

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

İŞLETME PROGRAMI

HALKA AÇIK BİLGİLERİN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİSİ:

BİST-30 ŞİRKETLERİ ÖRNEĞİ

DOKTORA TEZİ

Kemal EYÜBOĞLU

KASIM – 2014

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

İŞLETME PROGRAMI

HALKA AÇIK BİLGİLERİN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİSİ:

BİST-30 ŞİRKETLERİ ÖRNEĞİ

DOKTORA TEZİ

Kemal EYÜBOĞLU

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Halil İbrahim BULUT

KASIM – 2014

TRABZON

ONAY

Kemal EYÜBOĞLU tarafından hazırlanan “Halka Açık Bilgilerin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST-30 Şirketleri Örneği” adlı bu çalışma 06.11.2014 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim dalında **doktora tezi** olarak kabul edilmiştir.

.....
Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA (Başkan)

.....
Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI

.....
Prof. Dr. Metin BERBER

.....
Doç. Dr. Fikret ÇANKAYA

.....
Doç. Dr. Halil İbrahim BULUT

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım. ... / ... / ...

Prof. Dr. Ahmet ULUSOY

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orjinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

Kemal EYÜBOĞLU

06.11.2014

ÖNSÖZ

Bu çalışmada BİST-30'da işlem gören hisse senetlerinin şirketlerce KAP'a bildirilen haberlerden etkilenip etkilenmediği ve bu hisse senetlerinden etkin piyasalar hipotezi çerçevesinde aşırı getiriler elde edilip edilmediği araştırılmıştır. Şirketlere özgü haberler kurumsal yönetim, finansal, genel, operasyonel, hukuki ve yeniden yapılanmaya ilişkin olmak üzere altı ana başlık altında sınıflandırılmış ve sınıflandırılan bu haberlerden hangilerinin aşırı getiri elde edilmesine imkan verdiği incelenmiştir. Yatırımcıların hangi tür haberlere daha çok tepki verdiği ortaya konmuştur. Çalışmada olay çalışma yöntemi kullanılmıştır.

Araştırma konunun seçilmesinde ve araştırmanın hazırlanmasında yoğun çalışma temposuna rağmen beni yönlendiren ve her konuda bana yardımcı olan danışman hocam Doç. Dr. Halil İbrahim BULUT ve Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI başta olmak üzere; Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA, Prof. Dr. Metin BERBER ve Doç. Dr. Fikret ÇANKAYA hocalarıma, değerli dostum Vahit GÜNTAY'a, kuzenim Nazlı GENÇ'e çok teşekkür ederim. Aynı zamanda hayatım boyunca bana her konuda güvenip destek olan annem Pakize, babam Ali Kenan ve eşim Sinem EYÜBOĞLU'na içten sevgi, saygı ve teşekkürlerimi sunarım.

Doktora süresince vermiş olduğu bursla bana maddi olarak destekte bulunan TÜBİTAK'a da ayrıca teşekkür ederim.

Trabzon, Kasım 2014

Kemal EYÜBOĞLU

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET	VIII
ABSTRACT	IX
TABLolar LİSTESİ	X
ŞEKİLLER LİSTESİ	XIII
GRAFİKLER LİSTESİ	XIV
KISALTMALAR LİSTESİ	XVI
GİRİŞ.....	1-3

BİRİNCİ BÖLÜM

1. MENKUL KIYMET PİYASASINDA ETKİNLİK, KAMUYU AYDINLATMA VE BİLGİ KAYNAKLARI	4-52
1.1. Etkin Piyasalar Hipotezi	4
1.1.1. Zayıf Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği.....	7
1.1.2. Yarı Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği	7
1.1.3. Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği	8
1.2. Menkul Kıymet Piyasasında Asimetrik Bilginin Etkisi	9
1.3. Menkul Kıymet Piyasasında Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı.....	11
1.4. Menkul Kıymet Piyasasında Kamuyu Aydınlatma	14
1.4.1. Kamuyu Aydınlatma Kavramı	14
1.4.2. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Önemi ve Özellikleri.....	17
1.4.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Ortaya Çıkışı ve Gelişimi	19

1.4.3.1. Dünyada Ortaya Çıkışı ve Gelişimi.....	20
1.4.3.2. Türkiye’de Ortaya Çıkışı ve Gelişimi	24
1.4.4. Kamuyu Aydınlatma Türleri	25
1.4.4.1. Zorunlu Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları	25
1.4.4.2. Gönüllü Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları	27
1.4.5. Çeşitli Ülkelerde Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları	28
1.4.5.1. ABD’de Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları	28
1.4.5.2. Avrupa’da Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları	33
1.4.5.2.1. Almanya’da Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları.....	33
1.4.5.2.2. İngiltere’de Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları.....	35
1.4.5.3. Türkiye’de Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları.....	36
1.5. Bilgi Kaynağı Olarak Yatırımcı İlişkileri Birimi	47
1.6. Bilgi Kaynağı Olarak Medya ve Etkinlik	49
1.6.1. Medyanın Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisi.....	49
1.6.2. Medyanın Şirket İtibarına ve Yatırımcı Davranışlarına Etkisi.....	51

İKİNCİ BÖLÜM

2. ŞİRKETLERE ÖZGÜ HABERLERİN HİSSE SENEDİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNE İLİŞKİN LİTERATÜR TARAMASI..... 53-83

2.1. Kurumsal Yönetime İlişkin Haberler için Yapılan Çalışmalar	53
2.2. Finansal Haberlere İlişkin Yapılan Çalışmalar.....	56
2.3. Genel Haberlere İlişkin Yapılan Çalışmalar.....	65
2.4. Hukuki Haberlere İlişkin Yapılan Çalışmalar	69
2.5. Operasyonel Haberlere İlişkin Yapılan Çalışmalar	71
2.6. Yeniden Yapılanmaya İlişkin Yapılan Çalışmalar	74

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. ŞİRKETLER TARAFINDAN YAPILAN AÇIKLAMALARIN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİSİ.....84-144

3.1. Araştırma Metodolojisi.....	85
3.1.1. Araştırmanın Önemi	85
3.1.2. Araştırmanın Amacı	86
3.1.3. Araştırmanın Kapsamı	87
3.1.4. Araştırmanın Kısıtı	88
3.1.5. Araştırmanın Veri Seti, Yöntem ve Hipotezleri	89
3.1.5.1. Olay Çalışması Yöntemi.....	91
3.1.5.2. Araştırmaya İlişkin Hipotezler	94
3.2. Araştırmaya İlişkin Bulgular	97
3.2.1. Kurumsal Yönetim Duyurularına İlişkin Bulgular	97
3.2.2. Finansal Duyurulara İlişkin Bulgular	100
3.2.3. Genel Duyurulara İlişkin Bulgular	102
3.2.4. Hukuki Duyurulara İlişkin Bulgular	105
3.2.5. Operasyonel Duyurulara İlişkin Bulgular.....	107
3.2.6. Yeniden Yapılanma Duyurularına İlişkin Bulgular.....	110
3.2.7. Hisse Senetleri Üzerinde En Çok Etkisi Olan Duyurulara İlişkin Bulgular	112
3.2.8. Finansal Duyuru Alt Başlıklarına İlişkin Bulgular.....	114
3.2.9. Operasyonel Duyuru Alt Başlıklarına İlişkin Bulgular	125
3.2.10. Yeniden Yapılanma Alt Başlıklarına İlişkin Bulgular	12
3.2.11. Finansal Alt Başlıklar İçin Hesaplanan ACAR'lara İlişkin Bulgular	138
3.2.12. Operasyonel Alt Başlıklar için Hesaplanan ACAR'lara İlişkin Bulgular	141
3.2.13. Yeniden Yapılanma Alt Başlıkları için Hesaplanan ACAR'lara İlişkin Bulgular	143
SONUÇ VE ÖNERİLER	145
YARARLANILAN KAYNAKLAR	156
ÖZGEÇMİŞ	177

ÖZET

Hisse senetlerine ilişkin şirketlerin durumlarını ortaya koyan bilgilerin zamanında, doğru, tam ve ayrıntılı olarak yayınlanması yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması açısından önem arz etmektedir. Ancak, uygulamada tam aydınlanmanın sağlanmasında güçlüklerle karşılaşmaktadır. Bilginin çıkışı ile herkese dağılımı arasındaki sürecin uzunluğu, bazı yatırımcıların menfaat sağlamalarına, bazı yatırımcıların da zarara uğramalarına yol açabilmektedir.

Halka açık şirketlerde hisse senedi piyasa fiyatlarını etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Literatürde hisse senedi fiyatını dolayısıyla getirisini etkileyen faktörleri ve bunların etki düzeylerini araştıran birçok çalışma yer almaktadır. Bu çalışmada ise şirketlerce KAP'a bildirilen haberler, hisse senedi getirisini etkileyen faktör olarak ele alınmıştır. Haberler; kurumsal yönetime ilişkin, operasyonel, hukuki, finansal, genel ve yeniden yapılanmaya ilişkin olmak üzere altı ana başlık ve bu başlıkların altındaki alt başlıklar olarak sınıflandırılmıştır. Ocak 2002 - Aralık 2012 dönemine ait haberlerin hisse senedi getirileri üzerine etkisinin analizi için olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Çalışmaya konu olan şirketler, hisse senetleri BİST-30'da işlem gören şirketlerdir. Çalışma sonucunda şirketlere özgü haberlerin başta operasyonel, finansal ve yeniden yapılanma haberleri olmak üzere, hisse senedi getirileri üzerinde etkisi olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç etkin piyasalar hipotezi çerçevesinde Borsa İstanbul'un yarı kuvvetli formda etkin olmadığını göstermektedir. Ayrıca pek çok haber çeşidi için olay öncesi istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif aşırı getirilerin varlığı bilgi suistimali olarak yorumlanmıştır. Bu durum Borsa İstanbul'da özellikle küçük yatırımcıların yeterli düzeyde korunmadığını göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Şirketlere Özgü Haberler, Aşırı Getiri, Borsa İstanbul

ABSTRACT

Information which are presenting the cases of companies about stocks, have importance with regards to preserve rights and benefits of investors with their timely, straight and detailed disclosure. However in practice, there are some difficulties of providing the full disclosure. The length of the process within information appearance and distribution to investors, can lead up to extra profit for some people and suffer a loss for other investors.

There are many factors which are affecting stock market values of publicly held companies. In literature there are many studies which research the effecting factors of stock prices and accordingly returns with their effect levels. In this study, news which is announced by companies is discussed as an effecting factor for the stock return. News are classified into six major topics which are corporate governance related, operational, legal, financial, general related, restructuring related and also into subtitles under these major topics. Event study method is used for analyzing the impact of news over stock returns between the period January 2002- December 2012. Companies which are subjected to this study are trading at BIST-30 with their stocks. It is reached some findings that there is an effect of firm-specific news especially financial, restructure and operational related news over the stock returns. From these findings it can be concluded that Borsa Istanbul is not effective at semi-strongly form within the scope of efficient market hypothesis. In addition, for many news kinds, positive abnormal returns' which are a priori significancy in statistical terms is interpreted as an insider trading. This situation implies that individual investors are not being protected sufficiently in Borsa Istanbul.

Keywords: Firm-Specific News, Abnormal Return, Borsa Istanbul

TABLULAR LİSTESİ

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Türkiye’de Finansal Raporların Gönderim Süreleri.....	38
2	Çeşitli Ülkelerde Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları	46
3	Şirketlere Özgü Kurumsal Yönetim Haberlerine İlişkin Literatür Özeti	56
4	Şirketlere Özgü Finansal Haberlere İlişkin Literatür Özeti.....	65
5	Şirketlere Özgü Genel Haberlere İlişkin Literatür Özeti.....	69
6	Şirketlere Özgü Hukuki Haberlere İlişkin Literatür Özeti	71
7	Şirketlere Özgü Operasyonel Haberlere İlişkin Literatür Özeti	74
8	Şirketlere Özgü Yeniden Yapılanma Haberlerine İlişkin Literatür Özeti	83
9	BİST-30’da İşlem Gören Şirketler	89
10	Kurumsal Yönetim Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki Ortalama Aşırı Getiriler (AARs).....	98
11	Kurumsal Yönetim Duyuruları Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs).....	99
12	Finansal Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki Ortalama Aşırı Getiriler (AARs).....	100
13	Finansal Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs)	101
14	Genel Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki Ortalama Aşırı Getiriler (AARs).....	103
15	Genel Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs)	104

16	Hukuki Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki Ortalama Aşırı Getiriler (AARs).....	105
17	Hukuki Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs)	106
18	Operasyonel Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki Ortalama Aşırı Getiriler (AARs).....	107
19	Operasyonel Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs)	109
20	Yeniden Yapılanma Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki Ortalama Aşırı Getiriler (AARs).....	110
21	Yeniden Yapılanma Duyuruları Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs).....	111
22	Altı Ana Başlık İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasında Hesaplanan AARs.....	113
23	Duyuru Türlerinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri.....	114
24	Borçlanma Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	115
25	Borç Yapılandırma Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	116
26	Temettü Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.....	117
27	Hisse Geri Alım Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.....	118
28	Hisse Arzı/Satışı Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.....	120
29	Hisse Bölünmesi Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.....	121
30	Finansal Not Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	122
31	Kazanç Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.....	123
32	Finansal Alt Başlıklar Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	124
33	Kapasite Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.....	125
34	İşten Çıkarma Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	126
35	Sendika Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.....	128
36	Yeni Ürün Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.....	129
37	Tedarik Antlaşması Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	130

38	Operasyonel Alt Başlıklar Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.....	132
39	İş Ortaklığı Antlaşması Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.	133
40	Birleşme Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	134
41	İştirak Alımı/Kurulması Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	135
42	İştirak Satımı Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	136
43	Yeniden Yapılanmaya İlişkin Alt Başlıklar Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	137
44	Finansal Alt Başlıklar Açısından Belirli Olay Aralıkları İçin Hesaplanan ACARs..	138
45	Operasyonel Alt Başlıklar Açısından Belirli Olay Aralıkları İçin Hesaplanan ACARs	141
46	Yeniden Yapılanmaya İlişkin Alt Başlıklar Açısından Belirli Olay Aralıkları İçin Hesaplanan ACARs.....	143

ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil Nr.</u>	<u>Şekil Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Menkul Kıymet Piyasasındaki Temel Bilgi Kaynakları.....	4
2	Etkin ve Etkin Olmayan Piyasada Fiyat Tepkileri	6

GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafik Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Kurumsal Yönetim Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki Ortalama Aşırı Getiriler (AARs).....	97
2	Kurumsal Yönetim Duyuruları Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs)	98
3	Finansal Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki Ortalama Aşırı Getiriler (AARs).....	100
4	Finansal Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs)	101
5	Genel Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki Ortalama Aşırı Getiriler (AARs)	102
6	Genel Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs).....	103
7	Hukuki Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki Ortalama Aşırı Getiriler (AARs).....	105
8	Hukuki Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs).....	106
9	Operasyonel Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki Ortalama Aşırı Getiriler (AARs).....	107
10	Operasyonel Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs)	108
11	Yeniden Yapılanma Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki Ortalama Aşırı Getiriler (AARs).....	110

12	Yeniden Yapılanma Duyuruları Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs).....	111
13	Borçlanma Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	114
14	Borç Yapılandırma Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	116
15	Temettü Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.....	117
16	Hisse Geri Alım Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.....	118
17	Hisse Arzı/Satışı Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.....	119
18	Hisse Bölünmesi Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.....	121
19	Finansal Not Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	122
20	Kazanç Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	123
21	Kapasite Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	125
22	İşten Çıkarma Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	126
23	Sendika Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	127
24	Yeni Ürün Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	129
25	Tedarik Antlaşması Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	130
26	İş Ortaklığı Antlaşması Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs.	132
27	Birleşme Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	133
28	İştirak Alımı/Kurulması Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	135
29	İştirak Satımı Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs	136

KISALTMALAR LİSTESİ

İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
BİST	: Borsa İstanbul
WFE	: World Federation of Exchanges
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
NYSE	: New York Stock Exchange
AMEX	: American Stock Exchange
NASDAQ	: National Association of Securities Dealers Automated Quotations
IOSCO	: The International Organization of Securities Commission
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
OECD	: The Organization for Economic Co-operation and Development
SEC	: Securities and Exchange Commission
EDGAR	: Eletronic Data Gathering Analysis and Securities System
BaFin	: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
AB	: Avrupa Birliği
WpHg	: Wertpapierhandelsgesetz
FCA	: Financial Conduct Authority
UKLA	: United Kingdom Listing Authority
DTR	: Disclosure Rules and Transparency Rules
RIS	: Regulatory Information Service
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
Vb.	: Ve Benzeri
AAR	: Average Abnormal Return
ACAR	: Average Cumulative Abnormal Return

GİRİŞ

Ekonominin yapısal olarak güçlendirilmesi ve öngörülen büyüme hedeflerine ulaşabilmesi için güçlü ve sağlıklı bir sermaye piyasasının oluşturulması şarttır. Bu şartın sağlanması bilgide eşitlik ilkesinin gerçekleştirilmesi ile mümkündür. Aksi halde piyasada işlem gören şirketlerle temas halinde bulunan ve haberler açıklanmadan önce bilgisi olan kişilerin varlığı piyasaya olan güven duygusunu zedeleyecektir. Piyasadaki güven zedelendikçe hisse senedi fiyatları azalacak, böylece satılan her bir hisse senedi ile daha az fon sağlanacağından işletmelerin sermaye maliyetleri de artacaktır. Ayrıca, hisse senedi için kuvvetli bir talep oluşmazsa, kısa sürede çok sayıda aşağı ve yukarı yönlü işlemlerle beraber hisse senedinin fiyatı daha oynak olacaktır. Bu açıdan sermaye piyasalarında etkin bir fiyat oluşumu için şeffaflık ve kamuyu aydınlatma gereklidir. Piyasalarda yapılan düzenlemeler, kurumsal yönetimi teşvik edici uygulamalar ve bilginin yatırımcılara hızlı bir şekilde ulaşmasını sağlayan teknolojik gelişmeler şeffaf ve adil bir kamuyu aydınlatmanın oluşmasına katkıda bulunmaktadır.

Değişen gereksinimler, her alanda olduğu gibi finansal piyasalarda da bilgi kullanımını ve bilgi yönetimini ön plana çıkarmıştır. Sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcıların karşılaştıkları ve korunmaya ihtiyaç duydukları olası temel problemler piyasaların düzeni ve işleyiş sistemi ile ilgilidir. Bu eksenindeki problemler, piyasanın etkin olmaması, piyasa hizmetlerine adil ve eşit erişim sağlanamaması veya işlem bilgilerinin yatırımcılara etkin bir şekilde duyurulmamasıdır. Genelde sermaye piyasalarında fon arz eden yatırımcıların sağlıklı kararlar verebilmesi, piyasadan fon talep eden şirketler başta olmak üzere ekonomik birimlere ilişkin olarak doğru, kesintisiz ve eş zamanlı bilgi alabilmelerine bağlıdır. Ters durumda ise, fiyatlar kolaylıkla manipüle edilebilecek, piyasa serbestlikten uzaklaşacak ve haksız kazançların elde edilmesine ortam hazırlanacaktır. Finansal piyasalarda yatırımcılar tarafından kullanılan önemli bilgi kaynakları ise kamuyu aydınlatma platformları, şirketlerce oluşturulan yatırımcı ilişkileri bölümleri ve medyadır. Söz konusu bilgi kaynakları, piyasalara fon arz eden yatırımcılar ve fon talep eden şirketler arasında kamuyu aydınlatma işlevi görerek bilgi asimetrisini azaltabilmektedir. Ayrıca bu

kaynaklar menkul kıymet piyasalarına giriş ve piyasalar hakkında bilgi toplama maliyetlerini düşürmekte böylece finansal piyasalara doğru yoğun bir fon akışının gerçekleşmesine katkıda bulunmaktadır. Bilindiği üzere piyasalara her yeni gün, genel ekonomik durumla ve şirketlerin aldıkları kararlarla ilgili yeni bilgiler piyasaya gelmektedir. Bu bilgilerin hisse senetlerinin fiyatlarını etkilediği bilinmektedir. Etkin piyasalar hipotezi ise, bilginin kamuya açıklandığı anda fiyatlara yansıdığını varsaydığından hiçbir yatırımcının piyasada aşırı getiri sağlayamayacağını ileri sürmektedir. Bu hipotezde kamuya açıklanmış ya da açıklanmamış tüm bilgilerin çok hızlı bir biçimde, tüm yatırımcılara ulaşacağı, bu nedenle de fiyatların bu bilgiler doğrultusunda yeniden oluşacağı, dolayısıyla hiçbir yatırımcının aşırı getiri elde etme şansının olmayacağı kabul edilmektedir. Ancak gerçekte bilgiye ulaşma ve bilgiyi kullanma yeteneklerinin birbirinden farklı olması nedeniyle yatırımcıların farklı bilgiye sahip olduğu görülmektedir.

Günümüzde piyasada etkinliğin artırılması için fiyatların rekabet içerisinde oluşması, bilgiye hızlı, düşük maliyetlerle ulaşılması ve işlem maliyetlerinin çok düşük olması gerekmektedir. Halka açık şirketler, yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek gelişmeleri zamanında kamuya açıklamakla ve bilgiyi eş zamanlı olarak ulaştırmakla yükümlüdür. Buradaki temel amaç, yatırımcı kararını ve fiyatları etkileyecek herhangi bir bilgidен, şirketin mali durumundaki önemli değişikliklerden veya önemli gelişmelerden tüm yatırımcıların aynı zamanda haberdar edilmesidir. Kamuyu aydınlatma, özellikle, halka arz edilmiş şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü ikincil piyasalarda yatırımcıların bilgilendirilmesine yönelik olarak gerçekleşmektedir. Türkiye’de yatırımcılar şirketlerle ilgili bu tür bilgilere Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) aracılığı ile ulaşabilmektedir. Yarı kuvvetli formda bir etkin piyasa, varlık ile ilgili yalnızca geçmişteki bilgilerin değil, aynı zamanda kamuya açıklanmış mevcut tüm bilgilerin varlık fiyatına yansıdığı piyasadır. Bu piyasalarda, şirketlerin kar-zarar durumları, kar payı dağıtım politikaları, eğer varsa birleşme planları gibi bilgilerin birçoğu kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Literatürde haberlerin hisse senetleri üzerindeki etkisini araştıran çalışmalar incelendiğinde analizlerin daha çok birleşme, kar payı gibi genelde tek bir duyuru türünü ele aldığı görülmüştür. Bu çalışmada ise şirketlere özgü duyurular literatürde kullanılan neredeyse tüm haber türleri için tek tek kapsamlı şekilde ele alınmıştır. Ayrıca geçmiş çalışmalarda üzerinde durulmayan pek çok haber türü de

çalışmada incelenmiştir. Literatürde daha önce sıkça çalışılan haber türleri ise oldukça geniş bir veri seti kullanılarak çalışmada yer almış ve duyurulan haberlerin hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine imkan sağlayıp sağlamadığı araştırılmıştır. Son olarak yatırımcıların haberlere vermiş oldukları tepkiler ölçülmüş ve böylece yatırımcıların hangi haber türlerini daha çok dikkate aldığı ortaya konularak Türkiye literatüründeki önemli bir açığın kapatılması amaçlanmıştır.

Üç bölümden oluşan çalışmada, BİST-30 endeksinde işlem gören şirketlerce altı ana başlıkta sınıflandırılan kurumsal yönetime, finansal, genel, hukuki, operasyonel ve yeniden yapılanmaya ilişkin duyuruların yatırımcıların aşırı getiriler elde etmesine olanak verip vermediği ve hangi duyuru sınıfının hisse fiyatları üzerinde daha çok etkisi olduğu araştırılmıştır. Ayrıca hisse fiyatları üzerinde en çok etkide bulunduğu tespit edilen üç ana başlık, alt başlıklar itibarıyla da ele alınmıştır. Böylece bir başlık içerisinde hangi alt başlığın daha etkili olduğu ortaya konmuştur.

Birinci bölümde, menkul kıymet piyasasında ihtiyaç duyulan bilgi kaynakları çerçevesinde etkin piyasa hipotezi açıklanmış, ayrıca kamuyu aydınlatma kavramının sermaye piyasaları açısından önemine ve özelliklerine, dünyada ve Türkiye’de ortaya çıkışına ve gelişimine, kamuyu aydınlatma türlerine ve son olarak çeşitli ülkelerdeki kamuyu aydınlatma uygulamalarına değinilmiştir. Piyasalardaki diğer bilgi kaynaklarını oluşturan yatırımcı ilişkileri birimi ve medya da birinci bölümde kısaca açıklanmıştır.

İkinci bölümde ise literatürde şirketlerce duyurulan haberlerin hisse senetleri üzerindeki etkisini teorik ve ampirik açıdan inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Mevcut literatürdeki çalışmalar kurumsal yönetim, finansal, genel, hukuki, operasyonel ve yeniden yapılanma olmak üzere kullanılan haber türleri açısından sınıflandırılarak açıklanmıştır.

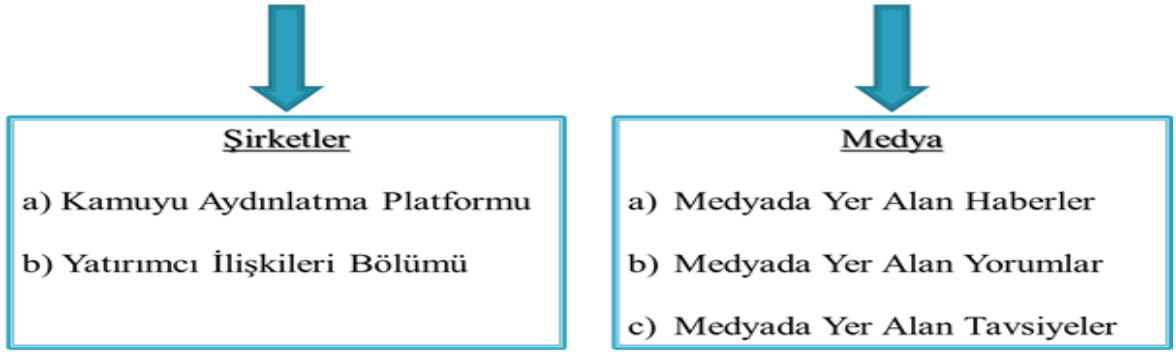
Üçüncü bölümde ihraççılar tarafından açıklanan şirketlere özgü haberlerin hisse senedi performansı üzerindeki etkisi ve önemi vurgulanmış, ayrıca araştırmanın metodolojisi ve hipotezleri aktarılmıştır. Bu çerçevede araştırmanın önemi, amacı, kapsamı, kısıtları hakkında bilgiler verilmiştir. Daha sonra 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. MENKUL KIYMET PİYASASINDA ETKİNLİK, KAMUYU AYDINLATMA VE BİLGİ KAYNAKLARI

Menkul kıymet piyasaları kamu ve özel sektöre ait hisse sendi, hazine bonusu, tahvil, v.b. menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Menkul kıymet piyasalarında bilgi, birkaç temel kanaldan aktarılmaktadır.

Şekil 1: Menkul Kıymet Piyasasındaki Temel Bilgi Kaynakları
Menkul Kıymet Piyasalarında Temel Bilgi Kaynakları



Bilgi aktarım kanalları; ihraççılar tarafından zorunlu olarak yapılan açıklamalar (KAP), ihraççılar tarafından isteğe bağlı olarak yapılan açıklamalar (yatırımcı ilişkileri bölümleri) ve yatırımcıların ihraççılar dışındaki kaynaklardan (medya) elde ettiği açıklamalar şeklinde sıralanabilmektedir. İhraççılar dışındaki kaynaklar ise gazete, televizyon, dergi ve internet siteleri vb. kitle iletişim araçlarından oluşmaktadır.

1.1. Etkin Piyasalar Hipotezi

Son kırk yılda finans alanında en çok araştırılan konulardan biri de etkin piyasalar hipotezidir. Etkin piyasa terimi, ilk olarak 1965 yılında Fama tarafından “piyasanın yeni bilgilere hızlı uyumu” şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanım, daha sonra yine Fama (1970: 383) tarafından “varlık fiyatlarının etkin piyasada mevcut tüm bilgileri yansıtması”

şeklinde genişletilmiş ve Fama'nın yaptığı ampirik çalışmalarda, şirketlerin kar payı politikalarındaki değişme, birleşmeler vb. konularda, piyasada belirli bir fiyat ayarlama kalıbının olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle sermaye piyasalarında bir hisse senedinin fiyatı, piyasaya ulaşan bilgiye dayanarak, o hisse senedini alıp satan piyasa oyuncularının arasındaki uzlaşmayı yansıtmaktadır. Böylece piyasaya yeni bir bilgi geldiğinde, bu bilgi piyasa oyuncuları tarafından analiz edilip yorumlandıktan sonra, hisse senedinin yeni fiyatı oluşmaktadır. O hisse senedinin fiyatı piyasaya yeni bilginin gelmesi ve bu bilginin analiz edilip yorumlanmasına kadar değişmemektedir. Yani etkin bir piyasada, hisse senedinin fiyatını değiştirecek tüm bilgiler fiyatlara yansıtılmış olduğundan, herhangi bir yatırımcının aşırı getiri sağlaması mümkün değildir.

Fama'nın etkin piyasalar hipoteziyle ilgili varsayımları ise aşağıdaki gibidir (Harrington, 1987: 26);

- Yatırımcıların temel amacı nihai servetin faydasını maksimum kılmaktır.
- Yatırımcılar risk ve getiriye esas alarak seçim yapmaktadırlar.
- Yatırımcılar risk ve getiri beklentileri homojendir.
- Yatırımcılar aynı zaman ufkuna sahiptirler.
- Bilgi serbestçe ve diğer yatırımcılarla eş zamanlı olarak elde edilebilmektedir.

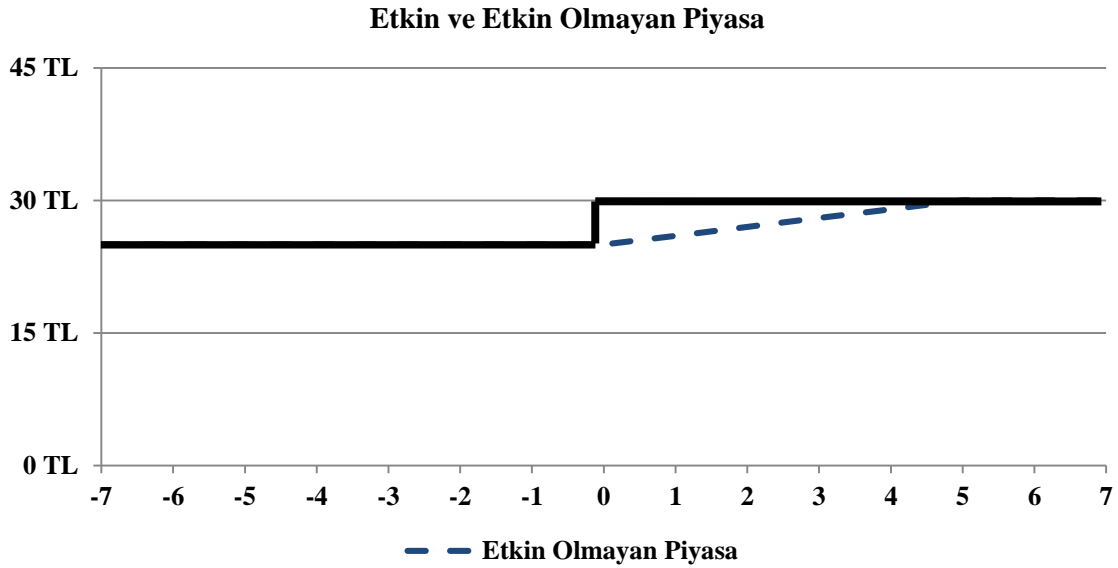
Etkin Piyasalar Hipotezi'nin özünde, Rassal Yürüyüş Hipotezi (Random Walk Hypothesis) yer almaktadır. Rassal yürüyüş hipotezi, fiyat hareketlerinin tesadüfi bir dağılım gösterdiğini ve bu nedenle fiyat hareketlerinin bütünü tahmin edebilmenin mümkün olamayacağını ifade eden bir hipotezdir. Rassal yürüyüş kavramı, etkin bir piyasada işlem gören menkul kıymetin herhangi bir andaki fiyatının gerçek değerine eşit olduğunu anlatmak için kullanılmaktadır (Ergül, 2009: 103).

Herhangi bir piyasadaki etkinlikten söz edebilmek için ise o piyasada; dağıtımsal etkinlik, işletimsel etkinlik ve bilgisel etkinlik sağlanmış olmalıdır. Menkul kıymet piyasalarının her üç etkinliğe de sahip olması gerçekten de çok zordur. Dolayısıyla etkinlik kavramını açıklamada daha öze inilmekte ve bilgisel etkinlikten yararlanılarak etkinlik şu şekilde tarif edilmektedir: Borsaya gelen bilgi bütün yatırımcılara eşanlı ulaşıyorsa ve borsadaki tüm şirketlerin bilgileri piyasadaki tüm aktörler tarafından temin edilebiliyorsa

bu borsa etkin bir borsadır (Çevik ve Erdoğan, 2009: 28). Aynı zamanda etkin piyasa hipotezinin mantıksal olarak doğru kabul edilebilmesi, bilgilerin hiçbir maliyete katlanmadan elde edilebilmesine bağlıdır. Ancak gerçek dünyada bilgiyi elde etmenin bir maliyeti olduğundan, ekonomik açıdan bakıldığında, yatırımcılar, bilgiyi elde etmenin marjinal kazancının, marjinal maliyetini aştığı durumda bilgiye dayalı olarak tepki verebileceklerdir (Güngör, 2003: 111).

Şekil 2’de etkin ve etkin olmayan bir piyasada, piyasa yeni bilgiler geldikçe hisse senedinin fiyatında meydana gelen değişimler gösterilmiştir. Etkin bir piyasada hisse senedi ile ilgili olumlu bir bilgi geldiğinde anında hisse fiyatına etki etmesi ve fiyatı gerçek değerine çıkarması beklenir. Ancak piyasa etkin değilse yeni bilgi karşısında hisse senedi fiyatının düzeltilmesinde bir gecikme meydana gelir ve bu durum Şekil 2’de kesikli çizgilerle gösterilmiştir.

Şekil 2: Etkin ve Etkin Olmayan Piyasada Fiyat Tepkileri



Aynı zamanda Fama (1970); zayıf kuvvetli formda, yarı kuvvetli formda ve kuvvetli formda olmak üzere üç tür etkinlik tanımı yapmıştır ve etkinlikle ilgili sınıflandırma yaparken bilgiyi ön plana çıkarmıştır. Menkul kıymetlerin fiyatına etki eden geçmiş bilgileri, kamuya açıklanmış bilgileri ve şirketlerin içerden öğrenilebilen bilgilerini kullanmış ve bilgi miktarı arttıkça etkinliğin derecesinin de artacağını ifade etmiştir.

1.1.1. Zayıf Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği

Zayıf kuvvetli formda etkinlik cari fiyatların geçmiş fiyatlar ile ilgili tüm bilgileri yansıttığı durum olarak tanımlanmaktadır. Bu tür piyasalarda yatırımcılar yeni bilgilere eşanlı olarak ulaşamamaktadır. Ayrıca, kamuya açıklanmamış bazı bilgiler belirli piyasa katılımcıları tarafından önceden bilinmektedir (Fama, 1970; 383-384).

Menkul kıymetler tüm geçmiş bilgileri yansıtmaktadır, bunun yanında fiyat oluşumunu etkileyen; finans piyasaları hakkında yorum yapan medya, yönetim kurulu başkanının yıllık açıklaması ve menkul kıymet fiyatları hakkında kanaat nderliği yapan kişi veya kurumlar gibi unsurlar da fiyat oluşumunda oldukça önemli katkı oluşturabilmektedir. Bu verilerin varlığı, temel analiz yapmanın fiyatlama hakkında anlamlı bilgiler oluşturabileceği varsayımını yadsımamaktadır. O halde, bu tür bir piyasada temel analistlere ihtiyaç vardır ve yorumları neticesinde pozisyon almak rastlantının ötesinde bir kazanç oluşumuna neden olabilmektedir (evik ve Erdoğan, 2009: 28-29). Zayıf formda piyasa etkinliği bilgi olarak piyasa verileri dikkate alınmaktadır. Piyasa verileri esas itibariyle hisse senedinin fiyatı ve işlem hacmi gibi bilgileri içermektedir (Dağlı, 2009: 286-287).

1.1.2. Yarı Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği

Finansal varlık ile ilgili yalnızca geçmişteki bilgiler değil, aynı zamanda kamuya açıklanmış mevcut tüm bilgilerin finansal varlık fiyatlarına yansıdığı piyasalardır. Bu etkinlik türünde şirket hakkında yapılan tahminler, yapılan açıklamalar anında piyasaya dağıldığı için hisse senedi fiyatları da bu veriler işığında yeni fiyatını bulacak ve piyasadaki hiçbir yatırımcı aşırı bir getiri elde edemeyecektir (Taner ve Kayalıdere, 2002: 3).

Bir piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olduğunu söyleyebilmek için, cari fiyatların, sadece geçmiş dönem fiyatların seyrini değil aynı zamanda senetleri ticarete konu olan şirket ile ilgili kamuoyunun tümü tarafından ulaşılabilen bilgi girişini de yansıtması gerekmektedir. Bunun anlamı, hisse senedi piyasa fiyatları, gazete makaleleri, şirket ngrleri ve yıllık raporlar yoluyla kamuoyuna sunulan, herkesin ulaşabildiği

mevcut bilgiyi anında tarafsız olarak yansıtmalıdır. Yarı kuvvetli formdaki piyasa etkinliği bilançolarla da ilgilidir. Çünkü bilanço bilgileri genellikle kamuya açık, herkesin rahatlıkla ulaşabileceği bilgilerdir. Bu bilgiler 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 her bireyin rekabet ortamında karını artırmak için bilgiyi değerlendirmesi gerekmektedir. Yarı kuvvetli piyasa etkinliğini test etmek için kamuoyuna sunulan bilgiler ile hisse senedi getirileri izlenir. Eğer yatırımcılar sürekli olarak aşırı getiri sağlıyorlarsa, bu piyasa kamuoyuna duyurulan bilgiye göre etkin değildir. Örnek olarak bir piyasadaki hisse senetleri temettü dağıtım duyurusundan sonra aşırı getiri sağlıyorsa o piyasa temettü dağıtım duyurusuna göre yarı kuvvetli formda etkin değildir (Karan, 2011: 281).

Yarı kuvvetli formda etkinlik aynı zamanda zayıf formda etkinliği de kapsamaktadır. Zayıf formda bir piyasada teknik analiz yaparak aşırı kar elde edemeyen analistler, yarı kuvvetli formda da bu amaca ulaşamayacaktır. Zayıf formda etkin bir piyasada temel analiz yaparak yüksek kar elde edebilme şansına sahip temel analistler ise yarı kuvvetli formda etkinliğe sahip bir piyasada bu şanslarını kaybetmiş olacaklardır.

1.1.3. Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği

Kuvvetli formda piyasa etkinliği, hisse senedi fiyatlarının kamuya duyurulmuş veya duyurulmamış bütün bilgileri yansıttığını ileri sürer. Kuvvetli formda piyasa etkinliği, piyasa verileri ile kamuya duyurulmuş mevcut bilgilerin yanında kamuya duyurulmamış özel bilgilerin de hisse senedi fiyatlarına anında ve tam olarak yansıdığını kabul ettiği için zayıf formda piyasa etkinliği ile yarı kuvvetli formda piyasa etkinliğini kapsamaktadır (Dağlı, 2004: 311). Sonuç olarak; zayıf formda etkin, yarı kuvvetli formda etkin ve kuvvetli formda etkin piyasalar birbirinden bağımsız değildir. Piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olabilmesi için zayıf formda da etkin olması gerekmektedir. Çünkü tüm fiyat hareketleri dikkatli bir yatırımcının yararlanabileceği şekilde tahmin edilebilir olmalıdır. Buna benzer şekilde, piyasanın kuvvetli formda etkin olabilmesi için hem zayıf, hem de yarı kuvvetli formda etkin olması gerekmektedir. Aksi halde piyasa, fiyat ile ilgili tüm bilgileri içermez (Karan, 2011: 277).

Bu noktada, bilgi yönetiminin önemi ortaya çıkmaktadır. Daha tecrübeli, bilgili yatırımcılar ve bilgi teknolojilerindeki ilerlemeler borsayı daha etkin kılmaktadır. Piyasanın etkin olması için yatırımcılar bilgiye özgürce ulaşmalı, yatırımcılar arasında rekabet ve iletişim ortamı yaratılmalıdır. Kamuyu aydınlatma platformları, şirketlerin yatırımcı ilişkileri birimleri ve medya ise temel bilgi kaynakları olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu kaynaklar alıcı ve satıcı arasındaki asimetrik bilginin azalmasına yardımcı olmaktadır.

1.2. Menkul Kıymet Piyasasında Asimetrik Bilgi

Asimetrik bilgi kavramı ilk defa Akerlof (1970) tarafından limonlar piyasası¹ ile gündeme gelmiştir. Bu çalışmada Akerlof, temel iktisat teorisinde tam rekabet, homojen ürün, çok sayıda şirket gibi basitleştirici varsayımların gerçek hayatta tam olarak doğru olmadığını; birçok olayda taraflardan birinin bilgisi varken, diğerinin yoksa asimetrik bilgi durumunun ortaya çıkacağını ifade etmiştir. Bu durumda piyasanın istenen sonucu vermeyeceğini, ters seçim ve ahlaki tehlike olarak adlandırılan durumların ortaya çıkacağını belirtmiştir (Erdoğan, 2008: 2). Bu çalışmayı daha sonraları asimetrik bilginin emek piyasası (Spence, 1973; Stiglitz, 1975), sigorta piyasası (Stiglitz ve Rothschild, 1976), kredi piyasası (Jaffee ve Stiglitz, 1990) ve sermaye piyasasında (Myers ve Majluf, 1984) etkilerini araştıran çalışmalar takip etmiştir (Tükel, 2010: 2). Kısaca asimetrik bilgi ekonomik birimlerden bir tarafın diğerine oranla daha fazla bilgiye sahip olması durumu olarak ifade edilmektedir.

Akerlof, bahsi geçen makalesinde konuyu ikinci el otomobil piyasası üzerinden açıklamıştır. Buna göre ikinci el oto piyasasında alıcılarla satıcılar arasında asimetrik bilgi vardır ve satıcılar otomobillerinin gerçek durumu hakkında daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu durumun farkında olan alıcılar, otomobillerin durumunun tam olarak sorunsuz mu yoksa sorunlu mu olduğunu bilemedikleri için bir tür risk ağırlıklandırması yaparak ortalama bir fiyat önerirler. Bu fiyata otomobili kötü durumda olan satıcılar razı olurken otomobili sorunsuz durumda olan satıcılar razı olmayacaktır. Bu durumda sorunlu otomobiller satılırken sorunsuz otomobiller piyasadan dışlanacaktır. Yapılan seçim ise

¹ Limon, Amerikan ikinci el otomobil piyasasında kötü, sorun çıkaran otomobiller için kullanılan bir ifadedir.

“tersine seçim” olacaktır. Görüldüğü gibi asimetrik bilgi, piyasanın işleyişini bozmaktadır (Mishkin; 2000: 188-189).

Sermaye piyasasında da alıcılar ve satıcılar arasında, yöneticiler ile hissedarlar ve mevcut hissedarlarla olası hissedarlar arasında bilgi asimetrisi vardır. Potansiyel bir menkul kıymet yatırımcısı, beklenen kazançları yüksek ve riskleri düşük olan “başarılı” şirketlerin hisse senetleri ile beklenen kazançları düşük ve riskleri yüksek olan “başarısız” şirketlerin hisse senetlerini birbirinden ayıramayabilir. Böyle bir durumda, menkul kıymet yatırımcısı, başarılı şirketlerin hisse senetlerinin yüksek fiyatı ile başarısız şirketlerin hisse senetlerinin düşük fiyatı arasındaki ortalama bir fiyattan hisse senedi almak ister. Fakat şirketleriyle ilgili olarak potansiyel yatırımcıdan daha fazla bilgi sahibi olan başarılı şirketlerin sahipleri ya da yöneticileri, menkul kıymetlerini bu fiyattan satmak istemeyeceklerdir. Bu durumda, piyasada menkul kıymetlerini satmak isteyenler sadece başarısız şirketler olacaktır. Yatırımcılar başarısız şirketlerin hisselerini ellerinde tutmak istemeyecek bu nedenle piyasadan hisse almamaya karar verecektir. Sonuçta menkul kıymet piyasasının işleyişi aksayacak ve bu piyasada çok az sayıda şirketin sermaye temini için menkul kıymet ihraç edebilmesi mümkün olacaktır (Mishkin; 2000: 189; Healy ve Palepu, 2001: 407). Bu açıdan menkul kıymet piyasasında ihtiyaç duyulan bilgi kaynakları alıcı ve satıcılar arasındaki bilgi asimetrisinin azalmasına yardımcı olmaktadır.

Bu yüzden sermaye piyasalarında, dürüstlük ne derece önemli ise ortaklıkların içinde olup bitenlerin, onlara ilişkin gelişmelerin, piyasanın tüm katılımcıları tarafından bilinmesi, ortaklıkları ve onların ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarını ilgilendiren bilgilerin saydamlığı, herkese açıklığı ve özellikle yatırımcılar açısından bunlara eşit konumlarda ve zamanlarda ulaşılabilmesi de o denli önemlidir.

Yapılan bazı çalışmalarda; Diamond (1985), ve Verrecchia (2001), şirketler hakkında kamunun aydınlatılmasının bilgi asimetrisi problemini azalttığını ortaya koymuştur. Shiller (2000), Healey ve Palepu (2001) ile Bhattacharya ve diğerleri (2009), medyada yer alan haberlerin şirket ile ilgili asimetrik bilgiyi azaltabileceğini ifade etmiştir. Tetlock (2009), ise haberin ortaya çıktığı zamandaki getiri ve hacim açısından halka açıklanan bilgilerin yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi problemini çözdüğünü ifade etmiştir.

1.3. Menkul Kıymet Piyasasında Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı

Sermaye piyasasında rasyonel ekonomik davranışların temel unsuru bilgidir. Piyasaya bilgi aktarımının sağlanması halinde piyasanın sermaye teminini daha iyi yerine getirmesi sağlanmış olacaktır. Bilgilenmiş piyasa kamuya sunulan bilgilerin doğruluk, zamanlılık ve güvenilirlik esasları altında oluşabilecektir.

Yatırımcıların piyasa oyuncusu sıfatıyla hareket ettikleri durumlarda karşılaşmaları ve korunmaya ihtiyaç duydukları muhtemel problemler iki noktadan kaynaklanabilmektedir. Bunlardan ilki, piyasaların düzeni ve işleyiş sistemi ile ilgilidir. Bu noktadaki problemler, piyasanın etkin olmaması, piyasa hizmetlerine adil ve eşit erişim sağlanamaması veya işlem bilgilerinin yatırımcılara etkin bir şekilde duyurulmamasıdır. İkinci nokta ise, piyasanın diğer yatırımcıdır. Bu anlamda, yatırımcıların piyasanın diğer oyuncularını tarafından gerçekleştirilen piyasa dolandırıcılığı, bilgi suistimali gibi piyasayı bozucu uygulamalara maruz kalmaları ve bu uygulamalar nedeniyle zarara uğramaları mümkündür (Çetin, 2011: 7).

1934 yılında ABD’de Securities Act ile yasallaşmış olan “insider trading” kavramı Türkçe’ye ilk olarak “içeriden öğrenenlerin ticareti” sonrasında ise “bilgi suiistimali” olarak çevrilmiştir. SPKn 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. Tebliğe göre;

- Bir müşterinin hesap açar açmaz veya uzun bir süredir işlemi olmadığı halde belirli bir payda net alım yönünde işlemler gerçekleştirmesi, bu işlemlerin hızlı bir şekilde tamamlanması için aceleci davranması, bu işlemler sonrasında söz konusu payla ilgili önemli bir gelişmenin yaşanması ve fiyatın yükselmesinin

ardından müşterinin söz konusu payları satarak kısa bir süre içerisinde normal olmayan bir kazanç elde etmesi.

- İçsel bilgiye erişimi olabilecek bir kişinin, genel işlem karakterine uyumlu olmayan surette, halka açık bir şirketi ilgilendiren önemli bir gelişmenin öncesinde ve/veya sonrasında halka açık şirket paylarında alım veya satım ağırlıklı işlem gerçekleştirerek menfaat elde etmesi.
- Telefonla veya doğrudan müşteri temsilcisine sözlü olarak emirlerin iletimi sırasında veya işlemler gerçekleştikten sonraki süreçte yatırımcının söz, ifade, davranış, tutum ve emirlerinin zamanlamasından hareketle halka açık bir şirketi ilgilendiren içsel bilgiye veya sürekli bilgiye diğer yatırımcılardan önce sahip olduğu yönünde izlenim edinilmesidir.

Yapılan bazı çalışmalar, içeridekilerin kendi şirket hisselerini alıp-satarak aşırı getiriler elde edebildiklerini göstermiştir (Jaffe 1974; Seyhun, 1986; Lakonishok ve Lee, 2001). Bu yüzden sermaye piyasası faaliyetlerinin güven içinde yürütülmesi ve yatırımcıların doğru bilgilendirilmesi amacıyla açıklık ve kamuyu aydınlatma ilkeleri önemini her zaman korumaktadır. Açıklık ilkesinin uygulanmaması, halkın yanlış bilgilerle kasıtlı olarak yönlendirilmesi dışında, en azından, mevcut doğru bilgilerden, ilk önce şirketlerin içinde bulunan kişilerin, yöneticilerin veya çalışanların yararlanması sonucunu verecektir (Sayılır, 2012: 21).

Aynı zamanda ortaya çıkabilecek finansal bilgi manipülasyonu nedeniyle, şirketlerin gerçek finansal durumlarının ve faaliyet sonuçlarının finansal bilgi kullanıcılarına yansıtılmaması, bir taraftan bu şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yapan piyasa katılımcılarının zarara uğramalarına ve sisteme olan güvenlerinin sarsılmasına, diğer taraftan yanlış bilgi üzerine alınan gerek şirketlerdeki yatırım kararları ve gerekse piyasa katılımcılarının menkul kıymet alım-satım kararları nedeniyle de kaynakların yanlış ve verimsiz alanlara tahsis edilmesine neden olabilecektir (Küçükkocaoğlu ve Küçüksözen, 2005: 1). Burada başta kamu otoritesi olmak üzere bilgi kaynakları yardımıyla ortaya çıkabilecek manipülasyonlar yapılan duyurular, yorum ve değerlendirmelerle engellenebilmekte ve yatırımcıların olası zararları ortadan kaldırılmış olabilmektedir.

SPKn Madde 107 1. fıkraya 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. 2. fıkraya 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.

SPKn Madde 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.

Günümüz bilgi ekonomisinde yatırımcılar, mevcut ve geleceğe ilişkin karar alma sürecinde çok farklı bilgi türlerine ihtiyaç duyabilmektedir. Borsalarda varlık fiyatlarının bütün bilgileri yansıtması çok iyimser hatta marjinal bir durumdur. Bir piyasa bilgisel anlamda az etkin ise, fiyatlar kolaylıkla manipüle edilebilmekte, pazar serbestlikten uzaklaşmakta ve haksız kazançlara ortam hazırlayabilmektedir. Bu açıdan kamuyu aydınlatma ilkesi ile yatırımcıların tam korunması yönündeki zaman aralığının sifıra indirilmesi hedeflenmektedir.

1.4. Menkul Kıymet Piyasasında Kamuyu Aydınlatma

1.4.1. Kamuyu Aydınlatma Kavramı

Sermaye piyasaları, büyümenin ve iktisadi kalkınmanın temel bileşenlerinden biri olarak kabul edilmektedir. Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonu Örgütü (IOSCO) tarafından yayımlanan Sermaye Piyasası Düzenlemelerinin Amaçları ve İlkeleri adlı raporda, sermaye piyasası düzenlemelerinin üç temel amacı olduğu ifade edilmektedir. Bu amaçlar; yatırımcının korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf oluşunun sağlanması ve sistemik riskin azaltılmasıdır. Bu amaçlar arasında yakın ve süreklilik arz eden bir ilişki mevcuttur. Bu anlamda, adil, etkin ve şeffaf bir piyasanın varlığını amaçlayan düzenlemelerin veya yükümlülüklerin çoğu, aynı zamanda yatırımcının korunması ve sistemik riskin azaltılması ile de bağlantılıdır (Çetin, 2011: 3). Bu amaçlar ise kamuyu aydınlatma ile sağlanabilmektedir.

“Kamuyu aydınlatma” kavramı, sözlük anlamı açısından “açmak, ifşa etmek, göstermek, izhar etmek” anlamlarını taşıyan İngilizce’de “disclose” fiilinin isim hali olan ve “açma, ifşa etme, haber verme” gibi manalara gelen “disclosure” kelimesinin Türkçe karşılığı olarak kullanılmaktadır (İhtiyar, 2006: 59).

Tekinalp (1979: 53) ise kavramı, “*Ortaklık pay sahipleri ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden;*

gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün, milli iktisadın gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç, gerek dış denetimi kapsamı içine alan, ilkelerin tümüdür” diye tanımlayarak en geniş haliyle açıklamıştır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi ilk kez Anglosakson hukuk sisteminde ortaya çıkmış, zamanla gelişmiş ve Avrupa ülkelerindeki hukuk sistemlerinde yer almaya başlamıştır (İhtiyar, 2006: 6). Kamunun aydınlatılmasında temel prensip; bilginin düzenli, zamanında kamuya açıklanması, bütün çıkar gruplarına ulaşması ve şirketin şeffaflığı ve ticari menfaatleri arasında bir denge sağlanmasıdır. Bilgi, pay sahipleri ve potansiyel yatırımcılar için gerekli ise, şirketlerin, kendilerine ilişkin olumsuz bir bilgi söz konusu olsa dahi, bunu kamuya açıklamaktan imtina etmemeleri gerekmektedir. Kamuyu aydınlatma ile ulaşılmak istenen amaçlar (Tekinalp, 1979: 13-14):

- Pay sahiplerine haklarını bilerek kullanabilmeleri için, ortakları oldukları şirketin durumunu, iktisadi faaliyetini ve şirkette birbirine girmiş olan menfaatleri göstermek,
- Sermaye piyasalarına şirketler tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin alım-satımı ile ilgilenen yatırımcıların kararlarının şekillenmesi amacıyla bilgilendirmek,
- Yatırımcıları, herhangi bir şirketin durumunu, aynı işletme kolundaki diğer şirketlerle karşılaştırabilecek şekilde bilgi sahibi yapmak şeklinde tanımlanabilmektedir.

Halka açık şirketler, yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek bilgilerin zamanında kamuya açıklanmasını sağlamak ve bilgiyi eşzamanlı olarak ulaştırmakla yükümlüdür. Temel kural, fiyatları etkileyecek herhangi bir bilgiden, şirketin mali durumunda ortaya çıkan önemli bir değişiklik veya gelişmeden yatırımcıların haberdar edilmesidir (borsaistanbul.com).

Kamuya aydınlatma ilkesi, sınırsız olmamakla birlikte bir şirkete ait aşağıdaki bilgileri içerir (OECD, 2004: 22);

- Şirketin faaliyet ve finansal sonuçları,
- Şirketin amacı,
- Ana hissedarlar ve oy kullanma hakları,
- Yönetim kurulu üyeleri ve icracı yöneticilere ait teşvik sistemi, yönetim kurulu üyeleri hakkında mesleki yeterlilikleri, seçilme süreci, yönetim kurulundan bağımsız diğer yöneticiler hakkında bilgi,
- Ticari ilişkiler,
- Geleceğe ilişkin öngörülen risk faktörleri,
- Çalışanlar ve diğer hissedarların ihtiyaç duyduğu bilgi,
- Kurumsal yapı ve politikalar, kurumsal yapı kodları ve sürece ait uygulamalar.

Kamuyu aydınlatmadaki temel hedef; yatırımcıyı, sermaye piyasasında yer alan menkul kıymetlere yatırım ile doğacak risklerden korumak değil; yatırımcıya elindeki fonları özgür bir irade ve rasyonel bir davranış ile herhangi bir menkul kıymete yatırım yapma/yapmama sürecinde doğacak riskler ile beklentilerini analiz etme sürecine ilişkin tam, doğru ve zamanında bilgi sunarak risklere karşı bilinçlendirilmesini sağlamaktadır (Pirgaip, 2004: 4).

Kamuya açıklanacak bilgilerin aktarımında ise pull ve push sistemi olmak üzere iki önemli model ortaya çıkmıştır (Eroğlu, 2003: 42). *Pull Sisteminde*; yatırımcı tarafından şirketin web sitesi ve benzeri araçlara ulaşılarak bilginin yatırımcı tarafından alınması esası hakimdir. Bu sistemde hangi bilginin hangi kaynaktan ve ne zaman yayımlandığını bulma görevi yatırımcıdadır. Bu sebeple, bilginin eskimesine neden olabilecek süre zarfında yatırımcıların bu bilgiye ulaşamaması ve bu arada bilgiyi elde edebilenlerin ise çoktan piyasada pozisyon alarak işlem gerçekleştirmeleri söz konusu olabilmektedir. *Push Sisteminde*; bilgi, profesyonel bilgi dağıtım kanalları vasıtasıyla yatırımcılara ulaştırılmaktadır. Profesyonel bilgi dağıtım kanallarının yanında internet de kullanılabilir. Yatırımcılar tarafından bakıldığında, bu model internetle bilgi dağıtımının yanında aşağıdaki ek avantajları sağlamaktadır (Eroğlu, 2003: 42).

- Noktadan noktaya bilgi iletimi (Point to point delivery): Bu sayede bilgi, faks, email ve benzeri araçlar kullanılarak, bilgi göndericisi tarafından, bilinen ve tanınan bir grup yatırımcıya ulaştırılmaktadır.

- Haber ağıları ve medya (Newswires and the media): Bilgi haber ağıları ve medya tarafından değerlendirilmek suretiyle veya direkt olarak kamuya açıklanmakta ve bu şekilde geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşmaktadır.
- Profesyonel ve kurumsal yatırımcılar için çevrimiçi finansal bilgi servisleri (Online financial information services for professional and institutional investors): Bunlar profesyonel bilgi dağıtıcılarından haber olarak yayımlayan Reuters ve Bloomberg gibi büyük haber ve finansal bilgi servisleri veya First Call ve Fact Set gibi abonelik sistemi ile çalışan özel bilgi servisleridir. Bunların yanında push sisteminde, bireysel yatırımcılara yönelik çok sayıda internet bazlı servis kullanılmaktadır.

1.4.2. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Önemi ve Özellikleri

Sermaye piyasalarının gelişimi büyük oranda menkul kıymet arz ve talebinin canlı ve güçlü olması ile olanaklı hale gelmektedir. Arz ve talep dengesinin mevcut olması, menkul kıymetin fiyatını belirleyici ekonomik, siyasi ve sosyal gelişmelere ilişkin tüm bilgilerin piyasaya anında sunulması, piyasanın likiditesinin yüksek olması ve düşük işlem maliyetleri etkin bir piyasa yapısını yansıtan faktörlerdir. Öte yandan sermaye piyasalarında yer alan taraflar kendilerini güven içerisinde hissetmek istemektedir. Bu piyasaların gelişebilmesinin ön koşulu yatırım yapanların aldatılma şüphesi içerisinde olmamalarıdır (Temizel ve Coşkun, 2010: 83).

Kamunun aydınlatılması ilkesi, yatırımcılar başta olmak üzere çok geniş bir yelpazedeki kişi ve menfaat gruplarını yakından ilgilendirmektedir. Zaman içerisinde meydana gelen çeşitli olaylar, kamuyu aydınlatma ilkesinin; toplumu, devletin iktisadi düzenini, vergi yönüyle maliyeyi ve aynı derecede ortakların ve yatırımcıların korunmasını sağlayan özelliğini ortaya çıkarmıştır (Eroğlu, 2003: 7).

Kamuyu aydınlatmanın, sermaye piyasalarının gelişimi açısından önemi şu şekilde özetlenmektedir (Arsoy, 2008: 25):

- Kamuyu aydınlatma, yatırımcıların korunması için güçlü bir araçtır. Sermayenin çekilmesine ve piyasalara olan güvenin arttırılmasına yardımcı olur.

- Zayıf kamuyu aydınlatma, sermaye piyasalarında etik olmayan davranışlara ve piyasa bütünlüğünün bozulmasına neden olur. Bu durum sadece şirketlere değil, bir bütün olarak ekonomiye de zarar verir.
- Yetersiz ve açık olmayan bilgiler, sermaye piyasasının işleyişine zarar vererek sermaye maliyetini arttırabilir.
- Açıklanan bilgiler, şirketin hisse senedi fiyatına yaptıkları doğrudan etkinin yanında, şirket dışındaki paydaşların, şirket ile ilgili bilgi toplama inisiyatiflerine etki ederek fiyatı dolaylı olarak da etkilerler.
- Açıklanan bilgilerin niteliği ve niceliği arttıkça, şirketin değeri hakkındaki belirsizlikler ortadan kalkar.
- Daha kaliteli kamuyu aydınlatma ile şirket daha uzun dönemli yatırımcıları çekebilir, yatırımcılara daha geniş analiz imkanı sağlanır, yönetimin kredibilitesi ve hesap verebilirlik düzeyi artar.

Kamuyu aydınlatma yaklaşımında, düzenleyici otorite denetiminde yatırımın doğruluğuna ilişkin değerlendirme yatırımcıya kalmak üzere, yatırımcıların sermaye piyasasında tam, doğru ve zamanında bilgilendirilmesi amaçlanmaktadır. Kamuyu aydınlatma yaklaşımı, sermaye piyasasında yatırımcıların yatırım yapacakları şirketlerin ekonomik gerçeği hakkında yeterli ve doğru bilgiyi zamanında edinmeleri ve bu bilgilere dayanarak risk-getiri tercihlerini kendilerinin yapmaları esasına dayanmaktadır (Özbay, 2004: 23). Ancak kamuya açıklanan bilgilerin ve verilerin bütün yatırımcılar tarafından yeterli ve doğru bir şekilde değerlendirilemeyeceği, diğer bir ifade ile bütün yatırımcıların mali tablo ve raporları aynı düzeyde yorumlayamayacağı noktasında kamuyu aydınlatma yaklaşımı eleştiriyeye uğramaktadır (Küçüksözen, 1999: 15-16).

Kamuyu aydınlatma yaklaşımı genellikle üç temel ilkenin yerine getirilmesini esas almaktadır. Bunlar koruyuculuk işlevi, caydırıcılık işlevi, aydınlatıcılık işlevidir. *Koruyuculuk işlevi*, yatırımcıya menkul kıymet ihraç eden şirketlerin yönetimi, finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile menkul kıymetlerin nitelikleri hakkında yeterli ve doğru bilgilerin zamanında ulaştırılması yoluyla gerçekleştirilmeye çalışılır. Dolayısıyla, yatırımcıların bilgilendirilmesi onların aldatılmasını engelleyen koruyucu bir araç olmaktadır. *Caydırıcılık işlevi*, bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı gibi hileli uygulamaların ağır müeyyidelere bağlanması nedeniyle ilgililerin bu tür uygulamalardan

uzak durmaları şeklinde ortaya çıkmaktadır. *Aydınlatıcılık işlevi* ise, yatırımcıya yatırım kararını verebilmesi için gerekli olan bilgilerin ayrıntılı olarak sunulmasını sağlama, bu bilgileri uygun bir biçimde kullanmalarına ortam hazırlama ve sunulan bilgileri analiz edebilmelerini kolaylaştırma yoluyla gerçekleştirilmektedir (Özbay, 2004: 23-24; Küçüksözen, 1999: 14-15).

Bu açıklamalar çerçevesinde kamuoyuna açıklanacak bilgilerin şu özelliklerde olması gerekir (Coşkun, 2009: 28):

- Bilgi açık ve anlaşılır olmalıdır,
- Açıklanan bilgi doğru olmalıdır,
- Bilgi tam bir tarafsızlık içerisinde sunulmalıdır,
- Bilgi eksiksiz sunulmalıdır,
- Bilgi kullanıcılar tarafından analizler yapmaya imkan sağlamalıdır,
- Bilgi, düşük bir maliyetle sunulmalıdır,
- Bilgiye erişim kolay olmalıdır,
- Bilgiye zamanında erişim imkânları olmalıdır.

Kamuyu aydınlatma konusunda iki tamamlayıcı unsurun daha dikkate alınması gerekmektedir. Öncelikle, kamuyu aydınlatmanın konusunu teşkil eden finansal bilgilerin güvenilirliğini sağlamak için muhasebe ve denetim standartları bulunmalıdır (Çetin, 2011: 13). Piyasada herhangi bir ekonomik işlemde taraflardan birisinin diğerine göre daha iyi veya fazla bilgiye sahip olması, yani bilgi asimetrisi, fiyatlandırma ve kaynak dağılımında sorunlara yol açmaktadır. Bilgi asimetrisi, yatırımcıların işletmeleri doğru değerlemesini engellemektedir. İşletmeler asimetrik bilgi dağılımının olumsuz etkilerini azaltmaya yönelik yatırımcı ilişkileri kapsamında etkinliklere girişmekte, zorunlu ve gönüllü olarak gerekli bilgileri yatırımcılarla paylaşmaktadır.

1.4.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Ortaya Çıkışı ve Gelişimi

Kamuyu aydınlatma ilkesi Batı’ da 1800’lü yıllarda İngiltere’ de ortaya çıkmıştır. İngiltere’yi 1933 yılında Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act) çıkaran Amerika

izlemiştir. Türkiye’ de ise kamuyu aydınlatma ilkesi Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) ile yasal zemine kavuşmuştur.

1.4.3.1. Dünyada Ortaya Çıkışı ve Gelişimi

Kamuyu aydınlatma ile ilgili ilk uygulamalar İngiltere ve Amerika’da başlamıştır. Bunun nedenlerinden ilki, İngiliz-Amerikan (Anglo-Sakson) sisteminde halka açık anonim ortaklıkların hukuki yapılanmada esas unsur olmasıdır. Kıta Avrupa’ında ise aile şirketleri daha önemlidir. Halka açık anonim ortaklıklar sisteme daha sonraları entegre edilmiştir. İkinci neden ise sanayileşmenin İngiltere’de başlamış olması, sermaye piyasalarındaki gelişmenin de Amerika’da başlamış olmasıdır. Sanayileşmenin ve sermaye piyasalarının gelişim sürecinde yaşanan sorunlar kamuyu aydınlatma ilkelerinin oluşturulmasını zorunlu kılmıştır (İhtiyar, 2006: 6).

Menkul kıymet alım-satımı ile ilgili olarak kabul edilen önemli düzenlemelerden ilki İngiltere’de 1285’te Kral I. Edward zamanında yürürlüğe girmiştir. Düzenlemeye göre menkul kıymet alım-satım işi yapan komisyoncular ve simsarlar belediye meclisinden ruhsat almak zorunda bırakılmışlardır. 1696 yılında yine İngiltere’de oluşturulan bir komisyon, menkul kıymet alım-satımı ile ilgili bir rapor hazırlamış ve yaygınlaşan hileli işlemler sonucunda anonim şirketlerin kuruluş amacından saptırıldığını ve şirketlerin tanınmaz hale geldiği vurgulanmıştır. Bu raporun yayınlanmasından sonra 1697 yılında yasama organı tarafından “*Hisse Senedi Simsar ve Coberlerinin Haksız İşlemlerinin Durdurulmasını Öngören Kanun*” kabul edilmiştir. Bu Kanun 1707’ye kadar yürürlükte kalmıştır (Kabaalioğlu, 1985: 17-18).

1720’de *Buble Act* olarak adlandırılan kanun çıkarılmıştır. Bu kanunla sahte veya usulüne uygun bir şekilde düzenlenmeyen sözleşmelerle halktan para toplayan kişiler için ağır müeyyideler getirilmiş, ayrıca hisse senedi alım-satımıyla uğraşan kişiler için de sert hükümler kabul edilmiştir. Ne var ki çok katı hükümlerle dolu bu kanun sermaye piyasasının gelişmesini engellediği anlaşılınca çeşitli tarihlerde yapılan değişikliklerle önce yumuşatılmış, 1825’te ise tamamen kaldırılmıştır. Ancak gerçek anlamda İngiltere’de kamuyu aydınlatma kavramının tanındığı tarih olarak 1844 veya 1845 yılları gösterilmektedir. Bu tarihleri taşıyan ve Gladstones Yasaları olarak anılan Şirketler

Kanunu izin sistemi yerine kamuyu aydınlatma sistemini getirmiştir. 1844, 1856 ve 1867 tarihlerinde yürürlüğe giren Şirketler Kanunlarında ise kamuyu aydınlatma ilkesi açısından önem taşıyan hükümler getirilmiştir. 1844 tarihli Şirketler Kanunu kamuyu aydınlatma ilkesine ilk kez ağırlık vermesi nedeniyle oldukça önemlidir. 1867 tarihli Şirketler Kanunu'nda ise izahnamenin yayınlanmasından önce şirketle aktedilmiş bütün sözleşmelerin izahnamede açıklanması gerekliliği önemli bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Daha sonra 1890, 1895, 1900, 1948 ve 1967 yıllarında yapılan düzenlemelerle kamuyu aydınlatma ilkeleri sağlamlaştırılmıştır (Coşkun, 2009: 7-8; Kabaalioglu, 1985: 22; Tekinalp, 1979: 23).

Dünya'da 1720'li yıllara kadar uzanan kamuyu aydınlatma kavramı yirminci yüzyılın başlarına kadar yavaş bir gelişme göstermiştir. ABD'de ise kamuyu aydınlatma açısından New York Menkul Kıymet Borsası'nda (NYSE) 1866 yılından itibaren borsa idaresi kote olmuş şirketlerin finansal bilgilerini açıklaması ile ilgilenmeye başlamıştır. Ancak borsanın sağlayabildiği tek ilerleme, yeni kote olan şirketleri bilgi açıklamaya zorlayabilmesi olmuştur. İlk kez 1897 yılında Kansas City Gas Company isimli şirket borsanın tahvilleri kote ederken öne sürdüğü şartları kabul ederek yılda en az iki kere net karını açıklamayı kabul etmiştir. 1916 yılında General Motors'un NYSE ile yaptığı anlaşmada altı ayda bir konsolide gelir ve bilançosunu yayınlamayı kabul etmesi, bir sanayi şirketinin borsayla geçici mali bilgi açıklamak hususunda yaptığı ilk anlaşma olmuştur (Kabaalioglu, 1985: 29).

ABD'de ilk zamanlar yürürlükte olan kanunlar daha çok eyalet bazındadır ve bu kanunlarda daha çok madencilik, petrol ve taşımacılık sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin menkul kıymet ihracına ilişkin hükümlere yer verilmiştir. 1903 tarihli Connecticut Kanunu, 1904 tarihli Nevada Kanunu şirketlerin bazı belgelerini resmi makamlara iletme zorunluluğu getirmiştir. 1911 yılında Kansas eyaletinde getirilen düzenleme ile bir yandan kamuyu aydınlatma ilkesinden yararlanmış diğer yandan da menkul kıymetlerin sağlamlığı konusunda resmi makamlara değerlendirme yapma imkanı vermiştir. Bu kanun diğer eyaletlerin de dikkatini çekmiş ve 1920'ye kadar otuz altı eyalet

bu kanuna benzer kanunlar çıkarmıştır. Ancak Mavi Gök Kanunları'na² (Blue Sky Laws) rağmen menkul kıymet işlemlerinde hile ve dolandırıcılık artarak devam etmiş ve sermaye piyasalarına güveni giderek azalmıştır (Kabaalioglu, 1985: 31-51).

ABD'de kamuyu aydınlatma ilkesinin ilk uygulamaları olan Mavi Gök Kanunları gelecekteki pay sahiplerini ve alacaklıları da her türlü hileye ve aldatmaya karşı koruyan düzenlemeler olmuşlardır. Mavi Gök Kanunlarında kamuya açıklama yapmama ilkesi hakim olmuştur. Bu kanun, önemli boyutlarda kamunun aldatılmasına neden olduğundan Başkan Roosevelt tarafından yürürlükten kaldırılmıştır. Bu yasalar federal yasa niteliğindeki 1933 tarihli Menkul Kıymetler (Securities Act) ile 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunlarının (Securities Exchange Act) öncüleri niteliğindedir (Tekinalp, 1979: 19).

1933 tarihli Menkul Kıymetler ile 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunları, ABD hukukunda sermaye piyasasını kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde düzenleyen temel kanunlar olmuşlardır.

1933 tarihli kanun sermaye piyasasının birincil aşamasının ve eyaletler arası posta yoluyla menkul kıymet satışını düzenlemek üzere çıkarılmıştır. Kanunun iki temel amacı bulunmaktadır. Bunlardan ilki; halka satışa sunulan menkul kıymetler ve bunları ihraç eden şirketlerle ilgili finansal ve diğer bilgilerin yatırımcılara verilmesini sağlamaktır. İkincisi ise, menkul kıymetlerin ihracında ve satışında yanlış, yanıltıcı ve hileli işlem ve uygulamaları yasalamaktır. Kanun, menkul kıymetlerini halka arz etmek isteyen şirketlere ve diğer kişilere, söz konusu menkul kıymetlerin piyasaya sürülmeden belirli bilgileri içeren bir kayda alma formunu Securities and Exchange Commission'a (SEC) sunma zorunluluğu getirmektedir. SEC'e sunulan kayda alma formu geçerlilik kazandıktan sonra halka satılabilmektedir (Küçüksözen, 1999: 26).

1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu ise, temel olarak halka açık ortaklıkların kamuyu aydınlatmaya ilişkin yükümlülüklerini düzenlemektedir. Kanun SEC'e ve ilgili borsa veya borsa dışı piyasalara yanlış veya yanıltıcı bilgi verilmesini

² Mavi Gök Kanunları sermaye piyasasında hileli ve aldatıcı işlemlere karşı yatırımcıyı korumak amacı ile ABD'nin neredeyse tüm eyaletlerinde kabul edilmiş federe düzeydeki kanunların genel bir adıdır (İhtiyar, 2006: 15).

yasaklamaktadır. Piyasaya yanlış veya yanıltıcı bilgi verilmesi veya zamanında bilgi verilmemesi halinde ilgili menkul kıymetin piyasalarda işlem görmesi durdurulmakta ve sorumluları hakkında yasanın öngördüğü cezalar verilmektedir (Küçüksözen, 1999: 31). Yine federal bazda ABD’de konuya ilişkin en önemli düzenleme, 30.7.2002 tarihinde Başkan Bush tarafından imzalanarak yürürlüğe sokulan Sarbanes-Oxley Kanunu’dur. Kanun, SEC’nin kurulduğu 1934 yılından bu yana, halka açık şirketler açısından getirilmiş olan en önemli düzenlemedir. Kanun’da kamunun aydınlatılmasına, finansal hilelerle mücadeleye ilişkin ayrıntılı ve çok önemli düzenlemeler yer almaktadır (www.sec.gov).

AB hukukunda ise şirketler hukuku ve sermaye piyasası alanına yönelik ilk hukuki düzenlemeler, kamuyu aydınlatma ilkesini esas alan düzenlemelerdir. Bu düzenlemelerin ilki, 9 Mart 1968 Tarih ve 1 Nolu Şirketler Hukuku Konsey Yönergesi’dir. İkincisi ise 25 Temmuz 1977 Tarihli “Devredilebilir Menkul Kıymetler Üzerinde Yapılacak İşlemlerle İlgili Olarak Avrupa Çapında Uygulanacak Davranış Kuralları Hakkında Komisyon Önerisi”dir. Bu hukuki metinlerde vurgulanan temel husus, kamuyu aydınlatma ilkesinin, piyasada açıklık sağlamak, yatırımcıyı korumak ve piyasaların entegrasyonunu temin etmek açısından en elverişli hukuki vasıta olduğudur (İhtiyar, 2006: 36-37).

Almanya’da 6 Eylül 1965 tarihli Alman Paylar Kanunu ve Kamuyu Aydınlatma Kanunu ile kamuyu aydınlatma ilkesine ayrıntılı bir biçimde yer verilmiştir. 1966’da Fransa’da, 1974’te İtalya’da, 1977’de ise Norveç’te kamuyu aydınlatma ilkesi ile ilgili düzenlemeler tamamlanmıştır (Tekinalp, 1979: 8-9).

ABD hukuku ile karşılaştırıldığında AB hukukunun sermaye piyasası ve kamuyu aydınlatma ilkesi yönünden daha zayıf bir konumda olduğu söylenebilmektedir. Zira birlik içinde yer alan kimi ülkelerde sermaye piyasası oldukça gelişmiş bir durumda iken, diğer ülkelerde gelişimini henüz tamamlamamıştır. Bu durumda, birlik hukuku oluşturulmaya çalışılırken hukuki kriterler mümkün olduğu ölçüde en alt seviyede tutulmaya çalışılmaktadır. Nitekim birliğe ilişkin sermaye piyasasına yönelik düzenlemeler incelendiğinde, hukuki metinlerin çoğunda “öneri”, “tavsiye” ve “koordinasyon” ifadelerinin sıkça kullanılmış olduğu görülmektedir (Coşkun, 2009: 10).

1.4.3.2. Türkiye’de Ortaya Çıkışı ve Gelişimi

Türkiye’de kamuyu aydınlatma ilkesinin ilk işaretlerini Türk Ticaret Kanunu’nda (TTK) bulmak mümkündür. 1926 ve 1957 tarihli TTK’da izin sisteminin kullanıldığı görülmektedir. Fakat 1957 tarihli kanunla beraber pay sahipleri ve azınlıkların haklarında iyileştirmelere gidilmiştir. TTK’da; anonim şirketlerin tedrici kuruluşlarında izahname ve sirküler yayınlama zorunluluğu getirilmiş, sermaye artırımlarında da tedrici kuruluştaki gibi izahname yayınlanması ve malumat alma başlığı altında ortakların şirket hakkında bilgi edinme hakları düzenlenmiştir. Ancak kamuyu aydınlatma ilkesinin gerçek anlamda ilk defa hukuk sistemine girişi 28.7.1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) ile gerçekleşmiştir. Bununla birlikte bu kanun üzerindeki çalışmalar 1960’lı yıllara kadar dayanmaktadır. 1992 yılında SPKn’da yapılan değişikliklerle kamuyu aydınlatma ilkesi gerçek anlamda uygulanmaya başlanmıştır (Tekinalp, 1979: 24; Sayılır, 2012: 29).

1982 tarihli SPKn’nin ilk halinde izin sistemi geçerlidir. İzin sistemi ile Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), yatırımcıların zarara uğramasına yol açabilecek riskli araçların piyasaya çıkmasına izin vermeyerek, söz konusu araçlara yatırım yapılmasını engelleme amacını benimsemiştir. Sistemin en büyük sakıncası SPK’nın halka arzına izin verdiği araçların yatırımcı için güvenilir bir yatırım aracı olarak kabul edilmesidir. Diğer taraftan spekülasyon bulunan şirketler ise sistem gereği halka açılmamaktadır (Duman, 2011: 113).

SPK incelemesinde kamu yararı ve halkın istismarı gibi ölçüler ile iktisadi bir inceleme de yapılmaktadır. Böylece risk-getiri değerlendirmesi yatırımcıya bırakılmayıp, bu değerlendirme kamu adına SPK tarafından yapılmaktadır. SPKn’de 1992 yılında yapılan değişiklik ile koruyucu özelliği olan izin sistemi terk edilerek kurul kaydına alma sistemi benimsenmiştir. Dolayısıyla, bundan sonra risk-getiri değerlendirmesi yapmak SPK’ya ait bir görev değil, yatırımcının bizzat üstlenmesi gereken bir faaliyet haline gelmiştir.

İlerleyen yıllarda 2499 sayılı Kanun yetersiz kalmış, ihtiyaçların giderilmesi amacıyla 06.12.2012 tarihli ve 6362 sayılı SPKn 30.12.2012 tarihli Resmi Gazete ’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

1.4.4. Kamuyu Aydınlatma Türleri

Kamuyu aydınlatma uygulamaları iki grupta sınıflandırılabilir. Bunlar; zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamaları ve gönüllü kamuyu aydınlatma uygulamalarıdır.

1.4.4.1. Zorunlu Kamuya Aydınlatma Uygulamaları

Zorunlu kamuya aydınlatma uygulamaları, ülkenin ilgili düzenleyici kurumu tarafından düzenlenerek, bir kanun ile yaptırım gücü kazandırılarak sunulmaktadır. Kamuya aydınlatmanın devlet tarafından zorunluluk getirilen kısmına ilişkin, dünya sermaye piyasalarında başlıca iki yaklaşımın egemen olduğu söylenebilir (Kabaalioglu, 1985: 9)

- Menkul kıymetlerin halka arzında belli bir resmi makama takdir yetkisinin tanındığı ve menkul kıymetlerle onları ihraç eden şirketin incelenmesinden sonra bunların, sağlamlığı, güvenilirliği ve tatminkar bir gelir sağlayıp sağlayamayacağı hususlarında, olumlu bir kanaate varıldıktan sonra izin verilmesini öngören sistem,
- Devletin müdahalesini daha kısıtlı tutan, koyulan kurallar ile sadece satılacak halka arz edilecek menkul kıymete ilişkin tam ve ayrıntılı bilgilerin yatırımcılara sunulmasını sağlayan sistemdir. Bu sistemde devlet, yatırımcıya karar verirken gerekli tüm bilgilerin sağlanıp sağlanmadığını kontrol ettikten sonra, yatırımın başarı ve başarısızlığına ilişkin riski yatırımcıya bırakır. Bu sistem tam kamuya aydınlatma olarak da adlandırılmaktadır.

IOSCO (2002) tarafından yapılan çalışmada, kamuya sürekli olarak yapılacak açıklamalarda dünyada *Listeleme ve Genel Yükümlülük Yaklaşımı* olmak üzere iki sistemin uygulanmakta olduğu vurgulanmaktadır.

Listeleme yaklaşımında (a prescription approach), otorite kamuya açıklanacak bilgilerin listesini ve açıklama zamanını vb. prosedürü tespit etmektedir. Bu yöntem örneği Japonya ve Amerika'dır. Örneğin ABD'de SEC; halka açık şirketlere, yılsonu ve üçer aylık

mali tablolarında SEC tarafından belirlenen unsurların kamuya açıklanması yükümlülüğü getirmiştir. Ayrıca şirketler, periyodik raporlar arasındaki dönemlerde önemli olayların ortaya çıkması durumunda, bunu K-8 Formu ile SEC'ye bildirme durumundadırlar. K-8 Formu ekinde kamuya açıklanması gereken özel durumlar liste halinde yer almaktadır. Söz konusu olayların ortaya çıkmalarından itibaren iki gün içerisinde kamuya açıklanması öngörülmektedir (Atasoy ve Arıkan, 2004: 34; Balakrishnan ve diğerleri; 2008; IOSCO: 2002 :7).

İkinci yaklaşım olan *Genel Yükümlülük Yaklaşımı'nda ise (a general obligation approach)* otorite; yatırımcıların kararlarını, ilgili menkul kıymetin fiyatını, şirketin yönetim, ortaklık, mali vb. yapısını etkileyebilecek bilginin ortaya çıktığı anda kamuya ilan edilmesini benimsemiştir. Bu yaklaşım daha çok Avrupa Birliği üyesi ülkeler ve Brezilya tarafından uygulanmaktadır. Yaklaşımlardaki farklılık ülkelerin sermaye piyasaları ve ona ait yasal düzenlemelerinden ortaya çıkmaktadır. Yaklaşımlar, farklılıklar taşımakla beraber doğalarında kamuya açıklanacak olan bilginin üretilmesi ve sunulması amacı ile benzerlik arz etmektedirler. Başka bir ifade ile şirket bünyesinde üretilen veya ortaya çıkan esaslı bilginin kamuya duyurulması her iki yaklaşım için de söz konusudur (Atasoy ve Arıkan, 2004: 34; IOSCO, 2002: 7).

Zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamaları; yasalarla kamuya açıklanması zorunlu bilgilerin yine yasalar çerçevesinde belirtilen şirketin mali, yönetim, ortaklık vb. durumlarının belirtilen yer ve zaman içerisinde ilan edilmesidir. Şirketler tarafından kamuya yapılan zorunlu açıklamalar kanuni bir zorunluluktan doğmaktadır. Türkiye'de zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamalarına ilişkin düzenlemeler SPK tarafından yapılmaktadır.

Türkiye'de birincil piyasada şirketlerin halka arz aşamasında izahname ile sirküler hazırlama ve ilan etme yükümlülüğü zorunlu kamuyu aydınlatma açısından iyi bir örnektir. SPKn gereği sermaye piyasası araçlarının ihracı veya halka arzı için SPK'ya kaydettirilmesi gerekmektedir. Bu yüzden yatırımcı şirketler arasında tercih yapma ve karar aşamasında bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Şirketlerin iktisadi, hukuki, yönetim, ortaklık vb. durumlarına ait bilgiyi doğru ve dürüst olarak yatırımcıya sundukları araçlar

bulunmaktadır. Bu araçlar; izahname, sirküler, ilan ve reklam gibi zorunlu araçlardır (Duman, 2011: 113-114).

İkincil piyasada ise şirketler dönem içerisinde bağımsız denetimden geçmiş altı aylık ve yıllık mali tabloları ile bağımsız denetimden geçmemiş, üç ve dokuz aylık mali tabloları ve yıllık faaliyet raporlarının yayınlanması yükümlülüğünü getirmiştir. Ayrıca Kurul, özel durumların ortaya çıktığı andan itibaren derhal Kurul'a bildirilmesi ve kamuya duyurulması yükümlülüğünü de getirmiştir.

1.4.4.2. Gönüllü Kamuya Aydınlatma Uygulamaları

Bir diğer kamuyu aydınlatma türü ise gönüllü kamuyu aydınlatma uygulamalarıdır. Finansal bilgilerin açıklanması, pek çok ülkede, sermaye piyasasını düzenleyici kanunlar tarafından düzenlenmiştir. Şirketler düzenleyici kurumlar tarafından zorunlu tutulan finansal bilgilere ek olarak, diğer finansal ve finansal olmayan bilgileri gönüllü olarak açıklamaktadırlar. Kanunların dışında yayınlanmış olan bazı rehber niteliğindeki dokümanlar (örneğin kurumsal yönetim ilkeleri) şirketleri kamuyu aydınlatma konusunda yönlendirmektedir (Arsoy, 2008: 26).

Kamuya gönüllü sunulacak bilginin sınırsız olması önemli bir noktadır. Çünkü kamunun farklı beklentileri farklı bilgi ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır. Bu durum, şirketlerin kamuya sürekli ve anında bilgi sunulmasına dolayısıyla maliyetlerin artmasına yol açabilmektedir.

Kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde şirket ve ilgi çevresi arasında sağlıklı ve güvene bağlı bir diyalogun kurulması temel stratejidir. Ayrıca gönüllü kamuyu aydınlatma uygulamalarının sermaye piyasalarına ve ekonomiye etkilerini inceleyen bilimsel çalışmalarda, gönüllü kamuyu aydınlatma uygulamalarında bulunan işletmeler için üç çeşit potansiyel sonuç yaratılabileceği belirtilmektedir (Sayılır: 2012: 35);

- Hisse senetlerinin likiditesinde artış,
- Sermaye maliyetlerinde azalış,
- Bilgi sağlayan aracı kurumların sayısında artış.

Günümüzde şirketler çevresine duyarlı bir organizasyon olarak kabul edilmektedir. Kamu, şirketlerin performanslarını değerlendirirken çevresel performansını da göz önünde bulundurmaktadır. Örneğin üretim sonucu ortaya çıkan toksin vb. atık maddelerin geri dönüşümü, saklanması üzerine yapılan yatırım ve stratejilere ait gönüllü bilgi sunumu çevresel performansın değerlendirilmesinde önemli göstergeler olmaktadır. Gönüllü kamuya açıklamaların içerisinde şirketlerin geleceğe ilişkin plan ve stratejileri, yatırım politikalarındaki değişim ve gelişmeler, rekabet yapısı vb. konular hakkında bilgiler de yer alabilmektedir (Duman, 2011: 118).

Gönüllü finansal raporlama açısından ise kurumlar tarafından açıklanan bilgilerin nitelik ve nicelik açısından artmasının faydalı etkileri, en geniş ölçüde sermaye piyasası üzerine olmaktadır. Kamunun, zorunlu bilginin yanında gönüllü olarak aydınlatılması ile piyasalarda var olan asimetrik bilgidен doğan rekabet dezavantajının minimize edilmesi sağlanacaktır. Günümüzde artan gönüllü aydınlatma seviyesi özellikle mevcut ve potansiyel yatırımcıların dikkatini çekmekte ve yatırımcılar için bu tür şirketler şeffaflık boyutu ile çekici olmaktadır. Bu uygulamalar az bilgi sahibi ve çok bilgi sahibi yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini azaltmaktadır. Ayrıca yatırımcıların borsada gerçekleşen hisse senedi alım-satım işlemlerinin doğru fiyattan gerçekleştiğine dair olan güveni arttığından hisse senedinin likiditesi de artmakta sermaye maliyetinin düşmesine sebep olmaktadır (Arsoy, 2008: 26; Petersen ve Plenborg, 2006: 128).

1.4.5. Çeşitli Ülkelerde Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları

Çalışmanın bu bölümünde ABD, Almanya, İngiltere ve Türkiye'deki kamuyu aydınlatma uygulamalarına değinilecektir.

1.4.5.1. ABD'de Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları

SEC; 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu ile kurulan bağımsız, senato tarafından tavsiye edilen ve ABD Başkanı tarafından atanan beş üye tarafından yönetilen bir kuruldur. Kanun SEC'e kayıt altına alma, düzenleme, aracı kurumları denetleme yetkileri vermiştir. Ayrıca şirketlere periyodik olarak SEC'i bilgilendirmeleri yükümlülüğünü getirmiştir. ABD'de sermaye piyasalarının düzenlenmesi açısından federal

düzeyde kamuyu aydınlatma yaklaşımı benimsenmiş olduğundan, SEC'in menkul değerlerin liyakatini belirleme yetkisi yoktur. Bu çerçevede SEC yatırımcının ilgilendiği menkul kıymetler hakkında yeterli ve doğru bilgiyi zamanında edinmesini sağlamaktadır. SEC'in temel görevleri (www.sec.gov);

- Menkul kıymetlere ilişkin federal düzeydeki kanunları düzenlemek ve uygulamak
- Yeni kanunlar yayınlamak veya mevcut kanunları değiştirmek,
- Yatırımcıları korumak,
- Yatırım danışmanlığı faaliyetlerini ve yatırım şirketlerini denetlemek,
- Sermaye piyasasının adil, şeffaf bir şekilde çalışmasını sağlamak,
- Menkul kıymet borsaları, muhasebe ve denetim şirketlerini denetlemektir.

NYSE, AMEX ve NASDAQ gibi borsalardan birisine menkul kıymetlerini kote ettirmek isteyen şirketlerin, kurumsal yönetime ilişkin bir takım yükümlülükleri yerine getirmeleri gerekmektedir. Bu borsalar, kamunun aydınlatılması açısından benzer nitelikte kotasyon şartları öngörmektedirler. Özel hukuk tüzel kişileri olmalarına rağmen, bütün borsalar ve bunların kotasyon kuralları SEC tarafından gerçekleştirilen kamu gözetim ve denetimine tabidir. Kotasyon kuralları arasına sokulmak istenen bütün düzenlemelerin, öncelikle SEC tarafından incelenmesi ve onaylanması gerekmektedir (Eroğlu, 2003: 72). ABD'de kamunun aydınlatılmasını ve böylece yatırımcının korunmasını sağlamaya yönelik yasalar ise şunlardır (www.sec.gov);

- 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act of 1933)
- 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act of 1934)
- 1939 Tarihli Yediemin Sözleşmesi Kanunu (Trust Indenture Act of 1939)
- 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu (Investment Company Act of 1940)
- 1940 tarihli Yatırım Danışmanlığı Kanunu (Investment Advisers Act of 1940)
- 1970 tarihli Menkul Değer Yatırımcısını Koruma Kanunu (Securities Investor Protection Act of 1970)
- 2002 tarihli Sarbanes-Oxley Kanunu (Sarbanes-Oxley Act of 2002)

- 2010 tarihli Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketiciyi Koruma Kanunu (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010)

Bu kanunlardan 1933 ve 1934 tarihli olanlar ABD sermaye piyasasına ilişkin temel düzenlemeleri kapsamaktadır.

ABD’de birincil piyasada SEC tarafından değişik nitelik ve nicelikteki şirketlerin menkul kıymetlerinin kayda alınmasını kolaylaştırmak amacıyla, ihraç edilecek menkul kıymetlere göre kamuya açıklanması gereken bilgiler açısından farklılıklar gösteren kayıt formları hazırlanmıştır. Kayıt formlarında yer alan bilgiler şirket ve menkul kıymet türüne göre farklı olmakla birlikte, genel olarak şu temel hususları kapsamaktadır (www.sec.gov);

- Kayda alınan şirketlerin varlıkları ve iş durumu,
- Halka arz edilecek menkul kıymetlerin temel özellikleri ve bu menkul kıymetleri ihraç edenlerin özellikleri,
- Menkul kıymet ihraç eden şirketlerin yöneticilerine ilişkin bilgiler ve
- Bağımsız dış denetim kuruluşlarınca onaylanmış mali tablolarıdır.

Kayıt formu ve izahnamenin SEC’e verilmesinden hemen sonra kayıt formlarında yer alan bilgiler kamuoyuna açık hale gelmektedir. SEC’e menkul kıymetlerinin halka arzı için başvuran bir şirket, kayıt formu ve izahnamenin SEC tarafından kayda alınmasından sonra halka çağrıda bulunabilmekte ancak menkul kıymetlerin satışı kayıt formunun yürürlüğe girmesinden sonra gerçekleşebilmektedir (Küçüksözen, 1999: 28).

Kanun, ayrıca halka açık şirketlerin mali tablolarının ve özel durum bildirimlerinin en az üç yılda bir SEC tarafından gözden geçirilmesini düzenlemektedir. Gözden geçirmede öncelik verilmesi gereken durumlar Kanun’da belirlenmiştir. Buna göre; hata ve hile nedeni ile mali tablolarını yeniden kamuya açıklamak durumunda kalan, hisse senetlerinin fiyatlarındaki dalgalanma fazla olan, yüksek piyasa değerine sahip ve benzeri şirketlere SEC tarafından gözetimde öncelik verilebilmektedir (Eroğlu, 2003: 74). Enron skandalı sonrası Temmuz 2002’de Sarbanes-Oxley tarafından hazırlanan kanunda ise; yatırımcıların daha doğru bilgilenmesini sağlamak, yatırımcıların haklarını korumak, bu noktada şirket yönetiminin sorumluluğunu arttırmak denetim komitesinin gözetim ve

denetim sorumluluğunu geliştirmek ve denetçilerin şirket yönetiminden bağımsızlığını sağlamak gibi amaçlar edinilmiştir (Çatıkkaş, 2013: 10).

Başkan Bush tarafından imzalanarak yürürlüğe sokulan Sarbanes-Oxley Kanunu, SEC'nin kurulduğu 1934 yılından bu yana halka açık şirketler açısından getirilmiş en önemli düzenlemedir. Kanundaki kurumsal yönetim açısından kamunun aydınlatılmasına ilişkin düzenlemeler; II. Bölüm Denetçi Bağımsızlığı, III. Bölüm Kurumsal Sorumluluk, IV. Bölüm Genişletilmiş Kamuyu Aydınlatma ve V. Bölüm Analist Menfaat Çatışmaları bölümlerinde yer almaktadır. Düzenlemenin kamunun aydınlatılması dışındaki bölümlerinde ise ağırlıklı olarak cezai hükümler yer almaktadır. Kanun, özellikle Enron sonrası ortaya çıkan sermaye piyasası suçlarını ağır şekilde cezalandırmayı ve böylelikle caydırıcı olmayı hedeflemiştir.

Sarbanes-Oxley Kanunu'nda yer alan dikkat çekici düzenlemeler kısaca şu şekilde özetlenebilir (Uyar, 2004: 9);

- Denetim Komitesi'ne verilen önemin arttırılması,
- Denetçilerin bağımsızlığının sağlanması,
- Bağımsız denetim şirketlerinin denetim dışı hizmetlerine sınırlamalar getirilmesi,
- Kamuya açıklanacak şirket finansal tabloları açısından şirket yöneticisi, çalışanı ve avukatlarına imzayla onaylama yükümlülüğü getirerek kurumsal sorumluluk verilmesi,
- şirketlere yöneticilerinin uyması gereken iş etik kurallarının benimseme zorunluluğunun getirilmesi,
- Kamunun eş zamanlı aydınlatılmasına ilişkin düzenlemeler,
- Periyodik raporlarla kamuya açıklanacak yükümlülüklerin arttırılması,
- Kamuyu aydınlatmaya ilişkin şirket içinde ve şirketin bağımsız denetim şirketiyle olan ilişkilerinde çıkar çatışmalarını önleyecek düzenlemelerin benimsenmesi,
- Bilanço dışı işlemlere ve önceden öngörülebilir finansal sonuçlara ilişkin daha sıkı kurallar getirilmesi,

- Analizciler tarafından yatırımcılara yapılan önerilerden kaynaklanacak çıkar çatışmalarının önlenmesine yönelik düzenlemeler.

SEC, aynı zamanda şirketlere, periyodik olarak yıllık raporlar hazırlamak ve bunu Elektronik Veri Toplama Analiz ve Dağıtma Sistemi'nde (Electronic Data Gathering Analysis and Retrieval System-EDGAR) yayınlamak zorunluluğu getirmiştir. EDGAR, 1984 yılında faaliyete geçen SEC'in raporlamaya ilişkin elektronik veri tabanıdır. Mevzuat gereği şirketler tarafından SEC'ye gönderilen periyodik mali tablo ve raporların, otomasyon yoluyla toplanmasını, değerlemesini, endekslenmesini ve şirketler tarafından yapılan başvuruların iletimini sağlayan bir sistemdir. Amacı, gönderilen zamana duyarlı bilgilerin elde edilmesini, endekslenmesini, kabulünü, dağıtımını ve analizini hızlandırmak suretiyle, yatırımcıların, şirketlerin ve ekonominin yararına olacak şekilde menkul kıymet piyasalarının etkinliğini arttırmaktır (www.sec.gov).

Özellikle kamu kuruluşları iki adet yıllık rapor hazırlamak zorundadırlar. Hazırlanan raporlardan 10-K olarak adlandırılan SEC'e gönderilmelidir. Form ayrıntılı bir biçimde finansal, operasyonel bilgilerini ve yönetime şirket operasyonları için belirli konularda yöneltilen soruların cevaplarını içermektedir. Ayrıca yıllık raporlarda denetimden geçmiş son iki yıla ait bilanço ve son üç yıla ait gelir ve nakit akım tabloları bulunmalıdır. Ayrıca raporlar son beş yıla ait belirli finansal verileri (net satışlar, işletme geliri, devam eden operasyonlar sonucu ortaya çıkan gider veya gelirleri, toplam aktifleri, uzun vadeli borçları) içermelidir (www.sec.gov).

SEC, çok özel istisnalar dışında, şirketler tarafından kağıt üzerinde gönderilen hiçbir raporu kabul etmemektedir. Şirketler tarafından SEC'e gönderilen bilgiler yirmi dört saat içerisinde EDGAR'a geçirilmektedir. Hisse senetleri Amerikan borsalarında işlem gören yerli ve yabancı şirketler, 10-K (yıllık) ve 10-Q (üçer aylık) raporlar ve sorumluluk beyanları başta olmak üzere, mevzuat tarafından raporlanması zorunlu bütün mali tablolarını EDGAR'da yayımlanmak üzere elektronik ortamda SEC'e göndermek zorundadırlar. EDGAR sisteminin en önemli avantajı, hisse senetleri borsalarda işlem gören şirketlere ilişkin bilgilerin, yatırımcılar tarafından, tek bir kaynaktan elde edilebilmesini sağlamasıdır. Ayrıca sistem, yatırımcılara sektördeki şirketler arasında karşılaştırma yapma imkanını sağlamaktadır (Eroğlu, 2003: 43). ABD'de kamuyu

aydınlatmada yatırımcının daima ön planda olduğu görülmektedir. Sermaye piyasalarında yer alan, menkul kıymetlerini bu piyasaya süren bir ortaklığın her eylemi ve işlemi kamu adına denetlenmekte ve davranışlarının kamu üzerindeki etkisinin ne olduğu saptanmaktadır.

1.4.5.2. Avrupa’da Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları

Piyasa etkinliğinin sağlanmasına katkıda bulunması için hazırlanan 2004/109 sayılı Avrupa Birliği Şeffaflık Direktifi, menkul kıymet ihraç eden şirketlerin dönemsel raporları ve ortaklık yapılarındaki değişiklikler konusunda yaptıkları açıklamaları düzenleyerek, yatırımcıların korunmasını amaçlamaktadır. Direktif menkul kıymetleri AB düzenlemelerine tabi piyasalarda işlem gören ihraççıları kapsamaktadır. Direktif ile tüm ihraççıların açıklamaları gereken yılsonu ve altı aylık mali raporlarının asgari kapsamı belirlenmektedir. Ayrıca ihraççı yatırımcıların yeterli veriye sahip olmasını sağlamakla yükümlüdür (Fıkırkoca, 2007: 14).

1.4.5.2.1. Almanya’da Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları

Alman mevzuatındaki kurumsal yönetim ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin en önemli düzenlemeler; Menkul Kıymetlerin Alım-Satımına İlişkin Kanun ve Alman Kurumsal Yönetim Kanunu’dur. Almanya’da kurumsal yönetim düzenlemelerinin uygulanması beş üyeden oluşan BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) tarafından gözetilmekte ve denetlenmektedir.

Alman Kurumsal Yönetim Kod Endeksi’nde kurumsal yönetim düzenlemeleri için üçlü bir ayırım dikkat çekmektedir. Birinci ayırıda “soll” kelimesinin kullanıldığı emredici nitelik taşıyan tavsiyelerde, şirketlerin bu yükümlülüklere uyma zorunlulukları olmamakla birlikte, neden uymadıklarını yıllık faaliyet raporlarında kamuya açıklamakla yükümlüdürler. İkinci ayırıda “Sollte/kann” kelimelerinin kullanıldığı tavsiye niteliğindeki düzenlemelerde ise şirketler düzenlemelere uymayabilir, ancak uymama nedenini yılsonu mali tablolarında şirketler açıklamakla yükümlüdürler. “Soll” ve “sollte/kann” terimlerinin hiç birisini içermeyen üçüncü grup düzenlemeler ise şirketler tarafından uyulması zorunlu kuralları içermektedir (Eroğlu, 2003: 38).

Menkul Kıymetler Ticaret Kanunu zorunlu kurallar açısından Bölüm 15'te (*Wertpapierhandelsgesetz – 15 WpHG*) ihraççılara hisse senedi fiyatını etkileyecek her türlü haberlerle ilgili piyasa katılımcılarına en kısa zamanda bilgi suistimaline neden olmaması amacıyla bilgi verme yükümlülüğü getirmiştir. Aynı zamanda 15a WpHG'ya göre, şirket yöneticileri şirket hisseleriyle ilgili herhangi bir işlem yapmaları halinde bunu derhal bildirmekle yükümlüdürler. Eğer şirketler herhangi bir bilgilendirme yapmaz veya eksik, yanlış, geç bilgilendirme yaparlarsa BaFin'in yaptırımlarına maruz kalmaktadırlar (www.BaFin.de).

Almanya'da her ihraççı yaygın olarak kullanılan bir elektronik dağıtım sistemine (*information dissemination system*) başvurmalı ve ayrıca medya aracılığıyla da bilginin Avrupa'ya ulaşmasını sağlamalıdır. Şirketler ayrıca bu bildirimleri kayıt altına alan Company Data Register'a iletmekle yükümlüdürler (www.BaFin.de).

Mevzuat açısından ise kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeler, çeşitli mevzuatlar içerisine dağılmış bulunmaktadır. Almanya'da şirketlere ilişkin ayrıntılı kurumsal bilgilere, şirketlerin kayıtlı buldukları ticaret sicillerinden ulaşılabilir. Ticaret sicilinde ortaklığın kayıtlı sermayesi, yönetim ve denetim kurullarının yapısı, hakimiyet anlaşmaları (*domination agreements*) kanuni birleşmeler gibi belli bazı kurumsal hususlar kamuya açık tutulmaktadır (Eroğlu, 2003: 74). Aynı zamanda ihraççıların hissedar toplantıları, kar dağıtım duyuruları, yeni hisse arzı duyuruları vb. haberlerini elektronik resmi gazetede (*elektronischer Bundesanzeiger*) yayınlama zorunluluğu vardır (www.BaFin.de).

21 WpHG'ye göre bir gerçek veya tüzel kişinin, bir ihraççının sermayesindeki payının veya toplam oy haklarının 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% ve 75%'ine ulaşması veya söz konusu oranların altına düşmesi halinde, bu kişiler tarafından BaFin'e açıklama yapılmalıdır. Ayrıca oy hakkına haiz paylarda herhangi bir değişiklik olması durumunda ihraççı en geç dört işgünü içerisinde bu durumu BaFin'e bildirmekle yükümlüdür. Bu bildirimden sonraki üç iş günü içerisinde de medya aracılığı ile Avrupa'ya ve Company Data Register'a bildirmelidir (www.BaFin.de).

Finansal raporlar açısından ise ihraççılar tarafından yayınlanması gereken finansal raporlarla ilgili düzenlemeler 37 WpHG'de yer almaktadır. Buna göre ihraççılar yıllık, altı

aylık ve geçici yönetim raporu hazırlamakla yükümlüdürler. Yıllık ve altı aylık finansal raporlar Ticaret Kanunu'na (Commercial Code) uyumlu olarak hazırlanmalıdır. Buna göre ihraççılar aşağıda belirtilen finansal raporlama düzenlemelerine uymak zorundadır; (www.BaFin.de);

- Oluşturulan raporlar, tarihi ve web sitesi belirtilmiş bir şekilde tüm Avrupa'da medya aracılığıyla kamuya duyurulmalıdır.
- Raporların yayınlandığı ilgili Denetim Otoritesine bildirilmelidir.
- Hazırlanmış raporlar kamunun erişimi için internete koyulmalıdır.
- Hazırlanan raporlar Company Data Register'a arşivlenmek üzere gönderilmelidir.

1.4.5.2.2. İngiltere'de Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları

İngiltere'de kurumsal yönetim ve kamunun aydınlatılması düzenlemeleri "En İyi Uygulama Kanunu" (Code of Best Practice) olan "Birleşik Kanun" (Combined Code) çerçevesinde geliştirilmiştir. Birleşik Kanun; kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin olarak Cadbury Komitesi (1992), Greenbury Komitesi (1995) ve Hampel Komitesi (1998) isimli üç ayrı raporlama komitesinin çalışmaları sonucu ortaya konulan tavsiyelerin birleşmesi ile oluşan bir kanundur (Eroğlu, 2003: 73). Birleşik Kanun'un uygulanması Finansal Hizmetler Otoritesi (FCA) ve İngiliz Kotasyon Otoritesi (UKLA) tarafından yürütülmektedir.

Şirketler Kanunu (Companies Act of 2006) baz alınarak UKLA tarafından yayınlanan Açıklık ve Şeffaflık düzenlemelerine göre (Disclosure Rules and Transparency Rules-DTR)'a göre şirketler yıllık, altı aylık finansal raporlar hazırlamalı ve bunları kamuya açıklamalıdır. DTR bölüm 4.1.3'e göre yıllık raporun açıklama süresi yılsonundan itibaren dört aydır. DTR bölüm 4.1.5'e göre yıllık rapor denetimden geçmiş konsolide tabloları, meydana gelen olayların şirket üzerindeki etkisini belirten yönetim kurulu raporunu ve sorumluluk beyanını içermelidir. Ayrıca DTR bölüm 4.1.4'e göre yıllık raporlar beş yıl süreyle halkın erişimine açık olmalıdır. Ayrıca diğer Avrupa ülkelerinden farklı olarak yıllık rapordaki detaylı olarak yönetici maaşları ve yöneticilere verilen ikramiyelere ilişkin bilgiler yer almaktadır.

Ayrıca DTR'a göre şirketlerce altı aylık raporlar ise dönem bitişini izleyen iki ay içerisinde yayınlanmalıdır. Yıllık raporda olduğu gibi altı aylık dönemde meydana gelen olayların şirket üzerindeki etkisini belirten yönetim kurulu raporu ile sorumluluk beyanını içermelidir. Ayrıca şirketler altı aylık dönemlerin 11. ve 20. haftaları arasında şirketin finansal durumunu ve performansını genel hatlarıyla belirten geçici yönetim beyannameleri vermek zorundadırlar. Raporlarda yer alan şirketlerle ilgili yanlış, eksik veya hatalı bilgilerden ise şirket yöneticileri sorumludur. Bu yanlışlar şirketlerin yatırımcılarına tazminat ödemelerine sebep olabilmektedir.

Ayrıca ihraççı kendisiyle ilgili ortaya çıkan bilgileri Bilgi Düzenleme Servisi (Regulatory Information Service-RIS) aracılığıyla kamuya bildirmekle yükümlüdür. Ortaya çıkan bilgi ile açıklama RIS açıklamasından bir işgünü sonra ihraççının internet sitesinde yer almalı ve ortaya çıkan bu bilgiler bir sene internet sitesinde saklanmalıdır. Yatırımcı hakları açısından ise DTR bölüm 5.6'ya göre şirketler her ay sonu her oy hakkına haiz pay sayısını ve bunların toplam değerini kamuya bildirmekle yükümlüdür. Ayrıca hisse payı %3'ün üzerinde olan ortaklar hisse paylarındaki her %1'lik artışı kamuya ve ihraççıya bildirmekle yükümlüdürler.

1.4.5.3. Türkiye'de Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları

Sermaye piyasası mevzuatı diğer ülkelere göre Türkiye'de nispeten yeni ve geç gelişen bir alandır. Bu konudaki ilk kanun 1981 yılında çıkarılan 2499 sayılı SPKn'dir. Yürürlüğe girdiği tarih itibarıyla önemli bir boşluğu doldurmuş ve hukuk sistemine başta halka açık anonim ortaklıklar, sermaye piyasası kurumları, sermaye piyasası suçları gibi pek çok hukuki kavramı kazandırmış ayrıca SPK gibi ülkemizdeki ilk bağımsız düzenleyici ve denetleyici kurumun kurulmasına hukuki zemin hazırlamıştır.

2499 sayılı Kanun ilerleyen yıllarda yetersiz kalmış ihtiyaçların giderilmesi amacıyla 06.12.2012 tarihli ve 6362 sayılı SPKn 30.12.2012 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Yeni SPKn, 151 madde, 9 geçici madde ve sekiz kısımdan oluşmaktadır. Bu kısımlar;

- Genel hükümler,

- Sermaye piyasası araçlarının ihracı, kamunun aydınlatılması ve ihraççılara ilişkin esaslar,
- Sermaye piyasası kurumları ve faaliyetleri,
- Sermaye piyasalarında borsalar, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ve diğer kurumlar,
- Sermaye piyasalarında denetim ve tedbirler,
- İdari para cezası gerektiren fiiller ve sermaye piyasası suçları,
- Sermaye Piyasası Kuruluna ilişkin esaslar,
- Son ve geçici hükümlerdir.

6362 sayılı SPKn, sermaye piyasasının “güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların haklarının korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesini, denetlenmesini” amaçlamaktadır.

2499 sayılı SPKn’de ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçları için kurul kaydına alma sistemi geçerli iken, 6362 sayılı kanunda izahnamenin kurulca onaylanması sistemine geçilmiştir. İzahnamelerde yer alan yanlış veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan ihraççılar sorumlu bırakılmıştır. İhraç ve halka arzlarda izahnamenin hazırlanması, içeriği, düzenlenmesi konusundaki sorumluluk AB standartlarına getirilmiştir. Yatırımcılara izahnamede yapılan değişiklikler sonrası taleplerini iki iş günü içerisinde geri alma hakkı tanınmıştır. İzahname geçerlilik süresi kavramı da ilk kez mevzuatta yer almış, on iki ay boyunca yapılacak tüm ihraçların tek bir izahname ile gerçekleştirilmesi imkanı verilmiştir.

Ayrıca yeni SPKn’de sermaye piyasası araçlarının değerini, piyasa fiyatlarını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek tüm bilgi, olay ve gelişmelerin ihraççılar veya ilgili taraflarca kamuya açıklanacağını öngörmektedir. Böylece özel durum açıklaması yapacak kişilerin ve özel durum açıklamasına konu hususların kapsamı genişletilmiştir. Bununla birlikte, yasa koyucu SPK’ya bu yükümlülüğün ertelenebileceği yahut kamuya açıklama yapılmayacak halleri düzenleme yetkisini vermiştir. Yeni kanun ihraççıların kamuya açıklayacakları finansal tablo ve raporların Türkiye Muhasebe Standartları’na göre SPK’nın yapacağı düzenlemelere uygun olarak hazırlanmasını ve bunların bağımsız denetim kuruluşlarının denetiminden geçmesini öngörmektedir.

SPKn Madde 14'e göre ihraççı, kamuya açıklanacak veya gerektiğinde Kurulca istenecek finansal tablo ve raporları, şekil ve içerik bakımından Türkiye Muhasebe Standartları çerçevesinde Kurulca belirlenen düzenlemelere uygun olarak, zamanında, tam ve doğru bir şekilde hazırlamak ve ibraz etmek zorundadır. Ayrıca payları borsada işlem gören şirketler yıllık ve ara dönem finansal tabloları ile yıllık raporlarını Seri: XI, No:29 sayılı "Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ" hükümleri çerçevesinde hazırlamak zorundadırlar.

İşletmeler, yıllık ve ara dönem faaliyet raporları ile bu Tebliğ uyarınca hazırlanan finansal tablolarını ve varsa bunlara ilişkin bağımsız denetim raporlarını, finansal tablo kullanıcıları tarafından kolaylıkla ulaşılabilecek şekilde, borsada kamuya açıklandıktan sonra, kendilerine ait internet sitelerinde yayımlamak zorundadırlar. Bu bilgilerin, ilgili internet sitesinde en az beş yıl süreyle kamuya açık tutulması zorunludur. İşletmeye ait birden fazla internet sitesinin bulunması durumunda, açıklama için kamuoyunca en çok bilinen site kullanılır. Tablo 1'de Türkiye'de finansal raporların gönderim süreleri özetlenmiştir.

Tablo 1: Türkiye'de Finansal Raporların Gönderim Süreleri

Finansal Raporların Tipi	Yıllık Finansal Raporlar	Üçer Aylık Ara Dönem Finansal Raporlar		
		Bağımsız Denetimden Geçmemiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş (İşlem Görmeyen Yatırım Kuruluşları)
Konsolide Olmayan	60 gün	30 gün	40 gün	45 gün
Konsolide	70 gün	40 gün	50 gün	55 gün

Kaynak: <http://kap.gov.tr/yay/Mevzuat/Brosur.pdf>, 11.02.2014.

Sermaye piyasasında bağımsız denetim yapacak kuruluşların yetkilendirilmesini SPK yapacak ve bunlar hakkında idari para cezası uygulayabilecektir. Sermaye piyasası ile sınırlı olmak üzere bağımsız denetim kuruluşlarının yanında sermaye piyasalarında derecelendirme ve değerlendirme hizmeti verecek kuruluşlar da bir sermaye piyasası kurumu olarak kabul edilmiş ve düzenleme yapma yetkisi SPK'ya verilmiştir (SPKn, 2012).

Yeni SPKn, sermaye piyasası suçlarını da ayrı maddelerde tek tek düzenlemiştir. Manipülasyon suçu “piyasa dolandırıcılığı”, içeriden öğrenenlerin ticareti suçu (insider trading) ise “bilgi suistimali” adı altında AB düzenlemelerine paralel bir şekilde düzenlenmiştir. Bilgi suistimali suçunda, suçun faileri sayma yöntemi ile belirlenmiş, suça konu fiillerin kapsamı “alım ya da satım emri vermek, verilen emri değiştirmek veya iptal etmek” şeklinde açıkça belirlenerek genişletilmiştir.

Piyasa bozucu eylemler³ tanımı da ilk kez bu kanunda yer almıştır. Borsada işlem gören bir şirketin yöneticisi ve diğer şirket yetkilileri halka arz sürecinde ve sonrasında piyasalara verilen bilgilerden dolayı yükümlü bulunmaktadır. Bu kişiler, kamuyu aydınlatma prensipleri çerçevesinde BİST’e gerekli açıklamaları tam ve zamanında yapmakla sorumludurlar. Burada kamuyu aydınlatmada temel amaç, yatırımcı kararını ve hisse fiyatlarını etkileyecek herhangi bir bilgiden, şirketin mali durumundaki bir değişiklik veya önemli gelişmelerden, tüm yatırımcıların aynı zamanda haberdar edilmesidir (borsaistanbul.com).

SPKn 4. Maddesi uyarınca sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve hazırlanan bu izahnamenin Kurulca onaylanması zorunludur.

SPKn 5. Maddesince ise Kurul, ihraççının ve halka arz edilecek veya borsada işlem göreceği sermaye piyasası araçlarının türü ve niteliğine göre, izahnamede bulunması gereken asgari bilgilere, garantöre ve garantinin niteliğine, izahnameyi oluşturan belgelere, izahnamenin şekline, kamuya duyurulmasına, yayımlanmasına, ilan ve reklamlara, izahnamede önceden yayımlanmış bilgilere atıfta bulunulmasına, satış şartlarına, onaylanan izahnamede değişiklik yapılmasına ve izahname hazırlama ve yayımlanmasından kısmen veya tamamen muafiyete ilişkin usul ve esasları belirler.

SPKn 6. Maddeye göre ise Kurul, izahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen izahname standartlarına göre eksiksiz olduğunun tespiti

³ Piyasa bozucu eylem: Makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikte olan ve bir suç oluşturmayan eylemdir (SPKn, 2012).

hâlinde izahnamenin onaylanmasına karar verir. Halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti sirküler ile yapılır. Yayımlanacak sirküler ve ilanların esasları SPK tarafından belirlenir.

SPKn Madde 10'a göre izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan ihraççılar sorumludur. Zararın söz konusu kişilerden tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması halinde; halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumludur. Ayrıca bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumlar da hazırladıkları raporlarda yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden bu kanun hükümleri çerçevesinde sorumludur.

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. Kamunun aydınlatılması ve şeffaflık, piyasa ekonomisinde şirketlerin denetimi ve gözetiminde kullanılan en önemli araçtır. Bu araç kamuya, şirketlerin performansının yanında, yapıları, faaliyetleri ve politikaları hakkında da bilgi sağlamaktadır.

Özel durumların kamuya açıklanması ile ilgili esaslar, SPK'nın II-15.1 sayılı "Özel Durumlar Tebliği" ile düzenlenmiştir. Tebliğ, ortaklıklar tarafından içsel bilgiler ve bu bilgilere ilişkin daha önce açıklanan hususlardaki değişiklikler ortaya çıktığında veya öğrenildiğinde de özel durum açıklaması yapılması zorunluluğunu getirmiştir.

Aynı zamanda Tebliğ ile sermaye piyasası araçlarının değerini veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek öneme sahip, çeşitli iletişim yollarıyla kamuya duyurulan veya daha önce kamuya duyurulmuş bilgilerden farklı içerikteki haber veya söylentilerin varlığı halinde şirket kaynaklı olup olmadığına bakılmaksızın bunların doğru veya yeterli olup olmadığı konusunda ihraççılar tarafından açıklama yapılması zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca geleceğe yönelik değerlendirmelerin kamuya açıklanması da ilk kez

tebliğ ile düzenlenmiştir. Ancak geleceğe yönelik değerlendirmelerin kamuya açıklanması zorunlu değildir.

SPKn Madde 32'ye göre ise, onuncu madde çerçevesinde, aynı maddede sorumlu olduğu belirtilen kişiler ile mevzuat uyarınca izahname, pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu, özel durum açıklaması, birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri, borsada işlem görme duyurusu ve finansal raporlar gibi Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile düzenlenmesi öngörülen sair kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler bu belgelerde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan zincirleme sorumludur.

Piyasa katılımcılarının zamanında bilgilendirilmesi ve sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içerisinde işleyişinin sağlanması amacıyla yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü içsel bilginin⁴ ortaya çıktığı anda açıklanması zorunludur. Bu bilgiler;

- Ortaklığı İlgilendiren Dışsal Koşullar,
- Yönetim Kadrolarındaki Değişiklikler,
- İdari ve Adli Kuvuşturma,
- Önemli Tutarda Olağandışı Gelir ve Karlar,
- Birleşme ve Devralmalar,
- Maddi Duran Varlıklar ile İlgili İşlemler,
- Ortaklığın Faaliyetlerine İlişkin Değişiklikler,
- Ortaklığın Mali Yapısına İlişkin Değişiklikler,
- Finansal Duran Varlıklara İlişkin Değişikliklerdir.

Ayrıca Tebliğ Madde beşe göre içsel bilgilerin, ihraççıların bilgisi dışında, ihraççıların doğrudan veya dolaylı olarak toplam oy haklarında veya sermayesinde %10 ve daha fazla paya veya söz konusu orana bağlı olmaksızın yönetim kurulu üyesi seçme veya aday gösterme hakkı veren imtiyazlı payların %10 ve daha fazlasına sahip kişiler

⁴ İçsel bilgiler, sermaye piyasası aracının değerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgilerdir.

tarafından öğrenilmesi durumunda, ilgili kişiler tarafından söz konusu içsel bilgilere ilişkin kamuya açıklama yapılması gerekmektedir.

Tebliğ'in *olağandışı fiyat ve miktar hareketleri* başlıklı sekizinci maddesi uyarınca ise ihraççılar, sermaye piyasası araçlarının fiyatları veya işlem hacimlerinde olağan piyasa koşullarıyla açıklanamayan değişimler olduğunda ilgili borsanın talebi üzerine kamuya açıklama yapmak zorundadır. Bu açıklamada, kamuya henüz açıklanmamış özel durumların bulunup bulunmadığı belirtilir ve varsa 6'ncı madde hükümleri saklı kalmak üzere açıklanmamış tüm özel durumlara yer verilir.

Tebliğ'in *haber ve söylentilerin doğrulanması* başlıklı dokuzuncu maddesi uyarınca ihraççılar hakkında sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek öneme sahip, basın-yayın organları ve diğer iletişim yollarıyla ilk kez kamuya duyurulan veya daha önce kamuya duyurulmuş bilgilerden farklı içerikteki haber veya söylentilerin varlığı halinde; bunların doğru veya yeterli olup olmadığı konusunda, Tebliğ'de belirtilen esaslar çerçevesinde ihraççılar tarafından kamuya açıklama yapılması zorunludur. Söz konusu yükümlülük, kurul veya ilgili borsa tarafından herhangi bir uyarı, bildirim veya talep beklenmeksizin yerine getirilir.

Tebliğ Madde yirmi dörde göre Tebliğ kapsamında yapılacak açıklamaların; yatırımcıların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde, zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olması gerekir. Açıklamaların doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için gerekliyse, açıklamaya konu durumun ilgili olduğu karşı taraf belirtilir; değişikliklerin veya etkilerinin miktar veya tutar olarak ifade edilebilmesi halinde, yapılacak açıklamalarda miktar ve tutara yer verilmelidir.

SPK'nın Seri: IV, No:44 sayılı "Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği"nin altıncı maddesi uyarınca isteğe bağlı olarak yapılan kısmi çağrı, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarını iktisap edenler, diğer ortaklara ait payları da satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadırlar.

Ortaklığın sermayesinin veya oy haklarının %50 ve daha fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması yönetim kontrolünün elde edilmesidir. Bunun dışında, söz konusu orana bağlı olmaksızın, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı payların elde edilmesi de yönetim kontrolünün elde edilmesi anlamına gelir. Yönetim kontrolünü sağlayan payların ve oy haklarının iktisabını izleyen altı iş günü içerisinde, çağrı yapmak üzere Kurul'a başvurulması gereklidir. Çağrı yükümlülüğünün doğduğu günden itibaren kırk beş iş günü içerisinde ise ortaklığın diğer ortaklarına ait payları satın almak üzere fiili çağrı işlemine başlanması zorunludur.

KAP, sermaye piyasası ve Borsa mevzuatı uyarınca kamuya açıklanması gerekli bildirimlerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistemdir. İşletimi BİST Kotasyon Müdürlüğü-KAP İşletim Birimi tarafından yürütülmekte olan sistem, 7/24 esasına göre çalışmaktadır. Uygulama, tüm Türkiye'ye yayılmış 600'ü aşkın şirket, 16 borsa yatırım fonunu, 480 menkul kıymet yatırım fonunu ve 2600'ü aşkın e-imza sahibi kullanıcıyı kapsamaktadır (BİST, 2012: 5).

Kamuya sürekli olarak sunulan bilginin tazeliğini başka bir ifade ile değerini kaybetmemiş olması gerekir. Buradaki temel mantık yatırımcının kararını etkileyebilecek bilginin ortaya çıktığında mümkün olan en kısa zamanda ve kolayca yatırımcıya ulaştırılmasıdır. Bu bilginin bir diğer boyutu ise ortaya çıktığında bir grubun kendi lehine ya da başkasının aleyhine kullanılmaması gerekir. Buna bilginin eş zamanlılığı denir. Bu konuda Türkiye'de halka açık şirketler mali tabloları, faaliyet raporları, özel durumlarına ait vb. bilgileri elektronik ortamda KAP kapsamında güvenli bir şekilde yatırımcılara ulaştırmaktadır (Duman, 2011: 112).

SPK'nın "Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak KAP'a Gönderilmesine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği" kapsamında, kamuya açıklanacak her türlü bilgi ve belgenin KAP'a gönderilmesi gerekmektedir. Burada kamuyu aydınlatma uygulamalarını zorunlu ve gönüllü kamuyu aydınlatma uygulamaları olmak üzere iki grupta sınıflandırmak mümkündür. Önceden de ifade edildiği üzere zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamaları, sermaye piyasası ve borsa mevzuatı çerçevesinde yapılması

gereken kamuyu aydınlatma uygulamalarıdır. Özel durumların, finansal raporların veya SPK ile BİST düzenlemeleri çerçevesinde talep edilen diğer bilgilerin kamuya açıklanması (aylık bildirimler, portföy değer tabloları, vb.) zorunlu uygulamalara örneklerdir. Gönüllü uygulamalar ise yasal düzenlemeler ile kamuya açıklanması gereken hususlara ek olarak, şirketlerin gönüllü olarak yaptıkları kamuyu aydınlatma uygulamalarıdır (borsaistanbul.com). Kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında şirketler tarafından sunulan bilgilerin etkisi şirket ve sahipleri ile genel ekonomi üzerinde olmak üzere iki boyutlu olarak ele alınmaktadır (Duman, 2011: 120).

a) Şirket ve şirket sahipleri üzerindeki faydası:

- Ortalama sermaye maliyetini düşürür,
- Kredi değerliliği artar ve yatırımcılar ile ilişkiler gelişir,
- Sınırlı fiyat hareketleri ve işlemleri arasında daha fazla likit piyasalara kabul edilme sağlar,
- Yatırım kararlarını daha iyi alabilme olasılığı artar,
- Kamuya açıklanan bilgilerden dolayı eksik bilgi sunumu gerekçesi ile daha az dava tehlikesi ile karşı karşıya kalır ve savunma daha akılcı ve gerçekçi yapılır.

b) Genel ekonomiye faydaları:

- Sermaye paylarının daha etkin dağılımını sağlar,
- Düşük sermaye maliyeti yatırımları arttırır,
- Sermaye piyasasının daha fazla likit olmasını sağlar.

Kamunun aydınlatılmasında kullanılan dokümanların ne şekilde kamuya duyurulacağı ise sermaye piyasası mevzuatında belirlenmiş olup, ağırlıklı olarak ilan yöntemi bazı hallerde zorunlu olarak bazı hallerde de ilgili şahısların talebi üzerinde bu dokümanların söz konusu şahıslara verilmesi veya gönderilmesi hususları düzenlenmiştir.

30 Mayıs 2009 tarihli ve 27423 Sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “*Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak Kamuyu Aydınlatma Platformuna Gönderilmesine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri VIII, No: 61)*” ile sermaye piyasası

araçları Borsa'da işlem gören ortaklıklar ile aracı kurumlar ve katılma payları Borsa'da işlem gören fonların kurucuları tarafından her türlü bilgi, belge ve açıklamanın elektronik ortamda imzalanması ve KAP'a, bağımsız denetim kuruluşlarınca düzenlenen bağımsız denetim raporlarının elektronik ortamda hazırlanarak imzalanmasına ve ortaklıklar, aracı kurumlar ve fonlara elektronik ortamda gönderilmesine ilişkin usul ve esaslar belirlenmiştir. Platform 01.06.2009 tarihinde faaliyete geçmiştir.

Sistem, tüm kesimlerin BİST şirketleri, borsa yatırım fonları, BİST üyesi aracı kurumlar ve yatırım fonları ile ilgili eksiksiz, doğru ve anlaşılır bilgiye internet üzerinden eş anlı erişebilmelerine imkan tanıyacak şekilde tasarlanmıştır. Ayrıca sistem, geçmişe dönük bilgilere de kolay erişim imkanı sağlayan elektronik bir arşiv niteliğindedir.

KAP'ta yayınlanan tüm bildirimlere KAP'ın internet sitesinden ücretsiz olarak erişilmektedir (kap.gov.tr). KAP'a bildirimler, 5070 sayılı Elektronik İmza Kanunu'nun 9'uncu maddesinde belirtilen nitelikli elektronik sertifikalar kullanılmak suretiyle gönderilmektedir. Bu bağlamda ortaklıklar, bildirimlerin yapılmasını aksatmayacak sayıda, geçerli elektronik sertifika bulundurmakla yükümlüdürler.

KAP'ın temel özellikleri aşağıdaki şekilde özetlenebilmektedir;

- Bildirimler Word, Excel, HTML veya XML formatında görüntülenebilir.
- Bildirime ilişkin detaylı dökümanlar, bildirime PDF formatında ek olarak gönderilebilmektedir.
- Bildirim şablonları sayesinde herhangi bir konuya ilişkin bildirimde bulunması gereken asgari unsurların tanımlanması mümkündür.
- Borsa İstanbul tarafından e-posta yoluyla mesai saatleri içerisinde kapsamlı bir yardım masası hizmeti verilmektedir.

Türkiye'de kamuyu aydınlatma uygulamalarının öncesinde ABD, Almanya ve İngiltere'de yer alan uygulamalardan bahsedilmiştir. Tablo 2'de bu ülkelerde gerçekleşen kamuyu aydınlatma uygulamaları ile Türkiye'deki kamuyu aydınlatma uygulamaları karşılaştırılmıştır.

Tablo 2: Çeşitli Ülkelerde Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları

	ABD	Almanya	İngiltere	Türkiye
Kamuyu Aydınlatmaya İlişkin Temel Mevzuat	Securities Exchange Act of 1934 Eyalet düzenlemeleri (Delaware Hukuku ağırlıklı)	Deutscher Corporate Governance Code Wertpapierhandelsgesetzbuch	The Combined Code UKLA kotasyon kuralları LSE Düzenlemeleri	6232 Sayılı SPK Kanunu (2012) ve Tebliğler
Düzenleyici Otorite	Securities and Exchange Commission (SEC)	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Financial Conduct Authority (FCA) UK Listing Authority (UKLA)	Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)
Asgari Yayınlanması Gerekli Bilgiler	10-K (bunlar yıllık faaliyet raporlarından daha kapsamlı finansal bilgi içeren yıllık mali tablolar), 10-Q (Bunlar 10-K'lar göre daha az kapsamlı 3'er aylık mali tablolar) ve proxy statement gibi ana mali tablo ve raporların yayımlanması zorunludur.	Yıllık ve 6 aylık mali tablolar. Neuer Markt'a ve SMAX gibi piyasalara kote şirketler ayrıca 3'er aylık mali tablolarını yayımlamak zorunda. Fiyat üzerinde etkili hassas bilgi açıklanması konusunda standart kurallar geçerlidir.	Yıllık ve 6 aylık mali tablolar yayımlanmak zorunda. 3 yıl öncesi itibarıyla rapor kaydı bulunmayan şirketler, ayrıca 3'er aylık raporlarını da yollamak zorundadır.	Yıllık ve ara mali tablolarını veya konsolide mali tablolarını, Kurulca öngörülen standartlara uygun şekilde düzenleme ve açıklama yükümlülüğü vardır.
Fiyat Üzerinde Etkili Hassas Bilgilerin Açıklanma Süresi	Şirketin finansal durumu ve faaliyetleri üzerinde etkili bilgi hızlı ve güncel bir şekilde kamuya açıklanmak zorundadır.	Fiyat üzerinde etkili olabilecek bilginin derhal kamuya açıklanması gereklidir.	İşlem saatleri içerisinde olsun veya olmasın bilginin gecikmeksizin derhal kamuya açıklanması gereklidir.	Açıklamaların derhal yapılması esastır.
Bilgilerin Açıklanması Usulü	Bilgiler, SEC'e ve menkul kıymetlerin işlem gördüğü borsalara gönderilmek zorunda. SEC'e gönderilen bilgiler EDGAR (Electronic Data Gathering Analysis and Retrieval System) üzerinden yayımlanmaktadır.	Yıllık ve 6 aylık raporlar, ülke çapında yayımlanmakta olan bir milli gazetede veya Resmi Gazete'de yayımlanmak zorunda. Fiyat üzerinde etkili bilgilerin en az bir federal borsa gazetesinde veya yaygın bir elektronik ağ sistemi aracılığıyla yayımlanması gereklidir.	İhraççı kendisiyle ortaya çıkan bilgileri RIS (Regulatory Information Service) aracılığıyla kamuya bildirmekle yükümlüdür.	Bilgiler KAP aracılığıyla kamuya duyurulmaktadır

Kaynak: Eroğlu, 2003: 82-84; SPKn, BaFin, FCA, UKLA.

1.5. Bilgi Kaynağı Olarak Yatırımcı İlişkileri Birimi

İşletmeler büyüme ve rekabet koşulları içinde yaşamlarını devam ettirebilmek için yeni sermaye ve fon girişlerine ihtiyaç duymaktadırlar. Finansal piyasalardan sağlanacak olan fon girişi için ise gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcıların bilgilendirilmesi ve ikna edilmesi gerekmektedir. Yatırımcılar açısından ise doğru, güncel, güvenilir bilgiye erişmek yaşamsal öneme sahiptir. Bu noktada gerek yatırımcıların gerekse şirketin ihtiyaçlarını buluşturan ve aralarında etkili bir iletişim akışı gerçekleştiren yatırımcı ilişkileri birimi ve uzmanları devreye girmektedir (Bayram, 2012: 79). Yatırımcı ilişkilerinin yıldızı daha çok 1987’de finansal piyasalarda yaşanan ve “Big Bang” olarak adlandırılan büyük alt-üst oluşun ardından yatırımcı profilindeki değişimle parlamaya başlamıştır. Bu tarihten itibaren finansal piyasalarda kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcıların yerini almaya başlamıştır. Serbestleşme beraberinde finans endüstrisinin hızla büyümesini de getirmiştir. Serbestleşmenin sonuçlarından birisi de finansal piyasalar ve şirketler arasında büyük miktardaki fonun transferinin kolaylaşmasıdır. Bu özellik rekabetin artmasına ve yatırımcılar ile iletişimin ayrı bir önem kazanmasına neden olmuştur (Temizel, 2009: 51).

Finansal piyasaların haber ve bilgi ile yönetildiği ve bu bilgiye tüm piyasa katılımcılarının sahip olduğu düşünülmektedir. Gerçekte ise piyasa katılımcıları birbirinden farklı bilgiye sahiptir. Piyasa katılımcılarının bilgiye erişim ve onu değerlendirme konusunda birbirinden farklı yetenek ve olanaklara sahip olması; sermaye piyasalarını düzenleyen otoritelerin kamuyu aydınlatma olarak belirlediği, hangi bilginin hangi durumlarda ve ne zaman yatırımcı topluluk ile paylaşacağını önceden belirlemesine yol açmıştır. Bilgi asimetrisi olarak da adlandırılan bu durumun ortadan kaldırılmasında yatırımcı ilişkileri birimi etkin bir görev üstlenmektedir (Bayram, 2012: 79).

Hissedarlara; bireysel ve kurumsal yatırımcılara, finansal analistlere şirket hakkında zamanlı, yeterli ve güvenilir bilgiler aktararak şirketin hisse değerinin korunmasına destek olan yatırımcı ilişkileri birimi, önemli bir görevi yerine getirmektedir. Bu birim, şirkete ilişkin mali verilerin ilgili kişi ya da kurumlara aktarılması yanında şirket, yatırımcıların sorularının cevaplanması ve sorunlarının giderilmesi konusunda bir görev üstlenir. Şirket ve yatırımcılar arasındaki iletişimi yapılandırmak ve sürdürmenin yanı sıra, potansiyel

yatırımcılara dönük çalışmalar yapılmasında da yatırımcı ilişkileri birimi önem taşımaktadır (Sarıkaya, 2012: 94). Yatırımcı ilişkileri birimi şirketin bilgilendirme politikasının belirlenmesine katkı sağlarken, kamuyu aydınlatma ile ilgili her türlü konuyu izlemek ve gereklerini yerine getirmek üzere görevlendirilmiştir. Yatırımcı ilişkileri yönetimi ile kamunun aydınlatılması şirket için birçok fayda sağlamaktadır. Bu faydalar şöyle özetlenebilir (Sayılır, 2012: 7):

- Hisse senedi fiyatının şirketin gerçek değerini yansıtmasını sağlar.
- Yatırımcıların beklentilerini yönetir.
- İşletmenin paydaşları ile işletme arasındaki ilişkileri geliştirir.
- İşletmenin bilinirliğini, tanınırlığını artırır.
- Şirketle ilgili fırsatların ve şirketin büyüme potansiyelinin anlaşılmasını sağlar.
- İşletmenin sermaye maliyetini düşürür.
- Mevcut yatırımcıların bağlılığını sağlar, yeni yatırımcıları cezbeder.
- İşletmenin sermaye piyasalarından yeni fon temin etme yeteneğini artırır.
- İşletme yönetimine düzenli geri bildirim sağlar.

Yatırımcıyı ikna etmek, gerçeklerin net ve şeffaf olarak iletilmesi ile mümkün olabilmektedir. Yatırımcıları işletmenin başarısı ve potansiyeline ilişkin ikna edebilmek için işletmenin karlılığı ve finansal açıdan sağlamlığına ilişkin bilgi sunmak, yönetimden ve işletmenin planlarından haberdar etmek gerekir.

Yatırımcıların gözünde bir işletmenin, yatırım yapılabilecek diğer işletmelerden farklılaşmasını sağlamak için işletme ve yatırımcılar arasında zamanında ve doğru bilgi akışını sağlayacak ortamın oluşturulması gerekmektedir. Bu kapsamda amaçlar oluşturulmakta ve yatırımcı ilişkileri bütçesi çerçevesinde hedefe ulaşmayı sağlayacak çeşitli araçlar kullanılmaktadır.

Şirket ve çevresi ile kurulan sağlıklı ilişki sayesinde yönetime ilişkin asil vekil problemi en aza inmekte, farklı piyasalardan düşük sermaye maliyeti ile fonlar temin etme ve şirketin gerçek piyasa değerini tespit etme imkanı sağlamaktadır. Eğer bu araçlar ile şirket ve çevresi arasında sağlıklı bir ilişki kurulamazsa hissedarların kararları ve davranışları etkilenebilecektir (Duman, 2011: 121).

Yatırımcı ilişkileri biriminin olmadığı bir ortamda, yatırımcılar sadece medyada, internette veya SPK raporlarında yer alan tarihi bilgilerle yetinmek zorundadırlar. Bu durumda yatırımcıların halka açık işletmenin hisse senedine yatırım yapma veya o işletmenin hisse senedine aynı sektörde yer alan benzer işletmelerin hisse senetlerinin ortalama değerinin üzerinde bir değer ödeme eğilimi azalacaktır (Sayılır, 2012: 6). Ancak yatırımcı ilişkileri maliyetli bir etkinliktir. Gönüllü bilgi açıklamaları bile rapor üretim ve dağıtım maliyeti içermektedir. Bu türden maliyetler özellikle yeni kurulmuş ya da küçük işletmeleri zorlayıcı boyutlardadır. Buna karşı yapılan araştırmalar uluslararası yatırımcıların kurumsal yönetim uygulamalarını finansal performans kadar önemli bulduklarını ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip işletmeler için daha fazla fiyat ödemeye hazır olduklarını göstermektedir (Temizel ve Coşkun, 2010: 87). Menkul kıymet piyasasında yatırım yaparken ihtiyaç duyulan bir diğer bilgi kaynağı ise medyadır.

1.6. Bilgi Kaynağı Olarak Medya

Gerçekleşen makroekonomik olaylarla veya şirketlerle ilgili haber vermek, yorum yapmak finansal medyanın en temel ve en bilinen işlevidir. Gazetelerin sayfalarında, radyolarda, televizyonlarda ve internet sitelerinde verilen bilgiler ve değerlendirmeler bu işlevin bir göstergesidir.

1.6.1. Medyanın Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisi

İhraççılar dışındaki kaynaklardan elde edilen bilgiler büyük bir çeşitlilik göstermektedir. Gazete haberlerinden, televizyon haberlerine, dergilere kadar uzanan oldukça geniş bir yelpaze oluşturan bu kaynaklar, yatırımcıların dikkatle takip ettiği bilgi kaynaklarından biridir. Mori (2000), yüz dört kurumsal yatırımcıyla yapmış olduğu çalışmada yatırımcılara sizin için en faydalı bilgi kaynakları hangileridir diye sormuştur. Katılımcıların %51'i gazeteler, %38'i ise haber ajansları cevabını vermiştir. Maditinos ve diğerleri (2007) ise bireysel yatırımcıların yatırım kararı alırken daha çok gazetelerde yer alan haberleri dikkate aldığını belirlemiştir. Yatırım kararları ise çok hızlı bir şekilde alınmaktadır. Bu açıdan finansal medyanın üç temel katma değerinden söz edilebilir. Bunlardan biri alıcılar için satış fiyatlarına en düşük maliyetle erişim imkanı tanınmasıdır.

Uzman medya bilgi dağıtım kuruluşları tarafından yapılacak bilgi dağıtımlarında herhangi bir ihraççı tarafından açıklanan bilgi, gazeteler, televizyonlar, radyolar, SMS servisleri ve internet siteleri gibi yüzlerce araç tarafından bireysel yatırımcılara ulaştırılabilmektedir.

Örneğin Wall Street Journal'da yatırım fonlarının performanslarıyla ilgili yer alan bir tablo yatırımcının böyle bir bilgiyi toplaması için harcayacağı zamanı azaltır (Dyck ve diğerleri, 2006: 6). Ayrıca bu araçlar yatırımcılara sadece bilginin ulaşmasını sağlamaz aynı zamanda bu bilgileri kullanarak fiyatların neden düştüğünü veya yükseldiğini açıklamaya da yardımcı olur (Warner ve Harvey, 1993: 167). Bu yolla bilgisel açıdan etkinliği yükselen piyasaların esas işlevleri olan kaynakların rasyonel biçimde tahsisine imkan verilmiş olmaktadır. Medyanın piyasalara bir diğer katkısı ise güvenilirliktir. Çünkü bu araçlar genel bilinirlik oluşturmaktadır. Örneğin bir gazete tarafından yapılan bir şirket haberi bilgi edinme maliyetini değiştirecek ve aynı zamanda binlerce okuyucuya ulaşacaktır. Böylece bilgili kişi sayısı artacak ve bu durum hisse fiyatını etkileyecektir (Dyck ve Zingales, 2003: 4).

Amatör yatırımcılar daha çok kamuya dönük açıklamaları dikkate alırken, profesyoneller tüm kanalları ve bunlardan aktarılan tüm açıklamaları dikkatle takip etmekte ve analizlerinde kendi kriterlerine göre kullanmaktadır. Aynı zamanda medya bilginin ulaşması ve yatırımcılar tarafından nasıl algılandığı üzerinde de önemli bir role sahiptir. Bu işleviyle de varlık fiyatları üzerinde etkisi olabilmektedir (Temizel ve Coşkun, 2010: 84; Dyck ve Zingales, 2003: 20). Medyada yer alan haberlerin hisse senetleri üzerindeki etkisini araştıran literatürde birçok çalışma yer almaktadır. Çalışmalardan elde edilen sonuçlar ise medyada yer alan haberlerin hisse senetleri üzerinde etkisi olduğunu göstermiştir (Masulis ve Shivakumar (2002); Diether ve diğerleri (2002); Dyck ve Zingales (2003); Chan (2003); Mittermayer (2004); Grullon ve diğerleri (2004); Meschke (2004); Antweiler ve Frank (2004b); Bulkley ve Herrerias (2005); Cook ve diğerleri (2006); Antweiler ve Frank (2006); Schmitz (2007); Peress (2008); Core ve diğerleri (2008); Gong ve Gul (2008); Loughran ve McDonald (2009); Liu ve diğerleri (2009); Livnat ve Petrovits (2009); Christensen ve diğerleri (2009); Fang ve Peress (2009); Griffin ve diğerleri (2010); Gurun ve Butler (2010); Coleman (2011); Da ve diğerleri (2011); Nguyen (2011); Tetlock (2011); Kyle ve diğerleri (2011); Shyu (2011; 2012); Lu ve diğerleri (2012).

Televizyon, gazete, dergi ve internet siteleri başta olmak üzere tüm medya araçları bilgilerin daha geniş kitleler tarafından takip edilmesini kolaylaştırmakta, aynı zamanda ortaya çıkan bilgi üzerinde çeşitli yorumlarda ve tavsiyelerde bulunarak; yatırımcıların bilgilere daha dikkatli daha bilinçli bir şekilde tepkide bulunmalarını sağlayabilmektedir. Bu çalışmaların bazılarında internet sitelerinde yer alan tavsiyelerin hisse senetleri üzerindeki etkisi incelenmiş ve tavsiyelerin hisse senetlerinden aşırı getiler elde edilmesine imkan sağladığını ifade etmiştir (Hirschey ve diğerleri (2000); Antweiler ve Frank (2004a).

Literatürde yer alan bazı çalışmalarda ise gazetelerde yer alan tavsiyelerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi araştırılmış ve tavsiyelerin hisse senedi getirilerini etkilediğini belirlenmiştir (Desai ve Jain (1995); Albert ve Smaby (1996); Schmid ve Zimmerman (2003); Menendez (2005); Veldkamp (2005); Lin ve diğerleri (2009).

Yatırımcılar açısından bir diğer önemli bilgi kaynağı ise dergilerdir. Dergilerde yer alan tavsiyelerin hisse senedi getiri üzerindeki etkisini araştıran çalışmalar ise tavsiyelerin getiriler üzerinde etkisi olduğu ortaya konulmuştur (Pieper ve diğerleri (1993); Wright (1994); Mathur ve Waheed (1995); Sant ve Zaman (1996); Thomas ve Ghani (1997); Kıymaz (2001); Bulut ve Eyüboğlu (2013)).

1.6.2. Medyanın Şirket İtibarına ve Yatırımcı Davranışlarına Etkisi

Medyada yapılan haberlerin, bilgi asimetrisini azaltma, şeffaflığı artırma ve çıkar gruplarına yararlı bilgiler sağlama konusunda etkisi olduğu bilinmektedir. Örneğin; Wall Street Journal, Enron'un çöküşüne ön ayak olan sorunlarının gün ışığına çıkmasında önemli bir rol oynamıştır (Gong ve Gul, 2004: 6). Aynı şekilde medyanın bir ayıplama aracı olarak kullanılması da mümkündür. Örneğin Sears şirketi ortakları Monks ve Minow'un yönetim kurulunun pasif kaldığını belirtmek üzere Nisan 1992'de Wall Street Journal'a "Sears'ın Performans Göstermeyen Varlıkları", başlığı ile yönetim kurulu üyelerinin resimlerinin ve isimlerinin yer aldığı tam sayfalık ilan, Monks tarafından yapılması istenilen revizyonların bir çoğunun yerine getirilmesini sağlamıştır (Bulut, 2009: 94).

Şirketlerin medya ile etkin bir iletişim kurmasının beraberinde getireceği katkılardan bazılarını ise şöyle sıralamak mümkündür (Sarıkaya, 2009: 166).

- Şirketin ve markanın imajını düzeltmek, iyileştirmek,
- Şirketin daha sık yer almasını ve daha iyi bir görüntü çizmesini sağlamak,
- Paydaşların tutumlarını değiştirmek,
- Toplumla ilişkileri geliştirmek,
- Pazar payını arttırmak,
- Yerel, ulusal ve uluslararası düzeyde siyasi politikalara nüfuz etmek,
- Yatırımcılarla ve onların danışmanlarıyla iletişimi geliştirmek,
- Sendikalar ve diğer sivil toplum örgütleriyle ilişkileri geliştirmektir.

Kamuya sunulan finansal ve finansal olmayan bilgilerin incelenmesi, analiz edilmesi, değerlendirilmesi için yatırımcıların genel ekonomi, finans vb. konularda asgari bilgi birikimine sahip olması gerekmektedir. Aksi takdirde kamunun aydınlatılması kapsamında bireysel yatırımcının korunması amacıyla yapılan düzenleme ile sunulan bilgilerden istenilen fayda sağlanamayacaktır ve dolayısı ile istenmeyen zararlar ortaya çıkacaktır. Burada ise finansal medya devreye girmektedir. Medyada yer alan haber ve yorumlar yatırımcıların daha rasyonel kararlar almasına yardımcı olacaktır.

Kurumsal yatırımcı ile kıyaslandığında her zaman dezavantajlara sahip olan bireysel yatırımcılar ilk defa kurumsal yatırımcılar ile aralarındaki farklılıkları bu ölçüde azaltabilmiştir. Finansal piyasaların liberalizasyonu bireysel yatırımcının önemini bir kat daha arttırmıştır. Aynı zamanda bireyler finansal anlamdaki çıkarları konusunda daha fazla sorumluluk almak durumunda kalmışlardır. Bu sayede finansal piyasalarda bireylerin etkinlikleri artış göstermiştir (Sevim ve Temizel, 2009: 136). Medya bilginin ulaşması ve yatırımcılar tarafından nasıl algılandığı üzerinde de önemli bir role sahiptir. Bu işleviyle de varlık fiyatları üzerinde etkisi olabilmektedir (Temizel ve Coşkun, 2010: 84; Dyck ve Zingales, 2003: 20).

İKİNCİ BÖLÜM

2. ŞİRKETLERE ÖZGÜ HABERLERİN HİSSE SENEDİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNE İLİŞKİN LİTERATÜR TARAMASI

Haberlerin hisse senedi üzerine etkisini araştıran ilk çalışma 1933 yılında Dolley tarafından gerçekleştirilmiştir. Dolley, bu çalışmasında hisse senedi bölünme haberlerinin hisse fiyatı üzerine etkisini ölçmüştür. Etkin piyasalar hipotezi kavramının ortaya çıkmasıyla beraber haberlerin hisse fiyatı üzerindeki etkisinin yanında piyasa üzerindeki etkisi de ölçülmeye başlanmıştır. Etkin piyasalar hipotezi ilk olarak 1965 yılında Fama tarafından ortaya atılmıştır. Konuya ilişkin literatür ise, hipotezi test eden çalışmalar yönünden oldukça zengindir. Yapılan çalışmaların ülke, yöntem, olay aralığı, şirket sayısı, haber sayısı, haber türü, verilerin frekansı gibi birçok faktör açısından ele alındığı görülmektedir. Bu bölümde ise mevcut literatürde yer alan çalışmalar kullanılan haber türlerine göre; kurumsal yönetime ilişkin haberler, finansal haberler, genel haberler, hukuki haberler, operasyonel haberler ve yeniden yapılanmaya ilişkin haberler olmak üzere altı ana başlık altında sınıflandırılmıştır.

2.1. Kurumsal Yönetime İlişkin Haberler için Yapılan Çalışmalar

Son yıllarda küresel bazda yaşanan krizlerin ve şirket skandallarının arkasında yatan en önemli nedenlerden birinin kötü yönetim anlayışının olması, kurumsal yönetim kavramının önemini ortaya çıkarmıştır. Yapılan ampirik çalışmalar, uluslararası yatırımcıların, şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarını en az finansal performansları kadar önemli bulduklarını ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketler için daha fazla bedel ödemeye hazır olduklarını göstermiştir (SPK, 2005: 2). Literatürde kurumsal yönetime ilişkin haberlerin hisse senetleri üzerindeki etkisini inceleyen birçok çalışma mevcuttur.

Bu çalışmalardan Brooks ve diğeri (2003), 1989-1992 yılları arasında ABD’de meydana gelen yirmi bir beklenmedik olaya piyasanın vermiş olduğu gün içi tepkisini araştırmışlardır. Çalışmada uçak kazası, fabrika patlaması, CEO ölümü ve yönetim kurulu başkanının ölümü beklenmedik olay olarak değerlendirilmiştir. Elde edilen bulgular ilk tepkinin olayın gerçekteşmesinden üç dakika sonra ortaya çıktığını göstermiştir. Olay açıklandıktan sonra bir saat içerisinde ise hisse senetlerinde yüksek işlem hacmi ve satış baskısı olduğu görülmüştür. Haberlerin açıklanmasından yirmi iki dakika sonra hisse senedi fiyatlarını yaklaşık olarak %1,6 düşürdüğü, ancak iki saat içerisinde fiyatların tekrar haber öncesi seviyesine ulaştığı bulunmuştur.

Balakrishnan ve diğeri (2008), 2000-2006 itibariyle skandalların ardı ardına patladığı dönemlerde Sarbanes Oxley Kanunu (SOX) sonrasında şirketlerce duyurulan haberlerin şirketler üzerindeki etkisini incelemiştir. Üç yüz şirket kullanılarak yapılan çalışmadan elde edilen sonuçlar SOX sonrasında şirketlerce kamuyu bilgilendirme kalitesi ve hızının arttığını göstermiştir. Ayrıca 8-K formları yayınlandıktan sonra hisse senedi işlem hacimlerinin arttığı belirlenmiştir. Medya açısından değerlendirildiğinde ise SOX sonrasında medyada şirketlere ilişkin haberlerin arttığı görülmüştür.

Neuhierl ve diğeri (2011), 2006-2009 yılları arasında açıklanan haberlerin şirket hisse senetlerinin getirileri, oynaklıkları ve işlem hacimleri üzerindeki etkilerini ölçmüşlerdir. Çalışmada toplam iki yüz üç bin altı yüz yirmi bir haber kullanılmış ve aynı zamanda haberler on temel ve altmış alt kategoride sınıflandırılmıştır. On temel kategori ise finansal haberler, toplantı haberleri, müşteri ve ortaklar, ürün ve hizmetlere ilişkin haberler, yönetim haberleri, birleşme ve devralma haberleri, alınan ödüller, strateji ve performans haberleri, hukuki haberler ve hisse alım satımına ilişkin haberlerden oluşturulmuştur. Olaydan bir gün öncesi ve beş gün sonrasının analiz dönemi olarak kullanıldığı çalışmada; finansal, stratejik ve performans, ürün ve hizmet haberlerinin negatif aşırı getiriler elde edilmesine imkan sağladığı ifade edilmiştir. Diğer haber türleri olan toplantı haberleri, müşteri ve ortaklar, yönetim haberleri, birleşme ve devralma haberleri, alınan ödüller, hukuki haberler ve hisse alım satımına ilişkin haberlerin ise hisse senetlerinden pozitif aşırı getiriler elde edilmesine imkan verdiği belirlenmiştir.

Sprenger ve Welppe (2011), 2010 yılında haberlerin hisse fiyatları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada S&P 500’de işlem gören şirketlerce bildirilen dört yüz bin haber kullanılmıştır. Ayrıca haberler kurumsal, finansal, operasyonel, yeniden yapılanma, hukuki, alım-satım işlemleri olmak üzere altıya ayrılmıştır. Analiz dönemi için olay günü ve olaydan üç gün öncesi ile olay günü ve olaydan üç gün sonrası seçilmiştir. Olay günü ve olaydan üç gün öncesini kapsayan dönemden elde edilen bulgulara göre kurumsal haberler hisse senetlerinden %2,7; finansal haberler hisse senetlerinden %6,4; operasyonel haberler hisse senetlerinden %10; yeniden yapılanma haberleri %1; hukuki haberler hisse senetlerinden -%6; alım-satım işlemlerine ilişkin haberler ise hisse senetlerinden %1 aşırı getiriler elde edilmesine imkan verdiği ortaya konmuştur. Olay günü ve olaydan üç gün sonrasını kapsayan dönem için elde edilen bulgular ise kurumsal haberler hisse senetlerinden -%14,7; finansal haberler hisse senetlerinden -%2,24; operasyonel haberler hisse senetlerinden -%1,9; yeniden yapılanma haberleri hisse senetlerinden -%12; hukuki haberler hisse senetlerinden -%1; alım-satım işlemlerine ilişkin haberler ise hisse senetlerinden %8 aşırı getiriler elde edildiğini göstermiştir.

Türkiye’de ise kurumsal yönetime ilişkin haberlerle ilgili çalışma Sakarya (2011) tarafından gerçekleştirilmiştir. Çalışmada İMKB’de işlem gören hisse senetleri ve 2009 yılında ilk defa yeterli kurumsal yönetim derecelendirme notu olarak İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına alınan şirketlerin derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu bağlamda 2009 yılında yeterli kurumsal yönetim derecelendirme notu alan on bir şirket İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine dahil edilmiştir. Bu çalışmada kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanının kısa dönem performansları (notun ilan tarihten on gün öncesi ve on gün sonrası getirilerini kapsayacak şekilde) toplam yirmi bir günlük getirileri kapsayacak şekilde incelenmiştir. On bir şirketin kümülatif ortalama getirilerinin, olay tarihinden on gün önce ve on gün sonraki zaman dilimi içinde sıfırdan farklılıklar gösterdiği görülmüştür. Sonuçlar olay tarihinden önceki kümülatif ortalama getirilerin sıfırdan negatif yönlü farklı olduğunu, olay tarihinden sonraki kümülatif ortalama getirilerin ise sıfırdan pozitif yönlü farklı olduğunu göstermiştir. Buna göre, endeks kapsamında yer alan veya yer alacak şirketlerin iyi kurumsal yönetim derecelendirme notlarının kamuya duyurulmasıyla şirketlere ait hisse senetlerinden aşırı getirilerin elde edilebileceği tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, elde edilen sonuçlar şirketlerle ilgili açıklanan kurumsal yönetim derecelendirme notlarına

yatırımcıların olumlu tepki verdiğini göstermektedir. Böylece, şirketlere ait hisse senetlerinden elde edilen getirilerin bu şirketlerle ilgili açıklanan derecelendirme notlarına (olaya) karşı duyarlı olduğu ve bu duyarlılığın zaman içinde de devam ettiği ifade edilmiştir. Bu durum, piyasanın yarı kuvvetli formda bile etkin olmadığı şeklinde yorumlanmıştır. Şirketlere özgü kurumsal haberlere ilişkin mevcut literatürde yer alan çalışmalar Tablo 3’te özetlenmiştir.

Tablo 3: Şirketlere Özgü Kurumsal Haberlere İlişkin Literatür Özeti

Yazarlar	Dönem	Haber Türü	Hisse Üzerinde Etki
Brooks ve diğerleri (2003)	1989-1992	CEO, Başkan Ölümü	Var
Balakrishnan ve diğerleri (2008)	2000-2006	Sarbanes Oxley	Var
Neuhierl ve diğerleri (2011)	2006-2009	Yönetim Haberleri	Var
Sprenger ve Welpel (2011)	2010	Kurumsal	Var
Türkiye’de Yapılan Çalışmalar	Dönem	Haber Türü	Hisse Üzerinde Etki
Sakarya (2011)	2009	Kurumsal Yönetim Notu	Var

2.2. 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.

Asquith ve Mullins Jr. (1983), ABD’de yapmış oldukları çalışmada şirketlerce duyurulan temettü haberlerinin hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine imkan verip vermediğini sorgulamışlardır. 1954-1980 yıllarını kapsayan çalışmada yüz altmış sekiz şirket tarafından duyurulan haberler kullanılmıştır. Ayrıca şirketlerin ilk temettü ödemelerine ilişkin duyurular 1963-1980 yılları ve on yıl aradan sonra ilk defa temettü ödeyen şirketler için duyurular 1954-1963 yılları olmak üzere analiz iki döneme ayrılmıştır. Elde edilen bulgular, her iki dönem için de olay öncesi ve sonrası temettü artışı haberlerinin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif getiriler elde edilmesini sağladığını göstermiştir.

Üç yıl sonra Asquith ve Mullins Jr. (1986) aynı analizleri 1964-1980 yılları için nakit olarak ödenen temettü haberlerinin hisse senedi performansına etkisi üzerine gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada veri seti olarak ilk kez veya on yıl sonra ilk kez temettü ödeyen 88 şirket tarafından yapılan duyurular kullanılmıştır. Olay penceresi olaydan on iki gün öncesi ve sonrası olarak değerlendirilmiştir. Elde edilen sonuçlar duyuruların şirketlerin %72'sinde pozitif, %28'inde negatif etki yarattığını ortaya koymuştur. Aynı zamanda olay sonrasında istatistiksel açıdan ortalama aşırı getiriler elde edilebildiği ifade edilmiştir.

Dravid (1987), ABD'de hisse bölünmesi haberlerine piyasanın verdiği tepkiyi araştırmışlardır. Çalışmada 1962-1981 dönemine ilişkin şirketlerce duyurulan altı yüz otuz dokuz haber kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlar yirmi günlük dönemde haberlerin hisse senetlerinin oynaklığını arttırdığını ve aynı zamanda hisse senetlerinde negatif aşırı getiriler ortaya çıkmasına neden olduğunu ortaya koymuştur.

Healy ve Palepu (1988), ABD'de 1954-1963 yılları arasında şirketlerce duyurulan temettü duyurularının hisse senetleri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada ilk defa temettü ödeyecek veya on yıllık dönemde düzenli temettü ödeyen yüz otuz bir şirket tarafından bildirilen duyurular kullanılmıştır. Olaydan altmış gün öncesi ve yirmi gün sonrası dönemini kapsayan çalışma, duyuruların hisse senetlerinden hem olay öncesinde hem de olay sonrasında istatistiksel açıdan pozitif ve anlamlı getiriler elde edilmesine imkan sağladığını göstermişlerdir.

Woodruff ve Senchack (1988), şirketlerin yapmış oldukları üç aylık kazanç açıklamalarının hisse senetleri üzerindeki gün içi etkilerini incelemişlerdir. Çalışmada NYSE'de işlem gören üç yüz yirmi beş şirket tarafından duyurulan haberler kullanılmıştır. Haberler beklenti üstü ve beklenti altı gerçekleşen haberler olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Elde edilen sonuçlar ise beklenti üstü elde edilen kazançların, beklenti altında kalan kazançlara göre gün içinde daha hızlı düzeltme gösterdiğini ortaya koymuştur. Ayrıca kazanç açıklamalarından sonraki on dört dakika içerisinde ilk işlemin gerçekleştiği sonucuna ulaşmışlardır.

Lakonishok ve Vermaelen (1990), 1962-1986 yılları arasında NYSE ve AMEX'te işlem gören şirketlerce duyurulan hisse geri alım haberlerine yatırımcıların vermiş oldukları tepkileri incelemişlerdir. Çalışmada ilgili dönemde şirketlerce toplam iki yüz elli sekiz hisse senedi geri alım bildirim yapılmıştır. Yapılan hesaplamalar sonucu elde edilen bulguların çoğu hissedarların hisse geri alımına katılmadığını göstermiştir. Ayrıca olaydan beş gün öncesi ve on gün sonrası dönemde %2, olaydan bir hafta öncesi ile olay gününü ele alan dönemde %9 olmak üzere yatırımcıların hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edebildiğini ortaya koymuşlardır.

Dubofsky (1991), 1962-1987 döneminde NYSE ve AMEX'te işlem gören şirketlerce duyurulan hisse senedi bölünmesi haberlerinin hisse senedi üzerindeki etkisini ele aldığı çalışmada toplam bin altı yüz şirket yer almıştır. Bu şirketlerin bin seksen ikisi NYSE'de, beş yüz elli sekizi ise AMEX'te işlem görmektedir. İlgili dönemde NYSE'de işlem gören şirketlerce bin sekiz yüz elli altı, AMEX'te işlem gören şirketlerce ise altı yüz doksan altı hisse bölünmesine ilişkin duyuru yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar ise haberler sonrasında AMEX'te işlem gören hisse senetlerinin, NYSE'deki hisse senetlerine oranla daha az oynak olduğunu göstermiştir.

Yoon ve Starks (1995), 1969-1988 yılları arasında NYSE'de işlem gören şirketlerce duyurulan temettü artış ve azalış haberlerinin hisse senetleri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada üç bin yedi yüz kırk sekiz temettü artış, dört yüz otuz bir temettü azalış haberi kullanılmış ve olay penceresi olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrası dönemi kapsayacak şekilde belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlar ise temettü azalış haberlerinin %5,3; artış haberlerinin ise %0,67 oranında hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesini sağladığını ortaya koymuştur.

Bajaj ve Vijh (1995); ABD'de 1962-1987 yılları arasında temettü açıklamalarının şirket hisse senetleri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Altmış yedi bin beş yüz doksan iki temettü duyurusunun analize dahil edildiği çalışmada olay aralığı, olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrası olarak belirlenmiş ve duyurulardan %0,21 aşırı getiriler elde edilebildiği ifade edilmiştir. Ayrıca hisse fiyatlarındaki oynaklığın ve hisse senedi işlem hacminin olay penceresi içerisinde attığı belirlenmiştir. Şirketlerin kategorilere düzeyinde ele alınması

açısından ise duyuruların küçük ölçekli işletmeler ve düşük değerlenmiş hisse senetlerinden daha fazla aşırı getiriler elde edilmesine imkan verdiği ortaya konmuştur.

Kandel ve Pearson (1995), 1981-1992 yılları arasında üç aylık kazanç açıklamalarına piyasanın vermiş olduğu tepkiyi araştırmışlardır. Çalışmada iki bin dört yüz seksen iki şirket tarafından duyurulan toplam altmış dokuz bin altmış yedi kazanç haberi kullanılmıştır. Olay penceresinin olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrası olarak belirlendiği çalışmadan elde edilen sonuçlar ise şirketlere özgü kazanç haberlerinin hisse senetlerinin işlem hacmi miktarını arttırdığını belirlemiştir.

ABD'deki üç aylık kazanç açıklamalarına ilişkin piyasanın vermiş olduğu tepkiyi ölçen bir diğer çalışma da Bamber ve Cheon (1995) tarafından gerçekleştirilmiştir. Çalışmada 1986-1989 dönemi ele alınmıştır. Aynı zamanda Kandel ve Pearson (1995)'in çalışmasından farklı olarak yapılan haberlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi de ölçülmüştür.

Ikenberry ve diğerleri (1996), 1975-1990 yılları arasında hisse bölünmesi duyurularının hisse senedi performansı üzerindeki etkilerini hem kısa hem de uzun vadede incelemiştir. Çalışmada NYSE ve AMEX'te işlem gören şirketlerce bildirilen toplam bin iki yüz yetmiş beş duyuru kullanılmıştır. Elde edilen bulgular kısa vadede duyuruların olay günü yatırımcılarına %3,38 oranında aşırı getiriler sağladığını ortaya koymuştur. Uzun vadede ise bir yıllık ve üç yıllık performans üzerinde durulmuş ve olaydan bir yıl sonrasında duyuruların hisse senetlerinden %7,94; üç yıl sonrasında %12,14'lük aşırı getiriler elde edilmesine imkan verdiği ortaya konmuştur.

Greene ve Watts (1996), 1990-1994 yılları arasında NYSE ve NASDAQ'ta işlem gören şirketlerce açıklanan üç aylık kazanç duyurularına piyasanın verdiği gün içi tepkiyi araştırmışlardır. Çalışmada yüz NYSE ve yüz NASDAQ şirketi kullanılmıştır. İlgili dönemde NYSE işlem gören şirketlerden bin üç yüz iki, NASDAQ'ta işlem gören şirketlerden ise bin yüz seksen yedi kazanç açıklaması yapılmıştır. Olay penceresi olaydan on dakika öncesi ve olaydan yirmi beş dakika sonrası olarak belirlenmiştir. Analiz sonuçlarına göre, NYSE'de işlem gören şirketlerden haberin açıklanmasından yedi dakika

öncesinde, NASDAQ'ta işlem gören şirketlerden ise açıklamadan sekiz dakika öncesinde istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif getiriler elde edildiği bulunmuştur.

Koski (1998), 1987-1989 döneminde şirketlerce duyurulan hisse bölünmesi haberlerine piyasanın vermiş olduğu tepkiyi ölçmüştür. Çalışmada NYSE'de işlem gören şirketlerce duyurulan toplam üç yüz altmış bir hisse senedi bölünmesi haberi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar ise duyuruların hisse senedi üzerindeki oynaklığı arttırdığı yönündedir.

Affleck-Graves ve diğerleri (2002), 1980-1989 yılları arasında şirketlerce açıklanan üç aylık kazanç duyurularının önceden tahmin edilip edilemeyeceğini NASDAQ'ta işlem gören şirketler açısından incelemiştir. Çalışmada iki yüz kırk yedi şirket tarafından açıklanan iki bin dokuz yüz kırk bir duyuru kullanılmıştır. Bu duyuruların yedi yüz yetmiş dokuzu ilk çeyrekte, yedi yüz yetmiş sekizi ikinci çeyrekte, sekiz yüz yetmiş yedisi üçüncü çeyrekte ve dört yüz doksan yedisi ise son çeyrekte gerçekleşmiştir. Olaydan üç gün öncesi ve üç gün sonrasını kapsayan dönem için yapılan analiz sonucunda, duyuruların hisse senetlerinin işlem hacimlerinde istatistiksel açıdan anlamlı artışlar meydana getirdiği ifade edilmiştir.

Wuff (2002), Almanya'da şirketlerce bildirilen hisse senedi bölünmesi haberlerinin hisse fiyatları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmada 1994-1996 yılları arasında Frankfurt Borsasında işlem gören Alman şirketlerince duyurulan seksen üç haber kullanılmış ve belirli olay pencereleri için kümülatif aşırı getiriler hesaplanmıştır. Buna göre olaydan bir gün öncesi ve sonrasını kapsayan dönem için haberlerin %0,33; olaydan iki gün öncesi ve sonrasını kapsayan dönem için %0,55; olaydan iki gün öncesi ve üç gün sonrasını kapsayan dönem için ise %0,74 oranında hisse senetlerinden kümülatif aşırı getiriler elde edilmesine imkan sağladığını ortaya koymuştur.

Corwin (2003), 1980-1998 döneminde şirketlerce duyurulan ikinci halka arz haberlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmada NYSE ve NASDAQ'ta işlem gören şirketlerce duyurulan toplam dört bin dört yüz elli dört haber kullanılmıştır. Bu haberlerin bin iki yüz altmış sekizi NYSE'de, üç bin yüz altmış sekizi ise NASDAQ'ta işlem gören şirketlere aittir. Ayrıca ilgili dönemde iki bin dört yüz yetmiş

yedi şirket bir kere, altı yüz on dokuz şirket iki kere, yüz kırk altı şirket üç kere, elli yedi şirket dört kere, on bir şirket beş kere ve üç şirket altı kere ikinci kez halka arz duyurusunda bulunmuştur. Olay günü ve öncesini dikkate alan dönem için her iki borsa birlikte değerlendirildiğinde hisse senetlerinden %2,21 oranında negatif getiri elde edildiği bulunmuştur. Borsalar tek tek değerlendirildiğinde ise NYSE’de işlem gören hisselerden -%0,92; NASDAQ’ta işlem gören hisselerden ise -%2,72’lik bir negatif getiri elde edilmektedir. Olay günü ve beş gün öncesi dönemde ise her iki borsa birlikte değerlendirildiğinde hisse senetlerinin %2,19 negatif getirileri mevcuttur. Borsalar tek tek değerlendirildiğinde ise NYSE’de işlem gören hisselerden -%1,07; NASDAQ’ta işlem gören hisselerden ise -%2,63’lük bir negatif getiri ortaya çıkmaktadır. Olay günü ve beş gün sonrası dönemde ise her iki borsa birlikte değerlendirildiğinde hisse senetlerinden %1,19 oranında pozitif getiri sağlanmıştır. Borsalar tek tek değerlendirildiğinde ise NYSE’de işlem gören hisselerden %1; NASDAQ’ta işlem gören hisselerden ise %1,5 bir negatif getiri ortaya çıkmaktadır.

Grullon ve Michaely (2004), 1980-1997 yılları arasında açıklanan hisse senedi geri alımı duyurularının hisse senedi performansına etkisini incelemiştir. Çalışmada şirketlerce açıklanan toplam dört bin dört yüz kırk üç hisse geri alım duyurusu kullanılmıştır. Olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrası dönemde duyuruların hisse senetlerinden %2,71’lik pozitif aşırı getiriler elde edilmesine imkan verdiği belirlenmiştir. Ayrıca hisse alımlarının şirketin operasyonel performansını etkilemediği, ancak sistematik riskin ve sermaye maliyetinin hisse geri alımı yapmayan şirketlere göre azaldığı ifade edilmiştir.

Chae (2005), 1986-2000 yılları arasında şirketlerce beklenen ve beklenmeyen açıklamaların hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilebilmesine imkan verip vermediğini test etmiştir. Çalışmada kazanç duyuruları beklenen, devralma ve finansal notlara ilişkin duyurular ise beklenmeyen açıklama olarak değerlendirilmiştir. 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. Elde edilen sonuçlara göre, kazanç ve devralma açıklamaları sonrasında hisse senetlerinden pozitif kümülatif aşırı getiriler elde

edilebilirken, finansal not duyuruları sonrasında olay öncesinden itibaren pozitif kümülatif aşırı getiriler elde edilebilmektedir.

Garfinkel ve Sokobin (2006), 1985-1998 yılları arasında şirketlerce duyurulan kazanç açıklamalarının hisse senedi getirileri ve işlem hacimleri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada NYSE ve AMEX'te işlem gören şirketlerce bildirilen toplam kırk beş bin yüz seksen yedi bilanço açıklaması kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar ise kazanç açıklamalarının hisse senedi getiri ve işlem hacimlerini birlikte arttırdığını ortaya koymuştur. Aynı zamanda ilave olarak artan işlem hacmi miktarının hissenin gelecekteki getirisi üzerinde de pozitif bir etkisi olduğu belirlenmiştir.

Graham ve diğerleri (2006), 1990-1998 yılları arasında NYSE'de işlem gören şirketlerce açıklanan temettü duyurularına piyasanın vermiş olduğu tepkiyi incelemişlerdir. Çalışmada temettü haberleri tahmin edilen ve tahmin edilemeyen duyurular olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Elde edilen sonuçlar tahmin edilen duyuruların olay öncesi hisse senetlerinin işlem hacmini arttırdığını, olay sonrasında ise yüksek işlem hacminin devam ettiğini aynı zamanda fiyattaki oynaklığın azaldığını göstermiştir. Sonuçlar tahmin edilemeyen duyurular açısından değerlendirildiğinde ise olay öncesinde duyuruların hisse senedi işlem hacimlerini arttırdığı, olay sonrasında ise olay öncesinde olduğu gibi fiyattaki oynaklığı düşürdüğü görülmüştür.

Laidroo (2008), 2000-2005 yılları arasında Talin, Riga ve Vlnüs Borsalarında gerçekleşen getiri ve işlem hacimlerinin kamuya açıklanan bilgilerden etkilenip etkilenmediğini araştırmıştır. Çalışmada elli ikisi şirkete ilişkin dört bin iki yüz doksan dokuz duyuru kullanılmıştır. Bu şirketlerden on ikisi Talin, dokuzu Riga ve otuz biri Vlnüs borsasında işlem görmektedir. Ayrıca kamuya açıklanan bilgiler işle alakalı, finansal duyurular, şirketle alakalı, yönetimle alakalı ve şirket sahibiyle alakalı olmak üzere beş gruba ayrılmıştır. Sırasıyla getirinin işlem hacminin %22 ve %37'sinin kamuya açıklanan bilgilerden kaynaklandığını belirlemiştir. Kamuya açıklanan bilgiler açısından ise en çok finansal haberlerin etkili olduğu ifade edilmiştir.

Lu ve diğerleri (2010), 1980-2006 yılları arasında meydana gelen fiyat şoklarının hisse senetlerinin getirileri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada NYSE, AMEX

ve NASDAQ'ta işlem gören toplam on beş bin sekiz yüz kırk altı hisse senedi tarafından ortaya çıkan doksan dokuz bin altı yüz yirmi dört fiyat şoku analize dahil edilmiştir. Fiyat şokları olarak ise kazanç duyuruları, temettü, analist tavsiyeleri ve birleşme haberleri kullanılmış, bu şoklar negatif ve pozitif şoklar olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Belirli olay aralıkları için yapılan hesaplamalar neticesinde elde edilen sonuçlar, negatif fiyat şokundan sonraki gün ve yirmi gün sonrası dönemde hisse senetlerinden %3,6 oranında; pozitif fiyat şokundan sonraki aynı dönemde ise -%4,3 oranında aşırı getiriler elde edildiğini ortaya koymuştur. Olay günü ve öncesindeki yirmi günlük dönem için yapılan hesaplamalarda ise negatif şoklar öncesinde -%1,49'lük; pozitif şoklar öncesinde -%1,54'lük oranda aşırı getiriler ortaya çıktığı belirlenmiştir. Olaydan iki yüz kırk gün sonrası kapsayan dönemde ise negatif fiyat şokları sonrasında %5'lik pozitif aşırı getiriler elde edilirken, pozitif fiyat şokları sonrasında -%10,6'lık negatif aşırı getiriler elde edildiği bulunmuştur.

Kalay ve Kronlund (2014), hisse senedi bölünmesi haberlerinin şirket fiyatları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 1988-2007 yılları arasında NYSE'de işlem gören bin iki yüz üç şirket tarafından duyurulan iki bin doksan yedi haberin kullanıldığı çalışmadan elde edilen sonuçlar, olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrası kapsayan dönem için haberlerin hisse senetlerinden %1,7 oranında kümülatif aşırı getiriler elde edilmesine imkan verdiğini ortaya koymuştur.

Finansal haberlerle ilgili Türkiye literatürüne bakılacak olursa, Bayazıtlı ve diğerleri (2008), şirketlerin dağıtacakları kar paylarına ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerin hisse senedi getirileri üzerinde nasıl bir etki yaratacağını olay çalışması yöntemiyle araştırmışlardır. Çalışmanın veri setini, İMKB'ye kayıtlı ve Tasa Toprağa Dayalı Sanayide faaliyet gösteren bazı şirketlerin kar payı dağıtacaklarına ilişkin duyuruları ve bu şirketlerin ilgili dönemlerdeki günlük getiri oranları oluşturmuştur. Çalışmada öncelikle, 2004 yılına göre 2005 yılı için dağıtacağı kar paylarını azaltan şirketlerin bu duyurularını borsaya gönderme tarihinden (olay tarihi) on gün önce ve on gün sonraki zaman dilimi için günlük fiili getiri oranları hesaplanmış ardından da aşırı getiriler elde edilmiştir. Elde edilen bulgular ise kümülatif aşırı getirilerin, olay tarihinden önce arttığı, olay tarihinden itibaren bir miktar düştüğü, ancak ilerleyen günlerde yükselmeye devam ettiğini göstermiştir. İlgili şirketlerin 2004 yılına göre, 2005 yılı için kar payı tutarını azaltmalarının olumsuz etkisinin ise olay tarihinde ortaya çıktığı ifade edilmiştir. Ancak,

önceki yıla göre azalmasına rağmen, kar payı ödemesinin yapılması yatırımcılar tarafından olumlu karşılanmış ve sonraki günlerde pozitif ve yüksek bir aşırı getiri elde edilebildiği belirlenmiştir.

Konak ve Kenderli (2013), 2008-2013 yılları arasında BİST Banka Endeksi'nde gerçekleşen kırk yedi kar payı ödemesine karşı piyasanın hisse fiyatları üzerinden gösterdikleri tepkiyi incelemiştir. Yapılan hesaplamalar sonucu elde edilen bulgular ortalama aşırı getirilerin temettü ödemesinin gerçekleştiği gün negatif olduğunu, fakat olay günü ve üç gün öncesi ile olay günü ve üç gün sonrasını kapsayan dönemde pozitif olduğunu göstermiştir. Ayrıca, kullanılan kırk yedi gözlemden %66'sında ödemenin gerçekleştiği gün negatif ortalama aşırı getiriler gözükürken, ödeme sonrasında genel itibariyle %50'sinden fazlasında pozitif eğilim saptanmıştır. İstatiksel olarak anlamlı sonuçlar bulunamamasına rağmen, temettü ödemesi sonrası için hesaplanan on günlük süreçte ortaya çıkan kümülatif aşırı getirilerin ise %60'dan fazlası pozitif bulunmuştur.

Kaderli ve Başkaya (2014), şirketlerin dağıtacağı kar paylarına ilişkin duyuruların, ilgili şirketin getiri oranları üzerinde nasıl bir etki yaratacağını olay etüdü yöntemiyle ortaya koymuşlardır. Uygulama, istikrarlı kar payı dağıtan şirketlerin verileri kullanılarak yapılmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören ve 2009-2010 yılları arasında istikrarlı olarak nakit kar payı ödemiş olan şirketler tespit edilmiştir. Ardından, bu şirketlerin 2009 ve 2010 yıllarında ödemiş olduğu nakit kar payları ve bu kar paylarını ödeyeceklerini kamuya duyurdukları tarihler, olay tarihi olarak belirlenmiştir. 2010 yılında ödediği kar payını 2009 yılına göre arttıran ve azaltan şirketlerin ayrı ayrı olay tarihi etrafındaki olaydan beş gün öncesi ve beş gün sonrası ile olaydan yirmi gün öncesi ve yirmi gün sonrası günlük getiri oranları çalışmanın verilerini oluşturmuştur. Elde edilen bulgular şirketlerin kar paylarının bir önceki yıla göre arttırarak dağıtacağını duyurmasının, o şirketlerin hisse senedi fiyatları ve getirileri üzerinde kısa süreli olumlu bir etki yarattığı görülmüştür. Olay tarihinden yirmi gün öncesini ve yirmi gün sonrasını kapsayan zaman diliminde ise kar payını arttıran şirketlerin bu durumu kamuya duyurmalarının olay tarihi etrafında, olumlu bir etki yarattığı gözlemlenmiştir. Ancak, uzun vadede bu etkinin kaybolduğu belirlenmiştir. Özetle yapılan uygulama sonucunda, kar payı duyurularının ilgili şirketlerin hisse senedi fiyatlarını etkilediği tespit edilmiştir. Şirketlere özgü finansal haberlere ilişkin mevcut literatürde yer alan çalışmalar Tablo 4'te özetlenmiştir.

Tablo 4: Şirketlere Özgü Finansal Haberlere İlişkin Literatür Özeti

Yazarlar	Dönem	Haber Türü	Hisse Üzerinde Etki
Asquith ve Mullins Jr. (1983)	1954-1963	Temettü	Var
Asquith ve Mullins Jr. (1986)	1964-1980	Temettü	Var
Dravid (1987)	1962-1981	Hisse Bölünmesi	Var
Healy ve Palepu (1988)	1954-1963	Temettü	Var
Woodruff ve Senchack (1988)	1980	Kazanç Açıklamaları	Var
Lakonishok ve Vermaelen (1990)	1962-1986	Hisse Geri Alımı	Var
Dubofsky (1991)	1962-1987	Hisse Bölünmesi	Var
Yoon ve Starks (1995)	1969-1988	Temettü	Var
Bajaj ve Vijh (1995)	1962-1987	Temettü	Var
Bamber ve Cheon (1995)	1986-1989	Kazanç Açıklamaları	Var
Kandel ve Pearson (1995)	1981-1992	Kazanç Açıklamaları	Var
Ikenberry ve diğerleri (1996)	1975-1990	Hisse Bölünmesi	Var
Greene ve Watts (1996)	1990-1994	Kazanç Açıklamaları	Var
Koski (1998)	1987-1989	Hisse Bölünmesi	Var
Affleck-Graves ve diğerleri (2002)	1980-1989	Kazanç Açıklamaları	Var
Wuff (2002)	1980-1998	Hisse Bölünmesi	Var
Corwin (2003)	1980-1998	İkinci Halka Arz	Var
Grullon ve Michaely (2004)	1980-1997	Hisse Geri Alımı	Var
Chae (2005)	1986-2000	Kazanç, Finansal Not	Var
Garfinkel ve Sokobin (2006)	1985-1998	Kazanç Açıklamaları	Var
Graham ve diğerleri (2006)	1990-1998	Temettü	Var
Laidroo (2008)	2000-2005	Finansal	Var
Lu ve diğerleri (2010)	1980-2006	Bilanço, Temettü,..	Var
Neuhierl ve diğerleri (2011)	2006-2009	Finansal,Müşteri,..	Var
Sprenger ve Welpel (2011)	2010	Finansal,Operasyonel,..	Var
Kalay ve Kronlund (2014)	1988-2007	Hisse Bölünmesi	Var
Türkiye’de Yapılan Çalışmalar	Dönem	Haber Türü	Hisse Üzerinde Etki
Bayazıtılı ve diğerleri (2008)	2004-2005	Temettü	Var
Konak ve Kenderli (2013)	2008-2013	Temettü	Yok
Kaderli ve Başkaya (2014)	2009-2010	Temettü	Var

2.3. Genel Haberlere İlişkin Yapılan Çalışmalar

Literatürde haberlerin hisse senedi üzerindeki etkisinin araştıran çalışmaların balarında haberler bir ayırım yapılmaksızın genel olarak ele alınmıştır. Çalışmanın bu kısmında genel haberlere ilişkin literatür açıklanmıştır.

Jaffe (1975), ABD’de yapmış olduğu çalışmada kamuya açıklanan yeni bilgilerin bireylerin yatırım ve tüketim davranışları üzerindeki etkisini teorik çerçevede incelemiştir. Çalışma sonucunda saf bir mübadele ekonomisi içerisinde ortaya çıkan bilgilerin yatırımcı davranışları üzerinde etkisi olmadığını ortaya koymuştur.

De Bondt ve Thaler (1985), ise çalışmalarında ortaya çıkan beklenmedik ve çarpıcı haberlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. 1926-1982 dönemini kapsayan çalışmada aylık getiriler kullanılmış ve kazanan-kaybeden portföyler oluşturulmuştur. Olay penceresi olaydan otuz altı gün öncesi ve kırk dokuz gün sonrası olarak belirlenen çalışmada piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte olay öncesi kaybeden portföylerin kazanan portföylere göre otuz altı ay içerisinde yatırımcılarına %25 daha fazla kazanç sağladığını ifade etmişlerdir.

Veronesi (2000), teorik açıdan kamuya açıklanan bilgilerini niteliğinin hisse senetleri getirisini nasıl etkilediği üzerinde durmuştur. Çalışma sonucu ise bilginin önemi arttıkça daha fazla risk primi ortaya çıktığını ve bu durumun fiyatlama kararlarını etkileyebileceğini ortaya koymuştur.

Gutierrez ve Kelley (2005), 1983-2003 yılları arasında kamuya açıklanan bilgiler ışığında fiyat hareketlerinde meydana gelen değişimlere karşı piyasanın tepki verip vermediğini test etmişlerdir. Çalışmada haftalık getiriler kullanılmıştır. Olay penceresi ise olaydan bir hafta sonrası ve elli hafta sonrası olarak belirlenmiştir. Sonuç olarak on dördüncü haftaya kadar duyurular sebebiyle negatif kümülatif aşırı getiriler elde edildiği, ancak on dördüncü haftadan itibaren getirilerin pozitif döndüğü saptanmıştır. Olaydan elli iki hafta sonrasında ise duyuruların hisse senetlerinden %3,25’lik oranda kümülatif aşırı getiri elde edilmesini sağladığı ortaya konmuştur.

Robertson ve diğerleri (2006), 2005-2006 yılları arasında şirketlere özgü haberlerin ABD, İngiltere ve Avustralya piyasalarında yer alan ilgili şirketlerin hisse senedi getirileri ve işlem hacimleri üzerindeki gün içi etkisini araştırmıştır. Çalışmada S&P 100, FTSE 100 ve ASX 100 endekslerinde yer alan toplam iki yüz seksen altı şirket kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar ise haberlerin gelişi ile ortaya çıkan getiri arasında güçlü bir korelasyon

olduğunu göstermiştir. Ayrıca açıklanan duyurulara piyasaların altmış dakika içerisinde tepki verdiği ifade edilmiştir.

Grofi-Klufiman ve Hautsch (2011), 2007-2008 yılları arasında Londra'da şirketlerce kamuya açıklanan beklenmeyen haberlere piyasanın vermiş olduğu anlık etkileri incelemiştir. Çalışmada Londra Borsası'nda işlem gören otuz dokuz şirket tarafından açıklanan yirmi dokuz bin dört yüz doksan yedi haber kullanılmıştır. Haberler şirket açısından pozitif, nötr ve negatif olmak üzere sınıflandırılmıştır. Elde edilen sonuçlar pozitif haberlerden doksan dakika öncesinde istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif kümülatif aşırı getiriler elde edilebildiğini göstermiştir. Nötr haberlerin için de pozitif haberlere paralel olarak doksan dakika öncesinde istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif kümülatif aşırı getiriler elde edilebildiği ifade edilmiştir. Son olarak şirketler açısından negatif haberler değerlendirildiğinde, açıklamadan altmış dakika öncesinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif kümülatif aşırı getiriler elde edilebildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Storckenmaier ve diğerleri (2011), İngiltere'de gün içinde yeni bir haber akışı olduğunda bu haber akışının hisse senetleri ve piyasa üzerindeki etkilerini ölçmüşlerdir. Çalışmada 2009 yılında seksen sekiz şirket tarafından bildirilen haberler kullanılmıştır. Elde edilen bulgular haber akışı olan günlerde hisse senetlerinin işlem hacimlerini arttığı görülmüştür. Ayrıca haberler olumlu ve olumsuz olarak sınıflandırılmış olup, olumlu haberlerin Londra Borsasındaki işlem hacmini %0,87 oranında, olumsuz haberlerin ise işlem hacmini %0,30 oranında arttırdığı belirlenmiştir. Olumsuz haberler söz konusu olduğunda ise borsada likiditenin azaldığını ifade etmişlerdir.

Eizentas ve diğerleri (2012), 2005-2009 yılları arasında OMX Vilnius'te işlem gören şirketlerle ilgili yatırımcıların, kamuya açıklanan bilgilerden istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiriler elde edebilip edemediğini araştırmışlardır. Elde edilen sonuçlar, yatırımcıların piyasanın yarı kuvvetli formda olmamasından yararlanarak istatistiksel açıdan anlamlı aşırı getiriler elde edilebildiğini göstermiştir. Buna göre olaydan on gün öncesi ve on gün sonrasını dikkate alan dönemde şirket performansına ilişkin haberlerin, yatırımcılara %0,09'luk bir aşırı getiri elde etmesine imkan sağladığı belirlenmiştir. Olaydan beş gün öncesi ve beş gün sonrasını dikkate alan dönemlerde ise şirketin beklenen performansına ilişkin haberlerin yatırımcılarına %0,69; şirket yönetimi tarafından şirket

hisse alınması haberlerinin -%2,52; satılması haberlerinin ise -%1,89'luk bir getiri sağladığı ifade edilmiştir. Çalışma saatlerinin azaltılması haberlerinin -%7,19; şirketin üretimine yönelik kısıtlamaların -%9,88; şirkete verilen cezaların -%3,41; hisse senedinin endeksinin değişimine ilişkin haberlerin ise %0,82'lik aşırı getiriler ortaya çıkardığını ifade etmişlerdir.

Türkiye literatüründe de az da olsa genel haberlerin hisse senetleri üzerindeki etkisini ele alan çalışmalar mevcuttur. Aygören ve Uyar (2007), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu amaçla denetim görüşlerinin açıklandığı tarih etrafındaki günlerde piyasanın denetim görüşlerine tepkisini ölçmek amacıyla aşırı getiriler hesaplamışlardır. Çalışmada İMKB'de işlem gören yüz bir adet şirketin 2004 ve 2005 yıllarına ait denetim raporlarında açıklanan görüşler incelenmiştir. Veriler olay çalışması yöntemine göre değerlendirilmiş ve sermaye piyasasının yarı kuvvetli formda etkin olduğu varsayılmıştır. Elde edilen bulgulara göre; yatırımcılar olay penceresi içinde aşırı getiriler elde etmişlerdir. Bunun yanında olumlu ve şartlı denetim görüşlerinin yatırımcılara farklı bilgi değeri sunduğu görülmüştür. Ayrıca yatırımcıların farklı dönemlerdeki denetim görüşlerini aynı şekilde değerlendirmedikleri saptanmıştır. Elde edilen sonuçlardan hareketle İMKB'nin yarı kuvvetli formda etkin olmadığı ifade edilmiştir.

Erdoğan ve Yezegel (2009), 1998-2004 yılları arasında şirket hisselerinde büyük fiyat hareketleri olduğunda, borsa yönetiminin bu fiyat hareketliliği ile ilgili şirketten açıklama isteğinde bulunmasının hisse senetleri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada bu durumla ilgili beş yüz doksan iki olay kullanılmıştır. Yapılan hesaplamalar sonucu elde edilen bulgular pozitif fiyat hareketlerinin olay günü ve beş gün öncesini kapsayan dönemde %28,18; olaydan bir gün sonrası ile beş gün sonrasını kapsayan dönemde -%0,77; olaydan bir gün sonrası ile on gün sonrasını kapsayan dönemde ise -%2,59 oranında hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine imkan verdiğini göstermiştir. Negatif fiyat hareketlerinin olay günü ve beş gün öncesini kapsayan dönemde -%22,77; olaydan bir gün sonrası ile beş gün sonrasını kapsayan dönemde ise -%5,46; olaydan bir gün sonrası ile on gün sonrasını kapsayan dönemde ise -%8,03 oranında hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesini sağladığı bulunmuştur. Şirketlere özgü genel haberlere ilişkin mevcut literatürde yer alan çalışmalar Tablo 5'te özetlenmiştir.

Tablo 5: Şirketlere Özgü Genel Haberlere İlişkin Literatür Özeti

Yazarlar	Dönem	Haber Türü	Hisse Üzerinde Etki
Jaffle (1975)	-	Genel	Yok
De Bondt ve Thaler (1985)	1926-1982	Beklenmedik	Var
Veronesi (2000)	-	Genel	Var
Gutierrez ve Kelley (2005)	1983-2003	Genel	Var
Robertson ve diğerleri (2006)	2005-2006	Genel	Var
Grofi-Klufiman ve Hautsch (2011)	2007-2008	Beklenmeyen	Var
Storkenmaier ve diğerleri (2011)	2009	Genel	Var
Çakır ve Gülcan (2012)	2005-2009	Birleşme-Devralma	Var
Eizentas ve diğerleri (2012)	2005-2009	Genel	Var
Türkiye’de Yapılan Çalışmalar	Dönem	Haber Türü	Hisse Üzerinde Etki
Aygören ve Uyar (2007)	2004-2005	Denetim Görüşleri	Var
Erdoğan ve Yezegel (2009)	1998-2004	Genel	Var

2.4. Hukuki Haberlere İlişkin Yapılan Çalışmalar

Şirketler faaliyette buldukları ülkenin yasaları çerçevesinde hareket etmek zorundadırlar. Bu açıdan şirketlerin devlete ve piyasadaki rakiplerine karşı belirli sorumlulukları bulunmaktadır. Bu sorumlulukların yerine getirilmemesi şirketleri tazminat para cezası gibi belirli yaptırımlarla karşı karşıya bırakabilmektedir. Bu tür haberlerin hisse senetleri üzerindeki etkisinin inceleyen çalışmalarda ise, Austin (1993), ABD’de 1991 yılında şirketlerce duyurulan patent alımına ilişkin haberlerin hisse senetleri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmada veri seti olarak yirmi büyük biyo teknoloji şirketi tarafından duyurulan beş yüz altmış beş haber kullanılmıştır. Finansal varlık fiyatlandırma modeli kullanılarak yapılan analiz sonucuna göre duyuruların hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine imkan sağladığı belirlenmiştir.

Raghu ve diğerleri (2007), ise 1984-2002 yılları arasında ortaya çıkan patent ihlallerine karşı açılan davalara davacı ve davalı şirketlerin hisse senetlerinin vermiş oldukları tepkileri incelemişlerdir. İlgili dönemde patent ihlallerine karşı yetmiş beş dava açılmıştır. Çalışmada olaydan on gün öncesi ve bir gün sonrası, olaydan iki gün öncesi ve on gün sonrası ve son olarak olay günü ve bir gün öncesi olmak üzere üç ayrı olay penceresi için analizler yapılmıştır. İlk iki olay penceresi için istatistiksel açıdan anlamlı getiriler elde edilememiştir. Olay günü ve öncesini kapsayan dönemde ise davacı

şirketlerin hisse senetlerinde %2,55'lik; davalı şirket hisse senetlerinde ise -%2,66'lık bir aşırı getiri meydana geldiği ortaya konmuştur.

Patent davalarına ilişkin ABD üzerine yapılan bir diğer çalışma da Sangjun ve Changi (2012) tarafından gerçekleştirilmiştir. Çalışmada 2009-2012 yılları arasında şirketlerce başka şirketlere açılan patent davalarına ilişkin haberlerin hem davalı hem de davacı şirket hisse senetleri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Patent davaları için ise sadece telefon üreticileri olan Apple, HTC, Samsung ve Nokia'nın birbirlerine açmış oldukları davalara ilişkin duyurular kullanılmıştır. İlgili dönemde telefon üreticileri patent ihlallerine ilişkin toplam elli dört dava açmıştır. Elde edilen sonuçlar olaydan bir gün öncesi ve dört gün sonrasını kapsayan dönemde davacı şirket hisse senetlerinden %1,7; davalı şirket hisse senetlerinden ise %0,2'lik aşırı getiriler elde edilebileceğini göstermiştir. Olaydan bir gün öncesi ve iki gün sonrasını kapsayan dönemde ise davacı hisse senetlerinin %1; davalı hisse senetlerinin ise -%1'lik aşırı getiri sağladığı görülmüştür.

Mitsuyama (2013), Japonya'da yapmış olduğu çalışmada Tokyo Borsasında işlem gören şirketlerce bildirilen patent duyurularının ilgili şirket hisse senetleri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Olay penceresi olarak olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrasının kullanıldığı çalışmada patent duyurularının hisse senetlerinden istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif getiriler elde edilmesine imkan verdiği belirlemiştir.

Oh ve diğerleri (2013), 1987-2011 yılları arasında Güney Kore'de ortaya çıkan patent ihlallerine karşı açılan davalara davacı ve davalı şirketlerin hisse senetlerinin vermiş oldukları tepkileri incelemişlerdir. İlgili dönemde patent ihlallerine karşı otuz dava açılmıştır. Çalışmada olay günü ve bir gün öncesi, olaydan bir gün öncesi ve iki gün sonrası ve son olarak olaydan bir gün öncesi ve olaydan altı gün sonrası olmak üzere üç ayrı olay penceresi için analizler yapılmıştır. Olay günü ve bir gün öncesini kapsayan dönemde davacı şirket hisse senedi fiyatları -%0,90; davalı şirket hisse senetleri fiyatları -%0,52 oranında azalmıştır. Olaydan bir gün öncesini ve iki gün sonrasını kapsayan dönemde ise dönemde davacı şirket hisse senedi fiyatları -%0,64; davalı şirket hisse senetleri fiyatları -%0,95 oranında azalmıştır. Olaydan bir gün öncesini ve altı gün sonrasını kapsayan dönemde ise dönemde davacı şirket hisse senedi fiyatları -%1,39; davalı şirket hisse senetleri fiyatları -%0,03 oranında azalmıştır.

Mevcut literatürde Türkiye’de hukuki haberlerin hisse senedi üzerindeki etkisini ölçen herhangi çalışmaya rastlanmamıştır. Şirketlere özgü hukuki haberlere ilişkin mevcut literatürde yer alan çalışmalar Tablo 6’da özetlenmiştir.

Tablo 6: Şirketlere Özgü Hukuki Haberlere İlişkin Literatür Özeti

Yazarlar	Dönem	Haber Türü	Hisse Üzerinde Etki
Austin (1993)	1991	Patent Alımı	Var
Raghu ve diğerleri (2007)	1984-2007	Patent Davası	Var
Balakrishnan ve diğerleri (2008)	2000-2006	Genel	Var
Sangjun ve Changi (2012)	2009-2012	Patent	Var
Mitsuyama (2013)	-	Patent	Var
Oh ve diğerleri (2013)	1987-2011	Patent Davası	Var

2.5. Operasyonel Haberlere İlişkin Yapılan Çalışmalar

Zorlu piyasa koşullarında şirketlerin varlığını sürdürmeleri oldukça güçtür. Dolayısıyla şirketler operasyonel kararlara önem vermeye ve rekabetçi olmaya mecburdurlar. Aksi taktirde yatırımcıların gözünden düşmek, piyasada tutunamamak ve yok olmak şirketler açısından kaçınılmaz olacaktır. Literatürde operasyonel haberlerin hisse senetleri üzerindeki etkisi araştıran çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

Gonedes (1980), ABD’de şirketlerce kamuya açıklanan üretim kararlarına ilişkin duyuruların hisse senedi fiyatlarını etkileyip etkilemediğini incelemiştir. Çalışmada olay penceresi, olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrası olarak ele alınmıştır. Teorik açıdan yapılan inceleme sonucunda üretim kararlarının maliyetler üzerine yük getirebileceği ve böylece hisse senedi fiyatlarını etkileyebileceği ifade edilmiştir.

Jarrell ve Peltzman (1985), ABD’de şirketlerce hatalı ürünler için yapılan geri çağırma duyurularına ilgili hisse senetlerinin vermiş oldukları tepkileri ölçmüşlerdir. 1974-1982 yılları arasını kapsayan çalışmada sadece ilaç ve otomobil sektöründe yer alan şirketlerce yapılan duyurular dikkate alınmıştır. Her iki sektör birlikte değerlendirildiğinde elde edilen sonuçlar olay gününden iki hafta sonrasına kadar şirket hisselerinin %90’ının yatırımcılarına negatif getiriler sağladığını ortaya koymuştur. Ayrıca olaydan dört gün

öncesi ve beş gün sonrası dönemde ise hisse senetlerinin %6,13 oranında değer kaybettiği belirlenmiştir.

Hoffer ve diğerleri (1988), 1975-1981 yılları arasında şirketlerce duyurulan ürün geri çağırım haberlerinin hisse fiyatları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Sektör olarak sadece otomotiv sektörü ve bu sektörde yer alan General Motor, Chrysler ve Ford tarafından yapılan duyurular ele alınmıştır. İlgili dönemde bu şirketlerce altmış altı geri çağırım duyurusu yapılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlar ise olaydan beş gün öncesi ve sonrasını kapsayan pencerede ilgili hisse senedi fiyatlarının ortalama %1,12 oranında değer kaybettiğini göstermiştir.

Woolridge ve Snow (1990), ABD piyasalarında yüz iki sanayi kolunda iki yüz kırk sekiz şirket tarafından bildirilen yatırım kararlarının ilgili hisse senetleri üzerindeki etkilerini test etmişlerdir. Çalışmada yatırım kararları; joint venture, araştırma geliştirme projeleri, yeni ürün ve piyasa çeşitlendirmesi haberlerini içerecek şekilde ele alınmış ve yedi yüz altmış yedi haber kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar haberlerin yatırımcıların hisse senetlerinden pozitif aşırı getiriler elde edebilmesine imkan sağladığını göstermiştir.

Chaney ve diğerleri (1991), NYSE ve AMEX'te işlem gören şirketlerce 1975-1984 yılları arasında duyurulan yeni ürün tanıtımlarının hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine imkan sağlayıp sağlamadığını araştırmıştır. Çalışmada iki yüz otuz bir şirket tarafından duyurulan bin dokuz yüz bir haber analiz edilmiştir. Belirli olay aralıkları için yapılan hesaplamalar sonucu elde edilen analiz sonuçlarına göre, olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrasını kapsayan dönemde %0,25; olaydan üç gün öncesi ve sonrasını kapsayan dönemde %0,12; olaydan beş gün öncesi ve bir gün sonrasını kapsayan dönemde %0,11 ve son olarak olaydan beş gün öncesi ve sonrasını kapsayan dönemde %0,06 oranında hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilebildiğini ifade etmişlerdir.

Davidson III ve Worrell (1992), ABD'de otomotiv endüstrisinde şirketlerce geri çağırılan hatalı ürünlerin ve piyasadan kalkacak modellere ilişkin duyuruların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Elde edilen sonuçlar her iki duyurunun da hisse senetlerinden negatif aşırı getiriler elde edilmesine imkan sağladığını ortaya koymaktadır. Ayrıca piyasadan kaldırma haberlerinin geri çağırım haberlerine göre hisse senetleri

üzerinde daha fazla negatif etkiye sahip olduğunu ifade etmişlerdir. Olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrasını kapsayan dönemde %4,54'lük bir kayıp söz konusu olmuştur.

Barber ve Darrough (1996), 1973-1992 yılları arasında geri çağrılan hatalı ürünlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada otomotiv sektöründe yaşanan geri çağırma duyuruları kullanılmıştır. Ayrıca otomotiv sektörü ABD'li üreticiler Chrysler, Ford, General Motors ve Japon üreticiler Honda, Nissan, Toyota olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Analiz için toplam beş yüz yetmiş üç geri çağırım haberi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar ise olay günü ve bir gün öncesini kapsayan dönemde ABD'li üreticilerin hisse senetlerinde -%0,32; Japon üreticilerin hisse senetlerinde ise -%0,69'lük negatif aşırı getiriler meydana geldiğini göstermiştir. Olay günü ve sonrasındaki dört günü kapsayan analiz döneminde ABD'li üreticilerin hisse senetlerinde -%0,39; Japon üreticilerin hisse senetlerinde ise -%0,48'lik negatif aşırı getiriler ortaya çıktığı sonucuna ulaşmışlardır.

Chen ve Nguyen (2013) ise 2000-2007 yılları arasında doksan yedi Amerikan şirketi tarafından yapılan ürün geri çağırım duyurularının hisse senetleri üzerindeki etkisini incelemiştir. İlgili dönemde şirketlerce iki yüz altı geri çağırım duyurusu yapılmıştır. Belirli olay aralıkları için yapılan hesaplamalar sonucu elde edilen bulgularda, olaydan yirmi gün öncesi ve yirmi gün sonrası dönemde olay öncesinde istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiriler elde edilebildiği ortaya koyulmuştur. Olay günü ve bir gün öncesi, olaydan beş gün öncesi ve üç gün sonrası ve olaydan yirmi gün öncesi ve on gün sonrası dönemleri kapsayan aralıklarda ise hisse senetlerinden istatistiksel olarak anlamlı ve negatif aşırı getiriler elde edilebileceği ifade edilmiştir.

Türkiye literatürüne baktığımızda yalnızca Kaderli ve Demir (2009) tarafından operasyonel haberlerin hisse senedi üzerine etkilerinin ölçüldüğü görülmüştür. Çalışmada 2008 yılında şirketlerin yatırım kararı aldıklarına ilişkin duyurularının, ilgili şirketlerin hisse senedi getirileri üzerinde herhangi bir etkiye sahip olup olmadığı, olay çalışması yöntemiyle ve sektörel bazda araştırılmıştır. Olay penceresi duyuru tarihinden beş gün öncesi ve beş gün sonrası olarak seçilmiş ve bu aralıkta şirketlerin günlük aşırı getirileri hesaplanmıştır. Ayrıca çalışmada kullanılan şirketler yer aldıkları sektörler göre sınıflandırılmıştır. Bu sektörler ise gıda, içki ve tütün sektörü, kimya, petrol, kauçuk ve

plastik ürünleri sektörü, metal ana sanayi sektörü, metal eşya makine ve gereç yapım sektörü ve taş ve toprağa dayalı sanayi sektörüdür. Yapılan hesaplamalar neticesinde elde edilen sonuçlarda belirlenen beş sektörden dördünde pozitif aşırı getiriler elde edilirken, sadece birinde ise negatif aşırı getiri elde edildiği görülmüştür. Pozitif getiri sağlayan sektörler içerisinde özellikle kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünleri sektöründe ve metal eşya makine ve gereç yapım sektöründe aşırı getiri düzeyi oldukça yüksek bulunmuştur. Negatif getiri sağlayan tek sektör ise metal ana sanayi sektörüdür. Ayrıca her bir sektör için kümülatif aşırı getiriler sıfırdan farklı bulunduğundan dolayı borsanın yarı kuvvetli formda etkin olduğunu söyleyen sıfır hipotezi reddedilmiştir. Şirketlere özgü operasyonel haberlere ilişkin mevcut literatürde yer alan çalışmalar Tablo 7’de gösterilmiştir.

Tablo 7: Şirketlere Özgü Operasyonel Haberlere İlişkin Literatür Özeti

Yazarlar	Dönem	Haber Türü	Hisse Üzerinde Etki
Gonedes (1980)	-	Üretim Kararları	Var
Jarrell ve Peltzman (1985)	1974-1982	Hatalı Ürün	Var
Hoffer ve diğerleri (1988)	1975-1981	Hatalı Ürün	Var
Woolridge ve Snow (1990)	-	Yeni Ürün	Var
Chaney ve diğerleri (1991)	1975-1984	Yeni Ürün	Var
Davidson III ve Worrell (1992)	-	Hatalı Ürün	Var
Barber ve Darrough (1996)	1973-1992	Hatalı Ürün	Var
Oh ve diğerleri (2013)	1987-2011	Patent Davası	Var
Chen ve Nguyen (2013)	2000-2007	Hatalı Ürün	Var
Türkiye’de Yapılan Çalışmalar	Dönem	Haber Türü	Hisse Üzerinde Etki
Kaderli ve Demir (2009)	2008	Yatırım Kararı	Var

2.6. Yeniden Yapılanmaya İlişkin Yapılan Çalışmalar

Şirketler, ölçek ekonomilerinden yararlanmak, sinerji yaratmak, finansal güçlüklerle mücadele etmek, çeşitlendirme yapmak gibi amaçlarla yeniden yapılanma yoluna gidebilmektedirler. Yeniden yapılanmayı ise şirketlerle birleşerek, şirketleri satın alarak veya şirketin herhangi bir iştirakını elden çıkararak gerçekleştirebilmektedirler. Bu kısmında yeniden yapılanmaya ilişkin haberlerin hisse senedi üzerindeki etkisini ortaya koyan çalışmalar özetlenmiştir.

Keown ve Pinkerton (1981), ABD’de işlem gören Amerikan şirketlerince duyurulan devralma haberlerinin hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine imkanı verip vermediğini araştırmışlardır. 1975-1978 yılları arasını kapsayan çalışmada yüz doksan dört devralmaya ilişkin haber kullanılmıştır. Yüz doksan dört haberin yüz biri AMEX’te ve NYSE’de doksan üçü ise tezgah üstü piyasada işlem gören şirketlerce duyurulmuştur. Çalışmada günlük aşırı getiriler piyasa modeli çerçevesinde hesaplanmış ve olay aralığı, olaydan yüz yirmi altı gün öncesi ve otuz gün sonrası olarak belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlar ise devralma duyurularından on iki gün öncesinde haberlerin dışarı sızdırıldığını ve haberlerin hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilebilmesine imkan verdiğini ortaya koymuştur.

Bajo ve diğerleri (1998), 1989-1995 yılları arasında Milano Borsasında işlem gören İtalyan şirketlerince verilen yeni yatırım ve joint venture kararlarına ilişkin duyuruların hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine imkan verip vermediğini incelemiştir. Çalışmada şirketlerce bildirilen toplamda yetmiş duyuru kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrasını kapsayan dönemde yeni yatırım duyurularının %0,61, joint venture duyurularının ise %1,26 oranında hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine olanak verdiği bulunmuştur.

Cybo-Ottone ve Murgia (2000), 1988-1997 döneminde şirketlerce duyurulan elli dört birleşme ve devralmaları haberlerini incelemiş ve haberlerin hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine imkan verip vermediğini test etmişlerdir. Çalışmada analiz olaydan bir gün öncesi ve sonrasını kapsayan, olaydan beş gün öncesi ve sonrasını kapsayan ve son olarak olaydan on gün öncesi ve on gün sonrasını kapsayan dönem olmak üzere üç farklı olay aralığında alıcı ve satıcı açısından birlikte değerlendirilmiştir. Elde edilen sonuçlar hisse senetlerinden olaydan bir gün öncesi ve sonrasını kapsayan dönemde %2,22; olaydan beş gün öncesi ve sonrasını kapsayan dönemde %2,38; olaydan on gün öncesi ve on gün sonrasını kapsayan dönemde ise %3,07’lik aşırı getiriler elde edilebileceğini göstermiştir.

Andrade ve diğerleri (2001), 1973-1998 yılları arasında NYSE, AMEX ve NASDAQ’ta işlem gören şirketlerce duyurulan birleşme haberlerinin hem alıcı hem de hedef şirket hisse senetleri üzerindeki etkisini ölçmüşlerdir. Çalışma 1973-1979 yılları

arasında gerçekleşen beş yüz doksan sekiz duyuru, 1980-1989 yılları arasında gerçekleşen bin iki yüz yirmi altı duyuru, 1990-1998 yılları arasında gerçekleşen bin sekiz yüz altmış dört duyuru ve son olarak 1973-1998 yılları arasındaki toplam üç bin altı yüz seksen sekiz duyuru olmak üzere dört döneme ayrılarak analiz edilmiştir. Olay penceresi olarak ise olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrası ile olay günü ve olaydan yirmi gün öncesi kullanılmıştır. 1973-1979 yılları arasında olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrasını kapsayan alıcı ve hedefin birlikte değerlendirildiği dönemde hisse senetlerinden %1,5'lük aşırı getiri elde edilebilmektedir. Aynı yıllar ve olay aralığı içerisinde alıcı ve hedef ayrı değerlendirildiğinde ise alıcı hisse senetlerinden -%0,3; hedef hisse senetlerinden ise %16'luk bir aşırı getiri elde edilebilmektedir. 1980-1989 yılları arasında olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrasını kapsayan alıcı ve hedefin birlikte değerlendirildiği dönemde hisse senetlerinden %2,6'luk aşırı getiri elde edilebilmektedir. Aynı yıllar ve olay aralığı içerisinde alıcı ve hedef ayrı değerlendirildiğinde ise alıcı hisse senetlerinden -%0,4; hedef hisse senetlerinden ise %16'luk bir aşırı getiri elde edilebilmektedir. 1990-1998 yılları arasında olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrasını kapsayan alıcı ve hedefin birlikte değerlendirildiği dönemde hisse senetlerinden %1,4'lük aşırı getiri elde edilebilmektedir. Aynı yıllar ve olay aralığı içerisinde alıcı ve hedef ayrı değerlendirildiğinde ise alıcı hisse senetlerinden -%1; hedef hisse senetlerinden ise %15,9'luk bir aşırı getiri elde edilebilmektedir. 1973-1998 yılları arasında olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrasını kapsayan alıcı ve hedefin birlikte değerlendirildiği dönemde hisse senetlerinden %1,4'lük aşırı getiri elde edilebilmektedir. Aynı yıllar ve olay aralığı içerisinde alıcı ve hedef ayrı değerlendirildiğinde ise alıcı hisse senetlerinden -%1; hedef hisse senetlerinden ise %15,9'luk bir aşırı getiri elde edilebilmektedir. Olay günü ve olaydan yirmi gün öncesini kapsayan dönem için yapılan analizler ise 1973-1979 yılları için alıcı ve hedefin birlikte değerlendirildiği dönemde hisse senetlerinden %0,1; alıcı ve hedefin ayrı değerlendirildiği dönemde ise alıcı hisse senetlerinde -%4,5; hedef hisse senetlerinde ise %24,8'lik bir aşırı getiri elde edilebilmektedir. 1980-1989 yılları için alıcı ve hedefin birlikte değerlendirildiği dönemde hisse senetlerinden %3,2; alıcı ve hedef ayrı değerlendirildiğinde ise alıcı hisse senetlerinde -%3,1; hedef hisse senetlerinde ise %23,9'luk bir aşırı getiri elde edilebilmektedir. 1990-1998 yılları için alıcı ve hedefin birlikte değerlendirildiği dönemde hisse senetlerinden %1,6; alıcı ve hedef ayrı değerlendirildiğinde ise alıcı hisse senetlerinden -%3,9; hedef hisse senetlerinden ise %23,3'lük bir aşırı getiri elde edilebilmektedir. 1973-1998 yılları için alıcı ve hedefin birlikte değerlendirildiği dönemde

hisse senetlerinden %1,9; alıcı ve hedef ayrı değerlendirildiğinde ise alıcı hisse senetlerinden -%3,8; hedef hisse senetlerinden ise %23,8'lik bir aşırı getiri elde edilebildiği sonucuna ulaşmıştır.

Moeller ve diğerleri (2005), 1980-2001 döneminde devralma haberlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Analizde sadece bir milyon dolar üzerinde gerçekleşen devralmalar dikkate alınmıştır. 1980-2001 dönemi dörde ayrılmış ve alt dönemler itibariyle getirilerde önemli düzeyde farklılıklar saptamışlardır. Olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrasını dikkate alan çalışmada 1980-1990 yılları arasında duyuruların hisse senetlerinden %2,41'lik aşırı getiriler elde edilmesine imkan verdiği belirlenmiştir. 1991-2001 yılları arasında ise hisse senetlerinden %1'lik bir aşırı getiri elde edilebilmektedir. 1998-2001 yıllarını kapsayan dönemde ise hisse senetlerinden elde edilen kümülatif getiri azalmış ve %0,29'a gerilemiştir. 1980-2001 yılları arasında ise duyuruların hisse senetlerinden %1,35 oranında aşırı getiri elde edilmesini sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Campa ve Hernando (2006), AB üyesi ülkelerde finans sektöründe 1998-2002 döneminde gerçekleşen birleşme ve devralma haberlerinin hisse senetleri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bu dönemde şirketlerce yüz otuz altı birleşme ve devralma haberi açıklanmıştır. Çalışmada birçok olay penceresi için hesaplamalar yapılmıştır. Bu olay aralıklarında şirketler hedef ve alıcı olmak üzere iki açıdan değerlendirilmiştir. Çalışmada olaydan otuz gün öncesi ve bir gün öncesini dikkate alan dönemde hedef şirket hisselerinden %1,59; alıcı şirket hisselerinden ise -%1,33; olaydan doksan gün öncesi ve bir gün öncesini dikkate alan dönemde hedef şirket hisselerinden %3,64; alıcı şirket hisselerinden ise %0,04 oranında aşırı getiriler elde edilebileceği ortaya koyulmuştur. Olaydan otuz gün öncesi ve bir gün sonrasını dikkate alan dönemde ise hedef şirket hisselerinden %5,53; alıcı şirket hisselerinden ise -%2,02; olaydan bir gün öncesi ve bir gün sonrasını dikkate alan dönemde hedef şirket hisselerinden %2,85; alıcı şirket hisselerinden ise -%0,88 oranında aşırı getiriler elde edilebilmektedir. Olaydan bir gün öncesi ve otuz gün sonrasını dikkate alan dönemde ise hedef şirket hisselerinden %2,73; alıcı şirket hisselerinden ise %1,47; olaydan otuz gün öncesi ve otuz gün sonrasını dikkate alan dönemde hedef şirket hisselerinden %5,46; alıcı şirket hisselerinden ise -%2,81 oranında aşırı getiriler ortaya çıkmaktadır. Daha uzun dönemli yapılan analizlerde ise

olaydan otuz gün öncesi ve üç yüz altmış gün sonrasını dikkate alan dönemde hedef şirket hisselerinden %4,5; alıcı şirket hisselerinden ise -%3,93; olaydan bir gün öncesi ve üç yüz altmış gün sonrasını dikkate alan dönemde ise hedef şirket hisselerinden %5,35; alıcı şirket hisselerinden ise -%5,19 oranında aşırı getiriler elde edilebildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Jazepcikaite (2008), 2001-2007 yılları arasında Vilnüs, Riga ve Talin Borsalarında işlem gören şirketlerce bildirilen olumlu ve olumsuz birleşme haberlerinin ilgili hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine imkan verip vermediğini araştırmıştır. Çalışmada otuz biri Vilnüs, on biri Riga ve dokuzu Talin Borsalarından olmak üzere toplam elli bir şirket tarafından duyurulan haberler kullanılmıştır. Ayrıca araştırma dönemi Vilnüs borsası için 2001-2005 ve 2005-2007 yıllarını diğer borsalar için ise 2001-2004 ve 2004-2007 yıllarını kapsayacak şekilde ayrılmıştır. 2001-2005 döneminde Vilnüs Borsası şirketlerince iki yüz doksan yedi, Riga Borsası şirketlerince seksen üç, Talin Borsası şirketlerince yüz on dört duyuru yapılmıştır. 2005-2007 döneminde ise Vilnüs Borsası şirketlerince üç yüz on sekiz, Riga Borsası şirketlerince yüz elli dört, Talin Borsası şirketlerince yüz yirmi beş duyuru yapılmıştır. Çalışmanın olay penceresi ise olaydan on gün öncesi ve on gün sonrası olarak belirlenmiştir. 2001-2005 dönemi için Vilnüs Borsası için elde edilen sonuçlar ise olumlu birleşme haberlerinin hisse senetlerinden olaydan dört gün öncesinden itibaren pozitif getiriler elde edilmesine, 2005-2007 dönemi için ise yine olay öncesi pozitif aşırı getiriler elde edilmesine imkan verdiği ortaya koyulmuştur. Olumsuz haberler açısından ise 2001-2005 dönemi için olaydan üç gün öncesinden pozitif aşırı getiriler elde edilebildiği, 2005-2007 dönemi için ise olaydan iki gün öncesinden pozitif aşırı getiriler elde edilebildiği ifade edilmiştir. 2001-2004 dönemi için Riga Borsası için elde edilen sonuçlar ise olumlu birleşme haberlerinin hisse senetlerinden olaydan iki gün öncesinden itibaren pozitif getiriler elde edilmesine, 2005-2007 dönemi için ise olaydan üç gün öncesinden pozitif aşırı getiriler elde edilmesine imkan verdiği ortaya koyulmuştur. Olumsuz haberler açısından ise 2001-2004 dönemi için olaydan üç gün öncesinden negatif aşırı getiriler elde edilebildiği, 2004-2007 dönemi için ise olaydan bir gün öncesinden pozitif aşırı getiriler elde edilebildiği ifade edilmiştir. 2001-2004 dönemi için Talin Borsası için elde edilen sonuçlar ise olumlu birleşme haberlerinin hisse senetlerinden olaydan üç gün öncesinden itibaren pozitif getiriler elde edilmesine, 2005-2007 dönemi için ise olaydan bir gün öncesinden pozitif aşırı getiriler elde edilmesine imkan verdiği ortaya koyulmuştur. Olumsuz haberler açısından ise 2001-2004 dönemi için

olaydan bir gün öncesinden pozitif aşırı getiriler elde edilebildiği, 2004-2007 dönemi için ise olaydan bir gün öncesinden negatif aşırı getiriler elde edilebildiği sonucuna ulaşmışlardır.

Türkiye’de yapılan çalışmalarda ise Mandacı (2004), İMKB’de işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin, 1998-2003 yılları arasındaki birleşme ve satın alma kararlarının halka duyurulmasından önceki ve sonraki on günlük dönem içerisinde, hissedarlarına aşırı getiri sağlayıp sağlamadığını test etmiştir. Çalışmanın sonucunda, birleşme duyurusundan önceki birinci ve ikinci günde ve sonraki ilk günde istatistiksel anlamlılığa sahip aşırı getiriler elde edilmiştir. Aynı zamanda farklı dönemler için hesaplanan kümülatif aşırı getiriler incelendiğinde oldukça anlamlı sonuçlara ve özellikle birleşmeden önceki dönemler için istatistiksel anlamlılığı yüksek kümülatif aşırı getirilere rastlanmıştır. Ele alınan hisse senetlerinin özellikle birleşme ve satın alma duyurularından önce sahiplerine aşırı getiri sağladığı sonucuna varılmış olması, piyasada içeriden öğrenenlerin olduğunu göstermiş ve İMKB’ nin yarı kuvvetli etkin bir piyasa olmadığını göstermiştir.

Çukur ve Eryiğit (2006), Türk bankacılık sektöründe 2005 yılında ortaya çıkan birleşme ve devralma olaylarının borsadaki etkisini olay çalışması metodu ile ölçmeyi amaçlamışlardır. Analiz sonuçlarına göre birleşme ve devralma niyetlerinin kamuya açıklanması genellikle borsada olumlu karşılanmış, pozitif ve anlamlı aşırı getiri ortaya çıkmıştır. Bu aşırı getiriler geçici olmaktan ziyade kalıcı özelliklere sahiptir. Öte yandan, birleşme ve devralma olaylarının gerçekleşmesinde yine pozitif etkinin varlığından bahsedilmiş ancak bu etki istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Çıtak ve Yıldız (2006), 1997-2005 yılları arasında meydana gelen birleşme ve devralma haberlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmışlar. Bu amaçla İMKB’de işlem görüp, SPK izniyle satın alma işlemi gerçekleştiren kırk şirketin halka sunulan bilgileri doğrultusunda, satın alma sonrası elde tutma aşırı getirilerini ve kümülatif aşırı getirilerini hesaplamışlardır. Birleşmelerin 1996 yılından itibaren SPK iznine bağlanması ve İMKB’nin paylaşımına sunduğu veriler arasında bu bilgilerin yer almamasından dolayı, 1996 yılından önce gerçekleşen satın alma işlemleri araştırmaya dahil edilememiştir. Elde edilen bulgular şirketlerin satın alma sonrası aşırı getirilerinin

istatistiksel açıdan anlamlı olmadığını göstermiştir. Ayrıca satın alan şirketlerin ödemede kullandığı dört yöntemin; satın alma sonrası bir aylık, üç aylık, altı aylık, bir yıllık ve iki yıllık elde tutma aşırı getiri oranları ortalamaları ve kümülatif aşırı getiri oranları ortalamaları açısından bir farklılık yaratmadığı belirlenmiştir. Aşırı getirileri hesaplamada kullanılan yöntemlerin de satın alma sonrası getirilerde bir farklılık yaratmadığı belirlenmiştir.

Yörük ve Ban (2006), Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne giriş ve uyum sürecinde şirket birleşmelerini ve devralmalarını araştırmışlardır. Çalışmada 1997-2004 yılları arasında şirket birleşmelerinin performans ve etkinlik üzerine etkileri, hisse senedi fiyatı boyutunda incelenmiştir. Çalışmanın analiz kısmında gıda sektöründe işlem gören sekiz şirket kullanılmıştır. Bu amaçla İMKB'de işlem gören işletmelerin birleşme öncesi ve sonrası hisse senedi fiyatları ele alınıp, şirketlerin aşırı getirileri hesaplanmış ve yatırımcı açısından getiri değişimleri saptanan farklı zaman aralıkları için analiz edilerek değerlendirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre İMKB'de işlem gören şirketlerin hisse senetlerine, birleşme öncesi yatırım yaparak uzun vadede normalin üzerinde bir getiri elde edilemeyeceği, ancak olaydan beş gün öncesi ve beş gün sonrası dönemde ilgili hisselerle yatırım yapılarak normalin üzerinde bir getiri elde edilebileceği görülmüştür.

Hekimoğlu ve Tanyeri (2011), Türkiye'de 1991-2009 yılları arasında halka duyurulan birleşmelerin ve kısmi satışların hedef şirket hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini test etmişlerdir. Yapılan hesaplamalar sonucu elde edilen bulgular hedef şirket hissedarlarının, halka duyuru gününü merkez alan üç günlük zaman aralığında, birleşmelerde %8,56, kısmi satışlarda ise %2,25 oranında kümülatif aşırı getiri elde ettiğini göstermiştir. Bulgular, alıcı şirketlerin, hedef şirket yönetimini ele geçirdikleri birleşmelerde, kısmi satışlara göre daha yüksek bir bedel ödediğini göstermiştir. Hedef şirket hissedarlarının ABD'de ve Avrupa'da görülen kümülatif aşırı getirilere kıyasla, Türkiye'de daha düşük getiri elde etmesinin duyuru tarihini belirlemedeki zorluklar, birleşme ile ilgili sızan bilgiler ve Türkiye'deki yasal düzenlemelerdeki ve rekabet ortamındaki farklılıklardan kaynaklandığı ifade edilmiştir.

Uludağ ve Gülbudak (2011), 1997-2006 yılları arasında İMKB'de işlem gören finansal olmayan şirketlerin birleşme duyuruları öncesinde ve sonrasında hisse

senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiriler elde edilip edilemeyeceğini araştırmışlardır. Satın alan şirketlerin hisse senedi performansları şirket birleşme duyurularından hem önce hem de sonra incelenmiştir. Olay çalışması yöntemi 1997 ile 2006 yılları arasında İMKB’de işlem gören finansal olmayan otuz yedi şirkete uygulanmıştır. Ayrıca şirket birleşme söylentilerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini azaltmak için hisse senetlerinin fiyat tepkileri farklı zamanlarda ölçülmüştür. Bu doğrultuda, birleşme ve devralma söylentileri, ilanları, onaylanma tarihleri olmak üzere üç zaman aralığı kurgulanmıştır. Hisse senedi fiyatlarındaki tepkiler birleşme duyurularından on iki ay öncesi ele alınarak incelenmiştir. Birleşme sonrası hisse senedi performansları ise birleşme duyurularından on iki ay sonrasına kadar hesaplanmıştır. Beş gün öncesi beş gün sonrası zaman aralığı için yapılan hesaplamalar ise, resmi birleşme veya satın alma duyurusundan önce piyasanın kısa dönemde pozitif tepki verdiğini göstermiştir. Birleşme duyurularının ilanından bir hafta önce ve bir hafta sonra pozitif ve oldukça yüksek hisse senedi getirileri olduğu ortaya koyulmuştur. Elde edilen sonuçlara ilaveten şirket birleşme ve devralmalarının, özellikle 2001 finansal krizinden sonra yoğunluk kazandığı ve hisse senedi fiyatlarını birleşme duyuruları öncesinde arttırdığı belirlenmiştir. Ancak, bu olumlu etkinin birleşme haberlerini takip eden süreçte ortadan kaybolduğunu ve hisse senedi getirilerinin uzun dönemde düşük performans gösterdiğini ifade etmişlerdir.

Çakır ve Gülcan (2012), 2005-2009 yılları arasında şirket birleşme ve devralmalarını hisse senedi getirisini etkileyen faktör olarak ele almıştır. Çalışmaya konu olan şirketler İMKB’de işlem gören ve finans sektörü dışında faaliyet gösteren şirketlerdir. Haberlerin hisse senetleri üzerindeki kısa dönemli etkilerini ölçmek için olay çalışması yönteminden yararlanmışlardır. Çalışmada yetmiş dokuz şirket kullanılmış ve ayrıca değerlendirme yıl yıl yapılmıştır. Belirlenen birleşme tarihi olay anı olarak kabul edilmek üzere, birleşme faaliyetine konu olmuş her bir şirket için ilgili dönemde işlemin gerçekleşmesinin beş gün öncesi ve beş gün sonrasını gösteren olay aralığında kalan günlerde şirketlerin hisse senedi fiyatları belirlenmiştir. Ayrıca, piyasa getirilerini hesaplayabilmek için bu olay aralıklarında piyasa fiyatları belirlenmiştir. Yıllara göre beş gün öncesi ve beş gün sonrasını kapsayan olay aralığında 2005 yılı için olay öncesinden itibaren artan kümülatif aşırı getiriler gözlenmiştir. 2006 yılı için duyuru anından beş gün öncesinde ve duyuru anında kümülatif aşırı getiriler artmış ancak negatif bir seyir izlediği belirlenmiştir. 2007 yılı için kümülatif aşırı getirilerde artış gözlenmiş ve olay gününde

artış en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2008 yılı için birleşme faaliyetiyle ilgili duyuru yapılmadan dört gün öncesinden itibaren kümülatif aşırı getirilerde artış gözlenmiş ve olay anında tepe noktasına ulaştığı belirlenmiştir. 2009 yılı için ise duyuru yapılmadan iki gün öncesinden itibaren kümülatif aşırı getirilerde artış olduğu ifade edilmiştir. Sonuç olarak, çalışmaya konu olan firmalardan elde edilen veriler doğrultusunda şirket birleşme ve devralma duyurularının hisse senedi getirisi üzerinde etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Genç ve Coşkun (2013), Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işlemlerinin, şirketlerin piyasa değerine etkisini “olay çalışması” yöntemi kullanarak incelemişlerdir. Araştırmada, birleşme ve satın alma için görüşmelere başlandığının duyurulması ve tamamlandığının duyurulması olmak üzere, satın alan şirket ve hedef şirket hisse senetlerinde her iki tarih açısından aşırı getiri sağlanıp sağlanmadığı test edilmiştir. Araştırma, 2001 – 2011 döneminde birleşme ve satın alma işlemine taraf olmuş ve aynı zamanda BIST’de işlem gören finans sektörü dışındaki yüz otuz sekiz satın alan ve yetmiş altı hedef şirket olmak üzere toplam iki yüz on dört adet birleşme ve satın alma işlemi kapsamaktadır. Örnekleme yüz otuz sekiz satın alan ve yetmiş altı hedef şirket olmakla birlikte, bazı şirketlerin verilerine ulaşılamamasından dolayı ilk duyuru tarihinde yüz otuz üç satın alan şirket, altmış üç hedef şirket üzerinden hesaplamalar gerçekleştirilmiştir. Tamamlanma tarihlerinde ise yüz yirmi satın alan şirket, kırk altı hedef şirket üzerinde hesaplama işlemleri uygulanmıştır. Bu çerçevede satın alan şirket için duyuru, satın alan şirket için tamamlanma, hedef şirket için duyuru ve hedef şirket için tamamlanma tarihleri için ayrı ayrı seksen bir günlük (olaydan kırk gün öncesi ve kırk gün sonrası) olay penceresinde ve daha kısa sürelerde kümülatif aşırı getiriler hesaplanmıştır. Kümülatif getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığı tek örneklem t testi ile test edilmiştir. Elde edilen bulgular satın alan şirketlerin bu görüşmelerle ilgili ilk kez açıklama yaptıkları tarih olan ilk duyuru günü esas alındığında, birleşme duyurusunun yapıldığı günün öncesi ve sonrasındaki kırk günlük dönemde anlamlı bir pozitif aşırı getiri elde edildiğini göstermiştir. Bu durum olaydan on gün öncesi ve sonrası, olaydan beş gün öncesi ve sonrası, olaydan üç gün öncesi ve sonrası, olaydan iki gün öncesi ve sonrası, olaydan bir gün öncesi ve sonrası pencerelerinde de tespit edilmiştir. Araştırmanın sonucunda birleşme işleminin kamuoyuna duyurulmasından önce, hedef şirket hissedarlarının, pozitif aşırı getiri sağladığı, satın alan şirket hissedarlarının ise hedef şirket hissedarlarına oranla daha az getiri sağladığı elde edilmiştir.

Eyceyurt ve Serçemeli (2013), 2008-2009 yıllarında gerçekleşen şirket birleşmelerinin, satın alan şirket açısından hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla t testi yapılmış ve anlamlı fark tespit edilen günler için endekse göre aşırı getiri elde edilip edilemeyeceği ölçülmüştür. Uygulamada olay penceresi toplam üç yüz altmış günlük olarak belirlenmiş ve hisse senetlerinin günlük fiyat analizleri yapılmıştır. Çalışmada, birleşme dönemi olarak olayın gerçekleştiği gün sıfır olarak kabul edilmiş ve olay gününün beş, on, yirmi, otuz ve yüz seksen gün öncesi ile beş, on, yirmi, otuz ve yüz seksen gün sonrası alınarak uygulama yapılmıştır. Sonuçta yüz seksen günlük dönemde endekste aşırı bir getirinin elde edilemediği, beş ile otuz gün arası daha kısa vadelerde ise az da olsa endekse göre aşırı getiri elde etmenin mümkün olduğu görülmüştür. Şirketlere özgü yeniden yapılanma haberlerine ilişkin mevcut literatürde yer alan çalışmalar Tablo 8’de özetlenmiştir.

Tablo 8: Şirketlere Özgü Yeniden Yapılanma Haberlerine İlişkin Literatür Özeti

Yazarlar	Dönem	Haber Türü	Hisse Üzerinde Etki
Keown ve Pinkerton (1981)	1975-1978	Devralma	Var
Bajo ve diğerleri (1998)	1989-1995	Joint Venture	Var
Cybo-Ottone ve Murgia (2000)	1988-1997	Birleşme-Devralma	Var
Andrade ve diğerleri (2001)	1973-1998	Birleşme-Devralma	Var
Moeller ve diğerleri (2005)	1980-2001	Devralma	Var
Campa ve Hernando (2006)	1998-2002	Birleşme-Devralma	Var
Jazepcikaite (2008)	2001-2007	Birleşme	Var
Neuhierl ve diğerleri (2011)	2006-2009	Yeniden Yapılanma	Var
Sprenger ve Welppe (2011)	2010	Yeniden Yapılanma	Var
Türkiye’de Yapılan Çalışmalar	Dönem	Haber Türü	Hisse Üzerinde Etki
Çukur ve Eryiğit (2006)	2005	Birleşme-Devralma	Var
Çıtak ve Yıldız (2006)	1997-2005	Birleşme-Devralma	Var
Yörük ve Ban (2006)	1997-2004	Birleşme	Var
Hekimoğlu ve Tanyeri (2011)	1991-2009	Birleşme ve Kısmi Satış	Var
Uludağ ve Gülbudak (2011)	1997-2006	Birleşme	Var
Çakır ve Gülcan (2012)	2005-2009	Birleşme-Devralma	Var
Eyceyurt ve Serçemeli (2013)	2008-2009	Birleşme-Satın Alma	Var
Genç ve Coşkun (2013)	2001-2011	Birleşme-Satın Alma	Var

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. ŞİRKETLER TARAFINDAN YAPILAN AÇIKLAMALARIN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİSİ

Sermaye piyasalarında bilgi çok önemli bir yere sahiptir. Sermaye piyasasına fon arz eden yatırımcıların sağlıklı ve doğru karar alabilmesi için; piyasadaki fon talep eden şirketler hakkında doğru ve anında haberdar edilmesi gerekir.

Bu yüzden yatırımcıların şirketler hakkında doğru ve anında haberler alması, yatırımcıların haklarının korunması, menkul kıymet borsalarının güvenilir, şeffaf, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması için sermaye piyasalarının düzenlenmesini gerektirmektedir. Hisse fiyatlarını etkileyecek her türlü bilginin tüm yatırımcılara aynı anda ulaşması bu açıdan oldukça önemlidir. Morris ve Shin (2002), ortaya çıkan bilginin tüm yatırımcılar tarafından bilinmesi ile bilinmemesinin farklı fiyat seviyelerinin oluşmasına neden olabileceğini ifade etmiştir.

Klasik teori ise, bilginin kamuya açıklandığı anda fiyatlara yansıdığını varsaydığından, haberlerin finansal piyasalar üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını ifade etmektedir. Halbuki birçok çalışma; kurumsal olaylar, temettü, hisse bölünmesi, kazanç açıklamaları haberlerinin yatırımcılar arasında kademe kademe yayıldığını ve bu yayılımın hisse fiyatlarını etkilediğini göstermektedir (Peress, 2011: 2).

Örneğin Kardemir tarafından 22.01.2007 tarihinde duyurulan kapasite arttırım duyurusu hisse senedinden %3,5; Türk Hava Yolları tarafından 18.12.2008 tarihinde duyurulan yüz beş uçak alımına ilişkin duyuru hisse senedinden %3,3; 24.01.2006 tarihinde Koza Altın tarafından bildirilen mahkemece aleyhine verilen imar planına ilişkin yürütmeyi durdurma kararı hisse senedinden -%3,7 ve son olarak Emlak GYO tarafından duyurulan ikinci halka arza ilişkin duyuru hisse senedinden -%4,9 oranında aşırı getiriler elde edilmesini sağlamıştır.

3.1. Araştırma Metodolojisi

3.1.1. Araştırmanın Önemi

Sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcıların karşılaşmaları ve korunmaya ihtiyaç duydukları temel problem piyasaların düzeni ve işleyiş sistemi ile ilgilidir. Bu noktadaki problemler, piyasanın etkin olmaması, piyasa hizmetlerine adil ve eşit erişim sağlanamaması veya işlem bilgilerinin yatırımcılara etkin bir şekilde duyurulmamasıdır. Bu problemler piyasaya olan güveni azaltacak, fiyatların kolaylıkla manipüle edilebilmesine, piyasanın serbestlikten uzaklaşmasına ve haksız kazançların elde edilmesine ortam hazırlayacaktır. Bu açıdan sermaye piyasalarında etkin bir fiyat oluşumu için şeffaflık ve kamuyu aydınlatma gereklidir.

Bilindiği üzere piyasalara her yeni gün, genel ekonomik durumla ilgili, şirketlerin aldıkları kararlarla ilgili vb. yeni bilgiler gelmektedir. Halka açık şirketler, yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek gelişmelerin zamanında kamuya açıklanmasını sağlamak ve bilgiyi eş zamanlı olarak ulaştırmakla yükümlüdür. Etkin piyasalar hipotezi ise, bilginin kamuya açıklandığı anda fiyatlara yansıdığını varsaydığından hiçbir yatırımcının piyasada normalin üstünde getiri sağlayamayacağını ileri sürmektedir. Ancak yapılan birçok çalışma; örneğin kurumsal olaylar, temettü haberleri, hisse bölünmesi, kazanç açıklamalarına ilişkin haberlerin yatırımcılar arasında kademe kademe yayıldığını ve bu yayılımın hisse fiyatlarını etkilediğini göstermektedir.

Çalışmada, altı ana başlıkta sınıflandırılan duyuruların (kurumsal yönetime ilişkin duyurular, finansal duyurular, genel duyurular, hukuki duyurular, operasyonel duyurular ve yeniden yapılanmaya ilişkin duyurular) yatırımcıların aşırı getiriler elde etmesine olanak verip vermediği ve hangi duyuru grubunun hisse fiyatları üzerinde daha çok etkisi olduğu araştırılacaktır.

Literatürdeki çalışmalar incelendiğinde analizlerin daha çok birleşme, kar payı gibi genelde tek bir duyuru için ele alındığı görülmüştür. Bu çalışmada ise şirketlere özgü duyurular literatürde kullanılan neredeyse tüm haber türleri için tek tek kapsamlı şekilde ele alınmıştır. Ayrıca geçmiş çalışmalarda üzerinde durulmayan genel ve hukuki duyurular,

ayrıca alt başlıklar içerisinde yer alan borçlanma, borç yapılandırma, kazanç açıklamaları, hisse geri alımı, hisse arzı/satışı, hisse bölünmesi, finansal not, işten çıkarma/lokavt, sendika görüşmeleri, yeni ürün ve tedarik antlaşmalarına ilişkin haber türleri de çalışmada incelenmiştir.

Literatürde daha önce sıkça çalışılan haber türleri ise oldukça geniş bir veri seti kullanılarak çalışmada yer almış ve duyurulan haberlerin hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine imkan sağlayıp sağlamadığı araştırılmıştır. Son olarak yatırımcıların haberlere vermiş oldukları tepkiler ölçülmüş ve böylece yatırımcıların hangi haber türlerini daha çok dikkate aldığı ortaya konularak Türkiye literatüründeki önemli bir açığın kapatılması amaçlanmıştır.

3.1.2. Araştırmanın Amacı

Yarı kuvvetli formda etkinlik düzeyine sahip bir piyasada, şirketlerin kar-zarar durumları, kar payı dağıtım politikaları, eğer varsa birleşme planları gibi şirketlerin hisse senedi fiyatlarında değişmeye neden olabilecek bilgilere gazeteler, televizyonlar, dergiler ve internet siteleri vb. vasıtasıyla çok kolay bir biçimde ulaşılabilmektedir. Bu piyasalarda, bilgilerden aşırı bir getiri sağlanamayacağı beklentisinin ana nedeni, kamuya açıklanan bu bilgilerin fiyata hemen yansıtacağı ve yeniden bir denge fiyatının oluşacağı yani bilginin kamuya açıklanmasının ardından yatırımcının normalin üstünde bir getiri sağlayamayacağı varsayımdır (Hirt ve Block, 2006: 259). Ancak piyasaların etkin olmaması durumunda ise kamuya açıklanacak bu tür bilgiler sayesinde yatırımcılar aşırı getiriler elde edebileceklerdir. Bu nedenle, şirketler tarafından duyurulan haberler hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu veya olumsuz etkiler oluşturabilecektir.

Araştırmanın iki temel amacı bulunmaktadır. Bunlardan ilki, BİST-30'da işlem gören hisse senetlerinin şirketlere özgü haberlerden etkilenip etkilenmediğini belirlemektir. Şirketlere özgü haberlere ise farklı kaynaklardan ulaşılabilmektedir. Bunlardan bir tanesi ise KAP'tır. Türkiye'de borsaya kayıtlı tüm şirketler, kendileri ile ilgili her türlü bilgiyi KAP aracılığı ile herkese 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.

İkinci amaç, Antweiler ve Frank (2006) tarafından kullanılan kurumsal yönetime, operasyonel, hukuki, finansal, genel ve yeniden yapılanmaya ilişkin olmak üzere 6 ana başlık ve alt başlıklar altında toplanan haberlerden hangilerinin hisse senedi fiyatları dolayısıyla getirileri üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğunu araştırmaktır. Böylece yatırımcıların hangi tür haberleri daha çok dikkate aldığı ortaya konacaktır.

3.1.3. Araştırmanın Kapsamı

BİST'te işlem gören şirketlerin KAP'a yapmış olduğu duyuruların hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine olanak sağlayıp sağlamadığının, hangi tür duyuruların daha çok etkiye sahip olduğunun ve piyasa etkinliğinin belirlenmeye çalışıldığı bu araştırmanın kapsamı şu şekildedir.

Araştırmanın ilk bölümünde şirketlerce yapılan duyurular kurumsal yönetime ilişkin, operasyonel, hukuki, finansal, genel ve yeniden yapılanmaya ilişkin olmak üzere altı ana başlık altında toplanacaktır. Haberin duyurulduğu 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. Hesaplanan getirinin istatistiksel açıdan anlamlı olup olmadığı SPSS 17 programı yardımıyla belirlenecektir.

Piyasanın etkinliğinin test edilmesi açısından ise belirli olay aralıkları için kümülatif ortalama aşırı getiriler (ACAR) hesaplanacaktır. Böylece hem önceden piyasaya bilgi sızıp sızmadığı hem de yatırımcıların hangi türden duyurulara daha fazla tepki verdiği araştırılacaktır.

Yatırımcıların en çok tepki verdiği üç ana duyuru türü belirlendikten sonra aynı işlemler alt duyurular için tekrar yapılacaktır. Böylece ana duyuru içerisinde hangi alt başlıklara yatırımcıların daha çok tepki verdiği ortaya konacaktır.

3.1.4. Araştırmanın Kısıtları

Araştırmadaki ilk kısıt araştırma dönemi ile ilgilidir. Türkiye geçmişten günümüze kadar birçok finansal krizle karşılaşmıştır. Bu krizlerin birçoğu iç kaynaklı bazıları ise dış kaynaklı olarak ortaya çıkmış ve bu krizler finansal piyasalar üzerinde önemli derecede olumsuz etkiler oluşturmuştur. Aynı zamanda Türkiye’de sermaye piyasalarına olan ilgi 2000’li yıllarla daha da artmaya başlamıştır. Bu nedenle araştırma döneminin, Türkiye kaynaklı krizlerin ortadan kalktığı 2003 yılından başlaması uygun görülmüştür. Araştırma, şirketlere özgü haberlerin incelenmesi amacıyla literatürdeki çalışmalar da dikkate alınarak 2003-2012 yılları arasındaki on yıllık bir dönemi kapsamaktadır.

Bilindiği üzere sermaye piyasalarını bilgi yönlendirmektedir. Bu piyasadaki temel bilgi kaynakları ise şirketler ve medya olmak üzere iki temel bölüme ayrılabilir. Yatırımcılar medyada yer alan haberler, yorumlar ve tavsiyeler, şirketlerce oluşturulan yatırımcı ilişkileri bölümleri ve KAP’a bildirilen açıklamalar sayesinde hisse senetleri hakkında bilgi sahibi olabilmekte ve buna göre risk-getiri tercihlerini yapabilmektedir. Bu aşamada çalışmada yer alan kısıtlardan bir tanesi de şirketlerce KAP’a bildirilen haberlerin analizde kullanılmasıdır.

Araştırma ile ilgili diğer bir kısıt ise araştırma kapsamına alınacak şirketler hakkındadır. Araştırmada Borsa İstanbul’daki ağırlıkları dikkate alınarak sadece BİST-30 endeksi kapsamındaki şirketler (borsa toplam işlem hacminin yaklaşık %70’i) araştırmaya dahil edilmiştir. Ayrıca bu şirket hisse senetlerinin yüksek işlem hacmine sahip olmaları nedeniyle manipüle edilme olasılıklarının daha düşük olduğu öngörülmüştür.

BİST-30’da işlem gören şirketler ise; Akbank, Arçelik, Aselsan, Asya Katılım Bankası, BİM Birleşik Mağazalar, Doğan Holding, Emlak GYO, Enka İnşaat, Ereğli Demir Çelik, Garanti Bankası, Halk Bankası, İpek Doğal Enerji, İş Bankası, İhlas Holding, Koç Holding, Koza Altın, Koza Anadolu Metal, Kardemir Demir Çelik, Migros, Petkim, Sabancı Holding, Şişe Cam, Türk Hava Yolları, Tav Havalimanları, Türk Telekom, Tofaş Türk Otomobil Fabrikası, Turkcell, Tüpraş, Vakıflar Bankası ve Yapı Kredi Bankası’dır. Çalışmada yer alan şirketler Tablo 9’da gösterilmiştir.

Tablo 9: BİST-30’da İşlem Gören Şirketler

Şirket Adı	Cari Borsa Kodu
AKBANK T.A.Ş.	AKBNK
ARÇELİK A.Ş.	ARCLK
ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ASELS
ASYA KATILIM BANKASI A.Ş.	ASYAB
BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS
DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	DOHOL
EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	EKGYO
ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	ENKAI
EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.	EREGL
TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.	GARAN
TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	HALKB
İHLAS HOLDİNG A.Ş.	IHLAS
İPEK DOĞAL ENERJİ KAYNAKLARI ARAŞTIRMA VE ÜRETİM A.Ş.	IPEKE
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş. (C)	ISCTR
KOÇ HOLDİNG A.Ş.	KCHOL
KOZA ANADOLU METAL MADENCİLİK İŞLETMELERİ A.Ş.	KOZAA
KOZA ALTIN İŞLETMELERİ A.Ş.	KOZAL
KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KRDMD
MİGROS TÜRK T.A.Ş.	MIGRS
PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.	PETKM
HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.	SAHOL
TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	SISE
TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.	TAVHL
TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	TCELL
TÜRK HAVA YOLLARI A.O.	THYAO
TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	TOASO
TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	TTKOM
TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	TUPRS
TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	VAKBN
YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	YKBNK

3.1.5. Araştırmanın Veri Seti, Yöntemi ve Hipotezleri

Çalışmada BİST-30’da işlem gören şirketlerce KAP’a duyurulan haberlerin aşırı getiriler elde edilmesine imkan sağlayıp sağlamadığı araştırılacaktır. Şirketlere özgü haberler, Antweiler ve Frank (2006: 8) tarafından kullanılan kurumsal yönetimle ilişkili

duyurular, finansal duyurular, genel duyurular, hukuki duyurular, operasyonel duyurular ve yeniden yapılanma ile ilgili duyurular esas alınarak altı ana başlık ve alt başlıklar olarak sınıflandırılmıştır. Bu ana başlıklar altındaki duyurular ise şu şekildedir:

a) Kurumsal Yönetim ile İlişkili Duyurular

- Ödenen Tazminatlar
- CEO atamaları
- Yönetim kurulu atamaları
- Departmanlara yapılan atamalar
- İstifalar
- Derecelendirme kuruluşlarınca açıklanan kurumsal yönetim notları

b) Finansal Duyurular

- Borçlanmalar
- Borçların yapılandırılması
- Temettü Ödemeleri
- Kazanç Açıklamaları
- Hisse Geri Alımı
- Hisse Arzı/Satışı
- Hisse Bölünmesi
- Derecelendirme kuruluşlarınca açıklanan finansal notlar

c) Genel Duyurular

- Medyada yer alan haberlere ilişkin yapılan düzeltmeler
- Diğer

d) Hukuki Duyurular

- Açılan davalar
- Sonuçlanan davalar

- Yürütmeyi durdurma kararları
- Rekabet Kurulu'nca verilen cezalar

e) Operasyonel Duyurular

- Kapasite artırımları
- İşten çıkarmalar veya lokavt
- İşçi sendikaları ile yapılan antlaşmalar
- Yeni sunulan ürünler
- Tedarik antlaşmaları

f) Yeniden Yapılanma ile İlişkili Duyurular

- İş ortaklığı antlaşmaları
- Birleşme duyuruları
- İştirak satın alınması veya kurulması
- İştirak satışına ilişkin haberlerdir.

Çalışmanın veri seti, Ocak 2003-Aralık 2012 döneminde BİST-30'da işlem gören şirketler tarafından duyurulan 2363 haberi kapsamaktadır. Bu haberlerden 793'ü finansal, 532'si operasyonel, 311'i yeniden yapılanma, 284'ü kurumsal yönetim, 223'ü hukuki, 220'si ise genel konulara ilişkindir. Bu çalışmada amaç, çalışmaya konu olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarının olay penceresi çerçevesinde nasıl hareket ettiklerini olay çalışması yöntemiyle incelemektir. Yarı kuvvetli formda etkin bir piyasada hisse senedi fiyatlarının yeni bir habere anında tepki vermesi beklenmektedir. Böylece haber kamuya açıklandıktan sonra hiçbir piyasa katılımcısı bu haberi kullanarak aşırı getiri elde edemeyecektir. Veriler ise olay çalışması yöntemi ile analiz edilecektir.

3.1.5.1. Olay Çalışması Yöntemi

Finansal piyasalarda olay çalışması finansal verileri kullanarak belirli bir olayın şirket değeri üzerindeki etkisini ölçmektedir. Olayın etkileri hisse fiyatına anında yansıdığından kullanışlı bir yöntemdir. Muhasebe ve finansal alanda birçok uygulama alanı

vardır. Yöntem piyasaların yarı kuvvetli formda etkinliği üzerine kurulmuştur. Bu da piyasaya ulaşan yeni bilginin tam ve hemen fiyatlara yansıtılması anlamını taşımaktadır. Ancak olay çalışması yönteminin doğru sonuçlar verebilmesi için olayın iyi tanımlanması, olay zamanının doğru tespit edilmesi ve tutarlı bir olay penceresinin (event window) belirlenmesi gerekmektedir (Mackinlay, 1997: 13). Aşırı getiriler (Abnormal Return-AR) olay çalışmalarının çıkış noktasını oluşturmaktadır. Hisse senedi piyasasında aşırı getiri, herhangi bir yatırımcının normal olarak elde etmesi gereken getirinin üzerindeki getiridir. Normal olarak elde edilmesi beklenen getiri, endeks düzeyindeki getiri olarak tanımlanabilir. Şirket değerinde yaşanan olay kaynaklı değişimlerin, aşırı getiriler olarak ortaya çıkması beklenmektedir (Mutan ve Topcu, 2009: 1).

Olay çalışması yöntemi kullanılarak yapılan ilk çalışma 1933 yılında Dolley tarafından hisse senedi bölünmelerinin fiyata etkilerinin incelenmesi amacıyla yapılmıştır. Bu tarihten 1960'lı yıllara kadar olay çalışması yöntemi geliştirilerek birçok çalışmada kullanılmıştır. Myers ve Bakay 1948 yılında; Baker 1956, 1957 ve 1958 yıllarında; Ashley 1962 yılında yaptıkları çalışmalarda olay çalışması yöntemini kullanmışlardır. Ancak, bugün kullanılan olay çalışması yöntemi, 1968 yılında Ball ve Brown tarafından şirket kazançlarının duyurulmasının hisse senedi fiyatlarına etkisinin incelendiği çalışma ile son halini almıştır. 1969 yılında Fama ve diğerleri tarafından yapılan başka bir çalışmada ise, eş zamanlı temettü artışlarının etkileri ortadan kaldırıldıktan sonra, hisse senedi bölünmelerinin fiyatlara etkisi olay çalışması yöntemiyle incelenmiştir. Ayrıca Brown ve Warner (1980; 1985) yapmış oldukları çalışmalarda aylık ve günlük veriler kullanarak olay çalışması yönteminin gelişmesine büyük katkı yapmışlardır (Campbell ve diğerleri, 1997: 149-150).

Çalışma için mevcut dönem içinde herhangi bir günde bazı şirketlerin çeşitli nedenlerle işlem görmemesi durumu varsa, o şirkete ait en son günün kapanış fiyatı işlem görmeyen günlerin fiyatı olarak alınmıştır. Eğer duyuru borsa kapanış saatinden sonra gelmişse izleyen iş günü olay günü olarak seçilmiştir. Ayrıca sermaye artırımını nedeniyle fiyatlarda değişim söz konusu olan dönemlerde ortaya çıkan haberler ihmal edilmiştir. Çalışmada olay çalışması yöntemi kullanılarak altı ana başlık ve alt başlıklar altında toplanan şirketlerce duyurulan haberler öncesi ve sonrası, yatırımcıların bu duyurulara karşı vermiş oldukları tepkiler altı ana başlık için tek tek test edilmiştir.

Çalışmanın uygulama kısmında öncelikle, her bir şirket için örnek olay olarak belirlenen altı ana başlığa ilişkin duyuruların açıklandığı günün on gün öncesi ve on gün sonrasını kapsayan günlük getiri oranları⁵ hesaplanmıştır. Bu günlük getirilerden yararlanılarak olay çalışması için gerekli hesaplamalar yapılmış ve bu duyuruların olay penceresi içerisinde ilgili şirketlerin hisse senetlerinde aşırı bir getiri oluşturup oluşturmadığı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Olay penceresinin uzun seçilmesi istatistiksel olarak çalışmanın gücünü azaltabilmekte ve olayın anlamlılığı hakkında yanlış değerlendirmelere neden olabilmektedir (Kothari ve Warner, 2007: 8). Buna karşın, olay penceresinin kısa seçilmesi elde edilen sonuçların daha güvenilir olmasını sağlamaktadır (Antweiler ve Frank, 2006: 10). Çalışmada olay penceresinin on gün önceki ve on gün sonraki dönemi kapsamasının nedeni, getirilerin olaya duyarlılığını daha sağlıklı bir biçimde ölçebilmektir. Literatürde kısa dönem performans üzerine yapılan çalışmalarda kullanılan zaman periyodu bir-iki gün ile altı ay arasında değişmektedir (Ünlü ve Ersoy, 2008: 248).

Söz konusu dönemde BİST-30'da işlem gören hisse senetlerine ait fiyatlar ise isyatirim.com.tr'dan alınmıştır. Duyurunun yayınlandığı gün, olay günü (t) olarak kabul edilmiştir. t gününden önceki iş günleri t-1, t-2,...,t-10 ve t gününden sonraki iş günleri t+1, t+2,...,t+10 olarak numaralandırılmış ve her bir iş gününe ait ayrı ayrı hisse senetlerinin günlük getirileri hesaplanmıştır.

Aşırı getiriler, ilgili haberlerin piyasaya duyurulmaması halinde elde edilecek olan normal getirilerden yüksek veya düşük olan getirilerdir. Bu getiriler genellikle, olay tarihindeki toplam piyasa endeksi getirisinin⁶ performansı ile ilişkilendirilir (Sakarya, 2011: 154). Herhangi bir (i) hisse senedinin t günündeki aşırı getirisi ise şu şekilde hesaplanabilmektedir (Yazıcı ve Muradoğlu, 2002: 5):

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

Burada, AR_{it} i hisse senedinin t günündeki aşırı getirisini, R_{it} i hisse senedinin t günündeki getirisini, R_{mt} ise t günündeki piyasa getirisini göstermektedir.

⁵ Getiriler hesaplanırken sadece fiyat değişimleri dikkate alınmıştır.

⁶ Piyasa endeksi getirisi olarak BİST-100 endeksinin getirisi kullanılmıştır.

Olay çalışmalarında amaç, olayın olduğu tarihten önceki ve sonraki günlerde, ortalama aşırı getiriler (average abnormal return-AAR) ile ortalama kümülatif aşırı getirilerin (average cumulative abnormal return-ACAR) hesaplanmasıdır. Her bir aşırı getiri ise kullanılan hisse sayısına bölünerek AAR hesaplanabilmektedir:

$$AAR_{it} = \sum_{i=1}^N (1/N) AR_{it}$$

Olayın önceden tahmin edilme olasılığını dikkate alabilmek için ise kümülatif aşırı getirilerin hesaplanması gerekmektedir (Kothari ve Warner, 2007: 10). Ortalama kümülatif aşırı getiriler (ACARs) ise örneklemdaki hisse senetlerinin olay penceresi boyunca sağladıkları ortalama aşırı getirilerin toplanması yoluyla hesaplanmaktadır (Mackinlay, 1997: 24):

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

t istatistiği ise şu şekilde hesaplanmıştır (Yazıcı ve Muradoğlu, 2002: 6):

$$t = \frac{AAR_t}{\sigma(AR_t)}$$

3.1.5.2. Araştırmaya İlişkin Hipotezler

Olay gününden sonra devam eden sıfırdan farklı aşırı getirilerin varlığı etkin piyasalar hipotezi ile uyumlu değildir (Kothari ve Warner, 2007: 10). Olay öncesinde herhangi bir aşırı fiyat hareketi olmazsa aşırı getirilerin ve kümülatif aşırı getirilerin sıfır civarında rastgele değerler alması beklenmektedir. Ancak olay öncesinde olaya ilişkin bir bilgi sızması meydana gelmesi durumunda ise pozitif değerler alan aşırı getiriler ve giderek artan kümülatif aşırı getirilerin gözlenmesi mümkün olacaktır (Keown ve Pinkerton, 1981: 858). Buna göre çalışmada, 6 ana başlık çerçevesinde oluşturulan hipotezler şu şekildedir.

a) *Kurumsal Yönetim Duyuruları*: Kurumsal yönetim duyurularına ilişkin H_{0ky} hipotezi, “kurumsal yönetimle ilgili duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif

ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0ky} : $ACAR=0$ şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1ky} hipotezi ise, “kurumsal yönetimle ilgili duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı bir getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1ky} : $ACAR \neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

b) *Finansal Duyurular*: Finansal duyurulara ilişkin H_{0fi} hipotezi, “finansal duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0fi} : $ACAR=0$ şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1fi} hipotezi ise, “finansal duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1fi} : $ACAR \neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

c) *Genel Duyurular*: Genel duyurulara ilişkin H_{0ge} hipotezi, “genel duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0ge} : $ACAR=0$ şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1ge} hipotezi ise, “genel duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1ge} : $ACAR \neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

d) *Hukuki Duyurular*: Hukuki duyurulara ilişkin H_{0hu} hipotezi, “hukuki duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0hu} : $ACAR=0$ şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1hu} hipotezi ise, “hukuki duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı bir getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1hu} : $ACAR \neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

e) *Operasyonel Duyurular*: Operasyonel duyurulara ilişkin H_{0op} hipotezi, “operasyonel duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0op} : $ACAR=0$ şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1op} hipotezi ise, “operasyonel duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı bir getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1op} : $ACAR \neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

f) *Yeniden Yapılanma Duyuruları*: Yeniden yapılanmaya ilişkin H_{0yp} hipotezi, “yeniden yapılanmaya ilişkin duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0yp} : $ACAR=0$ şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1yp} hipotezi ise, “yeniden yapılanmaya ilişkin duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı bir getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1yp} : $ACAR \neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

3.2. Araştırmaya İlişkin Bulgular

Bu bölümde 6 ana başlık için yapılan hesaplamalar sonucu elde edilen bulgulardan bahsedilecektir. Tablolarda görülen t değeri istatistikleri SPSS 17 programı yardımıyla hesaplanmıştır.

3.2.1. Kurumsal Yönetim Duyurularına İlişkin Bulgular

Tablo 10 ve Grafik 1’de şirketlerce duyurulan kurumsal yönetimle ilişkili haberler için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler (ARR) gösterilmiştir.

Buna göre, en yüksek getiri t-2 gününde gerçekleşmiş ve onu t+5 günündeki getiri izlemiştir. Olay günü (t) ise %0,8’lik bir ortalama aşırı getiri ortaya çıkmıştır. Ancak hesaplanan getirilerden sadece t+5 günündeki getiriye ilişkin t istatistiği anlamlıdır. Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü (t) ARR’lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR’ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir.

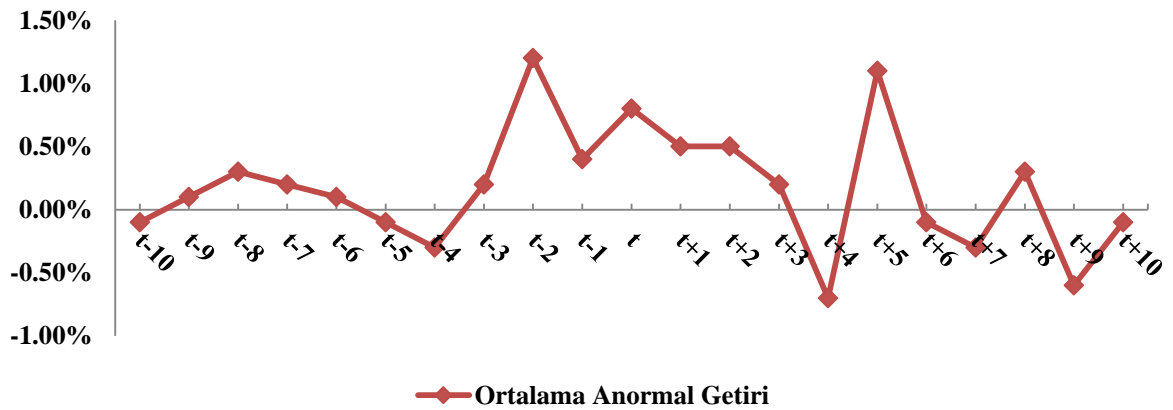
Olay günü ve sonrası ARR’ler incelendiğinde yatırımcıların ilk 4 günde haberlere olumlu bir tepki verdiği görülmektedir. Aynı zamanda olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Ancak ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için gereklidir.

Tablo 10: Kurumsal Yönetim Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	-0,001	-0,123
t-9	0,001	0,203
t-8	0,003	0,369
t-7	0,002	0,237
t-6	0,001	0,096
t-5	-0,001	-0,167
t-4	-0,003	-0,473
t-3	0,002	0,255
t-2	0,012	1,549
t-1	0,004	0,414
t	0,008	1,014
t+1	0,005	0,519
t+2	0,005	0,559
t+3	0,002	0,232
t+4	-0,007	-0,964
t+5	0,011	1,841***
t+6	-0,001	-0,213
t+7	-0,003	-0,398
t+8	0,003	0,336
t+9	-0,006	-0,837
t+10	-0,001	-0,129

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Grafik 1: Kurumsal Yönetim Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 11 ve Grafik 2’de kurumsal yönetim haberleri ile ilişkili belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR’lar gösterilmiştir.

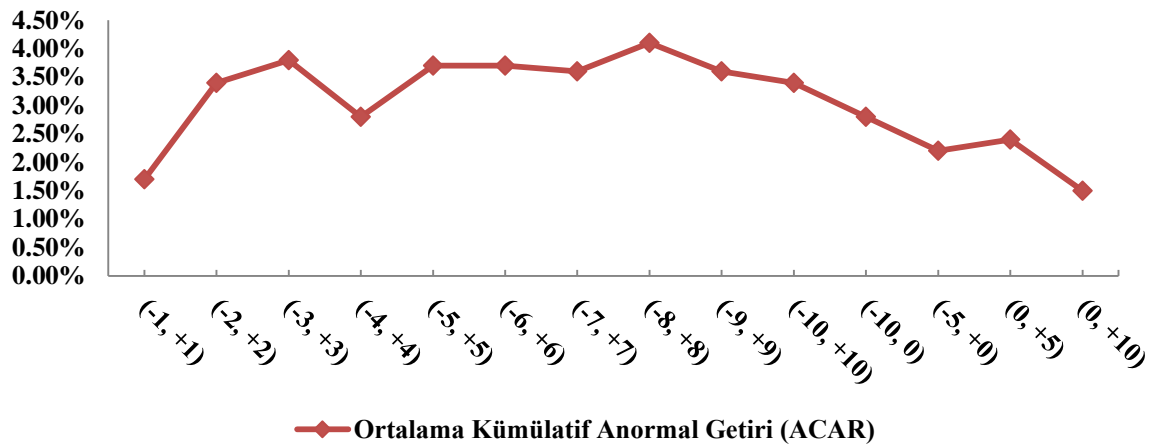
Tablo 11: Kurumsal Yönetim Duyuruları Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin ACARs

Olay Aralığı	ACARs (%)	t değeri
(-1, +1)	0,017	2,905***
(-2, +2)	0,034	5,679*
(-3, +3)	0,038	4,803*
(-4, +4)	0,028	3,991**
(-5, +5)	0,037	3,884**
(-6, +6)	0,037	4,305**
(-7, +7)	0,036	4,993*
(-8, +8)	0,041	5,774*
(-9, +9)	0,036	6,254*
(-10, +10)	0,034	6,059*
(-10, 0)	0,028	2,875**
(-5, 0)	0,022	1,522
(0, +5)	0,024	6,802*
(0, +10)	0,015	11,940*

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Buna göre, bütün olay aralıklarında hesaplanan (-5, 0) hariç ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitifdir. Elde edilen sonuçlar şirketlerce yapılan kurumsal yönetimle ilişkili haberlere yatırımcıların olumlu tepki verdiğini ve getirilerin olaya karşı duyarlı olduğunu ortaya koymaktadır. (-10, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin istatistiki olarak anlamlı ve pozitif getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir.

Grafik 2: Kurumsal Yönetim Duyuruları Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin ACARs



Kurumsal yönetime ilişkin en yüksek pozitif ACAR ise (-8, 8) olay aralığında gerçekleşmiştir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı biçiminde yorumlanmaktadır (McWilliams ve Siegel, 1997: 634; Vernimmen, 2009: 277). Elde edilen sonuçlar da piyasanın etkin olmadığını göstermektedir. Böylece kurumsal yönetimle ilgili duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden aşırı bir getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir şeklinde ifade edilen H_{1ky} hipotezi kabul edilmiştir.

3.2.2. Finansal Duyurulara İlişkin Bulgular

Tablo 12 ve Grafik 3'te şirketlerce duyurulan finansal haberler karşısında hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

Tablo 12: Finansal Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

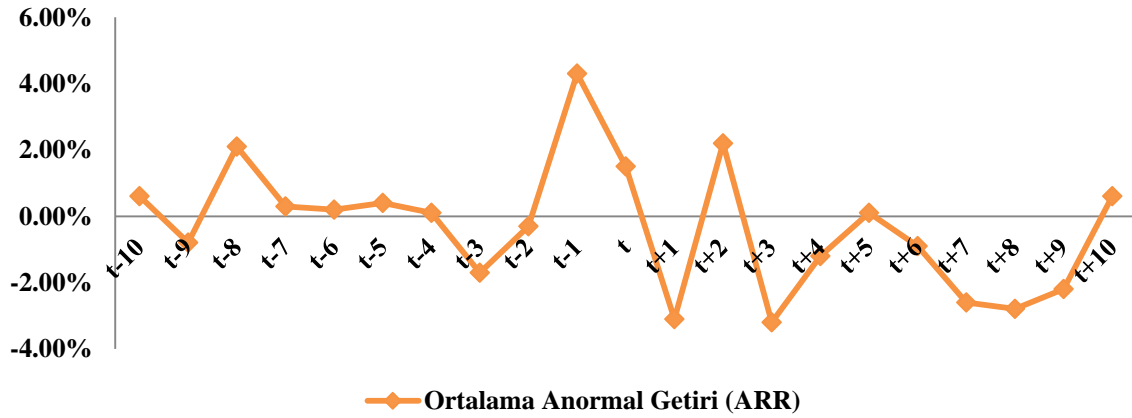
İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,006	0,434
t-9	-0,008	-0,486
t-8	0,021	1,400
t-7	0,003	0,229
t-6	0,002	0,140
t-5	0,004	0,300
t-4	0,001	0,044
t-3	-0,017	-1,185
t-2	-0,003	-0,205
t-1	0,043	2,743*
t	0,015	0,720
t+1	-0,031	-1,312
t+2	0,022	1,467
t+3	-0,032	-1,979**
t+4	-0,012	-0,486
t+5	0,001	0,084
t+6	-0,009	-0,647
t+7	-0,026	-2,063**
t+8	-0,028	-1,904***
t+9	-0,022	-1,308
t+10	0,006	0,417

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Buna göre, en yüksek getiri t-1 gününde gerçekleşmiş ve onu t+2 günündeki getiri izlemiştir. Olay günü (t) ise %1,5'luk bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Elde edilen getirilerden t-1, t+3, t+7, t+8 günlerindeki getirilere ilişkin t istatistikleri anlamlıdır. Diğer

tarafından t-1 gününde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif getirinin varlığı, habere ilk sahip kişilerce kullanıldığı şeklinde yorumlanabilmektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir. Ayrıca gerçekleşen haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü (t) ARR'lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR'ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Olay sonrası ARR'ler incelendiğinde yatırımcıların 10 günlük dönemde haberlere daha çok olumsuz bir tepki verdiği görülmektedir.

Grafik 3: Finansal Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 13 ve Grafik 4'te finansal haberlere ilişkin belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lar gösterilmiştir.

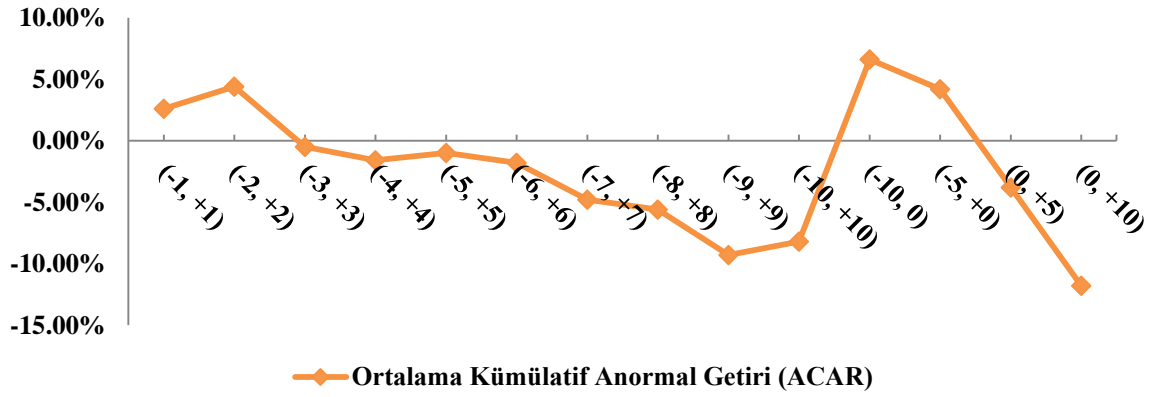
Tablo 13: Finansal Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin ACARs

Olay Aralığı	ACAR (%)	t değeri
(-1, +1)	0,026	4,686**
(-2, +2)	0,044	3,121**
(-3, +3)	-0,005	0,807
(-4, +4)	-0,016	0,623
(-5, +5)	-0,010	1,096
(-6, +6)	-0,018	1,106
(-7, +7)	-0,048	0,837
(-8, +8)	-0,056	2,904*
(-9, +9)	-0,093	0,709
(-10, +10)	-0,082	1,177
(-10, 0)	0,066	4,014*
(-5, 0)	0,042	0,937
(0, +5)	-0,038	-1,832
(0, +10)	-0,118	-3,600**

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

ACAR'lardan sadece (-1, 1), (-2, 2), (-8, 8), (-10, 0) ve (0, 10) olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-10, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir.

Grafik 4: Finansal Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin ACARs



Finansal haberlere ilişkin en yüksek pozitif ACAR'da (-10, 0) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından negatif veya bir kar realizasyonu olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı, piyasanın etkin olmadığını ortaya koymaktadır. Böylece finansal duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden aşırı bir getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir şeklinde ifade edilen H_{1fi} hipotezi kabul edilmiştir.

3.2.3. Genel Duyurulara İlişkin Bulgular

Tablo 14 ve Grafik 5'te şirketlerce duyurulan genel haberler karşısında hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

Buna göre, en yüksek getiri t-1 gününde gerçekleşmiş ve onu t-10 günündeki getiri izlemiştir. Olay günü (t) ise -%0,4'lük bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır.

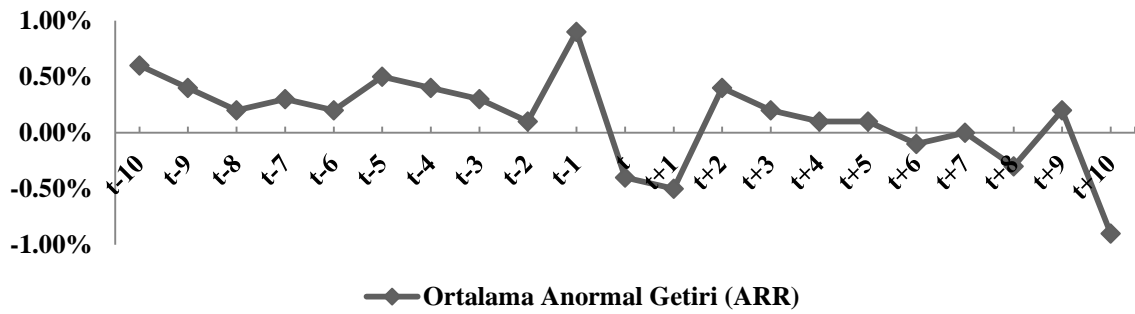
Tablo 14: Genel Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,006	1,594
t-9	0,004	1,007
t-8	0,002	0,432
t-7	0,003	0,805
t-6	0,002	0,469
t-5	0,005	1,229
t-4	0,004	1,029
t-3	0,003	0,723
t-2	0,001	0,284
t-1	0,009	1,906***
t	-0,004	-0,802
t+1	-0,005	-0,994
t+2	0,004	0,930
t+3	0,002	0,634
t+4	0,001	0,214
t+5	0,001	0,201
t+6	-0,001	-0,284
t+7	0,000	0,157
t+8	-0,003	-0,932
t+9	0,002	0,624
t+10	-0,009	-0,966

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Elde edilen getirilerden sadece t-1, günündeki getiriye ilişkin t istatistiği anlamlıdır. Diğer taraftan t-1 gününde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif getirinin varlığı, bilgi suistimali olarak yorumlanabilmektedir. Ancak ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için gereklidir gerekmektedir.

Grafik 5: Genel Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Ayrıca gerçekleşen haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü (t) ARR'lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR'ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Olay sonrası ARR'ler incelendiğinde olay günü ve ilk gün hariç 5 günlük süreçte ARR'lerin pozitif olarak hesaplandığı ve yatırımcıların haberlere olumlu tepki verdiği görülmektedir.

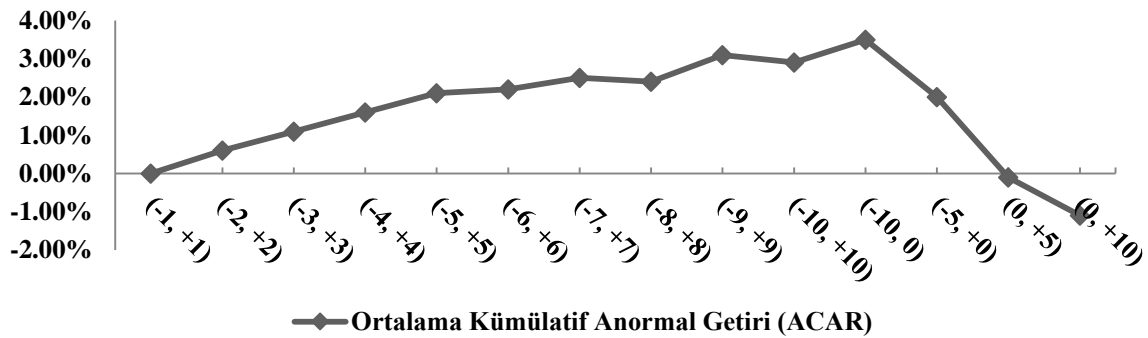
Tablo 15: Genel Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin ACARs

Olay Aralığı	ACAR (%)	t değeri
(-1, +1)	0,000	1,793
(-2, +2)	0,006	3,101**
(-3, +3)	0,011	5,409*
(-4, +4)	0,016	7,556*
(-5, +5)	0,021	9,276*
(-6, +6)	0,022	8,446*
(-7, +7)	0,025	8,990*
(-8, +8)	0,024	9,231*
(-9, +9)	0,031	10,459*
(-10, +10)	0,029	12,607*
(-10, 0)	0,035	6,997*
(-5, 0)	0,020	4,436*
(0, +5)	-0,001	-2,842**
(0, +10)	-0,011	-3,694**

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 15 ve Grafik 6'da genel haberler ile ilişkili belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lar gösterilmiştir.

Grafik 6: Genel Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin ACARs



Tüm genel duyurular için hesaplanan ACAR'lar (-1, 1) hariç istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç

haber bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Genel haberlere ilişkin en yüksek pozitif ACAR (-10, 0) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından negatif veya bir kar realizasyonu olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. En düşük getiri de (0,10) olay aralığında gerçekleşmiştir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın piyasanın etkin olmadığını göstermektedir. Böylece genel duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden aşırı bir getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir şeklinde belirtilen H_{1ge} hipotezi kabul edilmiştir.

3.2.4. Hukuki Duyurulara İlişkin Bulgular

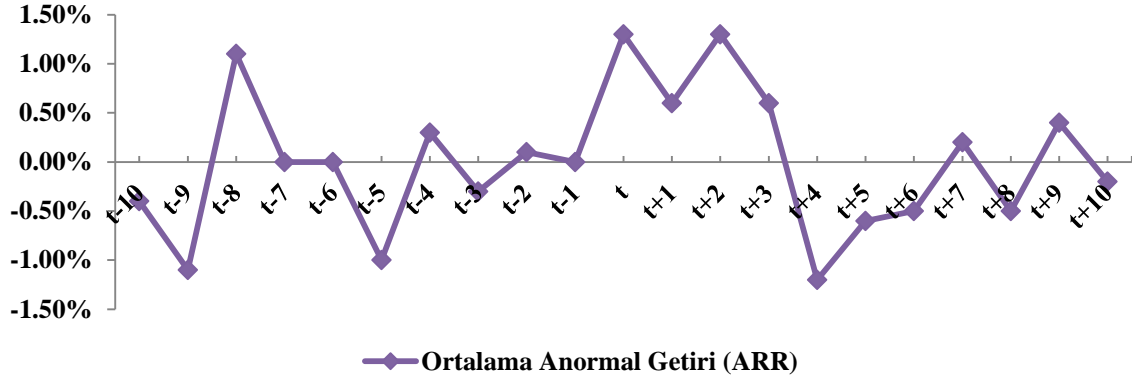
Tablo 16 ve Grafik 7'de şirketlerce duyurulan hukuki haberler için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir. Buna göre, en yüksek getiri t ve t+2 günlerindeki getirilerdir. Olay günü (t) %1,3'lük bir ortalama aşırı getiri ortaya çıkmıştır. Hesaplanan getirilerden hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı değildir.

Tablo 16: Hukuki Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	-0,004	-0,762
t-9	-0,011	-1,441
t-8	0,011	1,437
t-7	0,000	-0,065
t-6	0,000	0,028
t-5	-0,010	-1,613
t-4	0,003	0,437
t-3	-0,003	-0,535
t-2	0,001	0,109
t-1	0,000	-0,023
t	0,013	1,584
t+1	0,006	0,668
t+2	0,013	1,308
t+3	0,006	0,827
t+4	-0,012	-1,573
t+5	-0,006	-1,005
t+6	-0,005	-0,531
t+7	0,002	0,227
t+8	-0,005	-0,780
t+9	0,004	0,740
t+10	-0,002	-0,324

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Grafik 7: Hukuki Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Haber öncesi anlamlı getirilerin olmayışı hukuki haberlerin daha önceden bilindiği veya piyasaya bilgi sızdığına dair herhangi bir bulgu olmadığını göstermektedir. Benzer biçimde olay gününden sonra da istatistiksel açıdan anlamlı aşırı getirilerin söz konusu olmadığı görülmektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir. Tablo 17 ve Grafik 8’de kurumsal yönetim haberleri ile ilişkili belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR’lar gösterilmiştir.

Tablo 17: Hukuki Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin ACARs

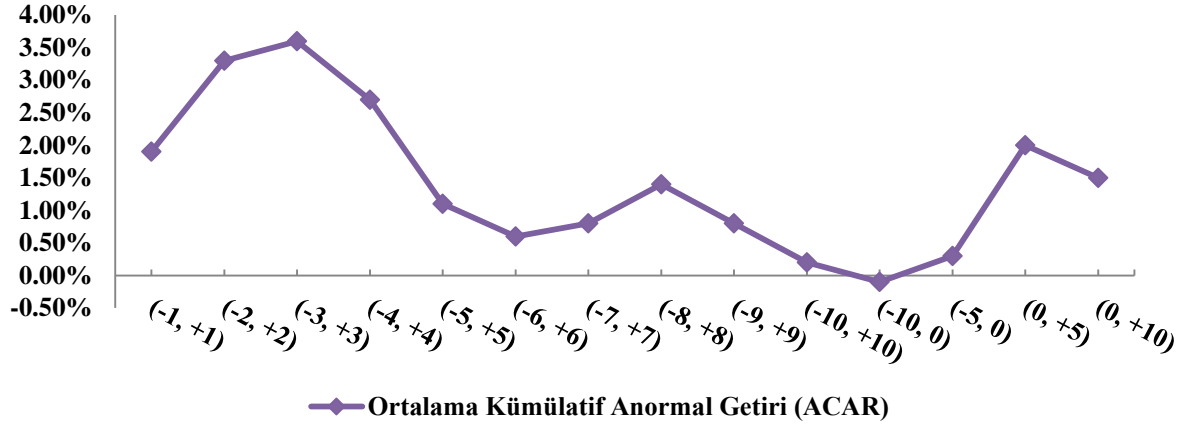
Olay Aralığı	ACAR (%)	t değeri
(-1, +1)	0,019	1,946
(-2, +2)	0,033	2,378***
(-3, +3)	0,036	2,244***
(-4, +4)	0,027	3,054**
(-5, +5)	0,011	1,544
(-6, +6)	0,006	1,797***
(-7, +7)	0,008	1,945***
(-8, +8)	0,014	5,081*
(-9, +9)	0,008	2,292**
(-10, +10)	0,002	1,243
(-10, 0)	-0,001	-3,533**
(-5, 0)	0,003	-1,687
(0, +5)	0,020	8,719*
(0, +10)	0,015	12,042*

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Tüm hukuki duyurular için hesaplanan ACAR’lar (-1, 1), (-5, 5), (-10, 10), (-5, 0) hariç istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-5, 0) olay aralığı incelendiğinde haber

duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif getirileri mevcuttur. Hukuki haberlere ilişkin en yüksek pozitif getiri ise (-3, 3) aralığında gerçekleşmiştir.

Grafik 8: Hukuki Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin ACARs



Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar haberin yatırımcılar açısından pozitif algılandığını göstermektedir. Piyasanın etkinliği açısından değerlendirildiğinde açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı biçiminde yorumlanmaktadır (McWilliams ve Siegel, 1997: 634; Vernimmen, 2009: 277). Elde edilen sonuçlar da piyasanın etkin olmadığını göstermektedir. Böylece hukuki duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden aşırı bir getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir şeklinde belirtilen H_{1hu} hipotezi kabul edilmiştir.

3.2.5. Operasyonel Duyurulara İlişkin Bulgular

Tablo 18 ve Grafik 9'da şirketlerce duyurulan operasyonel haberler karşısında hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

Buna göre, en yüksek getiri t gününde gerçekleşmiş ve onu t+1 günündeki getiri izlemiştir. Olay günü (t) %5'lik bir ortalama aşırı getiri ortaya çıkmıştır. Hesaplanan getirilerden sadece olay günü ile olay gününden 10 gün sonraki ortalama aşırı getirilere ilişkin t istatistiği anlamlıdır.

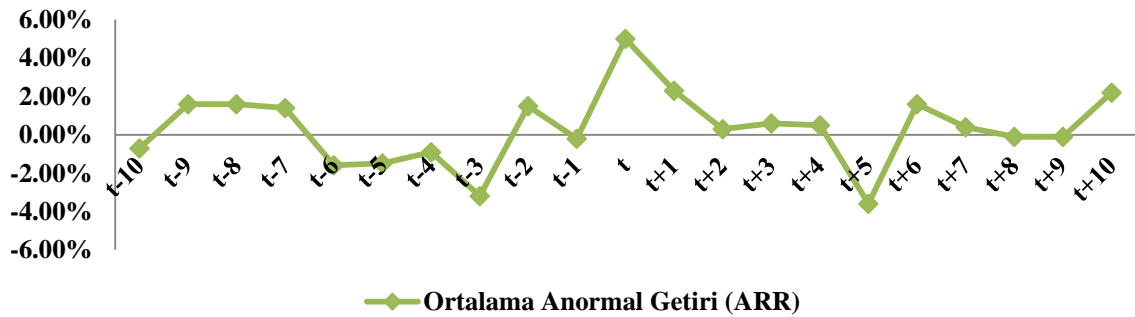
Tablo 18: Operasyonel Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	-0,007	-0,355
t-9	0,016	1,293
t-8	0,016	1,214
t-7	0,014	1,093
t-6	-0,016	-1,190
t-5	-0,015	-1,159
t-4	-0,009	-0,568
t-3	-0,032	-1,095
t-2	0,015	1,132
t-1	-0,002	-0,079
t	0,050	3,465*
t+1	0,023	1,398
t+2	0,003	0,133
t+3	0,006	0,424
t+4	0,005	0,411
t+5	-0,036	-1,464
t+6	0,016	1,469
t+7	0,004	0,362
t+8	-0,001	-0,077
t+9	-0,001	-0,074
t+10	0,022	1,706***

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü (t) ARR'lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR'ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Olay günü ve sonrası ARR'ler incelendiğinde yatırımcıların ilk 4 günde haberlere olumlu bir tepki verdiği görülmektedir.

Grafik 9: Operasyonel Duyurular Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Bununla beraber operasyonel haberlerin daha önceden bilindiği veya piyasaya bilgi sızdığına dair herhangi bir bulgu elde edilememiştir. Benzer biçimde olay gününden sonra da t+10 günü hariç istatistiksel açıdan anlamlı aşırı getirilerin söz konusu olmadığı

görülmektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir. Tablo 19 ve Grafik 10'da kurumsal yönetim haberleri ile ilişkili belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lar gösterilmiştir.

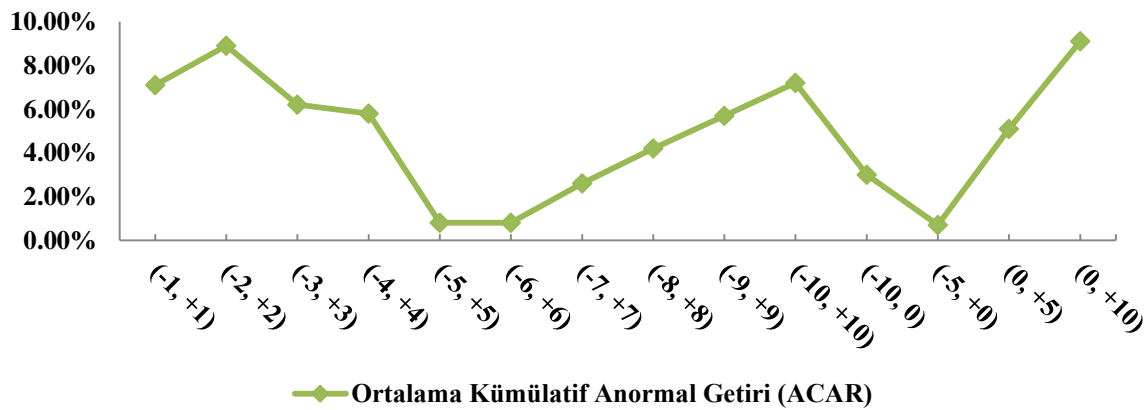
Tablo 19: Operasyonel Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin ACARs

Olay Aralığı	ACAR (%)	t değeri
(-1, +1)	0,071	1,854
(-2, +2)	0,089	3,101**
(-3, +3)	0,062	1,484
(-4, +4)	0,058	1,338
(-5, +5)	0,008	0,396
(-6, +6)	0,008	-0,803
(-7, +7)	0,026	0,816
(-8, +8)	0,042	2,902*
(-9, +9)	0,057	5,174*
(-10, +10)	0,072	4,407*
(-10, 0)	0,030	0,829
(-5, 0)	0,007	-2,401***
(0, +5)	0,051	12,965*
(0, +10)	0,091	21,746*

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Operasyonel haberler için belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lardan hepsi pozitif hesaplanmıştır. Ayrıca ACAR'lardan (-2, 2), (-8, 8), (-9, 9), (-10, 10), (-5, 0), (0, 5) ve (0, 10) olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlıdır. (-5, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinden pozitif ve anlamlı getiriler elde edilebilmektedir. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir.

Grafik 10: Operasyonel Duyurular Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin ACARs



Operasyonel haberlere ilişkin en yüksek pozitif getiri ise (-10, 10) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından pozitif algılandığını göstermektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir. Böylece operasyonel duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden aşırı bir getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir şeklinde ifade edilen H_{1op} hipotezi kabul edilmiştir.

3.2.6. Yeniden Yapılanma Duyurularına İlişkin Bulgular

Tablo 20 ve Grafik 11'de yeniden yapılanmaya ilişkin şirketlerce duyurulan haberler için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir. Buna göre, en yüksek getiri t+1 gününde gerçekleşmiş ve onu t gününde hesaplanan getiri izlemiştir. Olay günü (t) %1,8'lik bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Hesaplanan getirilerden sadece olay günü ile olay gününden 1 gün sonraki getirilere ilişkin t istatistiği anlamlıdır.

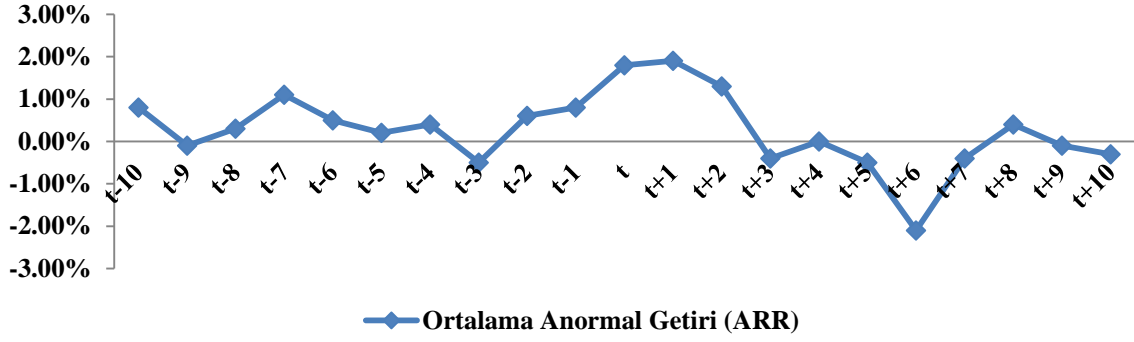
Tablo 20: Yeniden Yapılanma Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,008	0,901
t-9	-0,001	-0,103
t-8	0,003	0,442
t-7	0,011	1,314
t-6	0,005	0,568
t-5	0,002	0,176
t-4	0,004	0,610
t-3	-0,005	-0,805
t-2	0,006	0,925
t-1	0,008	0,908
t	0,018	1,869***
t+1	0,019	2,059**
t+2	0,013	1,349
t+3	-0,004	-0,540
t+4	0,000	0,050
t+5	-0,005	-0,665
t+6	-0,021	-1,470
t+7	-0,004	-0,526
t+8	0,004	0,489
t+9	-0,001	-0,113
t+10	-0,003	0,484

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü ARR'lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR'ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir.

Grafik 11: Yeniden Yapılanma Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Olay günü ve sonrasındaki ilk iki gün yatırımcıların haberlere olumlu bir tepki verdiği göstermektedir. Bununla beraber yeniden yapılanmaya ilişkin haberlerin daha önceden bilindiği veya piyasaya bilgi sızdığına dair herhangi bir bulgu elde edilememiştir. Benzer biçimde olay gününden sonra da t+1 günü hariç, istatistiksel açıdan anlamlı aşırı getirilerin söz konusu olmadığı görülmektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir. Tablo 21 ve Grafik 12’de yeniden yapılanma ile ilişkili belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR’lar gösterilmiştir.

Tablo 21: Yeniden Yapılanma Duyuruları Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin ACARs

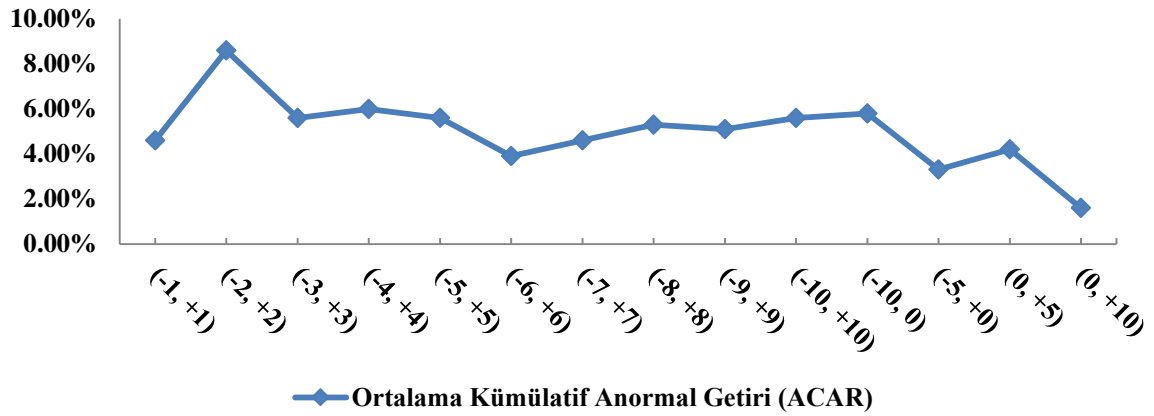
Olay Aralığı	ACAR (%)	t değeri
(-1, +1)	0,046	2,430
(-2, +2)	0,086	2,725**
(-3, +3)	0,056	2,738**
(-4, +4)	0,060	3,496*
(-5, +5)	0,056	3,935*
(-6, +6)	0,039	4,731*
(-7, +7)	0,046	6,418*
(-8, +8)	0,053	6,813*
(-9, +9)	0,051	6,635*
(-10, +10)	0,056	7,977*
(-10, 0)	0,058	5,730*
(-5, 0)	0,033	2,000***
(0, +5)	0,042	8,328*
(0, +10)	0,016	7,033*

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Yeniden yapılanmaya ilişkin haberler için belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lerden (-1, 1) hariç hepsi pozitif ve anlamlı hesaplanmıştır. (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinden pozitif ve anlamlı getiriler elde edilebilmektedir. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığı şeklinde yorumlanabilir.

Yeniden yapılanmaya ilişkin haberlerden en yüksek ACAR ise (-2, 2) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından pozitif algılandığını göstermektedir.

Grafik 12: Yeniden Yapılanma Duyuruları Açısından Belirli Olay Aralıklarına İlişkin ACARs



Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı biçiminde yorumlanmaktadır (McWilliams ve Siegel, 1997: 634; Vernimmen, 2009: 277). Elde edilen sonuçlar da piyasanın etkin olmadığını göstermektedir. Böylece yeniden yapılanma duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden aşırı bir getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir şeklinde ifade edilen H_{1yp} hipotezi kabul edilmiştir.

3.2.7. Hisse Üzerinde En Fazla Etkisi Olan Duyurulara İlişkin Bulgular

Altı ana başlıkta sınıflandırılmış duyurulardan hangilerine yatırımcıların dolayısıyla hisse senetlerinin daha çok tepki verdiği hem AAR hem de ACAR düzeyinde araştırılmıştır.

ACAR'lar için yapılan araştırmada 6 ana başlıktaki duyuruların hepsinin aynı anda istatistiksel açıdan anlamlı olduğu (-2, 2), (-8, 8), (0, 10) olay aralıkları incelenmiştir. Tablo 22'de altı ana başlık için t-10 ile t+10 iş günleri arasında hesaplanan AAR'lar gösterilmiştir.

Buna göre olay günü yatırımcıların en çok operasyonel haberlere ilişkin duyurulara tepki verdiği belirlenmiştir. Yatırımcıların ikinci olarak yeniden yapılanmaya ilişkin, üçüncü olarak ise finansal haberlere ilişkin duyurulara, en az ise genel duyurulara ilişkin haberlere tepki verdiği belirlenmiştir.

Tablo 22: Altı Ana Başlık İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasında Hesaplanan AARs

Olay Aralığı	Ortalama Aşırı Getiriler (AARs)					
	Kurumsal Yönetim	Finansal	Genel	Hukuki	Operasyonel	Yeniden Yapılanma
t-10	-0,001	0,006	0,006	-0,004	-0,007	0,008
t-9	0,001	-0,008	0,004	-0,011	0,016	-0,001
t-8	0,003	0,021	0,002	0,011	0,016	0,003
t-7	0,002	0,003	0,003	0,000	0,014	0,011
t-6	0,001	0,002	0,002	0,000	-0,016	0,005
t-5	-0,001	0,004	0,005	-0,010	-0,015	0,002
t-4	-0,003	0,001	0,004	0,003	-0,009	0,004
t-3	0,002	-0,017	0,003	-0,003	-0,032	-0,005
t-2	0,012	-0,003	0,001	0,001	0,015	0,006
t-1	0,004	0,043*	0,009***	0,000	-0,002	0,008
t	0,008	0,015	-0,004	0,013	0,050*	0,018***
t+1	0,005	-0,031	-0,005	0,006	0,023	0,019**
t+2	0,005	0,022	0,004	0,013	0,003	0,013
t+3	0,002	-0,032**	0,002	0,006	0,006	-0,004
t+4	-0,007	-0,012	0,001	-0,012	0,005	0,000
t+5	0,011***	0,001	0,001	-0,006	-0,036	-0,005
t+6	-0,001	-0,009	-0,001	-0,005	0,016	-0,021
t+7	-0,003	-0,026**	0,000	0,002	0,004	-0,004
t+8	0,003	-0,028***	-0,003	-0,005	-0,001	0,004
t+9	-0,006	-0,022	0,002	0,004	-0,001	-0,001
t+10	-0,001	0,006	-0,009	-0,002	0,022***	-0,003

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 23'te şirketlerce yapılan duyuruların her bir haberin istatistiksel açıdan anlamlı olduğu olay aralıklarında hisse senedi üzerindeki etkileri gösterilmiştir.

Tablo 23: Duyuru Türlerinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri

Duyuru Türü/ Olay Aralığı	Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACAR)					
	(-2, 2)	Sıra	(-8, 8)	Sıra	(0, 10)	Sıra
Kurumsal Yönetim	0,034*	4	0,041*	4	0,015*	4
Finansal	0,044**	3	-0,056*	1	-0,118**	1
Genel	0,006**	6	0,024*	5	-0,011*	5
Hukuk	0,033***	5	0,014*	6	0,015*	4
Operasyonel	0,089**	1	0,042*	3	0,091*	2
Yeniden Yapılanma	0,086**	2	0,053*	2	0,016*	3

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

(-2, 2) olay aralığında hisse senetlerinden en fazla aşırı getiri %8,9 ile operasyonel duyurulara ilişkin haberlerden elde edilirken, ikinci sırada yeniden yapılanmaya ilişkin haberler yer almaktadır. En az aşırı getiri ise genel haberlere ilişkin duyurulardan elde edilmektedir. (-8, 8) olay aralığında ise hisse senedi getirileri üzerindeki en fazla etkinin -%5,6 ile finansal haberlere ilişkin duyurular sebebiyle olduğu görülmektedir. %5,3 ile yeniden yapılanmaya ilişkin duyurular ise ikinci sıradaki etkiyi oluşturmaktadır. En az etkiler ise genel ve hukuki duyurulara ilişkin haberler neticesinde oluşmaktadır. (0, 10) olay aralığında ise, en fazla etkinin -%11,8 ile finansal duyurular nedeniyle gerçekleştiği görülmektedir. İkinci sırada %9,1 ile operasyonel haberlere ilişkin duyurular yer almaktadır. En az etki ise -%1,1 ile genel duyurulara ilişkin haberler sebebiyle oluşmaktadır. Elde edilen sonuçlar, yatırımcıların en fazla finansal, operasyonel ve yeniden yapılanmaya ilişkin haberlere karşı duyarlı olduğunu göstermektedir.

Araştırmanın ikinci aşamasında ise hisse senetleri üzerinde en fazla etkiye sahip 3 ana başlık (finansal, operasyonel, yeniden yapılanma) için yapılan hesaplamalar her bir ana başlık altında yer alan alt başlıklar için yeniden yapılmıştır. Böylece finansal, operasyonel ve yeniden yapılanmaya ilişkin duyurular içerisinde en fazla hangi alt başlıkların etkili olduğu belirlenmeye çalışılmıştır.

3.2.8. Finansal Duyuru Alt Başlıklarına İlişkin Bulgular

Çalışmanın bu bölümünde borçlanma, borç yapılandırma, temettü, hisse senedi geri alımı, arzı/satışı, bölünmesi, finansal notlar ve kazanç açıklamalarına ilişkin yapılan hesaplamalar sonucu elde edilen bulgulardan bahsedilecektir.

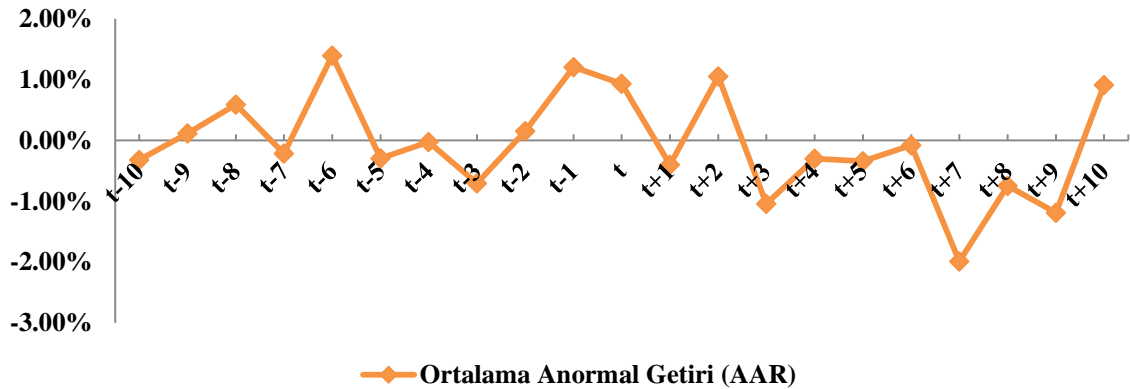
Tablo 24 ve Grafik 13'te finansal haberlerin alt başlıklarından olan borçlanma haberleri için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir. Buna göre, en yüksek getiri t-6 gününde gerçekleşmiş ve onu t-1 günündeki getiri izlemiştir. Olay günü (t) %0,9'luk bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Hesaplanan getirilerden t-6, t-1, t+2, t+3, t+7 ve t+9 günlerindeki getiriler istatistiksel açıdan anlamlı olarak bulunmuştur.

Tablo 24: Borçlanma Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	-0,003	-0,76
t-9	0,001	0,319
t-8	0,006	0,737
t-7	-0,002	-0,726
t-6	0,014	2,573**
t-5	-0,003	-0,539
t-4	0,000	-0,145
t-3	-0,007	-0,937
t-2	0,002	0,335
t-1	0,012	2,456**
t	0,009	0,568
t+1	-0,004	-0,657
t+2	0,011	2,313***
t+3	-0,010	-1,856***
t+4	-0,003	-0,53
t+5	-0,003	-0,256
t+6	-0,001	-0,105
t+7	-0,020	-2,956*
t+8	-0,007	-0,956
t+9	-0,012	-2,447***
t+10	0,009	1,142

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Grafik 13: Borçlanma Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü ARR'lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR'ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Tablo 24 ve Grafik 13'te olay günü yatırımcıların haberlere olumlu bir tepki verdiği görülmektedir. Bununla beraber t-6 ve t-1 günündeki anlamlı pozitif getiriler, borçlanmaya ilişkin haberlerin daha önceden bilindiği veya piyasaya bilgi sızdığı şeklinde yorumlanabilmektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir.

Tablo 25: Borç Yapılandırma Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

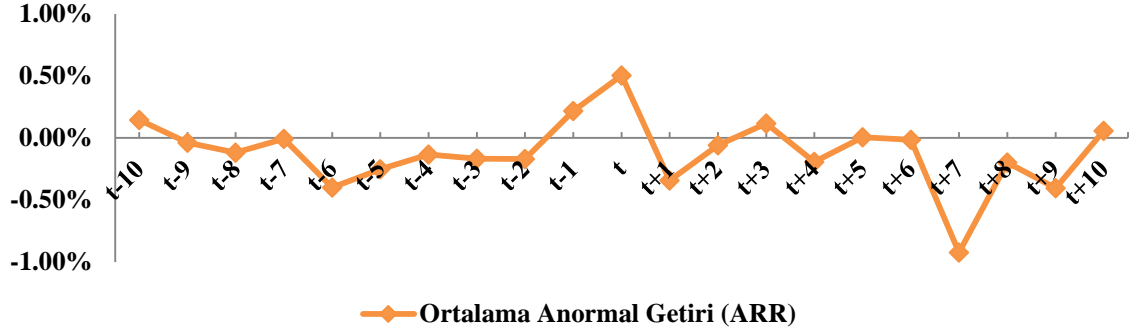
İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,001	0,443
t-9	0,000	-0,273
t-8	-0,001	-0,303
t-7	0,000	-0,14
t-6	-0,004	-0,064
t-5	-0,003	-0,027
t-4	-0,001	-0,721
t-3	-0,002	-0,408
t-2	-0,002	-0,368
t-1	0,002	0,794
t	0,005	1,024
t+1	-0,003	-0,127
t+2	-0,001	-0,199
t+3	0,001	0,427
t+4	-0,002	-0,298
t+5	0,000	-0,183
t+6	0,000	-0,253
t+7	-0,009	-0,934
t+8	-0,002	-0,487
t+9	-0,004	-0,592
t+10	0,001	0,234

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 25 ve Grafik 14'te şirketlerce duyurulan borç yapılandırma haberleri için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir. Buna göre, en yüksek pozitif getiri t gününde gerçekleşmiştir. Hesaplanan getirilerden hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı değildir. Olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir. Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından

olumlu algılanmasının olay günü ARR'lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR'ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Yapılan hesaplamalar borçlanma yapılandırmasına ilişkin haberlerin olay günü yatırımcılar tarafından olumlu algılandığını göstermektedir.

Grafik 14: Borç Yapılandırma Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 26 ve Grafik 15’de şirketlerce duyurulan temettü haberleri için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

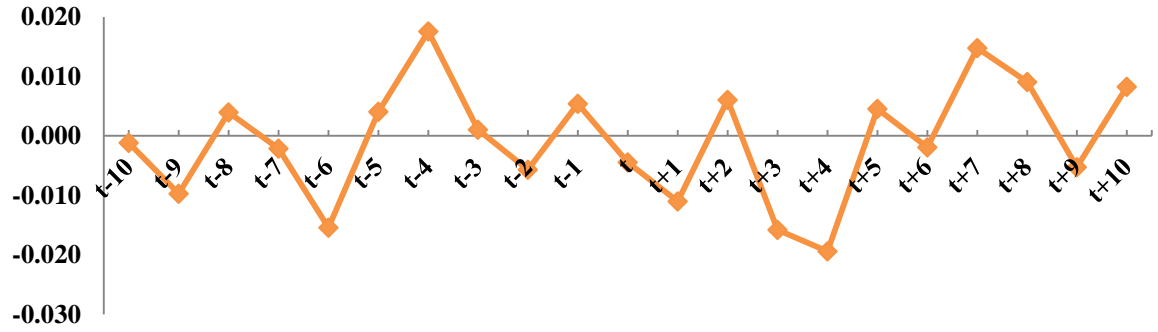
Tablo 26: Temettü Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	-0,001	-0,622
t-9	-0,010	-0,247
t-8	0,004	0,809
t-7	-0,002	-0,775
t-6	-0,015	-0,188
t-5	0,004	0,565
t-4	0,018	2,693**
t-3	0,001	0,313
t-2	-0,006	-0,701
t-1	0,005	-0,751
t	-0,004	-0,422
t+1	-0,011	-2,252**
t+2	0,006	0,519
t+3	-0,016	-2,579**
t+4	-0,019	-2,943**
t+5	0,005	0,677
t+6	-0,002	-0,873
t+7	0,015	2,477**
t+8	0,009	0,402
t+9	-0,005	-0,746
t+10	0,008	1,598

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Buna göre, en yüksek pozitif getiri t-4 gününde gerçekleşmiş ve onu t+7 günündeki getiri izlemiştir. Olay günü (t) ise %0,4'lük negatif bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Elde edilen getirilerden t-4, t+1, t+3, t+4 ve t+7 günlerindeki getirilere ilişkin t istatistikleri anlamlıdır. Diğer taraftan t-4 gününde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif getirinin varlığı, bilgi suistimali olarak yorumlanabilmektedir.

Grafik 15: Temettü Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 27 ve Grafik 16'da ise hisse geri alım duyuruları için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

Tablo 27: Hisse Geri Alım Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

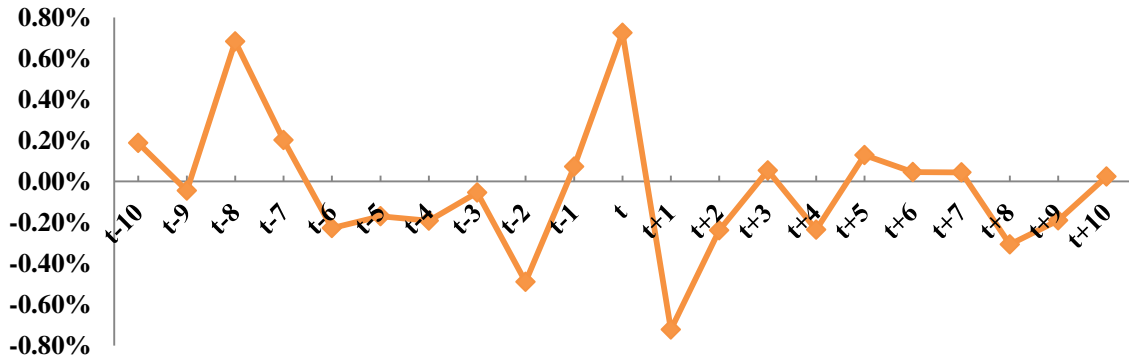
İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,002	0,489
t-9	0,000	-0,318
t-8	0,007	0,886
t-7	0,002	0,511
t-6	-0,002	-0,493
t-5	-0,002	0,512
t-4	-0,002	-0,439
t-3	-0,001	-0,325
t-2	-0,005	-0,405
t-1	0,001	0,399
t	0,007	0,996
t+1	-0,007	-0,913
t+2	-0,002	-0,419
t+3	0,001	0,254
t+4	-0,002	-0,764
t+5	0,001	0,497
t+6	0,000	0,531
t+7	0,000	0,466
t+8	-0,003	-0,441
t+9	-0,002	-0,493
t+10	0,000	0,327

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Buna göre, en yüksek pozitif getiri t-8 ve t günlerinde gerçekleşmiştir. Ancak hesaplanan getirilerden hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı değildir. Olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Ancak bu konuda ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması kesin bir yargıya varabilmek için gereklidir.

Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü ARR'lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR'ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Yapılan hesaplamalar borçlanma yapılandırmasına ilişkin haberlerin olay günü yatırımcılar tarafından olumlu algılandığını göstermektedir.

Grafik 16: Hisse Geri Alım Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 28 ve Grafik 17'de ise şirketlerce duyurulan hisse arzı/satışı haberleri için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

Buna göre, en yüksek getiri t+4 gününde gerçekleşmiş ve onu t-1 günündeki getiri izlemiştir. Olay günü (t) ise %0,6'lık bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Hesaplanan getirilerden t+1, t+4, t+6, t+8 günlerindeki getirilere ilişkin t istatistikleri anlamlıdır. Olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir.

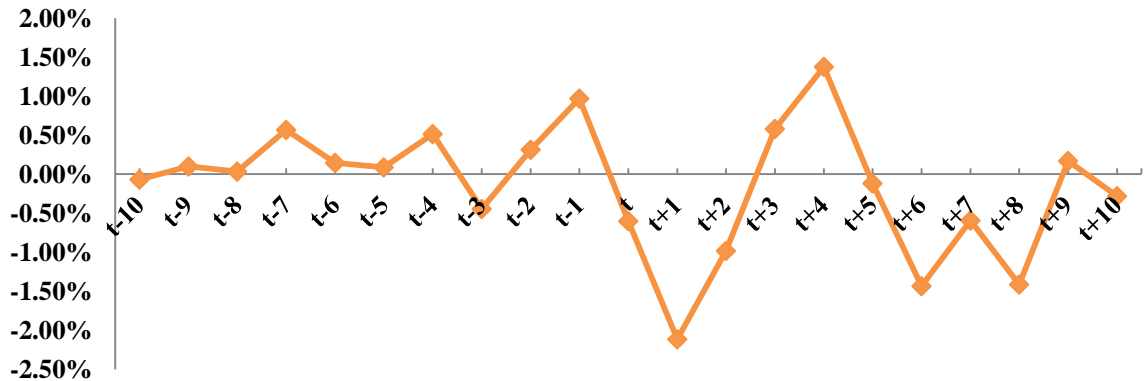
Tablo 28: Hisse Arzı/Satışı Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	-0,001	-0,289
t-9	0,001	0,355
t-8	0,000	-0,438
t-7	0,006	0,508
t-6	0,001	0,329
t-5	0,001	0,171
t-4	0,005	0,591
t-3	-0,004	-0,571
t-2	0,003	0,589
t-1	0,010	1,284
t	-0,006	-0,85
t+1	-0,021	-3,923*
t+2	-0,010	-0,842
t+3	0,006	0,694
t+4	0,014	2,013***
t+5	-0,001	-0,152
t+6	-0,014	-2,266**
t+7	-0,006	-0,589
t+8	-0,014	-2,253**
t+9	0,002	0,322
t+10	-0,003	-0,392

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü (t) ARR'lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR'ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Olay sonrası ARR'ler incelendiğinde yatırımcıların 10 günlük dönemde haberlere daha çok olumsuz bir tepki verdiği görülmektedir.

Grafik 17: Hisse Arzı/Satışı Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 29 ve Grafik 18’de şirketlerce duyurulan hisse bölünmesine ilişkin hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

Tablo 29: Hisse Bölünmesi Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

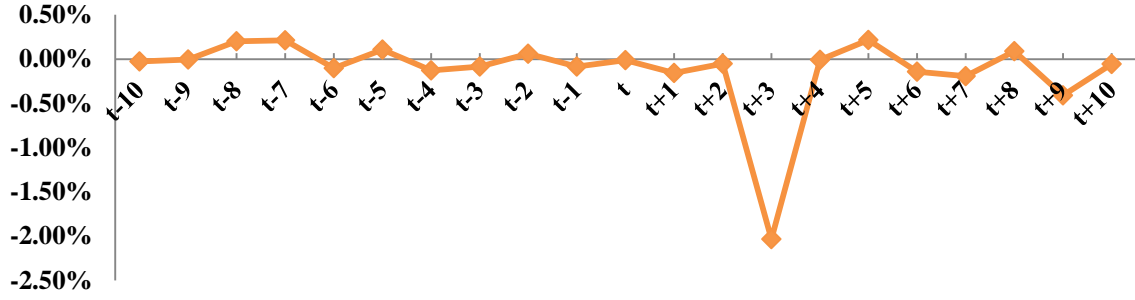
İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,000	-0,283
t-9	0,000	-0,224
t-8	0,002	0,652
t-7	0,002	0,641
t-6	-0,001	-0,599
t-5	0,001	0,586
t-4	-0,001	-1,008
t-3	-0,001	-0,656
t-2	0,001	0,487
t-1	-0,001	-0,599
t	0,000	-0,385
t+1	-0,002	-0,792
t+2	-0,001	-0,161
t+3	-0,020	-3,802*
t+4	0,000	-0,242
t+5	0,002	0,625
t+6	-0,001	-0,426
t+7	-0,002	-0,644
t+8	0,001	0,401
t+9	-0,004	-0,561
t+10	-0,001	-0,359

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Elde edilen getirilerden sadece t+3 gününde hesaplanan getiriye ilişkin t istatistikleri anlamlıdır. Olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir.

Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü (t) ARR’lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR’ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Olay sonrası ARR’ler incelendiğinde yatırımcıların 10 günlük dönemde haberlere daha çok olumsuz bir tepki verdiği görülmektedir.

Grafik 18: Hisse Bölünmesi Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 30 ve Grafik 19’da şirketlerce duyurulan finansal not haberlerine ilişkin hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir. Buna göre, en yüksek pozitif getiri t gününde gerçekleşmiş ve onu t+6 günündeki getiri izlemiştir. Ancak hesaplanan getirilerden hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır.

Tablo 30: Finansal Not Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

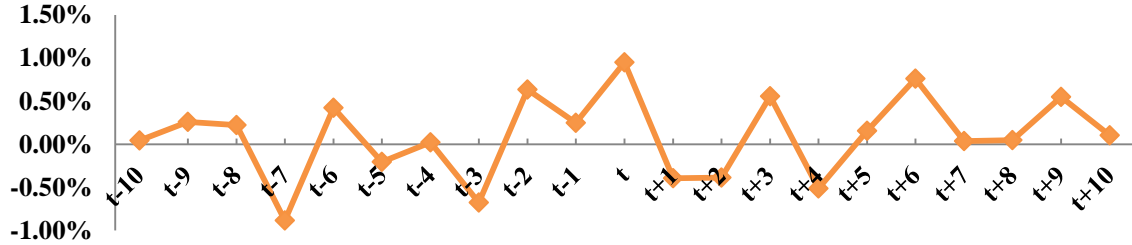
İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,000	0,397
t-9	0,003	0,374
t-8	0,002	0,356
t-7	-0,009	-0,882
t-6	0,004	0,586
t-5	-0,002	0,391
t-4	0,000	0,216
t-3	-0,007	0,712
t-2	0,006	0,596
t-1	0,002	0,374
t	0,010	1,164
t+1	-0,004	-0,498
t+2	-0,004	-0,484
t+3	0,006	0,405
t+4	-0,005	-0,351
t+5	0,002	0,393
t+6	0,008	0,805
t+7	0,000	0,352
t+8	0,000	0,551
t+9	0,006	0,606
t+10	0,001	0,278

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü (t) ARR’lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR’ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Olay günü ARR’ler

incelendiğinde yatırımcıların finansal nota ilişkin haberlere olumlu tepki verdiği görülmektedir.

Grafik 19: Finansal Not Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 31 ve Grafik 20’de şirketlerce yapılan kazanç duyurularına ilişkin hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

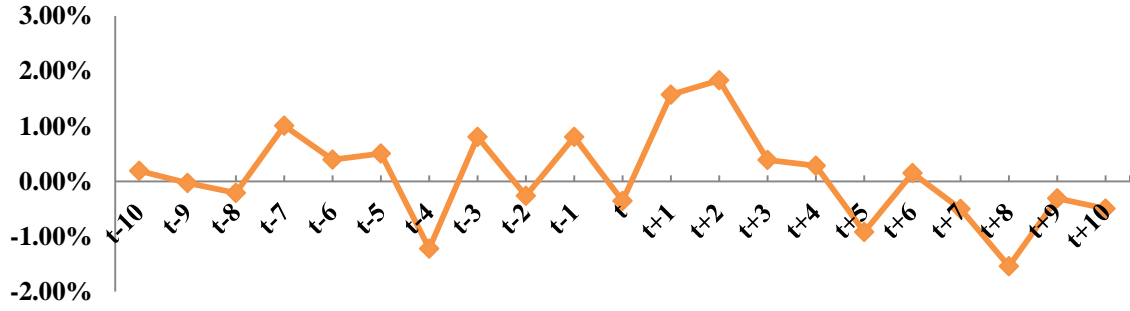
Tablo 31: Kazanç Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,002	0,518
t-9	0,000	-0,304
t-8	-0,002	-0,621
t-7	0,010	1,354
t-6	0,004	0,682
t-5	0,005	0,797
t-4	-0,012	-1,447
t-3	0,008	0,815
t-2	-0,003	-0,656
t-1	0,008	0,801
t	-0,004	-0,668
t+1	0,016	1,558***
t+2	0,018	1,874***
t+3	0,004	0,676
t+4	0,003	0,641
t+5	-0,009	-0,974
t+6	0,002	0,404
t+7	-0,005	-0,524
t+8	-0,015	-1,546***
t+9	-0,003	-0,634
t+10	-0,005	-0,701

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Buna göre, en yüksek pozitif getiri t+2 gününde gerçekleşmiş ve onu t+1 günündeki getiri izlemiştir. Olay günü (t) ise %0,4’lük negatif bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Elde edilen getirilerden t+1, t+2 ve t+8 günlerindeki getirilere ilişkin t istatistikleri anlamlıdır.

Grafik 20: Kazanç Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 32’de ise finansal duyurular içerisinde yer alan bütün alt başlıklara ilişkin hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

Tablo 32: Finansal Alt Başlıklar Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

Olay Günü	Ortalama Aşırı Getiriler (AARs)							
	Borçlanma	Borç Yapılandırma	Temettü	Hisse Geri Alımı	Hisse Arzı/Satışı	Hisse Bölünmesi	Finansal Not	Kazanç Açıklamaları
t-10	-0,003	0,001	-0,001	0,002	-0,001	0,000	0,000	0,002
t-9	0,001	0,000	-0,010	0,000	0,001	0,000	0,003	0,000
t-8	0,006	-0,001	0,004	0,007	0,000	0,002	0,002	-0,002
t-7	-0,002	0,000	-0,002	0,002	0,006	0,002	-0,009	0,010
t-6	0,014**	-0,004	-0,015	-0,002	0,001	-0,001	0,004	0,004
t-5	-0,003	-0,003	0,004	-0,002	0,001	0,001	-0,002	0,005
t-4	0,000	-0,001	0,018**	-0,002	0,005	-0,001	0,000	-0,012
t-3	-0,007	-0,002	0,001	-0,001	-0,004	-0,001	-0,007	0,008
t-2	0,002	-0,002	-0,006	-0,005	0,003	0,001	0,006	-0,003
t-1	0,012**	0,002	0,005	0,001	0,010	-0,001	0,002	0,008
t	0,009	0,005	-0,004	0,007	-0,006	0,000	0,010	-0,004
t+1	-0,004	-0,003	-0,011**	-0,007	-0,021*	-0,002	-0,004	0,016***
t+2	0,011***	-0,001	0,006	-0,002	-0,010	-0,001	-0,004	0,018***
t+3	-0,01***	0,001	-0,016**	0,001	0,006	-0,020*	0,006	0,004
t+4	-0,003	-0,002	-0,019**	-0,002	0,014***	0,000	-0,005	0,003
t+5	-0,003	0,000	0,005	0,001	-0,001	0,002	0,002	-0,009
t+6	-0,001	0,000	-0,002	0,000	-0,014**	-0,001	0,008	0,002
t+7	-0,020*	-0,009	0,015**	0,000	-0,006	-0,002	0,000	-0,005
t+8	-0,007	-0,002	0,009	-0,003	-0,014**	0,001	0,000	-0,015***
t+9	-0,012***	-0,004	-0,005	-0,002	0,002	-0,004	0,006	-0,003
t+10	0,009	0,001	0,008	0,000	-0,003	-0,001	0,001	-0,005

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 32'ye göre açıklanan finansal haberler içerisinde olay günü için hisse senedi üzerinde en fazla etkiye sahip olan haber türü finansal notlara ilişkin haberlerdir. İkinci sırada borçlanmaya ilişkin haberler yer almakta, bu haberleri hisse senedi geri alımına ilişkin haberler izlemektedir. Hisse senedi üzerinde en az etkiye sahip haber türü ise hisse bölünmesine ilişkin yapılan duyurulardır. Ayrıca tüm haberlere ilişkin olay günü için hesaplanan AAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı değildir.

Bu sonuçlar finansal açıdan yatırımcıların şirketlerde finansal yapının sağlamlığına, mali yükümlülüklerin yerine getirilmesine ve büyüme fırsatlarının değerlendirilmesine önem verdiklerini göstermektedir.

3.2.9. Operasyonel Duyuru Alt Başlıklarına İlişkin Bulgular

Çalışmanın bu bölümünde kapasite, işten çıkarma, sendikalarla yapılan görüşmeler, yeni sunulan ürünler ve tedarik antlaşmalarına ilişkin elde edilen bulgulardan bahsedilecektir.

Tablo 33 ve Grafik 21'de şirketlerce duyurulan kapasiteye ilişkin haberler için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

Buna göre, en yüksek getiri t gününde gerçekleşmiş ve onu t-9 günündeki getiri izlemiştir. Hesaplanan getirilerden t-9 ve t günlerindeki getirilere ilişkin t istatistikleri anlamlıdır. Diğer taraftan t-9 gününde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif getirinin varlığı, bilgi suistimali olarak yorumlanabilmektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir.

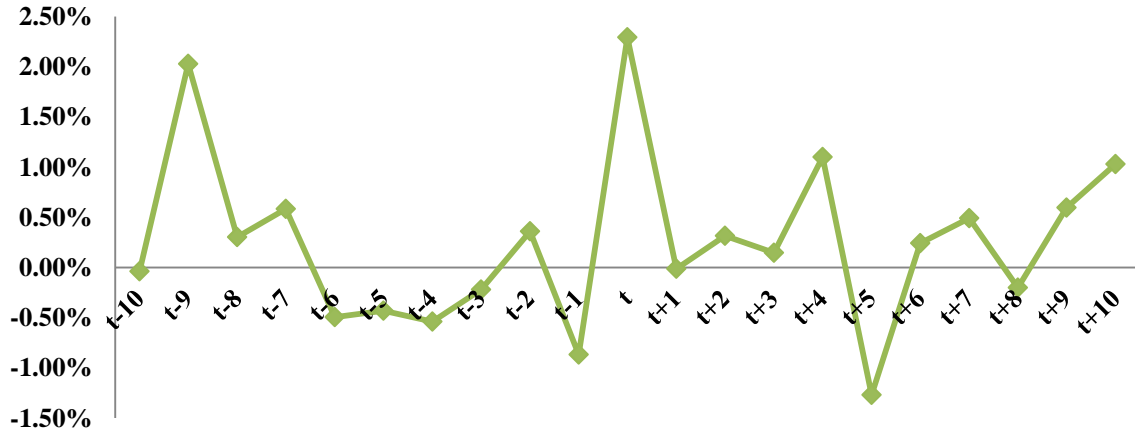
Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü (t) ARR'lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR'ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Olay günü ve sonrası ARR'ler incelendiğinde yatırımcıların 10 günlük dönemde haberlere daha çok olumlu tepki verdiği görülmektedir

Tablo 33: Kapasite Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,000	-0,205
t-9	0,020	1,969**
t-8	0,003	-0,235
t-7	0,006	0,614
t-6	-0,005	-0,514
t-5	-0,004	-0,525
t-4	-0,005	-0,662
t-3	-0,002	-0,373
t-2	0,004	0,297
t-1	-0,009	-0,013
t	0,023	2,241**
t+1	0,000	-0,192
t+2	0,003	-0,281
t+3	0,001	0,308
t+4	0,011	1,432
t+5	-0,013	-1,461
t+6	0,002	0,485
t+7	0,005	0,586
t+8	-0,002	-0,445
t+9	0,006	0,678
t+10	0,010	1,316

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Grafik 21: Kapasite Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 34 ve Grafik 22’de şirketlerce alınan işten çıkarma duyuruları için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

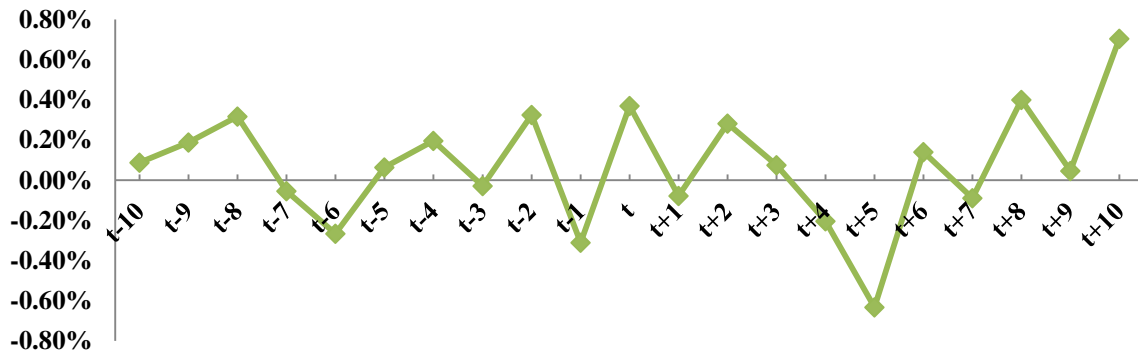
Buna göre, en yüksek getiri t+10 gününde gerçekleşmiştir. Olay günü (t) ise %0,4'lük bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Hesaplanan getirilerden hiçbirisi istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır.

Tablo 34: İşten Çıkarma Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,001	1,071
t-9	0,002	0,353
t-8	0,003	1,279
t-7	-0,001	-0,752
t-6	-0,003	-1,056
t-5	0,001	0,248
t-4	0,002	1,229
t-3	0,000	-0,564
t-2	0,003	0,601
t-1	-0,003	-0,516
t	0,004	1,022
t+1	-0,001	-0,378
t+2	0,003	0,130
t+3	0,001	0,391
t+4	-0,002	-0,091
t+5	-0,006	-0,731
t+6	0,001	1,491
t+7	-0,001	-0,361
t+8	0,004	1,539
t+9	0,000	0,494
t+10	0,007	0,551

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Grafik 22: İşten Çıkarma Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 35 ve Grafik 23'te şirketlerce sendikalarla yapılan görüşme duyuruları için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

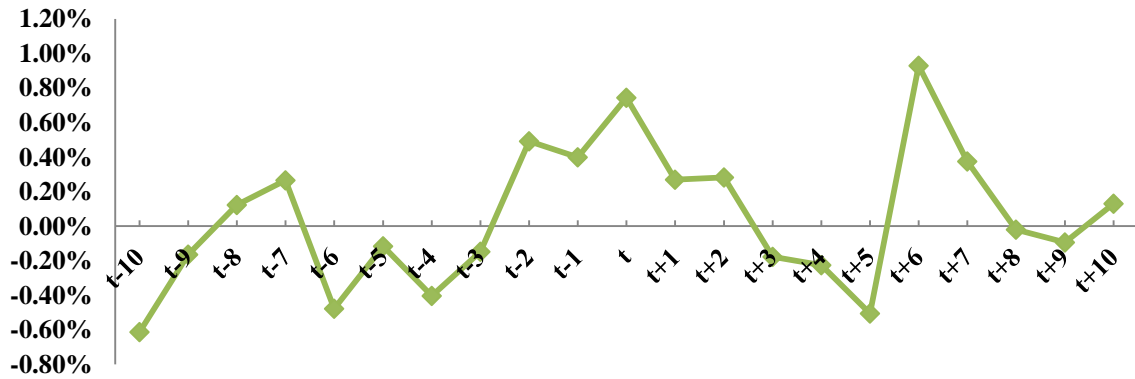
Tablo 35: Sendika Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	-0,006	-0,698
t-9	-0,002	-0,273
t-8	0,001	0,283
t-7	0,003	1,118
t-6	-0,005	-1,178
t-5	-0,001	-0,475
t-4	-0,004	-0,707
t-3	-0,001	-0,443
t-2	0,005	0,701
t-1	0,004	0,672
t	0,007	0,871
t+1	0,003	0,906
t+2	0,003	-0,914
t+3	-0,002	-0,357
t+4	-0,002	-0,44
t+5	-0,005	-0,041
t+6	0,009	1,081
t+7	0,004	0,521
t+8	0,000	0,212
t+9	-0,001	-0,8
t+10	0,001	0,436

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Buna göre, en yüksek pozitif getiri t+6 gününde gerçekleşmiştir. Olay günü (t) ise %0,7'lik bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Ancak hesaplanan getirilerden hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı değildir. Olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir.

Grafik 23: Sendika Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü (t) ARR'lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR'ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Olay günü ve sonrası ARR'ler incelendiğinde yatırımcıların 10 günlük dönemde haberlere daha çok olumlu bir tepki verdiği görülmektedir.

Tablo 36 ve Grafik 24'te şirketlerce yapılan yeni ürün duyuruları hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

Tablo 36: Yeni Ürün Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

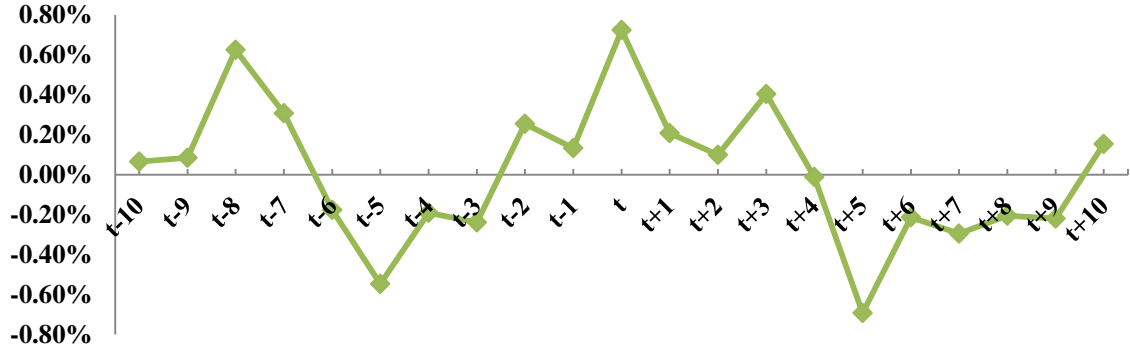
İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,001	0,251
t-9	0,001	0,226
t-8	0,006	0,778
t-7	0,003	0,522
t-6	-0,002	-0,461
t-5	-0,005	-0,624
t-4	-0,002	-0,466
t-3	-0,002	-0,777
t-2	0,003	0,346
t-1	0,001	1,151
t	0,007	1,488
t+1	0,002	0,712
t+2	0,001	1,055
t+3	0,004	0,955
t+4	0,000	-0,173
t+5	-0,007	-1,118
t+6	-0,002	-0,841
t+7	-0,003	-1,034
t+8	-0,002	-1,065
t+9	-0,002	-0,392
t+10	0,002	0,203

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Buna göre, en yüksek pozitif getiri t gününde gerçekleşmiş ve onu t-8 günündeki getiri izlemiştir. Hesaplanan aşırı getirilerden hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır. Olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir. Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü (t) ARR'lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz

algılanmasının ise üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Olay günü incelendiğinde yatırımcıların haberlere olumlu tepki verdiği görülmektedir.

Grafik 24: Yeni Ürün Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



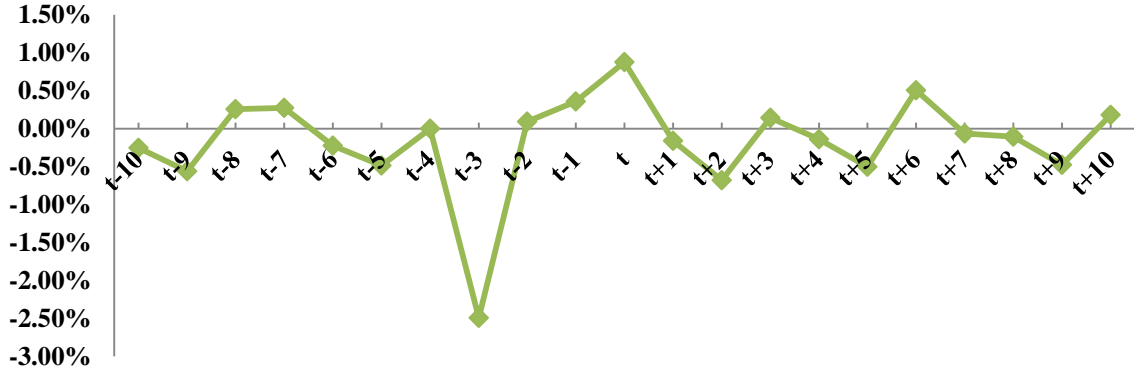
Tablo 37 ve Şekil 25'te şirketlerce duyurulan tedarik antlaşmalarına ilişkin hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

Tablo 37: Tedarik Antlaşması Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	-0,003	-0,215
t-9	-0,006	-1,044
t-8	0,003	0,25
t-7	0,003	0,143
t-6	-0,002	-1,022
t-5	-0,005	-0,715
t-4	0,000	-0,427
t-3	-0,025	-2,402**
t-2	0,001	1,042
t-1	0,004	0,437
t	0,009	0,987
t+1	-0,002	-1,147
t+2	-0,007	-0,19
t+3	0,001	1,011
t+4	-0,001	-0,004
t+5	-0,005	-0,723
t+6	0,005	0,265
t+7	-0,001	-0,517
t+8	-0,001	-0,352
t+9	-0,005	-1,152
t+10	0,002	0,493

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Grafik 25: Tedarik Antlaşması Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Buna göre, en yüksek pozitif getiri t gününde gerçekleşmiştir. Hesaplanan getirilerden hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı değildir. Diğer taraftan t-3 gününde istatistiki olarak anlamlı getirinin varlığı, bilgi suistimali olarak yorumlanabilmektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir. Olay günü (t) ise %0,9'luk ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Bu durum yatırımcıların haberleri olumlu değerlendirdikleri şeklinde yorumlanabilmektedir.

Tablo 38'de ise operasyonel duyurular içerisinde yer alan bütün alt başlıklara ilişkin hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

Tablo 38'e göre açıklanan operasyonel haberler içerisinde olay günü için hisse senedi üzerinde en fazla etkiye sahip olan haber türü kapasiteye ilişkin haberlerdir. İkinci sırada tedarik antlaşmalarına ilişkin haberler yer almaktadır. Hisse senedi üzerinde en az etkiye sahip haber türü ise işten çıkarmaya ilişkin yapılan duyurulardır. Ayrıca kapasiteye ilişkin haberler hariç diğer tüm haberlere ilişkin olay günü için hesaplanan AAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır.

Bu sonuçlar operasyonel duyurular açısından yatırımcıların şirketlerin kapasitelerine ilişkin haberleri daha çok dikkate aldığını göstermektedir.

Tablo 38: Operasyonel Alt Başlıklar Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

Olay Aralığı	Ortalama Aşırı Getiriler (AARs)				
	Kapasite	İşten Çıkarma/Lokavt	Sendika	Yeni Sunulan Ürün	Tedarik Antlaşmaları
t-10	0,000	0,001	-0,006	0,001	-0,003
t-9	0,020**	0,002	-0,002	0,001	-0,006
t-8	0,003	0,003	0,001	0,006	0,003
t-7	0,006	-0,001	0,003	0,003	0,003
t-6	-0,005	-0,003	-0,005	-0,002	-0,002
t-5	-0,004	0,001	-0,001	-0,005	-0,005
t-4	-0,005	0,002	-0,004	-0,002	0,000
t-3	-0,002	0,000	-0,001	-0,002	-0,025**
t-2	0,004	0,003	0,005	0,003	0,001
t-1	-0,009	-0,003	0,004	0,001	0,004
t	0,023**	0,004	0,007	0,007	0,009
t+1	0,000	-0,001	0,003	0,002	-0,002
t+2	0,003	0,003	0,003	0,001	-0,007
t+3	0,001	0,001	-0,002	0,004	0,001
t+4	0,011	-0,002	-0,002	0,000	-0,001
t+5	-0,013	-0,006	-0,005	-0,007	-0,005
t+6	0,002	0,001	0,009	-0,002	0,005
t+7	0,005	-0,001	0,004	-0,003	-0,001
t+8	-0,002	0,004	0,000	-0,002	-0,001
t+9	0,006	0,000	-0,001	-0,002	-0,005
t+10	0,010	0,007	0,001	0,002	0,002

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

3.2.10.Yeniden Yapılanma Duyurusu Alt Başlıklarına İlişkin Bulgular

Çalışmanın bu bölümünde işbirliği antlaşmaları, birleşme, iştirak satın alımı/ kurulması ve iştirak satımı haberlerine ilişkin elde edilen bulgulardan bahsedilecektir. Tablo 39 ve Grafik 26’da şirketlerce duyurulan iş ortaklığı antlaşmaları için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir. Buna göre, en yüksek getiri t-1 gününde gerçekleşmiştir. Olay günü (t) ise %1’lik ortalama pozitif aşırı getiri hesaplanmıştır. Bu durum yatırımcıların antlaşmalara olumlu baktıkları şeklinde yorumlanabilmektedir.

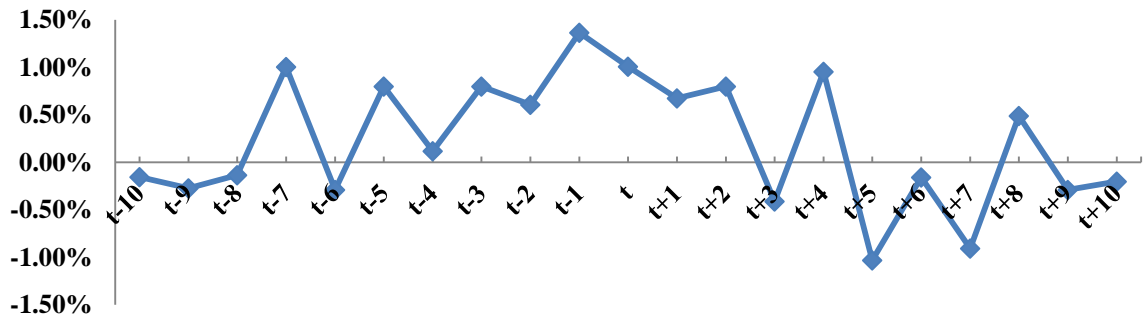
Tablo 39: İş Ortaklığı Antlaşması Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	-0,002	-1,039
t-9	-0,003	-0,456
t-8	-0,001	-0,72
t-7	0,010	1,547
t-6	-0,003	-0,083
t-5	0,008	1,018
t-4	0,001	0,759
t-3	0,008	0,953
t-2	0,006	0,841
t-1	0,014	1,794***
t	0,010	1,582
t+1	0,007	1,085
t+2	0,008	1,125
t+3	-0,004	-0,745
t+4	0,010	1,337
t+5	-0,010	-1,573
t+6	-0,002	-0,263
t+7	-0,009	-1,074
t+8	0,005	0,099
t+9	-0,003	-0,402
t+10	-0,002	-0,359

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Hesaplanan getirilerden sadece t-1 gününe ait getiriye ilişkin t istatistiği anlamlıdır. Diğer taraftan t-1 gününde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif getirinin varlığı, bilgi suistimali olarak yorumlanabilmektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir.

Grafik 26: İş Ortaklığı Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 40 ve Grafik 27'de şirketlerce duyurulan birleşme haberlerine ilişkin hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

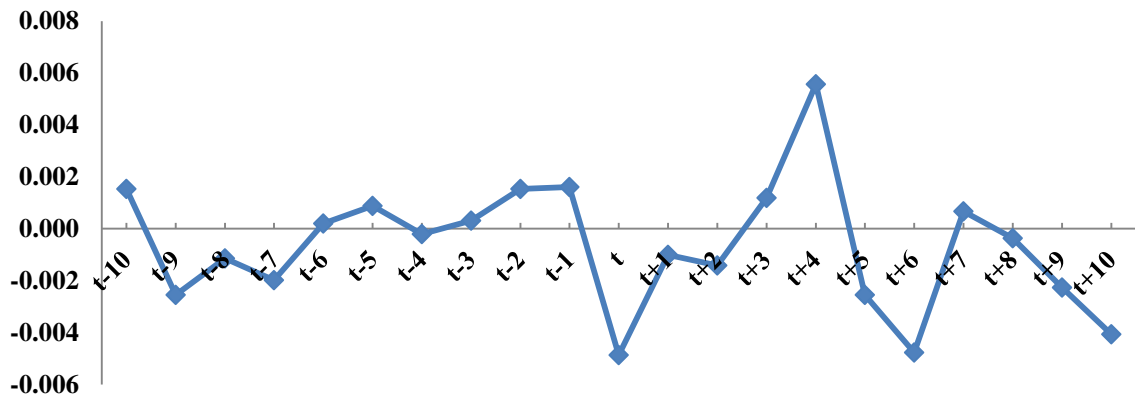
Tablo 40: Birleşme Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,002	0,469
t-9	-0,003	-0,553
t-8	-0,001	-0,425
t-7	-0,002	-0,496
t-6	0,000	1,291
t-5	0,001	1,379
t-4	0,000	-0,101
t-3	0,000	0,887
t-2	0,002	0,777
t-1	0,002	1,279
t	-0,005	-2,626**
t+1	-0,001	-1,065
t+2	-0,001	-1,025
t+3	0,001	0,25
t+4	0,006	2,871**
t+5	-0,003	-0,802
t+6	-0,005	-1,571
t+7	0,001	0,432
t+8	0,000	-0,108
t+9	-0,002	-0,298
t+10	-0,004	-1,554

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Buna göre, en yüksek pozitif getiri t+4 gününde gerçekleşmiştir. Olay günü (t) ise -%0,5'lik bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Bu durum yatırımcıların birleşme haberlerine olumsuz tepki verdiği şeklinde yorumlanabilmektedir. Elde edilen getirilerden t ve t+4 günlerindeki getirilere ilişkin t istatistikleri anlamlıdır. Aynı zamanda olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir.

Grafik 27: Birleşme Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 41 ve Grafik 28’de şirketlerce duyurulan iştirak alımına veya kurulmasına ilişkin haberler için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

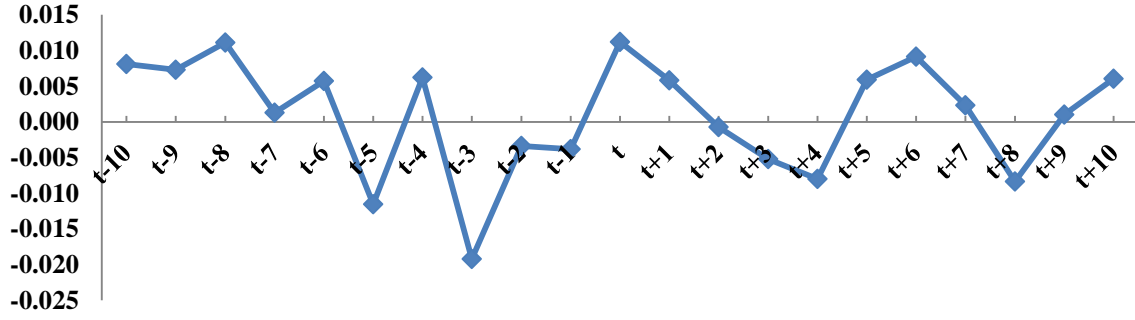
Tablo 41: İştirak Alımı/Kurulması Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,008	0,751
t-9	0,007	0,173
t-8	0,011	1,761***
t-7	0,001	0,515
t-6	0,006	1,009
t-5	-0,012	-1,853***
t-4	0,006	0,942
t-3	-0,019	-2,308**
t-2	-0,003	-0,125
t-1	-0,004	-1,02
t	0,011	1,864***
t+1	0,006	0,541
t+2	-0,001	-0,614
t+3	-0,005	-2,061
t+4	-0,008	-1,209
t+5	0,006	1,091
t+6	0,009	1,396
t+7	0,002	0,694
t+8	-0,008	-1,225
t+9	0,001	0,645
t+10	0,006	1,012

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Buna göre, en yüksek pozitif getiri t gününde gerçekleşmiştir. Elde edilen getirilerden t-8, t-5, t-3 ve t günlerindeki getirilere ilişkin t istatistikleri anlamlıdır. Diğer taraftan olay öncesi istatistiki olarak anlamlı getirinin varlığı, bilgi suistimali olarak yorumlanabilmektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir. Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü (t) ARR’lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR’ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Olay günü ARR’ler incelendiğinde yatırımcıların haberlere olumlu bir tepki verdiği görülmektedir.

Grafik 28: İştirak Alımı/Kurulması Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 42 ve Grafik 29’da şirketlerce duyurulan iştirak satımı haberlerine ilişkin hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir. Buna göre, en yüksek pozitif getiri t+8 gününde gerçekleşmiştir. Olay günü (t) ise %0,2’lik bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Elde edilen getirilerden sadece t+6 gününe ilişkin t istatistiği anlamlıdır. Aynı zamanda olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir.

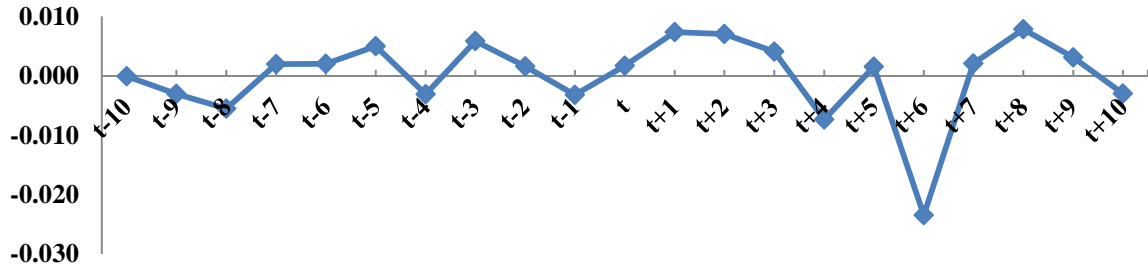
Tablo 42: İştirak Satımı Duyuruları İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

İş Günleri	AARs	t değeri
t-10	0,000	-0,168
t-9	-0,003	-1,032
t-8	-0,006	-1,122
t-7	0,002	0,471
t-6	0,002	0,771
t-5	0,005	1,255
t-4	-0,003	-1,157
t-3	0,006	1,475
t-2	0,002	1,033
t-1	-0,003	-1,211
t	0,002	0,272
t+1	0,007	0,612
t+2	0,007	0,263
t+3	0,004	1,039
t+4	-0,007	-0,234
t+5	0,002	1,018
t+6	-0,023	-2,383**
t+7	0,002	0,879
t+8	0,008	1,404
t+9	0,003	0,595
t+10	-0,003	-0,013

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü (t) ARR'lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR'ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenmektedir. Olay günü ARR'ler incelendiğinde yatırımcıların haberlere olumlu bir tepki verdiği görülmektedir.

Grafik 29: İştirak Satımı Duyuruları Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs



Tablo 43'te ise operasyonel duyurular içerisinde yer alan bütün alt başlıklara ilişkin hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

Tablo 43: Yeniden Yapılanmaya İlişkin Alt Başlıklar Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki AARs

Olay Günü	Ortalama Aşırı Getiriler (AARs)			
	İş Ortaklığı Antlaşmaları	Birleşme	İştirak Alımı/Kurulması	İştirak Satışı
t-10	-0,002	0,002	0,008	0,000
t-9	-0,003	-0,003	0,007	-0,003
t-8	-0,001	-0,001	0,011***	-0,006
t-7	0,010	-0,002	0,001	0,002
t-6	-0,003	0,000	0,006	0,002
t-5	0,008	0,001	-0,012**	0,005
t-4	0,001	0,000	0,006	-0,003
t-3	0,008	0,000	-0,019**	0,006
t-2	0,006	0,002	-0,003	0,002
t-1	0,014***	0,002	-0,004	-0,003
t	0,010	-0,005**	0,011***	0,002
t+1	0,007	-0,001	0,006	0,007
t+2	0,008	-0,001	-0,001	0,007
t+3	-0,004	0,001	-0,005	0,004
t+4	0,010	0,006**	-0,008	-0,007
t+5	-0,010	-0,003	0,006	0,002
t+6	-0,002	-0,005	0,009	-0,023**
t+7	-0,009	0,001	0,002	0,002
t+8	0,005	0,000	-0,008	0,008
t+9	-0,003	-0,002	0,001	0,003
t+10	-0,002	-0,004	0,006	-0,003

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 43'e göre açıklanan yeniden yapılanmaya ilişkin haberler içerisinde olay günü için hisse senedi üzerinde en fazla etkiye sahip olan haber türü iştirak alımına/kurulmasına ilişkin haberlerdir. İkinci sırada iş ortaklığına ilişkin haberler yer almakta, bu haberleri birleşmeye ilişkin haberler izlemektedir. Hisse senedi üzerinde en az etkiye sahip haber türü ise iştirak satışına ilişkin yapılan duyurulardır. Bu sonuçlar yeniden yapılanmaya ilişkin yatırımcıların şirketlerde çeşitlendirmeye, büyümeye ve işbirliklerine önem verdiklerini göstermektedir.

3.2.11. Finansal Alt Başlıklar İçin Hesaplanan ACAR'lara İlişkin Bulgular

Tablo 44'te ise belirli olay aralıkları için finansal duyurular içerisinde yer alan alt başlıklara ilişkin hesaplanan ACAR'lar gösterilmiştir.

Tablo 44: Finansal Alt Başlıklar Açısından Belirli Olay Aralıkları İçin Hesaplanan ACARs

Olay Aralığı	Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs)							
	Borçlanma	Borç Yapılandırma	Temettü	Hisse Geri Alımı	Hisse Arzı/Satışı	Hisse Bölünmesi	Finansal Not	Kazanç Açıklamaları
(-1, +1)	0,017**	0,004***	-0,010	0,000	-0,017	0,004	0,006	0,020
(-2, +2)	0,029**	0,002	-0,010**	-0,007	-0,024	0,009***	0,011*	0,036
(-3, +3)	0,012	0,001	-0,024***	-0,007**	-0,023	-0,019	0,009	0,048**
(-4, +4)	0,009***	-0,002***	-0,026	-0,011*	-0,004	-0,022*	0,005***	0,039
(-5, +5)	0,002	-0,005*	-0,018	-0,011*	-0,004	-0,012*	0,004	0,034**
(-6, +6)	0,015*	-0,009*	-0,035**	-0,013*	-0,017	-0,018*	0,016*	0,040*
(-7, +7)	-0,007*	-0,018*	-0,022**	-0,011*	-0,017	-0,021*	0,007	0,045*
(-8, +8)	-0,008*	-0,021*	-0,009**	-0,007	-0,031	-0,011*	0,010	0,027*
(-9, +9)	-0,019*	-0,026*	-0,024*	-0,009	-0,029	-0,016*	0,018**	0,024*
(-10, +10)	-0,013**	-0,024*	-0,017*	-0,007	-0,032	-0,021*	0,020*	0,021*
(-10, 0)	0,028*	-0,004*	-0,007*	0,007*	0,016*	-0,005	0,011	0,016*
(-5, 0)	0,013	0,000**	0,018*	-0,001**	0,008**	-0,007**	0,010	0,003
(0, +5)	-0,001**	0,000***	-0,040**	-0,003	-0,019*	-0,007	0,004**	0,028**
(0, +10)	-0,032	-0,014	-0,015*	-0,007***	-0,054*	-0,013*	0,019*	0,001*

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Borçlanma duyuruları açısından hesaplanan ACAR'lardan (-5, 5) ve (-5, 0) olay aralıkları hariç bütün olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı

bulunmuştur. (-10, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Borçlanma haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-10, 0) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından negatif olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilmektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir.

Borç yapılandırma duyuruları açısından hesaplanan ACAR'lardan (-2, 2), (-3, 3) ve (0, 10) olay aralıkları hariç diğer bütün olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Borç yapılandırma haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-1, 1) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından negatif olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Açıklama öncesi aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı biçiminde yorumlanmaktadır (McWilliams ve Siegel, 1997: 634; Vernimmen, 2009: 277).

Temettü duyuruları için hesaplanan ACAR'lardan (-1, 1), (-4, 4), (-5, 5) hariç diğer tüm olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-5, 0) olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç, haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Finansal haberlere ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-5, 0) aralığında gerçekleşmiştir. Olay sonrası aralıklara ait ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından negatif olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını ortaya koymuştur.

Hisse geri alımı duyuruları açısından hesaplanan ACAR'lardan (-1, 1), (-2, 2), (-8, 8), (-9, 9), (-10, 10) ve (0, 5) hariç diğer tüm olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-10, 0) olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Hisse senedi geri alımı haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-10, 0) aralığında

gerçekleşmiştir. Açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir.

Hisse arzı/satışı duyuruları açısından hesaplanan ACAR'lardan sadece (-10, 0), (-5, 0), (0, 5), (0, 10) olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-10, 0) olay aralığında, haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Hisse senedi geri alımı haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-10, 0) aralığında gerçekleşmiştir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını ortaya koymuştur.

Hisse bölünmesine ilişkin hesaplanan ACAR'lardan ise (-1, 1), (-3, 3), (-10, 0) ve (0, 5) olay aralıkları hariç diğer tüm hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-5, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı biçiminde yorumlanmaktadır (McWilliams ve Siegel, 1997: 634; Vernimmen, 2009: 277).

Finansal notlara ilişkin hesaplanan ACAR'lardan ise (-1, 1), (-3, 3), (-5, 5), (-7, 7), (-8, 8), (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları hariç diğer tüm hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından olumlu olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir.

Şirketlerce duyurulan kazanç açıklamalarına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan ise (-1, 1), (-2, 2), (-4, 4), (-5, 0) olay aralıkları hariç diğer tüm hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-10, 0) olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç, haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Finansal haberlere ilişkin en yüksek pozitif ACAR ise (-3, 3) aralığında gerçekleşmiştir. Olay sonrası aralıklara ait ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından olumlu olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi

veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir (McWilliams ve Siegel, 1997: 634; Vernimmen, 2009: 277).

3.2.12. Operasyonel Alt Başlıklar İçin Hesaplanan ACAR'lara İlişkin Bulgular

Tablo 45'te ise belirli olay aralıkları için operasyonel duyurular içerisinde yer alan alt başlıklara ilişkin hesaplanan ACAR'lar gösterilmiştir.

Tablo 45: Operasyonel Alt Başlıklar Açısından Belirli Olay Aralıkları İçin Hesaplanan ACARs

Olay Aralığı	Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs)				
	Kapasite	İşten Çıkarma/Lokavt	Sendika	Yeni Sunulan Ürün	Tedarik Antlaşmaları
(-1, +1)	0,014	0,000	0,029	0,011	0,011***
(-2, +2)	0,021***	0,006**	0,043***	0,014**	0,005**
(-3, +3)	0,020***	0,006**	0,046***	0,016**	-0,019*
(-4, +4)	0,026	0,006*	0,037**	0,014***	-0,020*
(-5, +5)	0,009	0,001*	0,020	0,002	-0,030*
(-6, +6)	0,006	-0,001	0,015***	-0,002	-0,027*
(-7, +7)	0,017	-0,002	0,017***	-0,002	-0,025*
(-8, +8)	0,018**	0,005*	0,024*	0,002*	-0,023*
(-9, +9)	0,044*	0,007*	0,018**	0,001*	-0,034*
(-10, +10)	0,055*	0,015*	0,011	0,003*	-0,035*
(-10, 0)	0,030*	0,009*	0,009*	0,010*	-0,022*
(-5, 0)	0,006***	0,006**	0,012	0,001**	-0,016**
(0, +5)	0,026*	-0,002**	0,030*	0,007*	-0,001**
(0, +10)	0,047*	0,010**	0,025*	0,000*	-0,001**

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Kapasite duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan (-1, 1), (-4, 4), (-5, 5), (-6, 6) ve (-7, 7) olay aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Kapasite haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR (-10, 10) aralığında gerçekleşmiştir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından olumlu değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir.

İşten çıkarma/lokavt duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan ise (-1, 1), (-6, 6), (-5, 5), (-6, 6) ve (-7, 7) olay aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. İşten çıkarma haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR (-10, 10) aralığında gerçekleşmiştir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını ortaya koymuştur.

Sendikalarla yapılan görüşme duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan ise (-1, 1), (-5, 5), (-10, 10) ve (-5, 0) olay aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Sendika haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR (-3, 3) aralığında gerçekleşmiştir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı biçiminde yorumlanmaktadır (McWilliams ve Siegel, 1997: 634; Vernimmen, 2009: 277). Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberlerin yatırımcılar açısından olumlu değerlendirildiğini göstermektedir.

Yeni sunulan ürün duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan ise (-1, 1), (-5, 5), (-6, 6) ve (-7, 7) olay aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Yeni sunulan ürün haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR (-3, 3) aralığında gerçekleşmiştir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını ortaya koymuştur.

Tedarik antlaşması duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan hepsi istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını

gösterebilmektedir. Tedarik antlaşması haberlerine ilişkin tek pozitif ACAR ise (-1, 1) aralığında gerçekleşmiştir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir.

3.2.13. Yeniden Yapılanma Alt Başlıkları İçin Hesaplanan ACAR'lara İlişkin Bulgular

Tablo 46'da belirli olay aralıkları için operasyonel duyurular içerisinde yer alan alt başlıklara ilişkin hesaplanan ACAR'lar gösterilmiştir.

Tablo 46: Yeniden Yapılanmaya İlişkin Alt Başlıklar Açısından Belirli Olay Aralıkları İçin Hesaplanan ACARs

Olay Aralığı	Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs)			
	İş Ortaklığı Antlaşmaları	Birleşme	İştirak Alımı/ Kurulması	İştirak Satışı
(-1, +1)	0,031**	-0,004	0,013	0,006
(-2, +2)	0,045**	-0,004	0,009	0,015
(-3, +3)	0,048*	-0,003	-0,015*	0,024*
(-4, +4)	0,059*	0,003	-0,017*	0,014**
(-5, +5)	0,057*	0,001	-0,023*	0,021*
(-6, +6)	0,052*	-0,003	-0,008*	-0,001*
(-7, +7)	0,053*	-0,005*	-0,004*	0,003*
(-8, +8)	0,057*	-0,006*	-0,001*	0,006**
(-9, +9)	0,051*	-0,011*	0,007*	0,006
(-10, +10)	0,048*	-0,014*	0,021*	0,003
(-10, 0)	0,049**	-0,005*	0,013*	0,003
(-5, 0)	0,047**	-0,001***	-0,024*	-0,012*
(0, +5)	0,020*	-0,003*	0,009*	0,014*
(0, +10)	0,009*	-0,014*	0,019*	0,001***

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

İş ortaklığı duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lerden hepsi istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. İş ortaklığı haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR (-4, 4) aralığında gerçekleşmiştir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından olumlu değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Piyasanın

etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını ortaya koymuştur.

Birleşme duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan (-1, 1), (-2, 2), (-3, 3), (-4, 4), (-5, 5), (-6, 6) olay aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin anlamlı negatif getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Birleşme haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR (-4, 4) aralığında gerçekleşmiştir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından olumsuz değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını ortaya koymuştur.

İştirak alımı/kurulması duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan (-1, 1) ve (-2, 2) olay aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin anlamlı pozitif getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Birleşme haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR (-10, 10) aralığında gerçekleşmiştir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından olumlu değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir.

İştirak satışı duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan (-1, 1), (-2, 2), (-9, 9), (-10, 10), (-10, 0) olay aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Birleşme haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR (-3, 3) aralığında gerçekleşmiştir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin ilk 5 iş günü için yatırımcılar açısından olumlu değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermiştir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Sermaye piyasalarına her yeni gün, genel ekonomik durumla, ürün talebiyle, şirketlerin aldıkları finansal kararlarla ilgili vb. yeni bilgiler gelmektedir. Ortaya çıkan bu bilgiler hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyebilmektedir.

Etkin piyasa hipotezi, bilginin kamuya açıklandığı anda fiyatlara yansıdığını varsaydığından ortaya çıkan haberlerin finansal piyasalar üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını ve hiçbir yatırımcının piyasada aşırı getiri sağlayamayacağını ileri sürmektedir. Hipotezde kamuya açıklanmış ya da açıklanmamış tüm bilgilerin çok hızlı bir biçimde, tüm yatırımcılara ulaşacağı, bu nedenle de fiyatların bu bilgiler doğrultusunda yeniden oluşacağı kabul edilmektedir. Ancak çeşitli piyasaların etkinlik düzeyleri farklılık göstermektedir. Piyasaların etkin olmaması durumunda ise kamuya açıklanacak bilgiler aracılığıyla yatırımcılar aşırı getiriler elde edebileceklerdir. Bu nedenle, şirketler tarafından duyurulan haberler hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu veya olumsuz etkiler oluşturabilecektir.

Çalışmada şirketlerce açıklanan haberlerin hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine imkan verip vermediği olay çalışması yöntemi ile araştırılmıştır. Şirketlere özgü haberler Antweiler ve Frank (2006) tarafından kullanılan sınıflandırma esas alınarak belirli başlıklara ayrılmıştır. Kurumsal yönetime, operasyonel, hukuki, finansal, genel ve yeniden yapılanmaya ilişkin altı ana başlık ile alt başlıklar altında toplanan haberlerden hangilerinin hisse senedi fiyatları dolayısıyla getirileri üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğu irdelenmiştir. Diğer taraftan, yarı kuvvetli formda bir piyasada, yayınlanan bu haberlerden aşırı bir getiri sağlanamaması gerektiğinden BİST'in yarı kuvvetli formda etkin olup olmadığı da test edilmiştir. Ocak 2003-Aralık 2012 dönemini kapsayan çalışma, BİST-30'da işlem gören şirketler tarafından duyurulan 2363 haberi kapsamaktadır. Bu haberlerden 793'ü finansal, 532'si operasyonel, 311'i yeniden yapılanma, 284'ü kurumsal yönetim, 223'ü hukuki, 220'si ise genel konulara ilişkindir. Söz konusu dönemde BİST-30'da işlem gören hisse senetlerine ait fiyatlar ise isyatırım.com.tr'den elde

edilmiştir. Duyurunun yayınlandığı gün, olay günü (t) olarak kabul edilmiştir. t gününden önceki iş günleri t-1, t-2,...,t-10 ve t gününden sonraki iş günleri t+1, t+2,...,t+10 olarak numaralandırılmış ve her bir iş gününe ait ayrı ayrı hisse senetlerinin günlük getirileri hesaplanmıştır. Çalışmanın uygulama kısmında öncelikle, her bir hisse senedi için örnek olay olarak belirlenen altı ana başlığa ilişkin duyuruların açıklandığı günün on gün öncesi ve on gün sonrasını kapsayan günlük getiri oranları hesaplanmıştır. Bu günlük getirilerden yararlanılarak olay çalışması için gerekli hesaplamalar yapılmış ve bu duyuruların olay penceresi içerisinde ilgili şirketlerin hisse senetlerinde aşırı bir getiri oluşturup oluşturmadığı belirlenmiştir.

Yatırımcıların altı ana başlıkta sınıflandırılmış duyurulardan hangilerine daha çok tepki verdiği olay günü için hesaplanan ortalama aşırı getiriler (AAR) yardımıyla belirlenmiştir. Buna göre yatırımcıların ortaya çıkan haberlerden en fazla %5 ile operasyonel haberlere tepki verdiği ortaya konmuştur. İkinci sırada %1,8 ile yeniden yapılanmaya ilişkin haberler yer almış ve bu haberleri %1,5 ile finansal haberler izlemiştir. Yatırımcıların en az tepki verdiği duyuru türü ise %0,4 ile genel haberlerdir. Diğer taraftan finansal ve genel haberler için duyuru öncesi istatistiki olarak anlamlı ve pozitif getirinin varlığı, bilgi suistimali olarak yorumlanabilmektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir.

Kurumsal yönetim haberleri ile ilişkili belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lardan (-5, 0) aralığı hariç diğer tüm aralıklar istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitifdir. Elde edilen sonuçlar şirketlerce yapılan kurumsal yönetimle ilişkili haberlere yatırımcıların olumlu tepki verdiğini ve getirilerin olaya karşı duyarlı olduğunu göstermektedir. (-10, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin istatistiki olarak anlamlı pozitif getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Kurumsal yönetime ilişkin en yüksek pozitif ACAR ise (-8, 8) olay aralığında gerçekleşmiştir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı biçiminde yorumlanmaktadır. Elde edilen sonuçlar da piyasanın etkin olmadığını göstermektedir. Böylece kurumsal yönetimle ilgili duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden aşırı bir getiri sağlandığı belirlenmiştir. Böyle bir durumda ise piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir şeklinde belirtilen H_{1ky} hipotezi kabul edilmiştir.

Finansal duyurular için hesaplanan ACAR'lerden sadece (-1, 1), (-2, 2), (-8, 8), (-10, 0) ve (0, 10) olay aralıkları istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-10, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermiştir. Finansal haberlere ilişkin en yüksek pozitif ACAR (-10, 0) aralığında gerçekleşmiştir. Elde edilen sonuçlar piyasanın etkin olmadığını göstermektedir. Böylece finansal duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden aşırı bir getiri elde edilebileceği ortaya konmuştur. Bu durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir şeklinde belirtilen H_{1fi} hipotezi kabul edilmiştir.

Genel duyurular için hesaplanan ACAR'lar (-1, 1) olay aralığı hariç istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Genel haberlere ilişkin en yüksek pozitif ACAR (-10, 0) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından negatif olarak değerlendirildiğini göstermektedir. En düşük getiri de (0, 10) olay aralığında gerçekleşmiştir. Elde edilen sonuçlar piyasanın etkin olmadığını göstermektedir. Böylece genel duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden aşırı bir getiri elde edilmiş ve bununla beraber piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olmadığını belirten H_{1ge} hipotezi kabul edilmiştir.

Tüm hukuki duyurular için hesaplanan ACAR'lar (-1, 1), (-5, 5), (-10, 10), (-5, 0) olay aralıkları hariç tüm aralıklar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-5, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif getirileri mevcuttur. Hukuki haberlere ilişkin en yüksek pozitif getiri ise (-3, 3) aralığında gerçekleşmiştir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar haberin yatırımcılar açısından pozitif algılandığını göstermektedir. Elde edilen sonuçlar piyasanın etkin olmadığını göstermektedir. Böylece hukuki duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden aşırı bir getiri sağlanabileceği ortaya konmuştur. Bu durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir şeklinde belirtilen H_{1hu} hipotezi kabul edilmiştir.

Operasyonel haberlere ilişkin belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lerden hepsi pozitif hesaplanmıştır. Ayrıca ACAR'lerden (-2, 2), (-8, 8), (-9, 9), (-10, 10), (-5, 0), (0, 5) ve (0, 10) olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlıdır. (-5, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinden pozitif ve anlamlı getiriler elde edilebilmektedir. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Operasyonel haberlere ilişkin en yüksek pozitif getiri ise (-10, 10) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından pozitif algılandığını göstermektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir. Böylece operasyonel duyurular vasıtasıyla hisse senetlerinden aşırı bir getiri elde edilebileceği belirlenmiştir ve piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olmadığını belirten H_{1op} hipotezi kabul edilmiştir.

Yeniden yapılanmaya ilişkin haberler için belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lerden (-1, 1) hariç hepsi pozitif ve anlamlı hesaplanmıştır. (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinden pozitif ve anlamlı getiriler elde edilebilmektedir. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Yeniden yapılanmaya ilişkin haberlerden en yüksek ACAR ise (-2, 2) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından pozitif algılandığını göstermektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını ortaya koymaktadır. Böylece yeniden yapılanma duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden aşırı getiri elde edilebildiği gösterilmiş ve piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olmadığını belirten H_{1yp} hipotezi kabul edilmiştir.

Tüm duyuru türleri için elde edilen sonuçlar literatürde yer alan çalışmalarla paralellik göstermiş ve piyasanın zayıf kuvvetli formda etkin olduğunu ortaya koymuştur. Son olarak ARR'ler ve ACAR'lar açısından altı ana başlıkta sınıflandırılmış duyurulardan hangilerine yatırımcıların dolayısıyla hisse senetlerinin daha çok tepki verdiği araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlar yatırımcıların en çok operasyonel, finansal ve yeniden yapılanmaya ilişkin haberleri dikkate aldığını göstermiştir.

Hisse senedi üzerinde en fazla etkiye sahip üç ana haber türü belirlendikten sonra finansal, operasyonel ve yeniden yapılanma haberleri içerisinde en fazla etkiye sahip haberler araştırılmıştır. Açıklanan finansal haberler içerisinde olay günü için hisse senedi üzerinde en fazla etkiye sahip olan haber türü finansal notlara ilişkin haberlerdir. İkinci sırada borçlanmaya ilişkin haberler yer almakta, bu haberleri hisse senedi geri alımına ilişkin haberler izlemektedir. Hisse senedi üzerinde en az etkiye sahip haber türü ise hisse bölünmesine ilişkin yapılan duyurulardır. Ayrıca tüm haberlere ilişkin olay günü için hesaplanan AAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı değildir. Bu sonuçlar finansal açıdan yatırımcıların şirketlerde finansal yapının sağlamlığına, mali yükümlülüklerin yerine getirilmesine ve büyüme fırsatlarının değerlendirilmesine önem verdiklerini göstermektedir. Diğer taraftan olay öncesi borçlanma ve temettü haberlerine ait istatistiki olarak anlamlı ve pozitif AAR'lerin varlığı, bilgi suistimali şeklinde yorumlanabilmektedir.

Açıklanan operasyonel haberler içerisinde olay günü için hisse senedi üzerinde en fazla etkiye sahip olan haber türü kapasiteye ilişkin haberlerdir. İkinci sırada tedarik antlaşmalarına ilişkin haberler yer almaktadır. Hisse senedi üzerinde en az etkiye sahip haber türü ise işten çıkarmaya ilişkin yapılan duyurulardır. Ayrıca kapasiteye ilişkin haberler hariç diğer tüm haberlere ilişkin olay günü için hesaplanan AAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır. Bu sonuçlar operasyonel duyurular açısından yatırımcıların şirketlerin kapasitelerine ilişkin haberleri dikkate aldığını göstermektedir. Diğer taraftan olay öncesi kapasite haberlerine ilişkin istatistiki olarak anlamlı ve pozitif AAR'lerin varlığı, bilgi suistimali şeklinde yorumlanabilmektedir.

Açıklanan yeniden yapılanmaya ilişkin haberler içerisinde ise olay günü için hisse senedi üzerinde en fazla etkiye sahip olan haber türü iştirak alımına/kurulmasına ilişkin haberlerdir. İkinci sırada iş ortaklığına ilişkin haberler yer almakta, bu haberleri birleşmeye ilişkin haberler izlemektedir. Hisse senedi üzerinde en az etkiye sahip haber türü ise iştirak satışına ilişkin yapılan duyurulardır. Bu sonuçlar yeniden yapılanmaya ilişkin yatırımcıların şirketlerde çeşitlendirmeye, büyümeye ve işbirliklerine önem verdiklerini göstermektedir. Diğer taraftan olay öncesi iş ortaklığı antlaşmaları, iştirak alımı/kurulması haberlerine ilişkin istatistiki olarak anlamlı ve pozitif AAR'lerin varlığı, bilgi suistimali olarak yorumlanabilmektedir.

Belirli olay aralıklarında finansal duyuru alt başlıklarına ilişkin, borçlanma duyuruları açısından hesaplanan ACAR'lerden (-5, 5) ve (-5, 0) olay aralıkları hariç bütün olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-10, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Borçlanma haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-10, 0) aralığında gerçekleşmektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı biçiminde yorumlanmaktadır.

Borç yapılandırma duyuruları açısından hesaplanan ACAR'lerden (-2, 2), (-3, 3) ve (0, 10) olay aralıkları hariç diğer bütün olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Borç yapılandırma haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-1, 1) aralığında gerçekleşmektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı biçiminde yorumlanmaktadır.

Temettü duyuruları için hesaplanan ACAR'lerden (-1, 1), (-4, 4), (-5, 5) hariç diğer tüm olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-5, 0) olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Finansal haberlere ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-5, 0) aralığında gerçekleşmiştir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir.

Hisse geri alımı duyuruları açısından hesaplanan ACAR'lerden (-1, 1), (-2, 2), (-8, 8), (-9, 9), (-10, 10) ve (0, 5) hariç diğer tüm olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-10, 0) olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Hisse senedi geri alımı haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-10, 0) aralığında gerçekleşmiştir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir.

Hisse arzı/satışı duyuruları açısından hesaplanan ACAR'lerden sadece $(-10, 0)$, $(-5, 0)$, $(0, 5)$, $(0, 10)$, olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. $(-10, 0)$ olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Hisse senedi geri alımı haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR da $(-10, 0)$ aralığında gerçekleşmiştir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir.

Hisse bölünmesine ilişkin hesaplanan ACAR'lerden ise $(-1, 1)$, $(-3, 3)$, $(-10, 0)$ ve $(0, 5)$ olay aralıkları için hariç diğer tüm hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. $(-5, 0)$ olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı biçiminde yorumlanmıştır.

Finansal notlara ilişkin hesaplanan ACAR'lerden ise $(-1, 1)$, $(-3, 3)$, $(-5, 5)$, $(-7, 7)$, $(-8, 8)$, $(-10, 0)$ ve $(-5, 0)$ olay aralıkları hariç diğer tüm hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Olay sonrası aralıklara ait $(0, 5)$ ve $(0, 10)$ ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından olumlu olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanmıştır.

Şirketlerce duyurulan kazanç açıklamalarına ilişkin hesaplanan ACAR'lerden ise $(-1, 1)$, $(-2, 2)$, $(-4, 4)$, $(-5, 0)$ olay aralıkları hariç diğer tüm hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. $(-10, 0)$ olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Olay sonrası aralıklara ait ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından olumlu olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir.

Belirli olay aralıklarında operasyonel duyuru alt başlıklarına ilişkin kapasite duyuruları için hesaplanan ACAR'lerden $(-1, 1)$, $(-4, 4)$, $(-5, 5)$, $(-6, 6)$ ve $(-7, 7)$ olay

aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı biçiminde yorumlanmaktadır.

İşten çıkarma/lokavt duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan ise (-1, 1), (-6, 6), (-5, 5), (-6, 6) ve (-7, 7) olay aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı şeklinde yorumlanmaktadır.

Sendikalarla yapılan görüşme duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan ise (-1, 1), (-5, 5), (-10, 10) ve (-5, 0) olay aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı şeklinde ifade edilmiştir.

Yeni sunulan ürün duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan ise (-1, 1), (-5, 5), (-6, 6) ve (-7, 7) olay aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermiştir.

Tedarik antlaşması duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan hepsi istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralığında haber

duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Tedarik antlaşması haberlerine ilişkin tek pozitif ACAR ise (-1, 1) aralığında gerçekleşmiştir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı şeklinde yorumlanmaktadır.

Belirli olay aralıklarında yeniden yapılanma duyurusu alt başlıkları için ACAR'lar hesaplanmıştır. İş ortaklığı duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan hepsi istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından olumlu değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını ortaya koymuştur.

Birleşme duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan (-1, 1), (-2, 2), (-3, 3), (-4, 4), (-5, 5), (-6, 6) olay aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin anlamlı negatif getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir.

İştirak alımı/kurulması duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan (-1, 1) ve (-2, 2) olay aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Özellikle (-10, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin anlamlı pozitif getirileri mevcuttur. Bu sonuçlar haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını göstermektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından olumlu değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığını göstermektedir.

İştirak satışı duyurularına ilişkin hesaplanan ACAR'lerden (-1, 1), (-2, 2), (-9, 9), (-10, 10), (-10, 0) olay aralıkları için hesaplananlar hariç diğer tüm ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Birleşme haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR (-3, 3) aralığında gerçekleşmiştir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin ilk 5 iş günü için yatırımcılar açısından olumlu değerlendirildiği şeklinde yorumlanmıştır. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı şeklinde ifade edilmiştir.

Sonuçlar yatırımcıların şirketlerde finansal yapının sağlamlığına, mali yükümlülüklerin yerine getirilmesine, büyüme fırsatlarının değerlendirilmesine ve işbirliklerine ilişkin haberleri daha çok dikkate aldığını göstermektedir. Ayrıca olay öncesi hemen hemen bütün ana ve alt haber türleri için hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitifdir. Bu durum haberler öncesinde bilgi suistimali ve kamuyu aydınlatmanın yetersiz olduğu şüphesi doğurmaktadır.

Bilgi suistimali şüphesi menkul kıymet piyasasında işlem yapanlar arasında fırsat eşitliği olmadığını göstermektedir. Böyle bir piyasada fiyatların kolaylıkla manipüle edilebilme, piyasanın serbestlikten uzaklaşma ve haksız kazançların ortaya çıkma olasılığı artacaktır. Piyasada güven zedelendikçe hisse senedi fiyatları azalacak, satılan her bir hisse senedi ile daha az fon sağlanacağından işletmelerin sermaye maliyetleri de artacaktır. Ayrıca, hisse senedi için kuvvetli bir talep oluşmazsa, kısa sürede çok sayıda aşağı ve yukarı yönlü işlemle beraber hisse senedinin fiyatı görece daha oynak olacaktır. Piyasadaki etkinliğin artırılması için, piyasada fiyatların rekabet içerisinde oluşması, bilgiye hızlı ve düşük maliyetlerle ulaşılması ve işlem maliyetlerinin çok düşük düzeylerde olmasının sağlanması gerekmektedir. Bilgi suistimalini yasaklayıcı düzenlemelerin artırılması ise, bilgi sahibinin bilgiyi bir başkasına aktarmasını engelleme olasılığını arttıracaktır. Aynı zamanda, çalışanların bağlı olduğu şirkete sadakat içerisinde çalışma sorumluluğundan kaynaklanan sır saklama, emniyet ve güveni suistimal etmeme yükümlülüklerinin çalışanlarca içselleştirilmesi gerekmektedir. Kamuyu aydınlatmanın yetersiz olduğu piyasalarda, bilgi suistimali meydana gelme olasılığı yükselecek; dolayısıyla, söz konusu piyasalara yatırım yapma eğilimi olumsuz yönde etkilenecektir.

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-30 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.

Gelecek dönemde yapılacak olan çalışmalarda ise şirketlerce duyurulan haberler etrafında başka bir şirkete özgü haber ortaya çıktığı durumlarda bu haberlerin analiz dışında tutulması veya haberlerin etkisinin dakikalık olarak ölçülmesi araştırmaya yenilik katacaktır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

Affleck-Graves ve diğerleri (2002), "Earnings Predictability, Information Asymmetry and Market Liquidity", **Journal of Accounting Research**, 40, 561-583.

Akerlof, George A. (1970), "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism", **The Quarterly Journal of Economics**, 84, 488- 500.

Albert, Robert Jr. ve Timothy R. Smaby (1996), "Market Response to Analyst Recommendation in the Dartboard Column: The Information and Price-Pressure Effects", **Review of Financial Economics**, 5, (1): 59-74.

Andrade Gregor ve diğerleri, (2001) "New Evidence and Perspectives on Mergers", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 15, No:2.

Antweiler, Werner ve Murray Z. Frank (2004a), "Is All That Talk Just Noise? The Information Content of Internet Stock Message Boards", **Journal of Finance**, 59: 1259-1293.

(2006), "Do U.S. Stock Markets Typically Overreact to Corporate News Stories?" **Working Paper**, University of British Columbia.

Antweiler, Werner ve Murray, Z. Frank (2004b), "The Market Impact of Corporate News Stories", http://www.tc.umn.edu/~murra280-/WorkingPapers/NewsDec6_2004.pdf.

Arsoy, Aylin Poroy (2008), "Kurumsal Şeffaflık ve Muhasebe Standartları", **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, 10 (2), 17-35.

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

(1986), “Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues”, **Financial Management**, 15, 27-44.

Atasoy, Yasemin ve Arıkan, Özlem (2004), “İkincil Piyasalarda Kamunun Sürekli Aydınlatılması”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 33-40.

Austin, David H. (1993), “An Event-Study Approach to Measuring Innovative Output: The Case of Biotechnology”, **American Economic Review**, 83, 253-258.

Aygören, Hakan ve Süleyman Uyar (2007), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) Denetim Görüşlerinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi”, **İMKB Dergisi**, 36, Eylül, İstanbul.

Bajaj, Mukesh ve Anand M. Vijh (1995), “Trading Behavior and the Unbiasedness of the Market Reaction to Dividend Announcements”, **Journal of Finance**, 50, 255-279.

Bajo, Emanuele ve diğerleri (1998), “The Stock Market Reaction to Investment Decisions: Evidence from Italy”, **Journal of Management and Governance**, 2 (1) , 1-16.

Balakrishnan, Karthik ve diğerleri (2008), “The Impact of Information Disclosure on Stock Market Returns: The Sarbanes- Oxley Act and the Role of Media as an Information Intermediary”, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.144.8357>.

Bamber, Linda Smith ve Youngsoon Susan Cheon (1995), “Differential Price and Volume Reactions to Accounting Earnings Announcements”, **Accounting Review**, 70, 417-441.

Barber, Brad M. ve Masako N. Darrough (1996), “Product Reliability and Firm Value: The Experience of American and Japanese Automakers”, 1973-1992, **Journal of Political Economy**, 104, 1084-1099.

Bayazıtlı Ercan ve diğeri (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.

Bayram, Fatih (2012), “Yatırımcı İlişkilerinde Bilgi Sunum Araçları”, Metin Coşkun (Ed.), **Yatırımcı İlişkileri Yönetimi içinde**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, <http://eogrenme.anadolu.edu.tr/eKitap/MSP205U.pdf>

Bhattacharya, Utpal ve diğeri (2009), “The Role of the Media in the Internet IPO Bubble”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 44, 657-682.

Borsa İstanbul, (2012), “Kamuoyunu Aydınlatma Platformu”, http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Kamuyu_Ayd%C4%B1nlatma_Platformu.pdf, 11.05.2013.

Borsa İstanbul Eğitim Kılavuzları, “Sermaye Piyasaları ve Borsaların Tarihi, İşlevleri” <http://borsaistanbul.com/Publications/TrainingSets2.aspx>, 11.03.2013.

Brooks, Raymond M. ve diğeri (2003), “How the Equity Market Responds to Unanticipated Events”, **Journal of Business**, 76, 109-133.

Bulkley George ve Renata Herrerias (2005), “Does the Precision of News Affect Market Underreaction? Evidence from Returns Following Two Classes of Profit Warnings”, **European Financial Management**, 11 (5), 603–624.

Bulut, Halil İbrahim (2009), “Kurumsal Yönetim ve Finansal Medya”, **1. Ulusal Kurumsal Yönetim, Yolsuzluk, Etik ve Sosyal Sorumluluk Kongresi**, Edirne.

Bulut, Halil İbrahim ve Eyüboğlu, Kemal (2013), “Türk Ekonomi Dergiciliğinin Hisse Fiyatları Üzerindeki Etkisi”, **17. Finans Sempozyumu**, 143-153, Muğla.

- Campa Jose M., Hernando Ignacio (2006), “M&As Performance in the European Financial Industry”, **Journal of Banking and Finance**, 30, 2006.
- Campbell, John Y. ve diğerleri (1997), **The Econometrics of Financial Markets**, Princeton University Press.
- Chae, Joon (2005), “Trading Volume, Information Asymmetry, and Timing Information”, **Journal of Finance**, 60, 413-442.
- Chan, Wesley S. (2003), “Stock Price Reaction to News and No-News: Drift and Reversal After Headlines”, **Journal of Financial Economics**, 70, 223–260.
- Chaney, Paul K. ve diğerleri (1991), “The Impact of New Product Introductions on the Market Value of Firms”, **Journal of Business**, 64, 573-610.
- Chen, Yanxuan ve Nhut Nguyen (2013), “Stock Price and Analyst Forecast around Product Recall Announcements”, **International Journal of Economics and Finance**, 5 (6) 1-10.
- Christensen, Theodore E. ve diğerleri (2009), “Market Reactions to Public Media Coverage of Property-Liability Insurers”, **Review of Business Research**, 9 (3), 86-103.
- Coleman, Les (2011), “An Exploratory Analysis of Factors Influencing Initial Market Response and Media Reports following Shock Corporate Events”, **The Financial Review**, 46, 313–336.
- Cook, Douglas O. ve diğerleri (2006), “On the marketing of IPOs”, **Journal of Financial Economics**, 82, 35–61.
- Core, John E. ve diğerleri (2008), “The Power of the Pen and Executive Compensation”, **Journal of Financial Economics**, 88, 1-25.

Corwin, Shane A. (2003), “The Determinants of Underpricing for Seasoned Equity Offers”, **Journal of Finance**, 58, 2249-2279.

Coşkun, Metin (2009), “Kamunun Aydınlatılması ve Sermaye Piyasaları Açısından Önemi”, Nurhan Aydın (Ed.), **Kamuoyunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri içinde**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, <http://www.bud.org.tr/projectfile/-Kamunun%20Aydinlatilmasi.pdf>, 22.01.2013.

Cybo-Ottone Alberto, Murgia Maurizio, (2000), “Mergers and shareholder wealth in European banking”, **Journal of Banking & Finance**, 24.

Çakır, Hafize Meder ve Zehra Gülcan (2012), “Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi”, **Mali Çözüm Dergisi**, 79-108.

Çatıkkaş, Özgür (2013), “Kurumsal Yönetim İlkeleri”, Marmara Üniversitesi Sürekli Eğitim Merkezi. <http://www.kgk.gov.tr/contents/-files/pdf/-egitim/-marmara/-KurumsalYonetim.pdf>

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

Çevik Emrah İsmail ve Sedat Erdoğan (2009), “Bankacılık Sektörü Hisse Senedi Piyasasının Etkinliği: Yapısal Kırılma ve Güçlü Hafıza”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 10 (1), 26-40.

Çıtak, Levent ve Yıldız, Fatma Kaplan (2006), “Devralmanın Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası Kurulu İzni İle Gerçekleşen Devralmaların Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getiri Oranları Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi”, **10. Ulusal Finans Sempozyumu**, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.

Çukur, Sadık ve Resul Eryiğit (2006), “Banka Birleşme ve Devralma Olaylarının Borsa’daki Etkisi”, **İktisat-İşletme ve Finans Dergisi**, 243, 96–107.

Da, Zhi ve diğeri (2011), “In Search of Attention”, **Journal of Finance**, 66, 1461–1499.

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

Davidson III, Wallace N. ve Dan L. Worrell (1992), “The Effect of Product Recall Announcements on Shareholder Wealth”, **Strategic Management Journal**, 13, 467-473.

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

Desai, Hemang ve Prem C. Jain (1995), “An Analysis of the Recommendations of the 'Superstar' Money Managers at Barron’s Annual Roundtable”, **The Journal of Finance**, (50) 4, 1257-1273.

Diamond, Douglas W. (1985), “Optimal Release of Information by Firms”, **Journal of Finance** (40), 1071-1094.

Diether, Karl B. ve diğeri (2002), “Differences of Opinion and the Cross Section of Stock Returns”, **Journal of Finance**, 57, 2113–2141.

Dravid, Ajay R. (1987), “A Note on the Behavior of Stock Returns Around ex-dates of Stock Distributions”, **Journal of Finance**, 42, 163-168.

Dubofsky, David A. (1991), “Volatility Increases Subsequent to NYSE and AMEX Stock Splits”, **Journal of Finance**, 46, 421-432.

Duman, Haluk (2011), “Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin ihtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB’de Bir Uygulama”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Nisan, 95-132.

Dyck, Alexander ve diğeri (2006), “The Corporate Governance Role of Media: Evidence From Russia”, **Working Paper**, <http://-www.nber.org/-papers/w12525>

- Dyck, Alexander ve Luigi Zingales (2003), “The Media and Asset Prices”, **Working paper, Harvard Business School**.
- Eizentas Vilis ve diğerkleri (2012), “Impact of Public Information Signals on Share Prices: Evidence from Lithuania”, **Economics and Management**, 17 (3), 879-888.
- Erdoğan Oral ve Arı Yezegel (2009), “The News of No News in Stock Markets”, **Quantitative Finance**, 9(8), 897-909.
- Erdoğan, Meltem (2008), “Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 20, 1-20.
- 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.
- Eroğlu, Cengiz Alp (2003), “**Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Kamunun Aydınlatılması**”, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü.
- Eyceyurt Tuğba ve Murat Serçemeli (2013), “Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 27(1), 159-175.
- Fama Eugen F. (1970), “Efficient Capital Markets: A View Theory and Empirical Work”, **The Journal of Finance**, 25 (2), 383-416.
- Fang, Lily ve Joel Peress (2009), “Media Coverage and the Cross-Section of Returns”, **The Journal of Finance**, 64 (5), 2023-2052.
- Fıkırkoca, Ekin (2007), “Avrupa Birliğinin Şeffaflık Direktifi”, **TSPAKB Gündem Dergisi**, 63, 7-14.

Garfinkel, Jon ve Jonathan Sokobin (2006), “Volume, Opinion Divergence and Returns: A Study of Post-Earnings Announcement Drift”, **Journal of Accounting Research**, 44, 85-112.

Genç, Ayşe ve Ender Coşkun (2013), “Birleşme ve Satın Alma Duyurularında Anormal Getiri: Satın Alan Şirket ve Hedef Şirket Açısından Bir İnceleme”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 17 (3), 359-376.

Gonedes, Nicholas J. (1980), “Public Disclosure Rules, Private Information-Production Decisions and Capital Market Equilibrium”, **Journal of Accounting Research**, 18, 441-460.

Gong Stephen X. ve Ferdinand A. Gul (2004), “The Quantity and Quality of Media Coverage and Its Impact on Stock Price Informativeness and Trading Activity: Evidence from China”, **European Financial Management Symposium: Corporate Governance and Control**, Cambridge UK.

(2008), “**The Quantity and Quality of Media Coverage and Its Impact on Stock Price Informativeness and Trading Activity: Evidence from China**”, <http://tr.scribd.com/doc/27504885/The-Quantity-and-Quality-of-Media-Coverage-and-Its-Impact-on-Stock-Price-Informativeness-and-Trading-Activity-Evidence-from-China-by-Stephen-X-H-Go>

Graham, John R. ve diğerleri (2006), “Information Own and Liquidity around Anticipated and Unanticipated Dividend Announcements”, **Journal of Business**, 79, 2301-2336.

Greene, Jason T. ve Susan G. Watts (1996), “Price Discovery on the NYSE and the NASDAQ: The Case of Overnight and Daytime News Releases”, **Financial Management**, 25, 19-42.

Griffin, John M. ve diğerleri (2010), “How Important is the Financial Press in Global Markets?”, **SSRN Working Paper**.

- Grofi-Klufiman, Axel ve Nikolaus Hautsch (2011), “When Machines Read the News: Using Automated Text Analysis to Quantify High Frequency News-Implied Market Reactions”, **Journal of Empirical Finance**, 18 (2), 321-340.
- Grullon, Gustavo ve diğerleri (2004), “Advertising, Breadth of Ownership, and Liquidity”, **Review of Financial Studies**, 17, 439-461.
- Grullon, Gustavo ve Roni Michaely (2004), “The Information Content of Share Repurchase Programs”, **Journal of Finance**, 59, 651-680.
- Gurun, Ümit G. ve Alexander Butler (2010), “**Don’t Believe the Hype: Local Media Slant, Local Advertising, and Firm Value**”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1333765.
- Gutierrez Jr, Roberto C. ve Eric K. Kelley (2005), “**Evidence to the Contrary: Extreme Weekly Returns are not Overreactions**”, <http://finance.ba.ttu.edu/new/documents/researchSeminars-/spring2005/Weekly-04252005.pdf>.
- 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.
- Healey, Paul M. ve Krishna G. Palepu, (2001), “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature”, **Journal of Accounting and Economics**, (31), 405-440.
- _____ (1988), “Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations or Omissions”, **Journal of Financial Economics**, 21, 149-175.

Hekimoğlu, Mert Hakan ve Başak Tanyeri (2011), “Stock Market Reactions to Mergers of Non-Financial Turkish Firms”, <http://ssrn.com/abstract=1768015>

Hirschey, Mark ve diğerleri (2000), “How Foolish Are Internet Investors?”, **Financial Analysts Journal**, 56 (1), 62-69.

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

Hoffer George ve diğerleri (1988), “The Impact Of Product Recalls on The Wealth of Sellers: A Reexamination”, <http://www.jstor.org/stable/1830364>.

Ikenberry, David L. ve diğerleri (1996), “What Do Stock Splits Really Signal?”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 31, 357-375.

İhtiyar, Mustafa (2006),**Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım.

IOSCO (2002), “Principles For Ongoing Disclosure And Material Development Reporting By Listed Entities”, http://-www.sec.gov-/about/-offices/oia/oia_corpfin/-princdisclos.pdf

Jaffe, Jeffrey F. (1974), “Special Information and Insider Trading”, **Journal of Business**, 47, 410-428.

————— (1975), “On the Use of Public Information in Financial Markets”, **The Journal of Finance**, 30, 831-839.

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

Jazepćikaitė, V. (2008), “Baltic Stock Exchanges‘ Mergers: The Effects on the Market Efficiency Dynamics”, **Saarbrücken: VDM Publishing**.

Kabaalioglu, Haluk (1985) **Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul: Dizgi Yayınları.

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**, 36, Ekim,144–154.

Kaderli, Yusuf ve Sezgin Demir (2009), “Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi”, **ISMMMO Mali Çözüm Dergisi**, 91, 45–65.

Kaderli, Yusuf ve Hatice Başkaya (2014), “Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, **Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 1(1), 49-64.

Kalay, Alon ve Mathias Kronlund (2014), “The Market Reaction to Stock Split Announcements: Earnings Information After All”, http://-papers.ssrn.com/-sol3/-papers.cfm?abstract_id=1027543&download=yes.

Kandel, Eugene ve Neil D. Pearson (1995), “Differential Interpretation of Public Signals and Trade in Speculative Markets”, **Journal of Political Economy**, 103, 831-872.

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

Keown, Arthur J. ve Pinkerton, John M. (1981), “Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation”, **Journal of Finance**, 36 (4), 855-869.

- Kıymaz, Halil. (2001), “The Effects of Stock Market Rumors on Stock Prices: Evidence from an Emerging Market”, **Journal of Multinational Financial Management**, 11, 105-115.
- Konak, Fatih ve Selçuk Kenderli, (2013), “Kar Payı Politikalarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerindeki Etkisi: BİST Banka Endeksi Uygulaması”, **17. Finans Sempozyumu**, 92-99, 23-26 Ekim Muğla.
- Koski, Jennifer L. (1998), “Measurement Effects and the Variance of Returns after Stock Splits and Stock Dividends”, **Review of Financial Studies**, 11, 143-162.
- Kothari, S.P. ve Warner, J.B. (2007), “Econometrics of Event Studies,” Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, 1 (1), **Elsevier/North-Holland, Handbooks** in Finance Series.
- Küçükocaoğlu, 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 (1999), “Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi”, **Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları**.
- Kyle, Albert S., ve diğerleri, (2011), “News Arrival and Trading Game Invariance”, **Working Paper**.
- Laidroo, Laivi (2008), “Public Announcement Induced Market Reactions on Baltic Stock Exchanges”, **Baltic Journal of Management**, 3 (2), 174 – 192.
- Lakonishok, Josef ve Lee, Inmoo (2001), “Are Insider Trades Informative?”, **Review of Financial Studies**, 14, 79-111.

- Lakonishok, Josef, ve Theo Vermaelen, (1990), “Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers”, **Journal of Finance**, 45, 455-477.
- Lin Chien-Chih ve diğ erleri (2009), “Can Investors Profit from the Stock Recommendations on the Journalism? Testing Conditional Heteroscedasticity in the Market Model”, **International Research Journal of Finance and Economics**, ISSN 1450-2887, 33, 111-118.
- Liu, Laura ve diğ erleri (2009), “The Role of Media in Initial Public Offerings”, DePaul University and Hong Kong University of Science & Technology, **Working Paper**.
- Livnat, Joshua ve Christine Petrovits (2009), “Investor Sentiment, Post-Earning Announcement Drift, and Accruals”, <http://ssrn.com/abstract=1262757>.
- Loughran, Tim ve Bill McDonald (2009), “When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks”, http://papers.ssrn.com/-sol3/-papers.cfm?abstract_id=1331573.
- Lu Hai, ve diğ erleri (2010), “Price Shocks, News Disclosures, and Asymmetric Drifts”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1445095.
- Lu, Yang-Cheng ve diğ erleri (2012), “The News Impact around the Earnings Announcement with the Incorporation of Investor Types and Market Trends”, 1-44, <http://asianfa2012.mcu.edu.tw/fullpaper/10461.pdf>
- Mackinlay, A. Craig (1997), “Event Studies in Economics and Finance, **Journal of Economic Literature**”, 35, 13-39.
- Maditinos Dimitrios I. ve diğ erleri (2007), “Investors’ behavior in the Athens Stock Exchange (ASE)”, **Studies in Economics and Finance**, 24 (1), 32-50.
- Mandacı, Pınar Evrim (2004), “Şirketlerin Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans**, 19 (225), 118–124.

- Masulis, Ronald W. ve Shivakumar, Lakshmanan (2002), "Does Market Structure Affect the Immediacy of Stock Price Responses to News?", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 37, 617-648.
- Mathur, Ike ve Amjad Waheed (1995), "Stock Price Reactions to Securities Recommended in Business Week's Inside Wall Street", **Financial Review**, 30 (3), 583-604.
- McWilliams, Abigail ve Siegel, Donald (1997), "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues", **Academy of Management Journal**, 40 (3), 626-657.
- Menendez, Susana (2005), "Market Valuation of the Analysts' Recommendations the Spanish Stock Market", **Applied Financial Economics**, 15; 509-518.
- Meschke, Felix (2004), "CEO interviews on CNBC". **Working paper**.
- 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.
- Mitsuyama, Nahoko (2013), "Stock Market Reaction to Patent Value in Japan: an Event Study Analysis", **Journal of Knowledge Management, Economics and Information Technology**, 3, 6.
- Mittermayer, Marc-Andre (2004), "Forecasting Intraday Stock Price Trends with Text Mining Techniques Pro", **37th Annual Hawaii International Conference on System Sciences (HICSS'04)**, Big Island, Hawaii, 30064b.
- Moeller Sara B. ve diğerleri (2005), "Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring Firm Returns in the Recent Merger Wave", **Journal of Finance**, Vol. LX, No.2.
- MORI (2000), "Attitudes of UK Institutional Investors and City Analysts", London.

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

Mutan, Oya C. ve Ayhan Topçu (2009), “Türkiye Hisse Senedi Piyasasının 1990–2009 Tarihleri Arasında Yaşanan Beklenmedik Olaylara Tepkisi”, **SPK Araştırma Raporu**, Ankara.

Neuhierl Andreas ve diğerleri (2011), “Market Reaction to Corporate Press Releases”, <http://gsm.ucdavis.edu/sites/main/files/file-attachments/ssrn-id1556532.pdf>

Nguyen Bang Dang (2011), “**Is More News Good News? Media Coverage of CEOs, Firm Value, and Rent Extraction**”,http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=800746.

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

Oh ve diğerleri (2013), “Financial Market Reaction and Prediction in Patent Litigations”, <http://www.merit.unu.edu/MEIDE/papers/2013/JunbyoungOh.pdf>.

Özbay, Emrah (2004), “Halka Açık Bankaların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü”, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü.

Peress, Joel (2008), “**Media Coverage and Investors’ Attention to Earnings Announcements**”,http://www2.lse.ac.uk/fmg/researchProgrammes/paulWoolleyCentre/pdf/First%20Conference%20Papers/J_Peress.pdf.

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

Petersen, Cristian ve Plenborg, Thomas (2006), “Voluntary Disclosure And Information Asymetry In Denmark”, **Journal Of International Accounting Auditing & Taxation**, No.15.

- Pieper, U. ve diğeri (1993), “Die Kaufempfehlungen des "Effecten-Spiegel", Eine empirische Untersuchung im Lichte der Effizienzthese des Kapitalmarktes”, **Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung**, 45, 487-509.
- Pirgaip, Burak (2004), “Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartlarının Uluslar Arası Denetim Standartları ile Harmonizasyonu”, **SPK Yeterlilik Etüdü**, Mayıs, Ankara.
- Raghu T.S. ve diğeri (2007), “Market reaction to patent infringement litigations in the information technology industry, **Inf Syst Front**, 10, 61–75.
- Robertson, Calum ve diğeri (2006), “Does Company Specific News Effect the US, UK, and Australian Markets within 60 minutes?”, **In Moshirian, Fariborz, Eds. Proceedings 19th Australasian Finance and Banking Conference, Shangri-La Hotel**, 176 Cumberland Street, The Rocks, Sydney, Australia.
- Sakarya, Şakir (2011), “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması Yöntemi İle Analizi”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 7(13), 147–162.
- Sangjun, Nam ve Nam Changi (2012), “The impact of patent litigation on shareholder value in the IT industry”, **19th ITS Biennial Conference**, Bangkok, Thailand, 18 - 21 November,
- Sant, Rajiv ve Mir A. Zaman (1996), “Market Reaction to Business Week 'Inside Wall Street' Column: A Self-Fulfilling Prophecy”, **Journal of Banking & Finance**, 20, 617-643.
- Sarıkaya, Muammer (2009), “İşletmelerin Sürdürülebilirliğinde İkincil Paydaşlarla İlişkilerin Önemi”, Nurhan Aydın (Ed.), **Kamuoyunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri, içinde**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, <http://www.bud.org.tr/projectfile/-Kamunun%20Aydinlatilmasi.pdf>, 22.01.2013.

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.

Schmid, M. ve Zimmerman, H. (2003), “Performance of Second Hand Public Investment Recommendations”, National Centre of Competence in Research Financial Valuation and Risk Management, **Working Paper No. 101**.

Schmitz, Philipp (2007), Market and Individual Investors Reactions to Corporate News in the Media, <http://ssrn.com/abstract=1004488>.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) (2012), **30.Yıl Kitabı**, Ankara.

Sermaye Piyasası Kurulu (2005), **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=66&fn=66.pdf&submenuheader=null>, (Erişim: 10.07.2014).

Sevim, Adnan ve Fatih Temizel (2009), “İnternet ve Hisse Senedi Yatırımcısı”, **MUFAD Dergisi**, 42, 135-143.

Seyhun, H. Nejat (1986), “Insiders’ Profits, Cost of Trading, and Market Efficiency”, **Journal of Financial Economics**, 16, 189-212.

Shiller, Robert, (2000), **Irrational Exuberance**. Princeton University Press, Princeton, NJ.

Shyu, Hawfeng (2011), “**Media Coverage and the Stock Price Bubbles**”, <http://ssrn.com/abstract=1787346>.

————— (2012), “Media Coverage, Heterogeneous Beliefs, and Stock Price Bubbles”, <http://ssrn.com/abstract=2022036>, 1-34.

Sprenger, Timm O. ve Isabell M. Welpel (2011), “News or Noise?”, The stock market reaction to different types of company-specific news events, <http://ssrn.com/abstract=1734632>.

Storkenmaier, Andreas ve diğerkleri (2011), “Public Information in Fragmented Markets”, **Working Paper**.

Taner, Tuna A. ve Koray Kayalidere (2002), “1995-2000 döneminde İMKB’de Anomali Araştırması”, **Yönetim ve Ekonomi**, 9 (1-2), 1-24.

Tekinalp, Ünal (1979), **Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri**, İstanbul Üniversitesi Fakülteler Matbaası.

Temizel, Fatih (2009), “Yatırımcı İlişkileri Yönetiminin Kamunun Aydınlatılmasındaki Yeri”, (Ed.) Nurhan Aydın, Kamuoyunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, <http://-www.bud.org.tr/projectfile/-Kamunun%20Aydinlatilmasi.pdf>, 22.01.2013.

Temizel, Fatih ve İnci Oya Coşkun (2010), “Finansal Piyasalar ile Etkin Bir İletişim ve Geliştirilmiş Şeffaflık Aracı Olarak Yatırımcı İlişkileri”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, 12(2), 81-102.

Tetlock, Paul (2009), “Does Public Financial News Resolve Asymmetric Information?” **Working Paper**.

————— (2011), “All the News That’s Fit to Reprint: Do Investors React to Stale Information”, **Review of Financial Studies**, 3941-3992.

Thomas Martin R. ve Ghani, Waqar (1997), “The Dart Board Column. Analyst Earnings Forecasts and the Informational Content of Recommendations,” **The Journal of Business and Economic Studies**, 3(2), 33-42.

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

Uludağ, Berna Kırkulak ve Özlem Demirkaplan Gülbudak (2011), “Hisse sendi fiyatlarının şirket birleşme duyurularına tepkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Uygulama”, **İMKB Dergisi**, 12 (47), 19-46.

URL,http://www.bafin.de/EN/Supervision/StockExchangesMarkets/TransparencyRequirements/transparencyrequirements_node.html., 11.01.2014.

URL,http://www.bafin.de/EN/Supervision/StockExchangesMarkets/TransparencyRequirements/FinancialReporting/financialreporting_node.html., 11.01.2014.

URL,http://www.bafin.de/EN/Supervision/StockExchangesMarkets/TransparencyRequirements/AdHocDisclosure/adhocdisclosure_node.html., 11.01.2014.

URL,http://www.bafin.de/EN/Supervision/StockExchangesMarkets/TransparencyRequirements/MajorHoldingsOfVotingRights/majorholdingsofvotingrights_node.html, 11.01.2014.

URL,<http://www.dpp.com.tr/>, Dergi Pazarlama ve Planlama A.Ş., 11.01.2013.

URL,<http://www.fsa.gov.uk/doing/ukla>, 11.01.2014.

URL,<http://fshandbook.info/FS/html/handbook/DTR/2/8>, 11.01.2014.

URL,<http://kap.gov.tr/yay/Mevzuat/Brosur.pdf>, 13.01.2014.

URL,http://www.milligazete.com.tr/haber/Borsa_1_Yine_manipulasyon_ve_operasyon/203439#.UyQuY_kyU4Y

URL,<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140123-5.htm>,11.01.2014.

URL,http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/23384_1.pdf, 11.01.2014.

URL,<https://www.sec.gov/about/laws.shtml>, 21.01.2014.

URL,<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=2008410&subid=0&ct=c.>, 16.01.2014.

URL,<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20140121&subid=3&ct=c>, 12.02.2014.

<http://www.tdp.com.tr/tr/home/>, Turkuaz Dağıtım ve Pazarlama., 21.01.2013.

URL,<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=200992&subid=0&ct=c>, 11.01.2014.

Uyar, Süleyman (2004), “Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim Anlayışının Önemi”, **Mali Çözüm Dergisi**, 66.

Ünlü, Ulaş ve Ersan Ersoy (2008), “İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 23(2), 243–258.

Veldkamp, Laura L. (2005), “Media Frenzies in Markets for Financial Information”, **American Economic Review**, 96, 577–601.

Vernimmen, Pierre (2009), **Corporate Finance Theory and Practice (Second Edition)**, İngiltere: John Wiley & Sons Ltd.

Veronesi, P. (2000), “How Does Information Quality Affect Stock Returns”, **The Journal of Finance**, 55, 807-838.

Verrecchia, Robert E. (2001), “Essays on Disclosure”, **Journal of Accounting and Economics**, (32), 97-180.

- Warner, Kee ve Harvey, Molotch (1993), “Information in the Marketplace: Media Explanations of the '87 Crash, Social Problems”, 40(2) , **University of California Press on behalf of the Society for the Study of Social Problems**, 167-188.
- Woodruff, Catherine S. ve A.J. Senchack (1988), “Intradaily Price-Volume Adjustments of NYSE Stocks to Unexpected Earnings”, **The Journal of Finance**, 43 (2): 467-491.
- Woolridge, J. Randall, ve Charles C. Snow (1990), “Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions”, **Strategic Management Journal**, (11), 353-363.
- Wright, D.W. (1994), “Can Prices be Trusted? A Test of the Ability of Experts to Outperform or Influence the Market”, **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, 9: 307–323.
- Wuff, Christian (2002), “The Market Reaction to Stock Splits-Evidence From Germany”, **Schmalenbach Business Review**, 54, 270-297.
- Yazıcı, B., ve G. Muradoğlu (2002), “Dissemination of Stock Recommendations and Small Investors: Who Benefits?”, **Multinational Finance Journal**, 6, 29-42.
- Yoon, Pyung Sig ve Laura T. Starks (1995), “Signaling, investment opportunities, and dividend announcements”, **Review of Financial Studies**, 8, 995-1018.
- Yörük, Nevin ve Ünsal Ban (2006), “Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi”, **MUFAD Dergisi**, 30, 88-101.

ÖZGEÇMİŞ

Kemal EYÜBOĞLU, 26.01.1984 tarihinde Trabzon'da doğdu. İlköğrenimini 24 Şubat İlkokulunda, orta öğretimini Yunus Emre Anadolu Lisesi'nde, lisans eğitimini ise 2003-2007 yılları arasında Karadeniz Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü'nde tamamladı. 2008 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı'nda doğrudan doktora eğitimine başladı.

EYÜBOĞLU, 2008 yılından beri Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Anabilim Dalında araştırma görevlisidir. Aynı zamanda Eylül 2012 ve Eylül 2014 tarihleri arasında Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümü Yüksek Lisans Uzaktan Eğitim Programı koordinatörlüğünü yürütmüştür. İyi derecede İngilizce bilgisine sahiptir.