0,0013*	2,3232	0,0202*
(-2...0)	0.0024	197 : 210	2,5486	0,0108*	1,6895	0,0911
(-1...0)	0.0013	195 : 212	1,8739	0,0609	1,1127	0,2658
(0...0)	0.0039	196 : 211	5,0559	0,000*	1,298	0,1943
(0...1)	0.0000	179 : 228	1,4596	0,1444	0,5138	0,6074
(0...2)	-0.0022	163 : 244	0,1982	0,8429	0,0787	0,9373
(0...3)	-0.0063	162 : 245	-1,829	0,0674	-0,7899	0,4296
(0...4)	-0.0070	162 : 245	-1,6516	0,0986	-0,7717	0,4403
(0...5)	-0.0047	160 : 247	-0,4985	0,6181	-0,2483	0,8039
(0...6)	-0.0021	165 : 242	1,0131	0,311	0,5321	0,5946
(0...7)	-0.0022	172 : 235	0,7881	0,4306	0,4294	0,6676
(0...8)	-0.0021	167 : 240	0,9389	0,3478	0,535	0,5927
(0...9)	-0.0001	171 : 236	1,665	0,0959	0,9336	0,3505
(0...10)	-0.0007	176 : 231	1,225	0,2206	0,709	0,4783
(0...11)	0.0007	184 : 223	1,7652	0,0775	1,0306	0,3027
(0...12)	-0.0011	187 : 220	1,3038	0,1923	0,7771	0,4371
(0...13)	-0.0012	186 : 221	1,2275	0,2196	0,7455	0,4559
(0...14)	0.0009	184 : 223	1,8002	0,0718	1,0925	0,2746
(0...15)	0.0021	194 : 213	2,1337	0,0329*	1,3059	0,1916

***0,05 düzeyinde istatistiksel anlamlılık**

Tablo 5.4: Olay Penceresi İstatistiksel test değerleri (CorradoRank, Sign Test)

Date	CAAR	Pos : Neg	CorradoRank	Prob.3	Sign Test	Prob.4
(-15...15)	0.0073	209 : 198	0,2547	0,7989	1,8433	0,065*
(-15...0)	0.0090	221 : 186	1,7373	0,0823	3,0354	0,002*
(-14...0)	0.0104	220 : 187	1,9289	0,0537	2,9361	0,003*
(-13...0)	0.0105	222 : 185	1,7932	0,0729	3,1348	0,002*
(-12...0)	0.0126	226 : 181	2,1539	0,0312*	3,5321	0,004*
(-11...0)	0.0124	227 : 180	2,1138	0,0345*	3,6315	0,003*
(-10...0)	0.0118	227 : 180	2,041	0,0413*	3,6315	0,003*
(-9...0)	0.0133	235 : 172	2,4581	0,014*	4,4262	0,0000*
(-8...0)	0.0123	228 : 179	2,4167	0,0157*	3,7308	0,002*
(-7...0)	0.0101	213 : 194	2,0843	0,0371*	2,2407	0,025*
(-6...0)	0.0070	218 : 189	1,5074	0,1317	2,7374	0,006*
(-5...0)	0.0065	201 : 206	1,5488	0,1214	1,0486	0,294
(-4...0)	0.0043	211 : 196	1,0226	0,3065	2,042	0,041*
(-3...0)	0.0046	212 : 195	1,2675	0,205	2,1413	0,032*
(-2...0)	0.0024	197 : 210	0,5906	0,5548	0,6512	0,515
(-1...0)	0.0013	195 : 212	0,073	0,9418	0,4526	0,651
(0...0)	0.0039	196 : 211	0,6008	0,548	0,5519	0,581
(0...1)	0.0000	179 : 228	-1,7128	0,0868	-1,1369	0,256
(0...2)	-0.0022	163 : 244	-2,7159	0,0066*	-2,7264	0,006*
(0...3)	-0.0063	162 : 245	-3,4969	0,0005*	-2,8257	0,005*
(0...4)	-0.0070	162 : 245	-3,1472	0,0016*	-2,8257	0,005*
(0...5)	-0.0047	160 : 247	-2,4515	0,0142*	-3,0244	0,003*
(0...6)	-0.0021	165 : 242	-1,7702	0,0767	-2,5277	0,012*
(0...7)	-0.0022	172 : 235	-1,7824	0,0747	-1,8323	0,067*
(0...8)	-0.0021	167 : 240	-1,6045	0,1086	-2,329	0,02*
(0...9)	-0.0001	171 : 236	-1,3407	0,18	-1,9316	0,053*
(0...10)	-0.0007	176 : 231	-1,7127	0,0868	-1,4349	0,151
(0...11)	0.0007	184 : 223	-1,2651	0,2058	-0,6402	0,522
(0...12)	-0.0011	187 : 220	-1,5534	0,1203	-0,3422	0,732
(0...13)	-0.0012	186 : 221	-1,5298	0,1261	-0,4415	0,659
(0...14)	0.0009	184 : 223	-1,2092	0,2266	-0,6402	0,522
(0...15)	0.0021	194 : 213	-1,2326	0,2177	0,3532	0,724

***0,05 düzeyinde istatistiksel anlamlılık**

5.2.2. 12 Aylık Finansal Tablo Açıklamalarına İlşkin Bulgular

Tablo 5.5 ve Grafik 5.2'de şirketlerce duyurulan finansal haberler karşısında hesaplanan 31 günlük dönemde (t-15…t+15) günlerinde hesaplanan ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

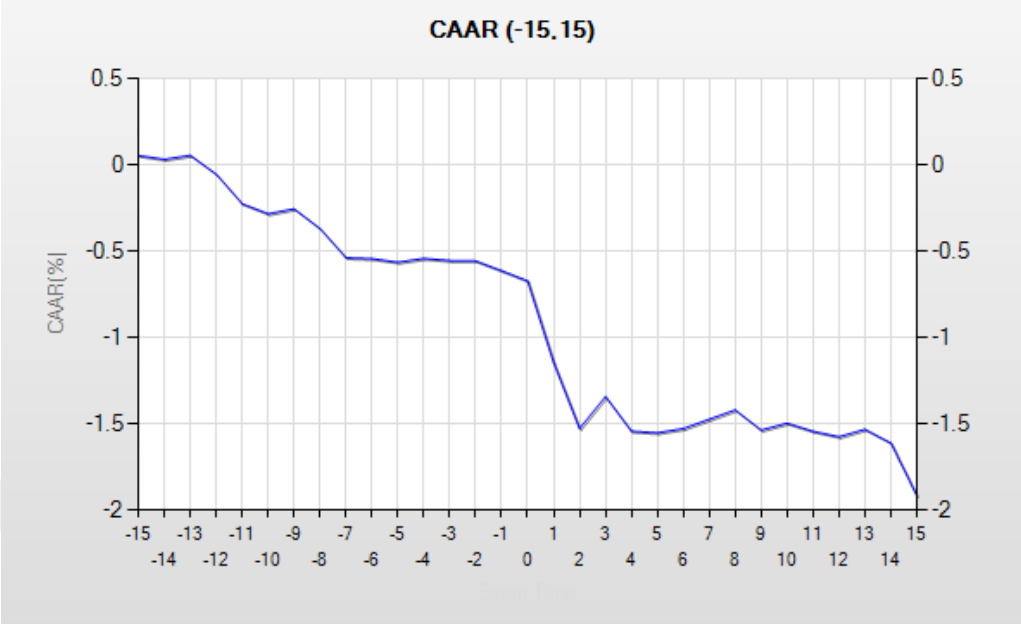
Tablo 5.5: 12 aylık Ortalama Anormal Getiriler ve t test değerleri

Günler	AARs	t değer	Günler	AARs	t değer
t-15	0,0006	0,6299	t 0	-0,0006	0,6226
t-14	-0,0002	0,8527	t+1	-0,0047	0,0001*
t-13	0,0002	0,8437	t+2	-0,0038	0,0013*
t-12	-0,0011	0,3543	t+3	0,0019	0,1198
t-11	-0,0017	0,1513	t+4	-0,0020	0,0925
t-10	-0,0006	0,6239	t+5	-0,0001	0,9359
t-9	0,0003	0,8083	t+6	0,0002	0,8366
t-8	-0,0012	0,3327	t+7	0,0005	0,6471
t-7	-0,0017	0,1571	t+8	0,0005	0,6503
t-6	-0,0001	0,9633	t+9	-0,0012	0,3249
t-5	-0,0002	0,8618	t+10	0,0004	0,7370
t-4	0,0002	0,8538	t+11	-0,0005	0,6922
t-3	-0,0001	0,9196	t+12	-0,0003	0,7888
t-2	0,0000	0,9825	t+13	0,0004	0,7163
t-1	-0,0006	0,6312	t+14	-0,0008	0,5037
			t+15	-0,0031	0,0103*

12 aylık finansal tablo açıklamalarının hisse senedi getirilerine etkisi hipotezini kontrol etmek üzere, gerçekleştirilen araştırmalar sonucunda elde edilen sonuçlar Tablo 5.5' da gösterilmektedir. Tablo 5.5' da görüldüğü üzere t =0 gününde (%0,06) oranında negatif getiri meydana gelmiştir. (t+7),(t+1),(t+15) günlerinde, (%-0,47),(%-0,38),(%-0,31), oranında ortalama anormal getiriler t test değerlerine göre anlamlılık ifade etmektedir. Tablodan da görüldüğü üzere en yüksek getiri negatif anlamda t=+1 gününde meydana gelmiştir. Olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir

Olay sonrası ARR'ler incelendiğinde yatırımcıların 15 günlük dönemde haberlere daha çok olumsuz bir tepki verdiği görülmektedir.

Grafik 5.2. 12 aylık Finansal tablo açıklamalarına için (-15…0..+15) Olay Penceresine Göre Ortalama Birikimli Anormal Getiriler



Garfik 5.2 incelendiğinde (-15...0…+15) olay penceresinde açıklamanın yapıldığı tarihe kadar kümülatif ortalama anormal getiriler, yatay bir bantta dalgalanma göstermekte, ancak duyurunun yapıldığı tarihten itibaren hızlı bir şekilde negatif kümülatif ortalama anormal getiriler oluşmaktadır. Duyurunun yapıldığı tarihten 15 gün sonra (t=15) en düşük seviyeye ulaşmaktadır. Bunun farklı nedenleri olabilir. Yatırımcılar beklentilerini oluştururken çeşitli kıstaslar çevresinde hareket edebiler ya da teknik analiz karar verme ürecinde etkin olabilmektedir. Yerli yatırımcıların hisse senetlerini elde tutma sürelerinin de bu durumuna bir etken olduğundan söz etmek mümkündür.

Tablo 5.6: (-15…0…+15) Olay Penceresinde 4.dönem Ortalama Anormal Getiriler, Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler, t değerleri ve Önem Dereceleri

Date	CAAR	Pos : Neg	t-Test time-series	Prob.	t-Test cross-sectional	Prob.2
(-15...15)	-0,0192	175 : 232	-2,8924	0,0038*	-2,221	0,0264*
(-15...0)	-0,0067	176 : 231	-1,4075	0,1593	-1,3124	0,1894
(-14...0)	-0,0073	180 : 227	-1,5781	0,1145	-1,441	0,1496
(-13...0)	-0,0071	185 : 222	-1,5839	0,1132	-1,4659	0,1427
(-12...0)	-0,0073	186 : 221	-1,6984	0,0894	-1,5863	0,1127
(-11...0)	-0,0062	183 : 224	-1,5003	0,1335	-1,4055	0,1599
(-10...0)	-0,0045	182 : 225	-1,1344	0,2566	-1,098	0,2722
(-9...0)	-0,0039	180 : 227	-1,0347	0,3008	-1,0243	0,3057
(-8...0)	-0,0042	188 : 219	-1,1716	0,2414	-1,1382	0,255
(-7...0)	-0,003	192 : 215	-0,9001	0,3681	-0,8584	0,3907
(-6...0)	-0,0013	189 : 218	-0,4274	0,6691	-0,4115	0,6807
(-5...0)	-0,0013	188 : 219	-0,4429	0,6578	-0,4294	0,6676
(-4...0)	-0,0011	192 : 215	-0,4073	0,6838	-0,4026	0,6872
(-3...0)	-0,0013	189 : 218	-0,5475	0,584	-0,5754	0,565
(-2...0)	-0,0012	189 : 218	-0,5739	0,566	-0,6363	0,5246
(-1...0)	-0,0012	181 : 226	-0,6874	0,4918	-0,7604	0,447
(0….0)	-0,0006	202 : 205	0,4921	0,6226	0,4929	0,6221
(0...1)	-0,0053	173 : 234	-3,1647	0,0016*	-2,7266	0,0064*
(0...2)	-0,0092	165 : 242	-4,4414	0,0000*	-3,8486	0,0001*
(0...3)	-0,0073	170 : 237	-3,0685	0,0022*	-2,8319	0,0046*
(0...4)	-0,0093	177 : 230	-3,4969	0,0005*	-3,298	0,0010*
(0...5)	-0,0094	178 : 229	-3,225	0,0013*	-3,1471	0,0016*
(0...6)	-0,0092	165 : 242	-2,9078	0,0036*	-2,6886	0,0072*
(0...7)	-0,0086	176 : 231	-2,5582	0,0105*	-2,3279	0,0199*
(0...8)	-0,0081	185 : 222	-2,2607	0,0238*	-2,0289	0,0425*
(0...9)	-0,0092	184 : 223	-2,456	0,0140*	-2,2624	0,0237*
(0...10)	-0,0088	178 : 229	-2,2404	0,0251*	-1,9754	0,0482*
(0...11)	-0,0093	185 : 222	-2,2593	0,0239*	-1,956	0,0505*
(0...12)	-0,0096	186 : 221	-2,245	0,0248*	-2,0038	0,0451*
(0...13)	-0,0092	194 : 213	-2,0662	0,0388*	-1,8401	0,0658
(0...14)	-0,01	192 : 215	-2,1688	0,0301*	-1,8924	0,0584
(0...15)	-0,0131	187 : 220	-2,7416	0,0061*	-2,2808	0,0226*
(-4...4)	-0,0098	175 : 232	-2,7459	0,0060*	-2,5751	0,0100*
(-4...3)	-0,0078	169 : 238	-2,3178	0,0205*	-2,1948	0,0282*
(-4...2)	-0,0097	166 : 241	-3,0658	0,0022*	-2,8791	0,0040*

(-3...4)	-0,01	172 : 235	-2,9777	0,0029*	-2,8317	0,0046*
(-4...1)	-0,0058	174 : 233	-1,998	0,0457*	-1,8931	0,0483*
(-3...3)	-0,008	165 : 242	-2,5474	0,0109*	-2,4771	0,0132*
(-3...2)	-0,0099	168 : 239	-3,3867	0,0007*	-3,2878	0,0010*
(-3...1)	-0,006	171 : 236	-2,2711	0,0231*	-2,217	0,0266*
(-2...4)	-0,0099	162 : 245	-3,1451	0,0017*	-3,1485	0,0016*
(-2...3)	-0,0079	162 : 245	-2,7103	0,0067*	-2,7796	0,0054*
(-2...2)	-0,0098	162 : 245	-3,6648	0,0002*	-3,7807	0,0002*
(-2...1)	-0,0059	170 : 237	-2,4887	0,0128*	-2,5701	0,0102*
(-1...4)	-0,0099	162 : 245	-3,3881	0,0007*	-3,3446	0,0008*
(-1...3)	-0,0079	164 : 243	-2,9592	0,0031*	-2,9253	0,0034*
(-1...2)	-0,0097	166 : 241	-4,0864	0,0000*	-3,9646	0,0001*
(-1...1)	-0,0059	168 : 239	-2,8611	0,0042*	-2,7917	0,0052*

***0,05 düzeyinde istatistiksel anlamlılık**

CAAR' lardan açısından (15…-15) olay penceresi incelendiğinde açıklamanın yapıldığı tarih öncesinde negatif anlamda getirilerin mevcut olduğu ancak bu getirilerin t değeri açısından bakıldığında, anlamlılık ifade etmediğini göstermektedir. Olay öncesi t değerlerinin anlamsız sonuçlar vermiş olması, duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Açıklama tarihinde yani t=0 gününde negatif anlamda (%0,04) oranında kümülatif anormal getiri elde edilmiştir. Finansal tablo açıklamasının yapıldığı tarihe kadar ortalama anormal getiriler dalgalı bir seyir izlemekte, duyurunun yapıldığı tarih (t=0) getiri oranı (%-0,06) ve sonraki günde (0..+1) getiri (%0,053)olmakta, olay penceresinde düşüş devam etmekte ve (0..+2) getiri (%-0,92) oranına kadar hızlı bir düşüş göstermektedir. Açıklama tarihinden sonraki gün periyotları incelendiğinde, negatif anlamda analiz edilen olay pencerelinde t değerleri açısından anlamlı getirilerin oluştuğu gözlemlenmektedir. Bu durum bize finansal tablo açıklamalarının hisse senetleri fiyatlarına olumsuz etkisinin, duyurunun yapıldığı tarih ve sonraki günlerde olduğunu göstermektedir.

Tablo 5.7: Olay Penceresi İstatistiksel test değerleri (Patell Z,Boehmer et.al.)

Date	CAAR	Pos : Neg	Patell Z	Prob.	Boehmer et al.	Prob.2
(-15...15)	-0,0192	175 : 232	-0,6783	0,4976	-0,5145	0,6069
(-15...0)	-0,0067	176 : 231	-0,0095	0,9924	-0,0087	0,9931
(-14...0)	-0,0073	180 : 227	-0,0673	0,9463	-0,0609	0,9515
(-13...0)	-0,0071	185 : 222	0,0704	0,9439	0,0636	0,9493
(-12...0)	-0,0073	186 : 221	-0,0773	0,9384	-0,0684	0,9454
(-11...0)	-0,0062	183 : 224	0,028	0,9776	0,025	0,9801
(-10...0)	-0,0045	182 : 225	0,3388	0,7348	0,3052	0,7602
(-9...0)	-0,0039	180 : 227	0,3184	0,7502	0,2863	0,7746
(-8...0)	-0,0042	188 : 219	0,3061	0,7595	0,2739	0,7841
(-7...0)	-0,003	192 : 215	0,6248	0,5321	0,5605	0,5751
(-6...0)	-0,0013	189 : 218	0,8358	0,4033	0,7328	0,4637
(-5...0)	-0,0013	188 : 219	0,592	0,5539	0,5357	0,5922
(-4...0)	-0,0011	192 : 215	0,4818	0,63	0,4366	0,6624
(-3...0)	-0,0013	189 : 218	0,5208	0,6025	0,4783	0,6324
(-2...0)	-0,0012	189 : 218	0,2741	0,784	0,2806	0,779
(-1...0)	-0,0012	181 : 226	-0,3655	0,7148	-0,3683	0,7127
(0….0)	-0,0006	202 : 205	-0.0173	0,9862	-0,1563	0,9878
(0...1)	-0,0053	173 : 234	-2,9362	0,0033*	-2,2225	0,0263*
(0...2)	-0,0092	165 : 242	-3,9114	0,0001*	-2,8724	0,0041*
(0...3)	-0,0073	170 : 237	-2,2619	0,0237*	-1,6839	0,0922
(0...4)	-0,0093	177 : 230	-2,4626	0,0138*	-1,9376	0,0527
(0...5)	-0,0094	178 : 229	-2,1692	0,0301*	-1,8266	0,0678
(0...6)	-0,0092	165 : 242	-1,721	0,0852	-1,3391	0,1806
(0...7)	-0,0086	176 : 231	-1,1259	0,2602	-0,8399	0,401
(0...8)	-0,0081	185 : 222	-0,8092	0,4184	-0,6115	0,5408
(0...9)	-0,0092	184 : 223	-0,9644	0,3349	-0,7622	0,4459
(0...10)	-0,0088	178 : 229	-0,5922	0,5537	-0,4445	0,6567
(0...11)	-0,0093	185 : 222	-0,5357	0,5921	-0,3889	0,6973
(0...12)	-0,0096	186 : 221	-0,6727	0,5012	-0,5157	0,606
(0...13)	-0,0092	194 : 213	-0,494	0,6213	-0,3831	0,7016
(0...14)	-0,01	192 : 215	-0,4112	0,6809	-0,3105	0,7562
(0...15)	-0,0131	187 : 220	-0,9389	0,3478	-0,8399	0,4824
(-4...4)	-0,0098	175 : 232	-1,4706	0,1414	-1,2492	0,2116
(-4...3)	-0,0078	169 : 238	-1,2124	0,2254	-1,0243	0,3057
(-4...2)	-0,0097	166 : 241	-2,1469	0,0318*	-1,8449	0,0651
(-3...4)	-0,01	172 : 235	-1,5725	0,1158	-1,3339	0,1822
(-4...1)	-0,0058	174 : 233	-1,2483	0,2119	-1,0843	0,2782

(-3...3)	-0,008	165 : 242	-1,3096	0,1903	-1,1107	0,2667
(-3...2)	-0,0099	168 : 239	-2,3334	0,0196*	-2,0255	0,0428*
(-3...1)	-0,006	171 : 236	-1,3834	0,1665	-1,2043	0,2285
(-2...4)	-0,0099	162 : 245	-1,8953	0,0581	-1,6562	0,0977
(-2...3)	-0,0079	162 : 245	-1,646	0,0998	-1,4399	0,1499
(-2...2)	-0,0098	162 : 245	-2,8097	0,0050*	-2,5357	0,0112*
(-2...1)	-0,0059	170 : 237	-1,8301	0,0672	-1,6779	0,0934
(-1...4)	-0,0099	162 : 245	-2,452	0,0142*	-2,0252	0,0429*
(-1...3)	-0,0079	164 : 243	-2,2465	0,0247*	-1,8114	0,0701*
(-1...2)	-0,0097	166 : 241	-3,6371	0,0003*	-2,9721	0,0030*
(-1...1)	-0,0059	168 : 239	-2,6858	0,0072*	-2,272	0,0231*

***0,05 düzeyinde istatistiksel anlamlılık**

Tablo 5.8: Olay Penceresi İstatistiksel test değerleri (CorradoRank, Sign Test)

Date	**CAAR**	**Pos : Neg**	**CorradoRank**	**Prob.3**	**Sign Test**	**Prob.4**
(-15...15)	-0,0192	175 : 232	-1,6264	0,1039	-1,3167	0,1879
(-15...0)	-0,0067	176 : 231	-0,8945	0,371	-1,2173	0,2235
(-14...0)	-0,0073	180 : 227	-0,8433	0,3991	-0,8196	0,4124
(-13...0)	-0,0071	185 : 222	-0,7385	0,4602	-0,3225	0,747
(-12...0)	-0,0073	186 : 221	-0,8036	0,4216	-0,2231	0,8234
(-11...0)	-0,0062	183 : 224	-0,6384	0,5232	-0,5214	0,6021
(-10...0)	-0,0045	182 : 225	-0,3029	0,7619	-0,6208	0,5347
(-9...0)	-0,0039	180 : 227	-0,2905	0,7714	-0,8196	0,4124
(-8...0)	-0,0042	188 : 219	-0,317	0,7512	-0,0243	0,9806
(-7...0)	-0,003	192 : 215	-0,1401	0,8886	0,3734	0,7089
(-6...0)	-0,0013	189 : 218	-0,0577	0,9539	0,0751	0,9401
(-5...0)	-0,0013	188 : 219	-0,127	0,8989	-0,0243	0,9806
(-4...0)	-0,0011	192 : 215	-0,4187	0,6755	0,3734	0,7089
(-3...0)	-0,0013	189 : 218	-0,2537	0,7997	0,0751	0,9401
(-2...0)	-0,0012	189 : 218	0,2304	0,8178	0,0751	0,9401
(-1...0)	-0,0012	181 : 226	-0,1729	0,8628	-0,7202	0,4714
(0….0)	-0,0006	202 : 205	0,1806	0,8567	1,3675	0,1715
(0...1)	-0,0053	173 : 234	-2,8575	0,0043*	-1,5155	0,1296
(0...2)	-0,0092	165 : 242	-4,0381	0,0001*	-2,3109	0,0208*
(0...3)	-0,0073	170 : 237	-2,7771	0,0055*	-1,8138	0,0697
(0...4)	-0,0093	177 : 230	-2,9415	0,0033*	-1,1179	0,2636
(0...5)	-0,0094	178 : 229	-2,4671	0,0136*	-1,0185	0,3085
(0...6)	-0,0092	165 : 242	-2,6337	0,0084*	-2,3109	0,0208*
(0...7)	-0,0086	176 : 231	-2,2741	0,0230*	-1,2173	0,2235
(0...8)	-0,0081	185 : 222	-2,003	0,0452*	-0,3225	0,747

(0...9)	-0,0092	184 : 223	-1,9883	0,0468*	-0,422	0,673
(0...10)	-0,0088	178 : 229	-1,8425	0,0654	-1,0185	0,3085
(0...11)	-0,0093	185 : 222	-1,8119	0,07	-0,3225	0,747
(0...12)	-0,0096	186 : 221	-1,5859	0,1128	-0,2231	0,8234
(0...13)	-0,0092	194 : 213	-1,2939	0,1957	0,5722	0,5672
(0...14)	-0,01	192 : 215	-1,1952	0,232	0,3734	0,7089
(0...15)	-0,0131	187 : 220	-1,3242	0,1854	-0,1237	0,9015
(-4...4)	-0,0098	175 : 232	-2,5647	0,0103	-1,3167	0,1879
(-4...3)	-0,0078	169 : 238	-2,3585	0,0183	-1,9132	0,0557
(-4...2)	-0,0097	166 : 241	-3,0656	0,0022*	-2,2115	0,0270*
(-3...4)	-0,01	172 : 235	-2,5687	0,0102*	-1,615	0,1063
(-4...1)	-0,0058	174 : 233	-2,1057	0,0352*	-1,4161	0,1567
(-3...3)	-0,008	165 : 242	-2,3593	0,0183*	-2,3109	0,0208*
(-3...2)	-0,0099	168 : 239	-3,1362	0,0017*	-2,0126	0,0442*
(-3...1)	-0,006	171 : 236	-2,1149	0,0344*	-1,7144	0,0865
(-2...4)	-0,0099	162 : 245	-2,4034	0,0162*	-2,6091	0,0091*
(-2...3)	-0,0079	162 : 245	-2,1783	0,0294*	-2,6091	0,0091*
(-2...2)	-0,0098	162 : 245	-3,0301	0,0024*	-2,6091	0,0091*
(-2...1)	-0,0059	170 : 237	-1,9113	0,0560*	-1,8138	0,0697
(-1...4)	-0,0099	162 : 245	-2,8588	0,0043*	-2,6091	0,0091*
(-1...3)	-0,0079	164 : 243	-2,674	0,0075*	-2,4103	0,0159*
(-1...2)	-0,0097	166 : 241	-3,7096	0,0002*	-2,2115	0,0270*
(-1...1)	-0,0059	168 : 239	-2,5785	0,0099*	-2,0126	0,0442*

***0,05 düzeyinde istatistiksel anlamlılık**

Araştırma bulgularına göre (Tablo 5.2) incelendiğinde BIST"te işlem gören şirketlerin 12 aylık finansal tablo açıklamalarını (-15…+15) olay penceresinde incelendiğinde (-,1,1), (-1,2), (-1,3), (-1,4) (0,+2) (-3,2), (-2,2), olay aralıklarında yapılan tüm testlere göre istatistiksel olarak anlamlı veriler elde edildiği görülmektedir.

Finansal haberlere ilişkin en yüksek negatif CAAR'da (0, +15) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara bakıldığında negatif getiriler olduğu gözlemlenmekte ancak tüm istatistiki testlere göre anlamlılık ifade etmemektedir.

Dolayısıyla 2005/2015 yılları arasında 12 aylık finansal tablo açıklaması yapan halka açık firmaların bu açıklamalardan etkilendiği ve

piyasanın yarı güçlü formda etkin bir piyasa olmadığı söylenebilir. Sonuç olarak H_0 hipotezi reddedilerek, H_2 hipotezi kabul edildiği gözlemlenmektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Her yeni gün sermaye piyasalarına yeni bir bilgi gelmekte ve bu bilgile hisse senetlerinin fiyatları üzerinde etkili olabilmektedir.

Bilginin kamuya açıklandığında fiyatlara etkinsin olduğunu varsayan etkin piyasalar hipotezi bilginin finansal piyasalar üzerinde etkisinin olmadığını ve hiçbir yatırımcının piyasada aşırı getiri elde edemeyeceğini ileri sürmektedir. Etkin piyasalar hipotezinde kamuya açıklanmış ya da açıklanmamış bilgilerin hızlıca, tüm yatırımcılara ulaşacağı, bunun sonucu olarak da fiyatların yeniden oluşacağı kabul edilmektedir. Piyasaların etkinlik düzeylerinin birbirinden farklı olması, piyasanın etkin olmaması durumunda açıklanan bilginin yatırımcılar tarafından aşırı getiri elde edilmesine sebebiyet vermektedir Bu sebeple, şirketler tarafından açıklanan bilgiler hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu veya olumsuz etkiler oluşturabilecektir.

Bu çalışma finansal tablo açıklamalarının hisse getirisini etkileyip etkilemediğini gösterecektir. Yatırımcılar tarafından kullanılması muhtemel bilginin yatırım planlarında ve portföy değerlendirmelerinde bilginin gücünü göstereceği için önemli oranda fayda sağlayacaktır. Kısaca, bu çalışma muhasebe ve finans bilimini doğrudan etkileyecek ve bulguları finansal tablo açıklamalarının yatırımcılara yararlı olup olmadığını gösterecektir. Uygulamada BIST100 Endeksi'ne kayıtlı 37 şirketin 2005-2015 yılları arasında açıkladıkları 6 ve 12 aylık finansal tablolarının açıklanma tarihi etrafında şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır.

Analiz yöntemi olarak yatırımcının finansal tablo açıklamalarının kısa dönem tepkilerinin analiz edilmesi sebebiyle olay etüdü yöntemi kullanılmıştır.

6 aylık finansal tablo açıklamalarının hisse senedi getirilerine etkisi hipotezini kontrol etmek üzere gerçekleştirilen araştırmalar sonucunda elde

edilen, (t-7), (t-1), (t-0), (t+1), (t+3), (t+6), günlerinde, (%0,31), (%-0,26), (%0,39), (%-0,38), (%-0,40), (%0,27) oranında ortalama anormal getiriler t test değerlerine göre anlamlılık ifade etmektedir. En yüksek getiri t=0 gününde meydana gelmiştir. t =0 gününde meydana gelen pozitif anlamlı getiri açıklamanın yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının göstergesidir. Olay sonrası ARR'ler incelendiğinde yatırımcıların 15 günlük dönemde haberlere daha çok olumsuz bir tepki verdiği görülmektedir.(-15...0…+15) olay penceresinde, birikimli anormal getirilerin açıklamada bulunulan tarihten önceki günlerde dalgalı bir seyir izleyerek yükseliş gösterdiği, açıklama gününde en yüksek seviyeye ulaştığı, açıklama gününden sonraki gün yani t=1 gününden t=4 gününe kadar hızlı ve dik bir düşüş olduğu, sonrasında yine dalgalı bir seyir ile yükseldiği gözlemlenmektedir.

6 aylık analizlere CAAR' lardan sadece (-15, 0), (-14,0), (-13,0), (-12,0), (-11, 0), (-10,0), (-9,0), (-8,0), (-7,0), (-6,0), ve (-5,0) olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-15, 0) olay aralığı incelendiğinde açıklama tarihinden öncesinde pozitif anlamlı getiriler mevcuttur. Bu durum, açıklama ile ilgili verilerin bilgiye ilk sahip olanlar tarafından kullanıldığı ortaya koymaktadır.

Araştırma bulgularına göre BIST"te işlem gören şirketlerin 6 aylık finansal tablo açıklamalarını (-15…+15) olay penceresinde incelendiğinde (-15,15) (-12,0), (-11, 0), (-10,0), (-9,0), (-8,0), (-7,0) olay aralıklarında yapılan tüm testlere göre istatistiksel olarak anlamlı bulgular elde edilmiştir

Finansal haberlere ilişkin en yüksek pozitif CAAR'da (-15, 0) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara bakıldığında negatif getiriler olduğu gözlemlenmekte ancak tüm istatistiki testlere göre anlamlılık ifade etmemektedir. Haberin yatırımcılar açısından negatif bir getiriye sebep olacağı, varlığın likidite sürencin uzun olma ihtimali olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı, piyasanın etkin olmadığını ortaya koymaktadır.

Dolayısıyla 2005/2015 yılları arasında 2. Dönem finansal tablo açıklaması yapan halka açık firmaların bu açıklamalardan etkilendiği söylenebilir. Sonuç olarak H_0 hipotezi reddedilerek, H_1 hipotezi kabul edildiği gözlemlenmektedir

12 aylık finansal tablo açıklamalarının hisse senedi getirilerine etkisini hipotezini kontrol etmek üzere gerçekleştirilen araştırmalar sonucunda elde edilen sonuçlara göre t =0 gününde (%0,06) oranında negatif getiri meydana gelmiştir. Ancak oluşan getiri anlamlılık ifade etmemektedir. Bu sonuç, yatırımcıların açısından şirketlerde finansal yapının güçlülüğünü, mali görevlerin yerine getirilmesine ve gelişimsel süreçler için oluşabilecek fırsatlarının değerlendirilmesini önemsediklerini göstermektedir (t+7), (t+1), (t+15) günlerinde, (%-0,47), (%-0,38), (%-0,31), oranında ortalama anormal getiriler t test değerlerine göre anlamlılık ifade etmektedir. En yüksek getiri negatif anlamda t=+1 gününde meydana gelmiştir. Olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir.

Olay sonrası ARR' ler incelendiğinde yatırımcıların 15 günlük dönemde haberlere daha çok olumsuz tepki verdiği görülmektedir. (-15..0..+15) olay penceresinde açıklamanın yapıldığı tarihe kadar kümülatif ortalama anormal getiriler, yatay bir bantta dalgalanma göstermekte, ancak duyurunun yapıldığı tarihten itibaren hızlı bir şekilde negatif kümülatif ortalama anormal getiriler oluşmaktadır. Duyurunun yapıldığı tarihten 15 gün sonra (t=15) en düşük seviyeye ulaşmaktadır. Bunun farklı nedenleri olabilir. Yatırımcılar beklentilerini oluştururken çeşitli kıstaslar çevresinde hareket edebiler yada teknik veri analizi karar verme sürecinde etkin olabilmektedir. Yerli yatırımcıların hisse senetlerini elde tutma sürelerinin de bu duruma bir etken olduğundan söz etmek mümkündür.

12 aylık analizlere CAAR'lardan açısından (-15…+15) olay penceresi incelendiğinde, açıklamanın yapıldığı tarih öncesinde negatif anlamda getirilerin mevcut olduğunu ancak bu getirilerin t değeri açısından bakıldığında

anlamlılık ifade etmediğini göstermektedir. Olay öncesi t değerlerinin anlamsız sonuçlar vermiş olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Açıklama tarihinde yani t=0 gününde negatif anlamda (%0,04) oranında kümülatif anormal getiri elde edilmiştir. Finansal tablo açıklamasının yapıldığı tarihe kadar ortalama anormal getiriler dalgalı bir seyir izlemekte, duyurunun yapıldığı tarih olan (t=0) gününde getiri oranı (%-0,06) ve sonraki (0..+1) olay penceresinde getiri oranı (%0,053) olmakta, olay penceresinde düşüş devam etmekte ve (0..+2) getiri (%-0,92) oranına kadar hızlı bir düşüş göstermektedir. Açıklama tarihinden sonraki gün periyotları incelendiğinde negatif anlamda analiz edilen olay pencerelinde t değerleri açısından anlamlı getirilerin oluştuğu gözlemlenmektedir. Bu durum bize finansal tablo açıklamalarının hisse senetleri fiyatlarına olumsuz etkisinin, duyurunun yapıldığı tarih ve sonraki günlerde olduğunu göstermektedir.

Araştırma bulgularına göre BIST‟te işlem gören şirketlerin 12 aylık finansal tablo açıklamalarını (-15…+15) olay penceresinde incelendiğinde (-1,1), (-1,2), (-1,3), (-1,4) (0,+2) (-3,2), (-2,2), olay aralıklarında yapılan tüm testlere göre istatistiksel olarak anlamlı veriler elde edildiği görülmektedir.

Finansal haberlere ilişkin en yüksek negatif CAAR'da (0, +15) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara bakıldığında negatif getiriler olduğu gözlemlenmekte ancak tüm istatistiki testlere göre anlamlılık ifade etmemektedir.

Dolayısıyla 2005/2015 yılları arasında 12 aylık finansal tablo açıklaması yapan halka açık firmaların bu açıklamalardan etkilendiği söylenebilir. Sonuç olarak H_0 hipotezi reddedilerek, H_2 hipotezi kabul edildiği gözlemlenmektedir.

12 aylık ve 6 aylık veriler birlikte ele alındığında ise; 6 aylık finansal tablo analiz sonuçlarında pozitif anlamlı kümülatif anormal getiri elde edilirken,12 aylık finansal tablo analizlerinde tam tersi olarak negatif kümülatif anormal getiri görülmektedir. Bu sonuç yatırımcılar açısından 6 aylık mali tabloların yıllık mali tablolara oranla daha fazla bilgi getirdiği biçiminde

yorumlanabilir. Bu sonucun başka bir yorumu, 6. Ay açıklamalarıyla beklentileri olması gerektiğinden daha fazla yükselmiş olan beklentilerin yıllık açıklamalarla düzeltildiği biçiminde olabilir.

Sonuçlar şirketlerdeki finansal yapının güçlülüğünün yatırımcılar tarafından dikkate alındığı göstermektedir. Ayrıca olay öncesi 6 aylık verilerde için hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitiftir. Bu sonuç bilginin açıklanmasının öncesinde kullanıldığını, kamuyu aydınlatmanın yeterli olmadığı ve bilgi suistimali şüphesi uyandırmaktadır.

Piyasalarda bilgi suistimali şüphesi bilginin eşanlı tüm yatırımcılara ulaşmadığını göstermektedir. Fiyatların manipüle edilmesine ortam oluşturulması, serbest olmayan bir piyasa ve hasız kazanç oluşmasına sebep olacaktır. Etkinliğin arttırılması ve rekabetin oluşması için bilgiye hızlı ve düşük maliyetle ulaşılmasının sağlanması gerekmektedir. Bilgi suistimalini konusunda kanun koyucuların yasaklayıcı düzenlemeleri arttırması, bilgiyi elinde bulunduranın bir başkasına aktarmasını engelleme olasılığını arttıracaktır.

Kamunun aydınlatılması ve şeffaflık, etkin bir kurumsal yönetim ve güçlü bir sermaye piyasası için gerekli olan temel direktir. Düzenli, güvenilir ve karşılaştırılabilir bilgi olmadan yatırımcıların kurumsal manzarayı değerlendirmeleri ve çeşitli yatırım kararları arasında sağlıklı tercih yapmaları mümkün değildir. Bu açıdan BİST-100 şirketleri için ortaya koyulan bilgi suistimali şüpheleri KAP'ın bilginin piyasa oyuncularına iletiminde yetersiz kaldığını göstermektedir. Bu açıdan Sermaye Piyasası Kurulu ve Borsa İstanbul yönetiminin özellikle küçük yatırımcının korunması hususunda daha sert tedbirler alması gerektiğini işaret etmektedir.

KAYNAKÇA

Abdioğlu, Hasan (2006), Denetimde Önemlilik Planlaması ve Risk Olgusu Çerçevesinde Vergi Denetimi, Vergi Raporu, Yıl:14, Sayı:86.

Abrahoam, Santhosh- Cox, Paul (2007), "Analysing The Determinants Of Narrative Risk Information In UK FTSE 100 Annual Reports", The British Accounting Review, No 39.

Agca, Mehmet- Önder, Serife (2007) "Türkiye' De Gönüllü Kamuyu Aydınlatma: İ.M.K.B.' De Yer Alan İsletmeler Üzerine Bir Arastırma", Muhasebe Ve Finansman Dergisi, Sayı 34.

Akdogan, Nalan -Aydın, Hamdi (1987), Muhasebe Teorileri, Gazi Üniversitesi Yayın No:98, İ.İ.B.F. YayınNo:44, Ankara.

Akerlof, George A.(1970), "The Market For " Lemons" Qualatiy Uncertainty And The Market Mechanism", Quarterly Journal Of Economics, Vol. 84, No.3.

Akgüç, Öztin (1998), Finansal Yönetim, Muhasebe Enstitüsü Yayını, Yayın No:65, Avcıol Basım Yayım,Yenilenmis 7. Baskı, İstanbul.

Aksoy, Tamer(2005), "Bagımsız Denetim Sirketleri İçin Ulusal Ve Uluslararası Düzenlemelere Uyumlu Çok Yönlü Bir İç Kontrol Anketi Formu Önerisi", Mali Çözüm, İSMMM Yayın Organı, Sayı 73.

Anwer S. Ahmed- Richard A. Schneible Jr. (2007), "The Impact Of Regulation Fair Disclosure On Investors' Prior Information Quality-Evidence From An Analysis Of Changes In Trading Volume And Stock Price Reactions To Earnings Announcements", Journal Of Corporate Finance, No.13.

Ashiq, Ali- Chen, Tai Yuan- Radhakrishnan (2007), "Corporate Discloures By Family Firms", Journal Of Accounting And Economics, No. 44.

Atasoy, Yasemin- Arıkan, Özlem (2004), "İkincil Piyasalarda Kamunun Sürekli Aydınlatılması", İktisat İsletme Ve Finans Dergisi.

Ay, Ünal (2003), İsletmelerde Etik Ve Sosyal Sorumluluk, Nobel Kitabevi, İstanbul.

Babacan Burak (2015) Gönüllü Açıklamalar Ve Hisse Senedi Fiyat Hareketleri BIST'te Bir Uygulama

Bayazıtlı Ercan ve diğerleri (2008), "Kar Payı Dağıtma Duyurularının Firmaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB'ye Kayıtlı, Taş ve Toprağa Dayalı Sanayide Faaliyet Gösteren Bazı Firmalar Üzerinde Bir Olay Etüdü Çalışması", **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, 1-16.

Bekçioglu S.- Öztürk M.- Açıkgöz B. (2006), "Muhasebe Otamındaki Güncel Degismeler Ve Finansal Olmayan Raporlama (Golbal Raporlama Girisimi Ve Bir Örnek Olay)", Muhasebe Ve Denetime Bakıs, Sayı 28.

Bolak, Mehmet (2001), Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler Ve Portföy Analizi, Beta Basım Yayım, 4.Basım, İstanbul.

http://www.borsapiyasasi1.com/hisse-senedi-ozellikleri-ve-piyasasi/ (Erişim tarihi (03.06.2016)

Brealey, Richard- Myers C. Stewart (1991), Principles Of Corporate Finance, Mc Graw Hill,4. Baskı, New York.

Butler, Marty- Kraft, Arthur- Weiss Ira S. (2007), "The Effect Of Reporting Frequency On The Timeliness Of Earnings: The Cases Of Voluntary And Mandatory Interim Reports", Journal Of Accounting & Economics, Sayı 43.

Canbaloğlu (2011)Finanas Sektöründe Kamunun Aydınlatılması Ve Türkiye Uygulaması

Canbas, Serpil- Dogukanlı, Hatice (2001), Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar Sermaye Piyasası Analizleri, Beta Yayınevi, Genisletilmis 3. Baskı, İstanbul.

Cemalcılar, Özgül- Önce, Saime (1999), Muhasebenin Kuramsal Yapısı,2. Baskı, Eskisehir.

Civan,Mehmet(2007), Sermaye Piysası Analizleri Ve Portföy Yönetimi , Gazi Kitabevi,Ankara.

Civelek, Mehmet A.- Durukan M. Banu (2001), Muhasebe Mesleginin Ve Muhasebecinin Türkiye' Nin Kalkınmasındaki Rolü, 5. Muhasebe Denetim Sempozyumu, 2001.

Clarkson, Peter M.- Li, Yue- Richardson, Gordon D., Vasvari, Florin P. (2007), "Revisiting The Realition Enviromental Performance And Enviromental Disclosure: An Empricial Analysis, Accounting Organisations And Society", www.Doi:10.1016/J.Aos.2007.05.003 (01.02.2008).

Cukacı, Yusuf C. (2006), "Kamuyu Aydınlatmada Muhasebe Meslek Elemanının Etik Anlayısı Ve İzmir İlinde Bir Uygulama", Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 8, Sayı 1.

Çapanoglu, Birol Mustafa (1993), Türkiye Ve Dıs Ülkelerde Sermaye Piyasası Özellestirme Uygulamaları Ve Menkul Kıymet Borsaları, Beta Basım Yayın, İstanbul.

Çelen, Erol; *"Bağımsız Denetimin Önemi, Yararları ve Kamuyu Aydınlatma Đlkesi"*, ĐSMMMO Yayınları- **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı 55, 2001, http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/55MaliCozum/20%20-%2055%20EROL%20%C3%87ELEN.doc

Çelik, Orhan (2002), "Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuyu Açıklama", Muhasebe Ve Denetime Bakıs, s.76-77.

Çetin, Nusret (2011), "Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 15(1).

Çürük, Turgut, "Muhasebe Seffaflıgına Bagımsız Dıs Denetimin Etkisi Üzerine Uygulamalı Bir Çalısma", 6. Muhasebe Denetimi Sempozyumu.

Dağlı, Hüseyin (2009), **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi,** Trabzon: Derya Kitabevi.

Debrency, Roger- Rahman,Asheq (2005), "Firm- Specipic Determinants Of Continuous Corporate Disclosures", The International Journal Of Accounting, No. 40.

Durukan, M. Banu- İkiz, A. Kapucugil (2007), Denetim Kalitesi Ve Hizmet Kalitesine İliskin Modeller: Kavramsal Çerçeve, Mali Çözüm, İSMMM Yayını, Sayı 82.

Erdoğan, Meltem (2008), "Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri", **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,** 20, 1-20.

Erdogan, Nurten (2006), "Muhasebe Denetiminde Niteliksel Önemliligin Gerekliligi", Muhasebe Ve Finansman Dergisi, Sayı 31.

Ergül, Nuray (2009), "Ulusal Hisse Senetleri Piyasasında Etkinlik", **Çanakkale 18 Mart Üniversitesi Biga İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yönetim Bilimleri Dergisi,** 7(1), 101-118.

Eroglu, Cengiz Alp (2003), Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Kamunun Aydınlatılması, Yeterlilik Etüdü, Ankara.

Fama Eugen F. (1970), "Efficient Capital Markets: A View Theory and Empirical Work", **The Journal of Finance**, 25 (2), 383-416.

Fertekligil, Azmi (2000), Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayını, İstanbul.

Financial Accounting Standarts Board (FASB) (2006), Financial Accounting Series, No:1260-001, Norwalk.

Fischer, E. Paul- Verrecchia, Robert E. (2004), "Disclosure Bia", Journal Of Accounting And Economics, No. 38.

Güvercin Demir (2015) Kazanç Açıklamalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkileri: BİST 100 Üzerine Bir Uygulama

Günal, Vural (1997), Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar),İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul.

Güngör, Bener (2003), "Finans Literatüründe Anomali Kavramı ve Etkin Piyasalar Hipotezi", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 17 (1-2), 109-133

Harrington, Diana R. (1987), **Modern Portfolio Theory, The Capital Asset Pricing Model & Arbitrage Pricing Theory: A User's Guide**, 2th Ed., New Jersey: Prentice-Hall, Inc.

Hirt Geoffrey A. ve Block, Stanley (2006), **Fundamentals of Investment Management**, New York : MCGraw-Hill/Irwin Publishing.

Hunton, James E.- Robert, Libby- Mazza, Cherİ H. (2006), "Financal Reporting Transparencyand Earnings Management", The Accounting Review, Vol.81, No.1.

IOSCO, Principles For Ongoing Disclosure And Material Development Reporting By Listed Entities, s.3, http://Www.İosco.Org/Library/Pubdocs/Pdf/Ioscopd132.Pdf (01.02.2008).

İMKB (1997), Sermaye Piyasası Ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İ.M.K.B Yayınları,Yayın No:1,12. Basım,İstanbul.

İhtiyar, Mustafa (2006), Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beta Yayınevi, İstanbul.

Kaderli, Yusuf (2007), "Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü ile İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama", MUFAD
Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 36, Ekim,144–154.

Karacabey, A. Argun (2004),. Düsen Enflasyon Ortamında Sirket Yönetimi, Ankara Sanayi Odası Yayını, Ankara.

Karan, Mehmet Baha (2011), **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi,** Ankara: Gazi Kitabevi, 3. Baskı.

Kaya, Arslan (2001),. Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Banka Ve Ticaret Hukuku Arastırma Enstitüsü, Ankara

Koç, İ. Özlem (1998), Sirketlerin Halka Açılması Ve Bir Uygulama, Spk Yayınları, Yayın No. 118, Ankara.

Konuralp, Gürel (2001), Sermaye Piyasaları Analizler Kuramlar Ve Portföy Yönetimi, Alfa Basım Yayım, İstanbul.

Küçükkocaoğlu, Güray ve Cemal Küçüksözen (2005), "Gerçeğe Aykırı Tabloların Ortaya Çıkarılması: İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma", http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselgercegeaykiri.pdf

Küçüksözen, Cemal; **Finansal Bilgi Manipülasyonu: Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları ve ĐMKB Sirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalısma**, Ankara, SPK, 2005

Küçüksözen, Cemal; **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**; Ankara, SPK, 1999

Libby, Robert- Tan,Hung Ton- Hunton, James E. (2006), "Does The Form Of Management's Earnings Guidance Affect Analysts' Earnings Forecasts?", The Accounting Review, Vol. 81, No 1.

Mackinlay, A. Craig (1997), "Event Studies in Economics and Finance, **Journal of Economic Literature**", 35, 13-39.

Marc, Levinson (2007), Finansal Bilgiler Kılavuzu, Çeviren: Ege, İlhan Ve Digerleri, Liberte Yayınları, Yayın No 134, Ankara.

Mazumdar, C.Suman- Sengupta, Partha (2005), "Disclosure And The Loan Spread On Private Debt", Financial Analysts Journal, No. 61.

Mishkin , Frederic S. (2000), **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, Çeviren: Prof.Dr.İlyas Şıklar, Prof. Dr. Ahmet Çakmak, Y.Doç.Dr. Suat Yavuz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.

OECD (2004), Principles Of Corporate Governance, Oecd Publications Service.

Orens, Raf- Lybaert, Nadine (2007), "Does The Financial Analysts' Usage Of Non-Tinancial Information Influence The Analysts' Forecast Accuracy Some Evidence From The Belgian Sell-Side Financial Analyst",The International Journal Of Accounting, No. 42.

Önder, Türkan (2001), Amerika' Da Yatırımcılar Nasıl Korunmaktadır? Bagımsız Denetimde Bagımsızlık İlkesinin SEC (Securities And Exchange Commission) Ve SPK Açısından İncelenmesi, İSMMO Yayınları:32, 5. Muhasebe Sempozyumu.

Özbay, Emrah (2004), Halka Açık Bankaların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülügü, Spk Yeterlilik Etüdü, İstanbul.

Özgüç, Erkan, Kurumsal Sosyal Sorumluluk, Spk Yeterlilik Etüdü, Ankara.

Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İliskin Esaslar Tebligi, 20/07/2003 Tarih Ve 25174 Sayılı Resmi Gazete, Seri: VIII, No:39.

Petersen, Cristian- Plenborg, Thomas (2006), "Voluntary Dislosure And Information Asymetry In Denmark", Journal Of International Accounting Auditing & Taxationsayı, No.15.

Peress, Joel (2011), "The Media and the Diffusion of Information in Financial Markets: Evidence from Newspaper
Strikes", INSEAD Working Paper, No. 2012/36/FIN.

Pirgaip, Burak (2004), Sermaye Piyasasında Bagımsız Denetim Standartlarının Uluslar Arası Denetim Standartları İle Harmonizasyonu, SPK Yeterlilik Etüdü, Mayıs, Ankara.

Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İliskin Esaslar Tebligi, 20/07/2003 Tarih Ve 25174 Sayılı Resmi
Gazete, Seri: VIII, No.39.

Sayar, A. R. Zafer (2003), Bankaların Halka Açılması Ve Banka Yatırımcılarının Korunması, SPK Yayınları, Yayın No:146, Ankara.

Sayılır, Özlem (2012), "Yatırımcı İlişkileri Kavramı", Metin Coşkun (Ed.), **Yatırımcı İlişkileri Yönetimi,** *içinde,* Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, http://eogrenme.anadolu.edu.tr/eKitap/MSP205U.pdf, 11.01.2014.

Securities And Exchange Commission (SEC) (2000), Revision Of The Commission's Auditor Independence Requirements, Iv. Discussion Of Final Rules A. The Preliminary Note 17 Cfr Parts 210 And 240,
http://Www.Sec.Gov/Rules/Final/33-7919.Htm (08.02.2008).

Selda, Aytekin (2003), Muhasebe Açısından Sirket Yönetimine, Düzenleyici, Otoriteye Ve Denetçiye Düsen Sorumluluklar, 6. Muhasebe Denetim Sempozyumu. Sengupta, Partha (2004), "Dislosure Timing: Determinants Of Quarterly Earnings Release Dates

Özer, Gökhan- Yücel, Rahmi (2005), "Bir Yıldan Uzun Ölçüm Dönemlerinin Düzey veDeğişim Modelleri Açısından Muhasebe Kârları ile Hisse Senedi Fiyatları Arasındakiİlişki Üzerine Etkisi", Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi, Sayı.14,Ocak, ss.1-22.

Özer, Gökhan (1996). Muhasebe Kârları ile Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler:İMKB'de Deneysel Bir Analiz, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:31,Ankara.

Şahin, Zülfikar; *"Türkiye'de Bağımsız Denetimin Tarihi Gelisimi, Gerekliliği veYararları"*,www.muhasebenet.net/makale_zulfikar%20sahin_turkiye%20de%20bagimsiz%20denetimin%20tarihi%20gelisimi.doc

Talu, Hülya (2001), Muhasebe Mesleginin Para Ve Sermaye Piyasalarındaki Yeri Ve Önemi, 5. Muhasebe Denetim Sempozyumu, www.İstanbul.Smmmodasi.Org.Tr/Sempozyumkonu.Asp (14.02.2008).

Taner, Tuna A. ve Koray Kayalıdere (2002), "1995-2000 döneminde İMKB'de Anomali Araştırması", **Yönetim ve Ekonomi**, 9 (1-2), 1-24.

Tong, Hui (2007),"Disclosure Standarts And Market Efficiency: Evidence From Analysts' Forecast", Journal Of
International Economics, Sayı 72.

Tükel Ayça (2010), "Asimetrik Enformasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarını Değerlendirilmesi", **Ekonometri ve İstatistik Dergisi,** 12, 102–121.

Uzun, Ali Kamil; *"Saydamlığa Ulasmada Đç Denetimin Rolü ve Sorumlulukları",*
http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/MODAVAli%20Kamil%20UZUN.pdf

Yanlı, Veliye (2005), Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Sirketler Ve Kamunun Aydınlatılması, 1. Basım, Beta Yayınevi, Mart, İstanbul.

Yeginboy, E. Yasemin (2001), "Küresellesen Dünya'da Türkiye' Deki Muhasebe Denetimi Gerçegi", Mali Çözüm, İSMMM Yayın Organı, Sayı 55, s.48.

Yılgör, Ayse Gül (2005), "İsletmelerde Borçlanma Düzeyindeki Degisimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri", D.E.Ü İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 20, Sayı 1.