

## ŞİRKETLERE ÖZGÜ HABERLERİN HİSSE PERFORMANSINA ETKİSİ: BİST-30 ŞİRKETLERİ ÖRNEĞİ<sup>1</sup>

Kemal EYÜBOĞLU<sup>2</sup>  
Halil İbrahim BULUT<sup>3</sup>

### ÖZ

Bu çalışmanın amacı Ocak 2003-Aralık 2012 dönemi için BİST-30'da işlem gören şirketlerce duyurulan haberlerin hisse performansına etkisini araştırmaktır. Bu doğrultuda şirketlerce duyurulan haberler, kurumsal yönetime ilişkin duyurular, finansal duyurular, hukuki duyurular, operasyonel duyurular ve yeniden yapılanmaya ilişkin duyurular olmak üzere 5 ana başlık altında sınıflandırılmıştır. Çalışmanın veri seti ise BİST-30'da işlem gören şirketler tarafından duyurulan 2143 haberi kapsamaktadır. Verilerin analizinde ise olay çalışması (event study) yönteminden yararlanılmıştır. Yapılan hesaplamalar, ortalama aşırı getiriler (ARR) açısından olay günü yatırımcıların en çok operasyonel, finansal ve yeniden yapılanmaya ilişkin haberlere karşı duyarlı olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca olay öncesi ve sonrası ortaya çıkan istatistiksel açıdan anlamlı ortalama kümülatif aşırı getiriler (ACAR) Borsa İstanbul'un yarı kuvvetli formda etkin olmadığını göstermiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Aşırı Getiri, Borsa İstanbul, Olay Çalışması

**JEL Sınıflandırması:** G14, G34

## THE EFFECT OF FIRM-SPECIFIC NEWS TO STOCK PERFORMANCE: CASE OF BIST-30 COMPANIES

### ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze whether the news provides an opportunity to obtain abnormal returns, which news are announced by companies traded in BIST-30 during January 2003 to December 2012. The firm-specific news are classified on 5 main topics which are corporate governance related announcements, financial announcements, legal announcements, operational announcements and restructuring related announcements. The data covers 2143 news announced by BIST-30 companies. For data analysis event study is used. As a result, it is determined investors mostly react to announcements about operational, financial and restructuring news in terms of the average abnormal returns (ARR) at the day of event respectively. Result shows that Borsa İstanbul is not effective at semi-strongly form within the scope of efficient market hypothesis.

**Keywords:** Abnormal Return, Borsa İstanbul, Event Study

**JEL Classification:** G14, G34

---

<sup>1</sup> Çalışma, Kemal Eyüboğlu'nun "Halka Açık Bilgilerin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST-30 Şirketleri Örneği", isimli yayınlanmış doktora tezinden türetilmiştir.

<sup>2</sup> Arş. Gör. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, keyuboglu@msn.com

<sup>3</sup> Doç. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, halibo@ktu.edu.tr

## 1.Giriş

Bilindiği üzere sermaye piyasaları ortaya çıkan bilgi ve haberlere göre şekillenmektedir. Borsada işlem gören şirketler yatırımcı kararlarını etkileyebilecek açıklamaları zamanında kamuya açıklamak ile yükümlüdürler. Temel kural, fiyatları etkileyecek herhangi bir bilgiden, şirketin mali durumunda ortaya çıkan önemli bir değişiklik veya gelişmeden, yatırımcıların haberdar edilmesidir. Klasik teori bütün piyasa katılımcılarının aynı bilgiye sahip olduğunu varsaymaktadır. Ancak gerçekte yatırımcıların bilgiyi kullanma yeteneğinin birbirinden farklı olması nedeniyle farklı bilgiye sahip olabilmektedir.

Yatırımcıların finansal piyasalardaki belirsizliklere ve problemlere tepkisi, yapmış oldukları yatırımların riskini belirleyebilmek için daha fazla bilgi talep etmektedir. Yapılan araştırmalar, ne kadar sık ve ayrıntılı bilgi kamuya açıklanırsa açıklansın, yatırımcıların her zaman daha fazlasını talep ettiklerini ortaya koymaktadır. Bu ihtiyaca cevap verebilmek için ise etkin bir kamuyu aydınlatma mekanizmasının oluşturulması şarttır (Eroğlu, 2003: 6). Türkiye’de ise bu işlemler Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) aracılığıyla gerçekleştirilmektedir.

Bu çalışmanın amacı BİST-30’da işlem gören şirketlerce duyurulan haberlerin hisse performansını üzerinde etkisi olup olmadığını araştırmaktır. Literatürdeki çalışmalar incelendiğinde analizlerin daha çok birleşme, kar payı gibi genelde tek bir duyuru için ele alındığı görülmüştür. Bu çalışmada ise geçmiş çalışmalarda üzerinde pek durulmayan kurumsal yönetime ilişkin, finansal ve hukuki duyurular da çalışmada incelenmiştir. Ayrıca 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. Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde Türkiye’de sermaye piyasalarının ortaya çıkışı ve gelişimi açıklanmıştır. İkinci bölümünde, literatür incelenmiştir. Üçüncü bölümde; araştırma örnekleme ve yöntemine değinilmiştir. Çalışmanın son bölümü ise bulgulardan oluşmaktadır.

## 2.Türkiye’de Sermaye Piyasalarının Ortaya Çıkışı ve Gelişimi

Türkiye’de sermaye piyasalarını ortaya çıkışının temelleri Osmanlı İmparatorluğu’na kadar uzanmaktadır. Dış ticaretin finansman ihtiyacının ortaya çıkması ve borçlanma ihtiyacının artması, Osmanlı İmparatorluğu’nda yabancı bankaların kurulmasını ve Avrupa’daki büyük bankaların şubeler açmasını hızlandırmıştır. Sanayi devriminin gerçekleştirilmesi, dış ticaret ve sömürgecilik yoluyla sağlanan servet birikiminin sanayi sektörüne kredi olarak aktarılması batı ülkelerinde bankacılığın gelişmesine yol açmış iken, Osmanlı İmparatorluğu’nda hazinenin borç para gereksinimini karşılamak bankaların kurulmasının temel nedeni olmuştur. Anonim şirket

sayısının artması, bu şirketlerinin hisse senedi ve tahvillerinin işlem gördüğü sermaye piyasalarının gelişmesine zemin hazırlamıştır. Böylece, öncelikle mal piyasalarını ve daha sonra da finansal piyasalarını Avrupalılara açan Osmanlı İmparatorluğu'nun Avrupa ekonomisi ve finansal piyasalarıyla entegrasyon süreci hızlanmıştır (Anbar, 2009: 18-19).

Galata Bankerleri bir dernek kurmuş; dışarıdan alınan bu menkul kıymetlerin bu bankerler arasında el değiştirmesi, Osmanlı İmparatorluğu'nda da bir piyasa oluşmasına neden olmuştur. Osmanlı yönetimi tarafından 1866 yılında çıkarılan nizamname ile borsa "Dersaadet Tahvilat Borsası" adıyla resmi bir statüye kavuşmuştur. Bu borsada yerli-yabancı tahvil ve hisse senetleri Avrupa borsalarıyla telgraf irtibatı kurulmak suretiyle işlem görmüş; örneğin Panama tahvilleri ve Süveyş Kanalı hisse senetleri çok defa yabancı bankaların aracılığı ile varlıklı Türk ailelerince satın alınmıştır. Daha sonra 1906 yılında çıkarılan bir diğer nizamname ile borsanın adı "Esham ve Tahvilat Borsası" olarak değiştirilmiş ve borsa Cumhuriyet Dönemi'ne kadar bu isimle faaliyetini sürdürmüştür (SPK, 2012: 19). Birinci Dünya Savaşı ve Kurtuluş Savaşı piyasayı etkilemekle beraber, Cumhuriyet'in ilanından sonra kapitülasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millileştirilmesi, kambiyo kontrollerinin getirilmesi ile İstanbul Esham ve Tahvilat Borsasının Ankara'ya taşınması bu ilk sermaye piyasasının sonu olmuştur (borsaistanbul.com). 1938 yılında borsa "Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası" adıyla Ankara'da taşınsa da, faaliyetlerinin durma noktasına gelmesiyle 1941'de tekrar İstanbul'a taşınmıştır. Bu dönemde borsa, Avrupa borsalarının bir şubesi görünümünde kalmıştır (SPK, 2012: 19).

1960 yılına kadar Cumhuriyet döneminde sermaye piyasasında belirgin bir gelişme olmamıştır. Üstelik savaştan yeni çıkmışın fakirliği ve Düyun-u Umumiye'ye yol açan gelişmelerin ürkütücülüğü nedeniyle 1929 yılında çıkarılan 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ile bu piyasa iyice sınırlandırılmıştır. Bu kanun ile borsada kotu bulunmayan menkul kıymetlerin alınıp satılması yasaklanmış ve İstanbul'da bir menkul kıymetler ve kambiyo borsası kurulmuştur. Bu süreçte 1958 yılında döviz işlemlerinin T.C. Merkez Bankası'na verilmesiyle kambiyo işlevini de yitiren borsaya, yabancı sermayenin eski ilgisi de kalmamıştır. Borsa gelişemeyen yerli sanayinin piyasaya katkıda bulunmamasının yanı sıra, dışa kapalı devletçi politikalar uygulanması ve serbest değiş tokuş felsefesine dayalı uygulamalar sayesinde giderek iyice yavaşlama sürecine girmiştir (SPK, 2012: 22).

1960-1980 döneminde ise özel sektörde hızlı bir holdingleşme süreci yaşanmıştır. Sermaye ihtiyaçlarını karşılayabilmek için birçok şirket hisse senedi ve tahvil çıkarmaya başlamıştır. Aslında Türkiye'de sermaye piyasasının yeniden doğuşu 1960'lı yıllarda Hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile başlamıştır. Tasarruf bonoları tamamen, Hürriyet tahvilleri ise kısmen mecburi tasarruf niteliğinde olduğu için kısa zaman içerisinde paraya çevirme imkanı olmuş ve ikinci el menkul kıymet piyasasının doğmasına sebep olmuştur. Başlangıçta bir sermaye piyasası ve bu alanla ilgili bir yasal düzenlemeye gerek duyulmazken artık 1447 sayılı ve 1929 tarihli kanunun kalıpları dar gelmeye başlamıştır. O nedenle birtakım yasa hazırlama girişim-

leri olmuştur. Bu nedenle 1963'te bir sermaye piyasası tasarısı hazırlanmış fakat 1967'de görüşülemeyerek kadük olmuştur. 1970'te hazırlanan benzer bir tasarı da 1973'te aynı akıbete uğramıştır (Akdiş, 1989; Karlı, 2004: 37). Bununla beraber 1970'li yıllarda bazı büyük holdingler halka açılmanın avantajlarını görek 2-3 bin ortaklı büyük şirketler kurmuşlardır. Başlangıçta halka açık olarak kurulan, ya da sonradan halka açılan şirketler başarı kazanıp güçlendikçe, bunların hisse senetleri piyasada aynı esnaf tarafından alınıp satılmaya başlanmıştır. Bununla beraber daha önceden kapalı aile şirketi olarak kurulan pek çok şirket ölümler ve veraset yoluyla kapalı olmaktan çıkmıştır. *Bir holding + bir banka+1000 küçük ortak* formülü genelde başarılı olmuş ve sermaye piyasasının bugünkü gelişme düzeyine ulaşmasına yardımcı olmuştur. Ayrıca Türkiye'de sermaye piyasasının gelişmesinde tasarruf bonoları, yatırım holdingleri, işçi ve hemşeri şirketleri Türkiye Sınai Kalkınma Bankası'nın çalışmaları da başlıca kilometre taşlarını teşkil etmektedir (Karlı, 2004: 37-39; borsaistanbul.com).

Sermaye piyasasının gelişiminde bankerlerin de rolü olmuştur. 1970'li yılların sonlarında yüksek enflasyon oranlarına karşılık devlet tarafından belirlenen faiz oranlarının çok düşük düzeylerde kalması, piyasada banker adı verilen tefecileri arttırmıştır. Bankaların tahvil ve mevduat sertifikalarına uygulayacakları faiz oranlarını devletin belirlemesi, bankerlere ise bu tür kısıtlamaların olmaması piyasaya kısa sürede, çok sayıda bankerin girmesini sağlamıştır. Kısa sürede halktan yüksek faizlerle toplanan büyük miktarlardaki fonlar uygun şekilde kullanılmadığı için birçok banker geri ödemede zorluklarla karşılaşmıştır. Bunun sonucunda birçok banker krize girmiş, birçok tasarruf sahibi paralarını geri alamamışlardır. Yaşanan kriz sermaye piyasasının düzenlenmesi yönündeki çalışmaları hızlandırmış; 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış, bir sene sonra da menkul kıymetler piyasasının idaresinden, kontrolünden ve mevzuatının düzenlenmesinden sorumlu bir kurum olan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur (Aydın ve diğerleri, 2012: 13-14).

Ayrıca 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasası yeniden düzenlenirken Menkul Kıymetler Borsası'na yeni bir şekil ve içerik verilmek istenmiş ve 1929 tarih ve 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu yürürlükten kaldırılmış, bunun yerine 6.10.1983 gün ve KHK/91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname getirilmiştir. KHK/91'in yayımı tarihinden bir yıl sonra, 6 Ekim 1984 tarihinde "Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik" yayınlanmıştır. 27 Şubat 1985 tarihinde ilk borsa başkanı atanmış, 31 Ekim 1985'te ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası<sup>1</sup> İç Yönetmeliği kabul edilmiştir (Taner ve Akkaya, 2009: 88). 18.12.1985 tarihinde, İMKB Yönetmeliği 18962 sayılı Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğü girmiştir. Nihayet, 26 Aralık 1985 tarihinde borsa resmi bir törenle açılarak faaliyete başlamıştır. Bu olay, SPK'nın IX sayılı tebliği ile resmi gazetede ilan edilmiştir (borsaistanbul.com). Bu doğrultuda 03.01.1986 tarihinde İs-

<sup>1</sup>2013 yılında borsanın adı Borsa İstanbul (BİST) olarak değiştirilmiştir.

tanbul Menkul Kıymetler Borsası toplam piyasa değeri 900 milyon dolar olan 41 adet hisse senedi ve 36 üye ile faaliyete başlamıştır (TÜSİAD, 2005: 18). İMKB'nin kurulduğu yılsonu itibariyle işlem gören şirket sayısı 80'dir. Şirketlerin piyasa değeri ise 938 milyon dolardır (SPK, 2012: 9). Yıllar itibariyle gelişmiş hem piyasa değerini hem de işlem gören şirket sayısını arttırmıştır. 2014 yılı sonu itibariyle borsanın piyasa değeri 269 milyar \$'a, işlem gören şirket sayısı ise 437'ye ulaşmıştır.

### 3.Literatür Çalışması

Literatürde şirketlere özgü haberlerin hisse performansına etkisini araştıran pek çok çalışma mevcuttur. Keown ve Pinkerton (1981), Amerikan şirketlerinin 1975-1978 tarihleri arasında devralma duyurularını incelemiştir. Buna göre devralma duyurularından 12 gün önce anlamlı pozitif aşırı getiriler elde edildiğini ortaya koymuşlardır. Asquith ve Mullins Jr. (1983), 1954-1963 yılları arasında temettü haberlerinin genellikle pozitif getiriler elde edilmesini sağladığını belirlemiştir. Jarrell ve Peltzman (1985), 1967-1981 yılları için geri çağrılan hatalı ürünlerin hisse fiyatlarını olumsuz şekilde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Asquith ve Mullins Jr. (1986), 1964-1980 yılları arasında hisse geri alım duyurularının pozitif getirilere sebep olduğunu ifade etmişlerdir. Smith (1986), ikinci halka arz haberlerinin hisse fiyatını olumsuz yönde etkilediğini ortaya koymuştur. Dravid (1987), 1962-1981 dönemi için hisse bölünmesi haberlerinin hisse oynaklığını arttırdığını belirlemiştir. Woodruff ve Senchack (1988), 1980'de Amerikan piyasalarında şirketlerin kendileri hakkında açıklamış oldukları olumlu haberlerin hisse fiyatlarını hızlı bir şekilde arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Woolridge ve Snow (1990), yeni ürün tanımlarının ilgili hisse senedi yatırımcılarına pozitif aşırı getiriler sağladığını belirlemiştir. Lakonishok ve Vermaelen (1990), 1962-1986 yılları arasında hisse geri alım duyurularının pozitif piyasa hareketlerine sebep olduğunu belirlemiştir. Dubofsky (1991), 1962-1987 döneminde hisse bölünmesi haberlerinin hisse oynaklığını arttırdığını belirlemiştir. Chaney ve diğerleri (1991), 1975-1984 arasında yeni ürün tanımlarının yatırımcılara pozitif aşırı getiriler sağladığını belirlemiştir. Davidson III ve Worrell (1992), geri çağrılan hatalı ürünlerin hisse fiyatlarını olumsuz şekilde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Austin (1993), 1991 yılında alınan patent ödülü duyurularının pozitif aşırı getiriler elde edilmesini sağladığını belirlemiştir. Yoon ve Starks (1995), 1969-1988 yılları arasında temettü haberlerinin genellikle pozitif getiriler elde edilmesini sağladığı belirlemiştir. Bajaj ve Vijh (1995); 1962-1987 arasında kar ve temettü duyurularının hisse senetlerinin işlem hacmi miktarını arttırdığını belirlemiştir. Ikenberry ve diğerleri (1996), 1975-1990 yılları arasında hisse bölünmesi haberlerinin hisse fiyatı üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu belirlemiştir. Barber ve Darrough (1996), 1973-1992 yılları arasında geri çağrılan hatalı ürünlerin hisse fiyatlarını olumsuz şekilde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Greene ve Watts (1996), 1990-1994 yılları arasında şirketlerin üç aylık bilançolarının açıklandığı andan itibaren 90 dakikalık süredeki fiyat hareketlerini incelemiş ve aşırı getirilerin ilk 15 dakika içerisinde elde edildiğini belirlemiştir. Bamber ve diğerleri (1997), başta kar ve temettü duyuruları olmak üzere şirkete özgü haberlerin hissenin işlem hacmi miktarını arttırdığını belirlemiştir. Koski (1998), 1987-1989 dönemi

minde hisse bölünmesi haberlerinin hisse üzerindeki oynaklığı arttırdığı sonucuna ulaşmıştır. Cybo-Ottone ve Murgia (2000), 1988-1997 birleşme ve devralmaları incelemiş açıklama öncesi ve sonrası 20'şer günlük olay penceresinde, ortalama olarak alıcılar açısından % 2,19, hedef şirket ortakları açısından ise % 15,3 kümülatif aşırı getiri sağlandığını belirlemiştir. Andrade ve diğerleri (2001), tarafından 1973-1998 döneminde alıcı ve hedef şirket birleşme ve devralma işlemlerinde, alıcı şirket hisse senetlerinden olay penceresinde negatif aşırı getiri elde edildiği, hedef şirket hisse senetlerinde ise pozitif aşırı getiri sağlandığı belirlemiştir. Affleck-Graves ve diğerleri (2002), 1980-1989 yılları arasında başta kar ve temettü duyuruları olmak üzere NASDAQ'da işlem gören şirketlerce duyurulan haberlerin hisse senedi işlem hacmini arttırdığını belirlemiştir. Corwin (2003), 1980-1998 döneminde ikinci halka arz haberlerinin hisse fiyatlarını olumsuz yönde etkilediğini belirlemiştir. Brooks ve diğerleri (2003), 1989-1992 yılları arasında şirketler için kitle iletişim araçlarında yer alan beklenmedik olaylarla ilgili haberlerin 22 dakika içerisinde fiyatları yaklaşık %1,6 düşürdüğünü ancak 2 saat içerisinde fiyatların haber öncesi seviyesine gerilediğini belirlemiştir. Grullon ve Michaely (2004), 1984-2000 yılları arasında hisse senedi geri alımı duyurularının hisse performansını pozitif olarak etkilediğini belirlemiştir. Chae (2005), 1986-2000 yılları arasında başta kar ve temettü duyuruları olmak üzere şirketlere özgü haberlerin hisse senedinin işlem hacmini arttırdığını belirlemiştir. Moeller ve diğerleri (2005), birleşme ve devralma açısından 1980-2001 dönemlerini 2'ye ayırmıştır. Alan şirket hisse senetlerinde olay penceresinde 1980-1997 döneminde toplam olarak pozitif getiri sağlandığını, ancak 1998-2001 döneminde ise çok büyük miktarda değer kayıplarının oluştuğunu ortaya koymuştur. Garfinkel ve Sokobin (2006), 1985-1998 yılları arasında bilanço açıklamalarının yapılacağı zamanlarda ortaya çıkan beklenmedik işlem hacmi miktarının hisselerin gelecekteki getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu belirlemiştir. Campa ve Hernando (2006), Avrupa Birliği finans sektöründe 1998-2002 döneminde yapılan birleşme ve devralmaların getirisini incelemiş, açıklanma öncesi ve sonrasındaki birer aylık olay penceresinde % 5,43 düzeyinde pozitif kümülatif aşırı getiri saptamıştır. Graham ve diğerleri (2006), 1990-1998 yılları arasında başta kar ve temettü duyuruları olmak üzere şirkete özgü haberlerin hisselerin işlem hacmi miktarını arttırdığını belirlemiştir. Robertson ve diğerleri (2006), 2005-2006 yılları arasında şirkete özgü haberlerin ABD, İngiltere ve Avustralya piyasaları üzerindeki etkisini araştırmış ve piyasaların 60 dakika içerisinde tepki verdiğini belirlemiştir. Laidroo (2008), 2001-2005 yılları arasında Talin, Riga ve Vlnüs Borsalarında gerçekleşen getiri ve işlem hacimlerinin sırasıyla %22'sinin ve %37'sinin kamuya açıklanan bilgilerden kaynaklandığını belirlemiştir. Lu ve diğerleri (2010), 1972-2006 yılları arasında meydana gelen fiyat şoklarının hisselerin gelecekteki getirisi üzerindeki etkisini araştırmıştır. Buna göre kısa vadede meydana gelen sert fiyat düşüşlerinin ve yükselişlerinin ilerleyen 12 ay boyunca aşırı negatif getiriler elde edilmesini sağladığını ortaya koymuştur. Grofi-Klufiman ve Hautsch (2011), 2007-2008 yılları arasında kamuya açıklanan haberlerin anlık etkisini araştırmışlar ve oynaklık, işlem hacmi ve getiriler üzerinde güçlü bir etkisi olduğunu belirlemiştir. Sprenger ve Welpel (2011), 2010 yılında şirkete özgü olumlu ve olumsuz haberlerin hisse fiyatları üzerindeki etkisini araştırmışlar ve olumlu haberlerin hisse fiyatları üzerindeki etkisinin olumsuz haberlerin etkisine göre daha güçlü olduğunu belirlemiştir.

rindeki etkisi araştırmıştır. Haber öncesindeki kümülatif getirilerin mutlak değerinin olumlu haberler için olumsuz haberlere göre daha fazla olduğunu ortaya koymuştur. Storkenmaier ve diğerleri (2011), 2009 yılında gün içinde yeni bir haber akışı olduğunda bunun işlem hacmini arttırdığını ayrıca olumsuz haberler söz konusu olduğu zamanlarda likiditenin düştüğünü belirlemişlerdir. Eizentas ve diğerleri (2012), 2005-2009 yılları arasında OMX Vilns'te işlem gören şirketlerle ilgili yatırımcıların kamuya açıklanan bilgilerden istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiriler elde edebildiğini ortaya koymuşlardır. Chen ve Nguyen (2013) ise 2000-2007 yılları arasında 97 Amerikan şirketi tarafından ürün geri ağırımına ilişkin yapmış oldukları duyuruların hisse fiyatlarını olumsuz etkilediğini ortaya koymuşlardır.

Türkiye'de yapılan çalışmalarda ise Mandacı (2004), 1998-2003 yılları arasında şirket birleşme ve devralma duyurularının İMKB'de işlem gören şirket yatırımcılarına pozitif aşırı getiriler sağlayıp sağlamadığını araştırmış ve duyuru tarihinden önceki ilk ve ikinci günler ile duyuru sonrasındaki ilk günde istatistiksel açıdan anlamlı pozitif aşırı getiriler elde edildiğini ortaya koymuştur. 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 fazlalık getiriler geçici olmaktan ziyade kalıcı özelliklere sahiptir. Öte yandan, birleşme ve devralma olaylarının gerçekleşmesinde yine pozitif etkinin varlığından bahsedilmif ancak bu etki istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. ıtak ve Yıldız (2006), İMKB'de 1997-2005 yılları arasında işlem gören finansal olmayan şirket birleşmelerinden 1 ay sonra anlamlı pozitif getiriler elde edildiğini ortaya koymuşlardır. Uzun dönemde ise birleşme duyurularının hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını ifade etmişlerdir. Erdoğan ve Yezegel (2009), 1998-2004 yılları arasında şirketlere özgü bilgilerin açıklama sonrasında 120 gün boyunca kümülatif negatif ortalama getiriler elde edilmesini sağladığını ortaya koymuştur. Kaderli ve Demir (2009), 2008 yılında şirketlerin yatırım kararı aldıklarına ilişkin duyurularının, ilgili şirketlerin hisse senedi getirileri üzerinde herhangi bir etkiye sahip olup olmadığını ortaya koymuştur. Yapılan alışma sonucunda elde edilen bulgular, İMKB'de yatırım kararı duyurularının ilgili şirketlerin hisse senedi getirilerini olumlu yönde etkilediğini ve piyasanın henüz yarı kuvvetli formda bile etkin olmadığını göstermiştir. Hekimoğlu ve Tanyeri (2011), Türkiye'de 1991-2009 yılları arasında kamuya duyurulan birleşmelerin ve kısmi satışların satın alınan şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki etkilerini incelemiştir. Duyurunun gerçekleşmesinden bir gün önce başlayıp bir gün sonrasında biten  günlük zaman aralığındaki birleşmelerde %8,56; kısmi satışlarda ise %2,25 oranında kümülatif aşırı getiri elde edilebildiğini ortaya koymuştur. Uludağ ve Gülbudak (2011), 1997-2006 yılları arasında İMKB'de işlem gören finansal olmayan şirketlerin birleşme duyurularından önce ve sonra hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiriler elde edilip edilemeyeceğini araştırmışlardır. Elde edilen sonuçlara göre şirket birleşme ve devralmalarının, özellikle 2001 finansal krizinden sonra yoğunluk kazandığını ve hisse senedi fiyatlarını bir-

leşme duyuruları öncesinde arttırdığını belirlemişlerdir. 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. Çalışma sonucunda şirket birleşme ve devralma duyurularının hisse senedi getirisine etkisi olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır. 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. Sonuçta 180 günlük dönemde endekse göre aşırı bir getirinin elde edilemediği, 5 ile 30 gün arası daha kısa vadelerde ise az da olsa endekse göre aşırı getiri elde etmenin mümkün olduğu görülmüştür.

#### 4. Araştırma Örnekleme ve Yöntemi

Çalışmada BİST-30'da işlem gören şirketlerce duyurulan haberlerin<sup>1</sup> aşırı getiriler elde edilmesine imkan sağlayıp sağlamadığı araştırılacaktır. Şirketlere özgü haberler, Antweiler ve Frank (2006: 8) tarafından kullanılan kurumsal yönetimle ilişkili duyurular, finansal duyurular, hukuki duyurular, operasyonel duyurular ve yeniden yapılanma ile ilişkili duyurular esas alınarak 5 ana başlık altında sınıflandırılmıştır. Bu ana başlıklar altındaki haberler 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,
- Bilanço Açıklamaları,
- Hisse Geri Alımı,
- Hisse Arzı, Hisse Bölünmesi,
- Derecelendirme kuruluşlarınca açıklanan finansal notlar

<sup>1</sup> Şirketlerce duyurulan haberler KAP'tan alınmıştır.



- c) **Hukuki Duyurular**  
Açılan davalar,  
Sonuçlanan davalar,  
Yürütmeyi durdurma kararları,  
Rekabet Kurulu'nca verilen cezalar
- d) **Operasyonel Duyurular**  
Kapasite artırımları,  
İşten çıkarmalar veya lokavt,  
İşçi sendikaları ile yapılan antlaşmalar,  
Yeni sunulan ürünler,  
Tedarik antlaşmaları
- e) **Yeniden Yapılanma ile İlişkili Duyurular**  
İş ortaklığı antlaşmaları,  
Birleşme duyuruları,  
İştirak satın alınması veya kurulması,  
İştirak satışına ilişkin haberlerdir.

09.07.2013 itibariyle 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.

Verilerin analizinde ise olay çalışması yöntemi kullanılacaktır. Olay çalışması, herhangi bir olayın hisse senedinin performansını etkileyip etkilemediği konusunda sonuçlar çıkarılmasını sağlayan, ayrıca piyasanın etkinliğini ölçmede kullanılan güvenilir bir yöntemdir (Kaderli, 2007: 147; Çakır ve Gülcan, 2012: 81).

Çalışmanın veri seti, Ocak 2003-Aralık 2012 döneminde BİST-30'da işlem gören şirketler tarafından duyurulan 2143 haberi kapsamaktadır. Bu haberlerden 793'ü finansal, 532'si operasyonel, 311'i yeniden yapılanma, 284'ü kurumsal yönetim, 223'ü hukuki konulara ilişkindir. Bu çalışmada amaç, çalışmaya konu olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarının 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.

Çalışmanın uygulama kısmında öncelikle, her bir şirket için örnek olay olarak belirlenen 5 ana başlığa ilişkin duyuruların açıklandığı günün 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası kapsayan günlük getiri oranları hesaplanmıştır. Olay penceresinin uzun seçilmemesinin nedeni, uzun olay aralığının istatistiksel olarak çalışmanın gücünü azaltabilmesi ve olayın anlamlılığı hakkında yanlış değerlendirmelere neden

olabilmesidir (Kothari ve Warner, 2007: 8). 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 getirisinin<sup>1</sup> 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. Olay çalışmalarında amaç, olayın olduğu tarihten önceki ve sonraki günlerde, ortalama aşırı getirilerin (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:

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

Ortalama kümülatif aşırı getiriler (ACARs) ise örneklemdeki 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):

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

Olay gününden sonra devam eden sıfırdan farklı aşırı getirilerin varlığı etkin piyasalar hipotezi ile uyumlu değildir. Olayın önceden tahmin edilme olasılığını dikkate alabilmek için kümülatif aşırı getirilerin hesaplanması gerekmektedir (Kothari ve Warner, 2007: 10). Olay öncesinde herhangi bir aşırı fiyat hareketi ol-

<sup>1</sup> Piyasa endeksi getirisi olarak BİST-100 endeksinin getirisi kullanılmıştır.

mazsa 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).

### 5. Araştırmaya İlişkin Bulgular

Bu bölümde 5 ana başlık için yapılan hesaplamalar sonucu elde edilen bulgulardan bahsedilecektir. Tablolarda görülen t değeri istatistikleri SPSS 17 programı yardımıyla hesaplanmıştır.

#### 5.1. Kurumsal Yönetim Duyurularına İlişkin Bulgular

Tablo 2’de şirketlerce duyurulan kurumsal yönetimle ilişkili haberler için hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler (ARR) gösterilmiştir. Tablo 2’ye göre kurumsal yönetim duyuruları için 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 beklenebilmektedir. Olay günü ve sonrası ARR’ler incelendiğinde yatırımcıların ilk 4 günde haberlere olumlu bir tepki verdiği görülmektedir.

**Tablo 2: 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
<b>t</b>	<b>0.008</b>	<b>1.014</b>
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.

Aynı zamanda olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir.

**Tablo 3: 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.

Tablo 3'te kurumsal yönetim haberleri ile ilişkili belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lar gösterilmiştir. 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 göstermektedir. (-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. 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 piyasanın kurumsal yönetim duyuruları için etkin olmadığını göstermektedir.

## 5.2. Finansal Duyurulara İlişkin Bulgular

Tablo 4'te şirketlerce duyurulan finansal haberler karşısında hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

**Tablo 4: 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*
<b>t</b>	<b>0.015</b>	<b>0.720</b>
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 taraftan t-1 gününde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif getirinin varlığı, haberin içeriden öğrenenlerin ticareti 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 beklenebilmektedir. Olay sonrası ARR'ler incelendiğinde yatırımcıların 10 günlük dönemdeki haberlere daha olumsuz bir tepki verdiği görülmektedir.

Tablo 5'te finansal haberlere ilişkin belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lar gösterilmiştir.

**Tablo 5: 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 getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Finansal 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. 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 Borsa İstanbul'un finansal duyurular için etkin olmadığını göstermektedir.

### 5.3.Hukuki Duyurulara İlişkin Bulgular

Tablo 6'da 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. Haber öncesi anlamlı getirilerin olmayışı hukuki haberlerin daha önceden bilindiği veya piyasaya bilgi sızdığına dair herhangi bir bulgu olmadığını göstermektedir.

**Tablo 6: 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
<b>t</b>	<b>0.013</b>	<b>1.584</b>
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.

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 7: 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.

Tablo 7’de hukuki duyurular açısından belirli olay aralıklarına ilişkin ACAR’lar gösterilmiştir. 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. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR’lar ise haberin yatırımcılar açısından pozitif algılandığını göstermektedir. Piyasanın et-

kinliği açısından değerlendirildiğinde ise elde edilen sonuçlar piyasanın hukuki duyurular için de etkin olmadığını göstermektedir.

#### 5.4.Operasyonel Duyurulara İlişkin Bulgular

Tablo 8’de şirketlerce duyurulan operasyonel haberler karşısında hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir.

**Tablo 8: 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	<b>0.050</b>	<b>3.465*</b>
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.

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. 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 beklenebilmektedir. Olay günü ve sonrası ARR’ler incelendiğinde yatırımcıların ilk 4 günde haberlere olumlu bir tepki verdiği görülmektedir.

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 sözü konusu olmadığı görülmektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir.



**Tablo 9: 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'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 gösterebilmektedir. 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 elde edilen sonuçlar piyasanın etkin olmadığını göstermektedir.

### 5.5.Yeniden Yapılanma Duyurularına İlişkin Bulgular

Tablo 10'da 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. 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 beklenebilmektedir. Ayrıca olay günü ve sonrasındaki ilk 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.

**Tablo 10: 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	<b>0.018</b>	<b>1.869***</b>
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.

Tablo 11'e göre yeniden yapılanmaya ilişkin haberler için belirli olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lardan (-1, 1) hariç hepsi pozitif ve anlamlı hesaplanmıştır.

**Tablo 11: 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.

(-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) aralı-

ğında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından pozitif algılandığını göstermektedir. Piyasanın etkinliğı 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 piyasanın etkin olmadığını göstermektedir.

Tablo 12'de 5 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, tepki verdiği ortaya konmuştur.

**Tablo 12: Beş Ana Başlık İçin t-10 ile t+10 İş Günleri Arasında Hesaplanan AARs**

Olay Aralığı	Kurumsal Yönetim	Finansal	Hukuki	Operasyonel	Yeniden Yapılandırma
t-10	-0.001	0.006	-0.004	-0.007	0.008
t-9	0.001	-0.008	-0.011	0.016	-0.001
t-8	0.003	0.021	0.011	0.016	0.003
t-7	0.002	0.003	0.000	0.014	0.011
t-6	0.001	0.002	0.000	-0.016	0.005
t-5	-0.001	0.004	-0.010	-0.015	0.002
t-4	-0.003	0.001	0.003	-0.009	0.004
t-3	0.002	-0.017	-0.003	-0.032	-0.005
t-2	0.012	-0.003	0.001	0.015	0.006
t-1	0.004	0.043*	0.000	-0.002	0.008
t	<b>0.008</b>	<b>0.015</b>	<b>0.013</b>	<b>0.050*</b>	<b>0.018***</b>
t+1	0.005	-0.031	0.006	0.023	0.019***
t+2	0.005	0.022	0.013	0.003	0.013
t+3	0.002	-0.032**	0.006	0.006	-0.004
t+4	-0.007	-0.012	-0.012	0.005	0.000
t+5	0.011***	0.001	-0.006	-0.036	-0.005
t+6	-0.001	-0.009	-0.005	0.016	-0.021
t+7	-0.003	-0.026**	0.002	0.004	-0.004
t+8	0.003	-0.028***	-0.005	-0.001	0.004
t+9	-0.006	-0.022	0.004	-0.001	-0.001
t+10	-0.001	0.006	-0.002	0.022***	-0.003

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

## 6. Sonuç

Sermaye piyasalarında ortaya çıkan bilgi ve haberler önemli bir yer tutmaktadır. Bu açıdan borsada işlem gören her bir şirket yatırım kararlarını etkileyebilecek açıklamaları zamanında açıklamak ile yükümlüdür. Kamuyu aydınlatma olarak adlandırılan bu yükümlülük özellikle halka arz edilmiş şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü ikincil piyasalarda yatırımcıların bilgilendirilmesine yönelik olarak gerçekleşmektedir. Türkiye'de yatırımcılar şirketlerle ilgili bu tür bilgilere KAP aracılığı ile ulaşabilmektedir. Etkin piyasalar hipotezi bütün piyasa katılımcılarının aynı

bilgiye sahip olduğunu varsaymaktadır. Ancak gerçekte bilginin çıkışı ile herkese dağılımı arasındaki sürecin uzunluğu, bazı yatırımcıların menfaat sağlamalarına, bazı yatırımcıların da zarara uğramalarına yol açabilmektedir.

Bu çalışmada BİST-30'da işlem gören şirketlerce KAP'ta duyurulan haberlerin hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine imkan sağlayıp sağlamadığı araştırılmıştır. Ocak 2003-Aralık 2012 dönemini kapsayan çalışma BİST-30'da işlem gören şirketler tarafından duyurulan 2143 haberi kapsamaktadır. Bu haberlerden 793'ü finansal, 532'si operasyonel, 311'i yeniden yapılanma, 284'ü kurumsal yönetim, 223'ü hukuki konulara ilişkindir. 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 5 ana başlığa ilişkin duyuruların açıklandığı günün 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası kapsayan günlük getiri oranları hesaplanmıştır. Yatırımcıların 5 ana başlıkta sınıflandırılmış duyurulardan hangilerine daha çok tepki verdiği, olay günü için hesaplanan AAR'ler yardımıyla belirlenmiştir. Buna göre yatırımcıların ortaya çıkan haberlerden en fazla %5 ile operasyonel haberlere tepki verdiği ve bu haberleri sırasıyla %1,8 ile yeniden yapılanmaya ilişkin haberler ve %1,5 ile finansal haberlerin izlediği belirlenmiştir. Ayrıca olay öncesi hemen hemen bütün haber türleri için hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitifdir. Bu durum haberler öncesinde bilgi suistimali şüphesi doğurmaktadır. Piyasadaki etkinliğin artırılması için, piyasada fiyatların rekabet içerisinde oluşması, bilgiye hızlı ve düşük maliyetlerle ulaşılması ve işlem maliyetlerinin çok düşük düzeylerde olmasının sağlanması gerekmektedir. Ayrıca istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif aşırı getirilerin varlığı Borsa İstanbul'un yarı kuvvetli formda etkin olmadığını göstermektedir. Elde edilen bu bulgular farklı ülkelerde ve endekslerde şirketlere özgü haberler sebebiyle yatırımcıların aşırı getiriler elde edebileceğini dolayısıyla piyasaların yarı-kuvvetli formda etkin olmadığını ortaya koyan pek çok çalışma örtüşmektedir. Türkiye için yapılan pek çok çalışmada da (Mandacı, 2004; Çukur ve Eryiğit, 2006; Çıtak ve Yıldız, 2006; Kaderli ve Demir, 2009; Hekimoğlu ve Tanyeri, 2011) benzer bulgulara ulaşılmıştır.

Gelecekte yapılacak olan çalışmalarda ise şirketlerce duyurulan haberlerin etkisinin dakikalık olarak ölçülmesi çalışmaya zenginlik katacaktır.

**Kaynaklar**

- Affleck G., Carolyn M. Callahan ve Chipalkatti, N. (2002). Earnings Predictability, Information Asymmetry and Market Liquidity. *Journal Of Accounting Research*, 40, 561-583.
- Akdiş, M. (1989). Türkiye’de Sermaye Piyasası, *Maliye Dergisi*, Sayı: 94, Mayıs/Haziran, 49-57. [Http://Makdis.Pamukkale.Edu.Tr/Mak19.Htm](http://Makdis.Pamukkale.Edu.Tr/Mak19.Htm)
- Anbar, A. (2009). Osmanlı İmparatorluğu’nun Avrupa İle Finansal Entegrasyonu. *Maliye Finans*, Yıl: 23, Sayı: 84, 17-37.
- Andrade G., Mark M.I. ve Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No:2.
- Antweiler, W. ve Murray Z. F., (2006). Do U.S. Stock Markets Typically Overreact to Corporate News Stories?. *Working Paper*, University of British Columbia.
- Asquith, P.ve Mullins Jr. D. W. (1983). The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. *Journal Of Business*, 56, 77-96.
- Asquith, P. ve Mullins Jr. D. W. (1986). Signaling With Dividends, Stock Repurchases, And Equity Issues. *Financial Management*, 15, 27-44.
- Austin, D.H. (1993). An Event-Study Approach to Measuring Innovative Output: The Case Of Biotechnology. *American Economic Review*, 83, 253-258.
- Aydın, N. ve diğerleri (2012). Borsaların Yapısı ve İşleyişi., Ed. Murat Ertuğrul,978-975-06-1210-7,[Http://-Eogrenme.Anadolu.-Edu.Tr/-Ekitap/-Msp203u.Pdf](http://-Eogrenme.Anadolu.-Edu.Tr/-Ekitap/-Msp203u.Pdf), 22.03.2013.
- Bajaj, M. Ve Vijh, A. M. (1995). Trading Behavior and The Unbiasedness of The Market Reaction To Dividend Announcements. *Journal of Finance*, 50, 255-279.
- Bamber, L., Smith, B. O. E., Stober T. L. (1997). Trading Volume a Different Aspects Of Disagreement Coincident With Earnings Announcements. *Accounting Review*, 72, 575-597.
- Barber, B.M. Ve Darrough, M.N. (1996). Product Reliability and Firm Value: The Experience of American and Japanese Automakers, 1973-1992. *Journal of Political Economy*, 104, 1084-1099.
- Borsa İstanbul, *Sermaye Piyasaları ve Borsaların Tarihi, İşlevleri* [Http://-Borsaistanbul.Com/Publications/Trainingsets2.Aspx](http://-Borsaistanbul.Com/Publications/Trainingsets2.Aspx), 11.03.2013.
- Brooks, R. M. ve Diğerleri (2003). How the Equity Market Responds to Unanticipated Events. *Journal of Business*, 76, 109-133.
- Campa J. M., Ignacio, H. (2006). M&As Performance in the European Financial Industry. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, 2006.

- Chae, J.(2005). Trading Volume, Information Asymmetry, And Timing Information. *Journal of Finance*, 60, 413-442.
- Chaney, P.K. Devinney, T. M ve Winer, R.S. (1991). The Impact of New Product Introductions on the Market Value of Firms. *Journal of Business*, 64, 573-610.
- Chen, Y. Ve Nguyen, N. (2013). Stock Price And Analyst Forecast Around Product Recall Announcements, *International Journal of Economics and Finance*, Vol: 5, No: 6, 1-10.
- Corwin, S. A. (2003). The Determinants of Underpricing for Seasoned Equity Offers. *Journal of Finance*, 58, 2249-2279.
- Cybo-Ottone A., Maurizio M. (2000). Mergers and Shareholder Wealth İn European Banking. *Journal of Banking & Finance*, 24.
- Çakir, H. M. ve Gülcan, Z. (2012). Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi. *Mali Çözüm Dergisi*, 79-108.
- Çıtak, L. ve Yıldız, F.K(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, S. ve Eryiğit, R.(2006). Banka Birleşme ve Devralma Olaylarının Borsa'daki Etkisi. *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı 243, 96-107.
- Davidson I., Wallace N. ve Worrell, D. L. (1992). The Effect of Product Recall Announcements on Shareholder Wealth. *Strategic Management Journal*, 13, 467-473.
- Dravid, A. 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.
- Eizentas V., Krusinskas, R., Stankeviciene, J. (2012). Impact of Public Information Signals On Share Prices: Evidence From Lithuania. *Economics and Management*, 17, 3, 879-888.
- Erdoğan O.ve Yezegel, A. (2009). The News of No News in Stock Markets. *Quantitative Finance*, 9: 8, 897-909.
- Eroğlu, C. A. (2003). Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Kamunun Aydınlatılması. Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü.
- Eyceyurt, T. ve Serçemeli, M. (2013). Şirket Birleşme Ve Satın Almalarının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 27, Sayı: 1, 159-175.

- Garfinkel, J. ve Sokobin, J. (2006). Volume, Opinion Divergence And Returns: A Study Of Post-Earnings Announcement Drift. *Journal of Accounting Research*, 44, 85-112.
- Graham, J.R. Jennifer L. Koski, Loewenstein, U. (2006). Information Own and Liquidity Around Anticipated and Unanticipated Dividend Announcements. *Journal Of Business*, 79, 2301-2336.
- Greene, J. T. ve Watts, S.G. (1996). Price Discovery on the Nyse and the Nasdaq: The Case Of Overnight And Daytime News Releases. *Financial Management*, 25, 19-42.
- Grofi-Klufiman, A. ve Nikolaus, H.(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, G. ve Michaely, R. (2004). The Information Content of Share Repurchase Programs. *Journal of Finance*, 59, 651-680.
- Hekimoğlu, M.H. ve Tanyeri, B. (2011). Stock Market Reactions To Mergers Of Non-Financial Turkish Firms. [Http://Ssrn.Com/Abstract=1768015](http://Ssrn.Com/Abstract=1768015)
- Ikenberry, D.L. Rankine, G. Stice, E.K. (1996). What do Stock Splits Really Signal?. *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, 31, 357-375.
- İş Yatırım, [Http://Www.İsyatirim.Com.Tr/Home.AspX](http://Www.İsyatirim.Com.Tr/Home.AspX), 05.03.2014.
- Jarrell, G.ve Peltzman, S.(1985). The Impact of Product Recalls on the Wealth of Sellers. *Journal Of Political Economy*, 93, 512-536.
- Kaderli, Y. (2007). Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *MUFAD Muhasebe Ve Finansman Dergisi*, Sayı 36, Ekim,144–154.
- Kaderli, Y. ve Demir, S. (2009). Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi. *ISMMMO Mali Çözüm Dergisi*, Sayı 91, 45–65.
- Karlı, M. (2004). Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler. Alfa Basım Yayım, 5. Baskı.
- Keown, A. J. ve Pinkerton, J. M. (1981). Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation. *Journal of Finance*, 36 (4), 855-869.
- Koski, J. 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.
- Laidroo, L. (2008). Public Announcement Induced Market Reactions On Baltic Stock Exchanges, *Baltic Journal Of Management*, Vol. 3 Iss: 2, 174 – 192.
- Lakonishok, J., ve Vermaelen, T. (1990). Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers, *Journal of Finance*, 45, 455-477.
- Hai, L., Wang, K. Q ve Wang, X., (2010). Price Shocks, News Disclosures, and Asymmetric Drifts, [Http://-Papers.Ssrn.Com/Sol3/-Papers.Cfm?Abstract\\_Id=1445095](http://Papers.Ssrn.Com/Sol3/-Papers.Cfm?Abstract_Id=1445095).
- Mackinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics And Finance. *Journal Of Economic Literature*, 35, 13-39.
- Mandacı, P.E. (2004). Şirketlerin Birleşme Ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri. *İktisat İşletme Ve Finans*, 19 (225), 118–124.
- McWilliams, A. ve Siegel, D. (1997). Event Studies İn Management Research: Theoretical And Empirical Issues. *Academy of Management Journal*, 40 (3), 626-657.
- Moeller, S.B. Frederik, P. Schlingemann, R. Stulz, M. (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.
- Robertson, C. Shlomo, G., ve Wolff, R. (2006). Does Company Specific News Affect 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.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) (2012). 30.Yıl Kitabı. Ankara.
- Smith, C. (1986). Investment Banking and the Capital Acquisition Process. *Journal of Financial Economics*, 15, 3-29.
- Sprenger, Timm O. ve Welpel, Isabell M. (2011). News Or Noise?. The Stock Market Reaction to Different Types of Company-Specific News Events, [Http://Ssrn.Com/Abstract=1734632](http://Ssrn.Com/Abstract=1734632).
- Taner, B. ve Akkaya, C. (2009). Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı Ve Menkul Kıymetler. Ankara: Detay Yayıncılık.
- TÜSİAD (2005). Türkiye Sermaye Piyasalarının Gelişimine Yönelik Öneriler, Yayın No. Tüsiad-T/2005-02/391.
- Storkenmaier, A., Wagener, M., Weinhardt, C.(2011). Public Information in Fragmented Markets. *Working Paper*.



Kırkulak Uludağ, B. ve Demirkaplan Gülbudak, Ö. (2011). Hisse Sendi Fiyatlarının Şirket Birleşme Duyurularına Tepkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Uygulama. *İMKB Dergisi*, Cilt: 12 Sayı: 47, 19-46.

Vernimmen, P.(2009). Corporate Finance Theory and Practice (Second Edition). İngiltere: John Wiley & Sons Ltd.

Woodruff, C.S. ve Senchack, A.J. (1988). Intradaily Price-Volume Adjustments of Nyse Stocks to Unexpected Earnings. *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 2: 467-491.

Woolridge, J. R., ve Snow, C. C. (1990). Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions. *Strategic Management Journal*, 11, 353-363.

Yazici, B., ve Muradoğlu, G. (2002). Dissemination of Stock Recommendations and Small Investors: Who Benefits?. *Multinational Finance Journal*, Vol. 6, 29-42.

Yoon, P.S. ve Starks, L.T. (1995). Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements. *Review of Financial Studies*, 8, 995-1018.

