

DAVRANIŞSAL FİNANS VE KAMUYU AYDINLATMA PERSPEKTİFİNDE ŞİRKETLERE İLİŞKİN BİLDİRİMLER VE HABERLER: LİTERATÜR DEĞERLENDİRMESİ

NOTIFICATIONS AND NEWS FROM COMPANIES IN BEHAVIORAL FINANCE AND PUBLIC DISCLOSURE PERSPECTIVE: A LITERATURE REVIEW *

Cihan YILMAZ ^{a*}, Seyhan ÖZTÜRK ^b

^{a*} Sorumlu Yazar, Dr.Öğr.Üyesi, Ardahan Üniversitesi, cihanyilmaz@ardahan.edu.tr, ORCID: 0000-0001-8620-4888

^bDoç. Dr., Kafkas Üniversitesi, seyhan87ozturk@gmail.com , ORCID: 0000-0003-1458-840X

MAKALE BİLGİLERİ

Makale Tarihi: 26.05.2023
Gönderilme Tarihi: 26.05.2023
Düzenleme Tarihi: 11.07.2023
Kabul Tarihi: 10.08.2023

Anahtar Kelimeler:
Davranışsal Finans, Fiyat Anomalileri, Kamuyu Aydınlatma, Şirket Haberleri, Yatırımcı Tepkisi
Jel Kodları: G40, G41

ARAŞTIRMA MAKALESİ

BENZERLİK/ PLAGIARİZM

Ithenticate: %25

ÖZET

Genişlemekte olan davranışsal finans literatürü, şirket haberlerinin/bildirimlerinin öncesinde-anında-sonrasında gerçekleşen yatırımcı tepkilerini ve dolayısıyla hisse senetlerinin fiyat hareketlerini Etkin Piyasa Hipotezi (EPH)'nin yarı güçlü formunun test edilmesi özelinde dikkatle ele almaktadır. Elde edilen bulguları fiyat anomalisi bağlamında değerlendirerek, ortaya çıkan irrasyoneliteyi yatırımcı önyargıları ve davranışsal finans modelleri ile açıklamaya çalışmaktadır. Bu çalışmanın amacı, kamuyu aydınlatma kapsamında gerçekleştirilen şirket bildirimlerinin/haberlerinin/duyurularının bilgi kullanıcıları ile piyasalar açısından önemini literatürdeki çalışmalardan hareketle ortaya koymak ve elde edilen bulguları davranışsal finans perspektifinde değerlendirmektir. Ulusal ve uluslararası literatürdeki çalışmalar, şirket bildirimlerine ve haberlerine yatırımcıların çoğu zaman rasyonaliten uzak tepkiler verdiğini ve bu durumların piyasaları yarı güçlü formda etkin olmaktan uzaklaştırdığını, söz konusu bulguların önemli bir kısmının fiyat anomalisi bağlamında davranışsal finans modelleri ile açıklanabileceğini göstermektedir.

* Bu çalışma, ilk sıradaki yazar tarafından ikinci sıradaki yazarın danışmanlığında yazılan “Davranışsal Finans Bağlamında Ara Dönem Finansal Rapor İlanı ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Bildirimleri Sonrası Borsa İstanbul Endekslerinde Anomali Araştırması” başlıklı doktora tezinin bir kısmından üretilmiştir.

ARTICLE INFO

Article history:

Received 26.05.2023

Revised 11.07.2023

Accepted 10.08.2023

Keywords: Behavioral Finance, Price Anomalies, Public Disclosure, Company News, Investors' Reactions
Jel Codes: G40, G41

ABSTRACT

The expanding behavioral finance literature carefully considers investor reactions before-instantly-after company news/notifications, and hence the price movements of stocks, specifically testing the semi-strong form of Efficient Market Hypothesis (EMH). Evaluating the findings in the context of price anomalies, it tries to explain the emerging irrationality with investor biases and behavioral finance models. The aim of this study is to reveal the importance of company notifications/news/announcements made within the scope of public disclosure in terms of information users and markets, based on studies in the literature, and to evaluate the findings from the perspective of behavioral finance. Numerous studies in both national and international literature show that investors often react far from rationality to company notifications and news, and these situations make the markets ineffective in a semi-strong form, and a significant part of these findings can be explained by behavioral finance models in the context of price anomalies.

1. GİRİŞ

Piyasalardaki “*buy on the rumor and sell on the news*” (beklentiyi satın al, gerçeği sat/söylentiyi satın al, haberi sat) aforizması, sıkça gözlemlenen bir finansal piyasa fiyat hareketlerini ifade etme stratejisidir. Bu model, olumlu beklenen olaylardan/haberlerden önce yükselen ve sonrasında düşen hisse senedi fiyatlarıyla karakterize edilmektedir (Peterson, 2002: 218). Yatırımcılar, farklı kaynaklardaki haber metinlerini inceleyerek şirketler hakkında bilgi sahibi olmakta, olumlu ya da olumsuz duygular ve beklentiler oluşturmakta; bu bilgilere dayalı yorum ve duygularına bağlı olarak yatırım kararlarını revize etmektedirler (Atan ve Çınar, 2019: 3). Dolayısıyla 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 düzeylerde ve zamanlarda erişebilmesi de o denli önemlidir (Eyüboğlu, 2014: 10).

Klasik iktisattaki tam rekabet piyasasının ve standart finanstaki etkin piyasaların oluşumundaki en önemli koşullar; piyasada ortaya çıkan olguların tam, tarafsız, doğru, anlaşılır, yanıltıcı olmayan, zamanında ve tüm menfaat gruplarına eşanlı olarak duyurulmasıdır. EPH'ye göre yatırımcılar, hisse senedi ile ilgili haberleri hızla fiyatlandırır. Fiyatların etkisizliğinin ya da beklentiyi satın alan yatırımcıların yatırım davranışlarının tespit edilebilmesi için gelecekteki olumlu olay/bilgi hakkındaki haberlerin yatırım davranışı üzerinde gecikmiş bir etkisi olmalıdır. Yeni ufuklar açan makalelerinde Grossman ve Stiglitz (1980), EPH'ye karşı bir meydan okumayı ortaya koymuşlar ve özel bilgilerin maliyetli olması durumunda, fiyatın özel bilgileri tam olarak yansıtamayacağını göstermişlerdir. Finansal bilginin paylaşımının ardından bir simetri oluşmaması durumunda, taraflardan biri diğerine nazaran daha avantajlı/dezavantajlı duruma gelebilir. Bilgi asimetrisi olarak ifade edilen bu durum, piyasaların işleyişini olumsuz etkilemekte ve piyasaları etkin olmaktan uzaklaştırmaktadır. Bilgi kullanıcıları bakımından sadece finansal tablolarda görülen rakamlar değil, söz konusu rakamların altında yatan diğer unsurlar da önemlidir (Özer, 1997: 48). Bu unsurlar, yatırımcılara yatırım kararlarını verirken daha sağlıklı davranabilmesi için işletmenin durumu hakkında daha detaylı bilgiler sağlayacaktır (Çağırın, 2019: 13). İşletmelerin faaliyetleriyle ilgili finansal ve finansal olmayan bilgileri kamuyu aydınlatma ilkesinin gereği olarak bilgi kullanıcılarına sunulmaktadır. Söz konusu bilgilerin, kullanıcıların ihtiyaçlarına göre hazırlanmasının yanında, bilgi kullanıcılarına zamanında ve doğru iletim yolları kullanarak iletilmesi de önem arz etmektedir.

1970'lerde rasyonel beklentilere dayalı modellerin yükselişte olduğu, akademide yer alan iktisatçılar/finansçılar arasında Keynesyen İktisat'ın giderek popülaritesini kaybettiği ve büyük ölçüde geri çekilmiş olan homo ekonomikusun yeniden sahneye ve teorik çalışmaların merkezine geri döndüğü görülmektedir. Keynes, Fisher ve Pareto gibi önemli isimlerin çalışmalarıyla tartışılmaya başlanan davranışsal

yaklaşımlar, 1970'lere kadar dikkate alınmamıştır (Tufan, 2008: 27). 1980'lerden itibaren standart finansın, “yatırımcılar rasyoneldir ve portföy yatırım sürecinde karşılaşılan tüm durumların mevcut standart finansın temel varsayımları ile açıklanabilir” tezi, başta psikologlar ardından da ekonomistler ve finansçılar tarafından daha şiddetli bir biçimde sorgulanmaya başlamıştır. Yatırımcıların karar verirken çeşitli bilişsel ve psikolojik hatalardan etkilendiklerini ve dolayısıyla rasyonel olamayacakları düşüncesinin ortaya atılmasıyla birlikte davranışsal finans olarak adlandırılan yeni bir finansal iktisat dalı gelişmeye başlamıştır. Davranışsal finansın tarihine baktığımızda; 1980'lerde standart finans teorileriyle çelişen ampirik bulguların diğer bir deyişle piyasa anomalilerinin keşfedilmesi ile başlayan, ardından Daniel Kahneman ve Amos Tversky'nin önerdiği davranışsal iktisadın temel fikirleriyle açıklama girişimleri ile devam eden yaklaşık kırk yıllık bir süreçten bahsedilmektedir. Herbert Simon, karar alma sürecindeki belirsizliğe sınırlı rasyonellik kavramıyla getirdiği açıklamalar ile erken dönem davranışsal iktisadın ve finansın ortaya çıkmasında ve yükselmesinde büyük rol oynamıştır. Ardından David Dreman, Robert Shiller, Hersh Shefrin, Werner De Bondt, Meir Statman ve Richard Thaler gibi finansçıların; Paul Andreassen, Daniel Kahneman ve Amos Tversky gibi bilişsel psikologların katkılarıyla ve yaptıkları çalışmalar sonucu davranışsal finans, bir alan olarak ortaya çıkmıştır (Kübilay, 2015: 4). Kahneman ve Tversky, insanların belirsizlik durumlarında karar verirken çeşitli zihinsel kısa yollara ve yanlılıklara (önyargılara) maruz kaldıklarını ortaya konan çalışmalarını (*Belirsizlik Altında Karar Verme: Sezgiler ve Önyargılar*) 1974 yılında *Science* dergisinde yayınlamışlardır. Bu iki psikolog, söz konusu çalışmalarından kısa bir süre sonra (1979) başta beklenen fayda teorisi olmak üzere standart finans teorilerini derinden sarsacak olan devrim niteliğinde başka bir çalışmaya (Beklenti Teorisi) imza atarak davranışsal finansın temellerini atmışlardır.

“Davranışsal” ifadesinin açıkça ekonomiye yerleştirilmesi ve son kırk yıl boyunca karar vermeyi inceleyen psikolojideki deneyler, çeşitli koşullar altında seçim yapma ve karar verme anlayışımıza çok ihtiyaç duyulan yeni bir yön vermiştir (Kuriakose, 2017: 3). Davranışsal finansın ismindeki “davranış”, bireylerin gerçek ekonomideki davranışlarının, çoğu akademik teorinin normalde varsaydıklarından temelde farklı olduğu anlamına gelmektedir. Davranışsal finans, finanstan ayrı bir disiplin değildir. Finans hâlâ finanstır ancak içine psikolojik bulguların dâhil edildiği gerçekçi temelleri olan finanstır. Davranışsal finansın, araştırmacıların kişisel bakış açıları ve ilgi alanlarına göre farklı tanımlamalarının yapıldığı görülmektedir. Thaler'in (2005) ifadesiyle “açık fikirli finans” olarak tanımlanan davranışsal finans; psikolojik olayların finansal davranışı nasıl etkilediğini araştıran (Shefrin, 2005) finansın nispeten yeni bir dalıdır. Yatırımcı davranışları veya yatırımcı beklentileri üzerine inşa edilmiş alternatif bir düşünce olan davranışsal finans, piyasa etkinliği ve yatırımcıların rasyonel olduğu varsayımlarını zorlamaktadır. Davranışsal finans; sınırlı insan rasyonalitesine odaklanarak, duygusal faktörlerin piyasadaki değişiklikler üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Standart ve davranışsal finans arasındaki temel fark da buradan kaynaklanmaktadır. Davranışsal finans, geleneksel finansın sormadığı (belki de sormadığı) “yatırımcılar bu kararı neden aldı?” sorusuna yanıt aramaktadır. Ek olarak; davranışsal finans, geleneksel finansın açıklama gereği duymadığı “Bir yatırımcı hangi sebeplerden ötürü işlem yapar?, Bir yatırımcı portföylerini nasıl oluşturur? Risk durumuna göre portföyler nasıl değişiyor/değişmiyor?” sorularına cevap aramaktadır (Bikas vd., 2013: 874). Davranışsal finans, “insanlar ne yapıyor, nasıl yapıyor?” sorularına cevap arayarak, psikolojinin hane halklarında ve piyasalarda alınan finansal kararları nasıl etkilediğini araştırmaktadır (De Bondt vd., 2008: 2–3). Davranışsal finans, yatırımcıların piyasaya gelen yeni bir habere tepkisini bu tepkinin finansal piyasalara yansımalarını da araştırmakta (Siddiqui ve Singh, 2009), böylelikle yatırımcı davranışları veya yatırımcı beklentileri üzerine inşa edilmiş alternatif bir düşünce olması dolayısıyla, piyasa etkinliği ve yatırımcıların rasyonel olduğu varsayımlarını zorlamaktadır.

Bu çalışmada, şirketlerin kamuyu aydınlatma amacıyla gerçekleştirdikleri bildirimlere, şirket ile ilgili haberlere ve duyurulara genelde bilgi kullanıcılarının özelde ise yatırımcıların vermiş oldukları tepkileri ortaya koyan ulusal ve uluslararası literatürü davranışsal finans perspektifinde ele almak ve değerlendirmek amaçlanmaktadır. Bu kapsamda; ilk olarak finansal ve finansal olmayan bilgilerin kullanıcılar açısından önemine, kamuyu aydınlatma kavramına ve kamuya yapılan bildirim türlerine değinilmiş, ardından literatürde yer alan çalışmaların teknik ayrıntıları ile bulguları gösterilmiş, son olarak literatürdeki çalışmalar kamuyu aydınlatma ve davranışsal finans perspektifinde davranışsal finans modellerini ve yatırımcı önyargılarını dikkate almak suretiyle değerlendirilmiştir.

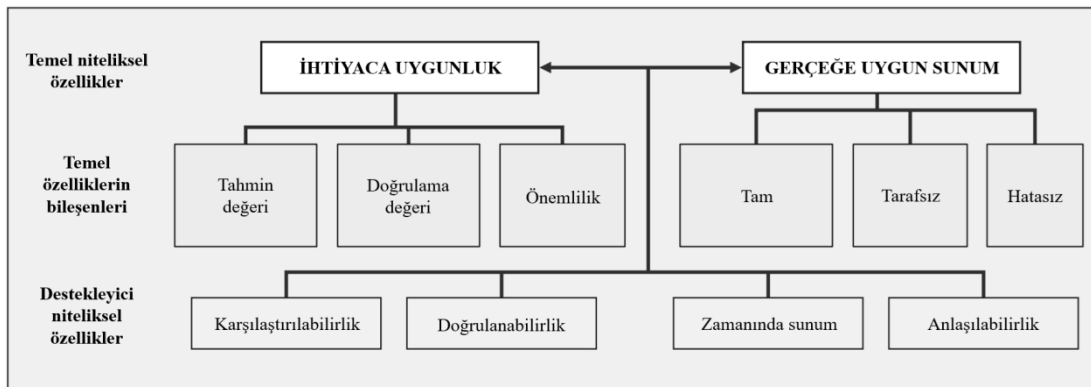
2. KULLANICILARI AÇISINDAN BİLGİNİN ÖNEMİ

Sermaye piyasalarında taraflar arasındaki rasyonel iktisadi davranışların temel unsuru “bilgidir”. Piyasaya bilgi aktarımının sağlanması halinde, piyasanın sermaye teminini daha iyi yerine getirme imkânı ortaya çıkacaktır. Söz konusu bilgilendirilmiş piyasanın ortaya çıkma imkânı, kamuya sunulan bilgilerin doğruluk, zamanlilik ve güvenilirlik esasları altında oluşabilecektir (Eyüboğlu, 2014: 11). İlgili ve güvenilir bilgiye duyulan ihtiyaç, muhasebe ve denetim hizmetlerine olan talebi doğurmuştur. Örneğin; parasını hisse senedine yatırmak isteyen bir yatırımcının, işletmeye kredi vermek durumunda kalan bir bankanın, hakkını almaya çalışan bir kamu kurumunun sağlıklı bir karar alabilmesi için kesinlikle güvenilir bilgiye ihtiyacı vardır (Ataman vd., 2001: 13). Hisse senedi yatırımlarında bilgi; yatırımcının yatırım yapmayı düşündüğü, hisse senedinin fiyatını etkileyebilecek, *makro* (enflasyon oranı, faiz oranı gibi çeşitli makroekonomik göstergeler) ve *mikro* (işletmelerin açıklamış olduğu kârlar, yatırım kararları, birleşmeler-devralmalar gibi işletmelere özgü haberler) anlamda, tüm olumlu/olumsuz, açıklanmış ya da açıklanacak veri ve haberleri kapsamaktadır (Barak, 2006: 12). Halka açık şirketler; yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek ihtiyaç duyulan bu bilgileri, zamanında kamuya açıklanmasını sağlamak ve bilgiyi eşanlı olarak ulaştırmakla yükümlüdür. Bu husustaki temel kural; fiyatları etkileyecek herhangi bir bilgiden, şirketin mali durumunda ortaya çıkan önemli bir değişiklik veya gelişmeden yatırımcıların haberdar edilmesidir (Borsa İstanbul).

2.1. Piyasalar Açısından Bilgi Türleri ve Bilginin Sahip Olması Gereken Özellikler

Etkin bir piyasada rasyonel bir yatırımcıya sunulan duyurunun/bildirim bilgi özelliğini taşıyabilmesi için yatırımcının gelecekteki fiyat hareketlerine yönelik öngördüğü olasılıklarda değişikliğe sebebiyet vermesi gerekmektedir (Beaver, 1968). Bilgiyi, bilginin finansal nitelikte olup olmamasına göre ikili bir sınıflandırmaya tabi tutmak mümkündür. Bu ayrıma göre sınıflandırmalardan birinde finansal bilgi yer alırken; diğesinde ise finansal bilgi dışındaki her türlü finansal olmayan bilgi yer almaktadır (Özdemir, 2013: 155).

Finansal bilgi; işletmenin muhasebe bilgi sisteminde üretilen ve işletmelerin mali durumları ve performanslarıyla ilgili, bağımsız denetimi yapılmış ve kamuya açıklanan niceliksel bilgilerdir (Bushman ve Smith, 2001). Finansal bilgi; tahminlerde kullanılabilme, teyit etme veya her iki özelliği birden taşıyorsa, verilen kararları etkileme gücüne sahiptir (Dabbağoğlu ve Can, 2018: 21). Aynı zamanda ihtiyaca uygun olması kaydıyla finansal bilgiler, bazı bilgi kullanıcılarının bilgiden faydalanmayı tercih etmemeleri veya bilgiye başka kaynaklardan elde etmiş olma durumlarında dahi, verilen kararları etkilediği görülmektedir. Bir bilginin iktisadi kararların alınması noktasındaki faydası, karar aşamasında söz konusu bilginin etkili olabilme gücüne bağlı olmaktadır. Finansal bilgilerin karar aşamasında etkili olabilme güçlerinin belirleyicileri ise; finansal bilgilerin sahip olması gereken temel niteliksel özellikleridir (Çağırın, 2019: 7). Finansal bilginin kullanıcılara faydalı olabilmesi için sadece ilgili olayları sunması yeterli değildir. Ayrıca, açıklamayı amaçladığı ekonomik olayları gerçeğe uygun bir şekilde sunması gerekmektedir. Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve’de ifade edildiği üzere; finansal bilgilerin niteliksel özellikleri, temel ve destekleyici niteliksel özellikler olmak üzere iki grupta sınıflandırılmaktadır (TFRS Kavramsal Çerçeve, pr. 2.4, pr. 2.5, pr. 2.23). Şekil 1’de faydalı finansal bilginin sahip olması gereken özellikler şematize edilmektedir.



Şekil 1. Faydalı Finansal Bilginin Özellikleri

Kaynak: Kieso vd. (2019: 2-11)

Finansal tablo kullanıcıları, analiz ve değerlendirmelerinde finansal bilgiler ile birlikte *finansal olmayan bilgilere* de ihtiyaç duymaktadırlar. Finansal bilgilerin üretilmesi için parayla ölçülebilir olması gerektiğinden ve bu ölçü itibarıyla finansal olmayan bilgilerin finansal tablolarda yer alması söz konusu olmamaktadır. Özellikle işletmelerin gönüllü olarak açıklayacakları bilgiler çok çeşitli olmakla birlikte, sadece finansal bilgilerden oluşmamaktadır. Finansal bilgilerle birlikte finansal olmayan bilgiler de kamuyu aydınlatmada kullanılmaktadır. Ekonomik aktörlerin karar verme sürecinde hem finansal hem de finansal olmayan bilgilerin birleştirilmesi bireysel tercihleri doğru bir şekilde yansıtabilecek olan fiyatların oluşmasına olanak sağlayacaktır (Eccles ve Serafeim, 2014: 2).

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da ve çeşitli ülke borsalarında işlem gören şirketlere ilişkin finansal ve finansal olmayan bildirimlere/haberlere/duyurulara yatırımcıların vermiş oldukları tepkileri ortaya koyan çalışmalar değerlendirildiğinden ötürü; verilen bilgilere ek olarak hisse senedi yatırımcılarının ihtiyaç duyduğu bilgilerin de ayrıca belirtilmesinde fayda olduğu düşünülmektedir. Hisse senedi yatırımlarında kullanılan/ihtiyaç duyulan bilgi türleri genel olarak şunlardır (Kıyılar, 1997: 16–17):

- Hisse senetlerinin geçmiş fiyatlarına ilişkin bilgiler,
- Piyasaya ulaşan kâr açıklaması, sermaye artırımını, hisse senedi bölünmeleri, finansal piyasadaki gelişmelere ilişkin faiz oranlarındaki değişim, ekonomi politikalarındaki değişimler vb. biçimdeki halka açık tüm bilgiler,
- Şirketlerden ve borsadan elde edilmesi mümkün olan tüm bilgiler.

Sıralanan bu bilgilere şirketlere ait bağımsız denetim raporlarını, finansal tabloları ve uzman tavsiyelerini de eklemek doğru olacaktır. Özellikle sofistike yatırımcılar, bu sayılanlardan daha spesifik bilgilere ihtiyaç duymaktadırlar.

2.2. Piyasalarda Asimetrik Bilgi Oluşumu

Piyasaların etkinliğini bozan en önemli aksaklıklar; bilginin kamuya eksik, yanlış ve/veya geç sunulmasıdır. Finansal sistemlerde güven unsurunun sağlanabilmesi için bilginin eşit, zamanında, eksiksiz ve sürekli dağıtılması gerekmektedir. Ülke ekonomisi açısından düşünüldüğünde; finansal piyasaların etkin ve güvenilir olabilmesi için iki önemli şart söz konusudur. Birincisi; piyasaların işleyişi ve denetimi ile ilgili yasal düzenlemeler/uygulamalardır. İkincisi ise, finansal piyasalara duyulan güven ile birlikte piyasaların gelişmesi ve derinleşmesidir (Çağırın, 2019: 14). Finansal piyasaların gelişmesi için özellikle piyasalara gelen haber, bilgi ve yorumların etkin dağılması gerekmektedir. Aksinin olması durumunda (ki bu etkin olmayan piyasalarda çokça olmaktadır); *bilgi asimetrisi* ortaya çıkacak ve finansal varlıklar doğru biçimde fiyatlanmayacaktır.

Menfaat sahiplerinin karar almalarında önemli olan bilgiye erişimleri; bilginin maliyetli olması, bilgiye ulaşımdaki zorluk ve teknolojik imkânlardaki farklılıklardan dolayı tüm katılımcılar için farklı düzeyde olabilmektedir. Ekonomik faaliyette bulunan tarafların sözleşme yapılmadan önce veya sözleşme yapıldıktan sonra ticarete konu olan söz konusu mal veya hizmet ile ilgili eşit seviyede bilgiye sahip olmaları *simetrik bilgi* kavramı ile açıklanırken taraflardan biri diğerine göre daha fazla bilgiye sahipse *asimetrik bilgi* kavramıyla açıklanmaktadır (Ünsal, 2005: 538). Asimetrik bilginin, ilk olarak George A. Akerlof (1970) tarafından yayımlanan makalede geçen bir kavram olduğu görülmektedir. Piyasalardaki alıcılar ile satıcılar arasındaki malın kalitesine ilişkin bilgi farklılığının piyasaların etkinliğini nasıl bozabileceği, otomobil piyasası² örneğinden hareketle ifade edilmiştir (Akerlof, 1970).

Farklı kişilerin farklı bilgi sahibi olmalarının, bilgi asimetrisinin temel kaynağını oluşturduğu

² Akerlof; piyasada iyi ve kötü otomobiller bulunduğunu ancak alıcıların almayı düşündükleri otomobilin hangi kategoriye girdiğini bilmeden satın alma işlemi gerçekleştirdiğini belirterek, otomobil bir süre kullanıldıktan sonra daha fazla bilgiye sahip olduğunu ve otomobilin iyi ya da kötü olduğuna karar verilebildiğini, satın alma gerçekleşmeden önce otomobilin iyi ya da kötü olduğunun bilinmemesinden ötürü piyasada bilgi asimetrisi oluştuğunu ifade etmiştir. Bu biçimdeki piyasalarda alıcıların yapacakları ödemenin, ortalama kalitede olan bir ürünün fiyatını geçmeyeceğini ileri sürmüştür.

düşünülmektedir (Stiglitz, 2002: 469). Asimetrik bilgi, piyasada taraflar arasında haksız kazanç transferlerine sebep olmakta, fırsat eşitliğini bozmakta ve işlem maliyetlerini artırmakta; bu şekilde, piyasa mekanizmasının başarısız olmasına ve yatırımların zarar görmesine yol açmaktadır (Canbaloglu, 2011: 11). Ayrıca bilgi asimetrisi ne kadar fazla olursa, anormal işlem hacmi ve volatilité de o kadar yüksek olacaktır (Wang, 1994).

Etkin olmayan piyasalarda sıklıkla karşılaşılan asimetrik bilginin, piyasalar için en önemli bilgi sağlayıcısı konumunda olan Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) gibi kuruluşların bildirimlerinde ortaya çıkıp çıkmadığı hususu; eşit düzeyde bilgilen(e)meyen yatırımcılarda çeşitli bilişsel ve duygusal yanlılıklar ortaya çıkarıp makro anlamda piyasalarda bir anomali meydana getirebileceğinden dolayı, bu çalışmanın konusu içerisine girmektedir.

3. KAMUYU AYDINLATMA KAVRAMI VE BİLGİ KULLANICILARI AÇISINDAN ÖNEMİ

Bilgi üretimindeki problemler ve bu nedenle bilginin sağlanamaması sonucu piyasa mekanizmasının çökmesi, gerekli ve yeterli bilginin piyasaya sağlanması için kamuya belli görevler yüklemektedir. Yapılan düzenlemelerle firmalar, şeffaflık ve kamuyu bilgilendirmeye yönlendirilmektedirler. Bu tür uygulamalar, günümüzde kamuyu aydınlatma ve kurumsal yönetim gibi nosyonların ortaya çıkmasına yol açmıştır (Efecik, 2006: 16–17). 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 aydınlatma kavramını tanımlamaya geçmeden önce çokça karıştırılan bir hususu aydınlatmakta fayda vardır. *Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü* ile *bilgi edinme hakkı* birbiri ile karıştırılabilmektedir. İki kavram arasındaki en temel farklılık; kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, potansiyel hisse senedi yatırımcılarının hileli ve yanıltıcı durumlara karşı korunmasını, bilgi edinme hakkının ise mevcut hisse senedi sahiplerinin menfaatlerinin korunmasını sağlamasıdır (Kaya, 2001: 31; Keskin, 2018: 47). Kanun koyucu tarafından kamunun aydınlatılması kavramı üzerine, kamuya açıklanacak herhangi bir bilgiyi sınırlandırmamak ve mevcut durumda görece önemsiz olarak nitelendirilen bir bilginin önemli bir etkiye sahip olma olasılığını göz ardı etmemek için herhangi bir tanımlama yapılmamıştır (Duman, 2011: 97). “*Kamuyu aydınlatma*” kavramı, sözlük anlamı açısından “*açmak, açıklamak, ifşa etmek, göstermek, bilgi vermek, bildirmek, izhar etmek*” anlamlarını taşıyan İngilizce’de “*disclose*” fiilinin isim hâli olan ve “*açma, ifşa etme, haber verme*” gibi manalara gelen “*disclosure*” kelimesinin Türkçe karşılığı olarak kullanılmaktadır (İhtiyar, 2006: 59). Kamuyu aydınlatma konusunda tüm çevrelerce kabul gören ve aynı düzeyde algılanan tek bir tanım üzerinde yoğunlaşılmasının söz konusu olmadığı görülmektedir. Kamuyu aydınlatma; “*ülkenin finans piyasalarının etkinliğini artırarak ülke ekonomisine katkıda bulunarak amacıyla, işletme ile ilgili nicel ve nitel tüm bilgilerin bir rapor halinde kamuya sunulmasını*” (Önder, 2006: 9) ifade etmekte olup, “*sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini sağlamak, tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında bilgilendirilmesini temin etmek amacıyla sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerin (özel durumların) kamuya açıklanması*” (Coşkun, 2018: 131) şeklinde geniş biçimde tanımlamak mümkündür.

Kamuyu aydınlatma konusunda ilk ciddi uygulamaların Batı toplumlarında ve Batı hukukunda uygulandığı görülmektedir. Özellikle Anglosakson kültürünün hâkim olduğu toplumlarda kamuyu aydınlatma, sistemin merkezinde yer alan bir faktördür. Şeffaflığın ve bilgi paylaşımı zorunluluğunun ön planda olduğu bu anlayışta, kamuoyunun bilgilendirilmesi sisteminin sağlıklı işlemesi ve kanuna uygunluk konusunda ön planda tutulmaktadır (Canbaloglu, 2011: 5–6). Kamuyu aydınlatma ilkesi ilk olarak 1800’lü yıllarda Birleşik Krallık’ta ortaya çıkmış, zamanla gelişmiş ve Avrupa ülkelerindeki hukuk sistemlerinde yer almaya başlamış (İhtiyar, 2006), günümüzde sermaye piyasalarının en önemli unsurlarından birisi haline gelmiştir. Birleşik Krallığın ardından bu kapsamda, ABD’de 1933 yılında Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act) çıkarılmıştır. ABD’de söz konusu kanuna kadar, sermaye piyasalarında “*Blue Sky Laws (Mavi Gök Kanunları)*”³ isimli mevzuatın yer

³ ABD’de 1933-1934 yıllarında çıkarılan kanunlardan önce, şirketlerin büyük bir gizlilik içerisinde çalışmasının sonucu olarak, piyasada çok büyük bir güvensizlik ortamının varlığına işaretle; “*Neredeyse mavi göğün bile satılmaya kalkıldığı*” ifadesinden dolayı yasaya bu

aldığı, fakat bu mevzuatında kamuyu aydınlatmadan ziyade, tam tersine kamuya açıklama yapmama ilkesini ifade ettiği görülmektedir. Bu kanunlar yatırımcıyı, kamuyu aydınlatarak değil şirketlerin denetimi ve çeşitli yasaklamalar (müeyyideler) ile korumayı hedefleyen kanunlardır. Ülkemizde kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatma uygulamalarına ilişkin yasal düzenlemelere ancak 1990'lı yıllarda başlanmış ve ilgili düzenlemeler 2000'li yıllarda hız kazanmıştır.

Türkiye'de kamuyu aydınlatma ilkesinin 1992 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu (bundan sonra SPKn şeklinde ifade edilecektir) ile yasal zeminine kavuştuğu görülmektedir. Zamanla SPKn piyasa düzenlemesi bakımından yetersiz kalmış ve ihtiyaç duyulan değişikliklerin giderilmesi amacıyla 06.12.2012 tarihli ve 6362 sayılı SPKn 30.12.2012 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. 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. Ülkemizde kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ile alakalı olarak yalnızca SPKn yer almamaktadır. Bu kapsamda; SPK tarafından özel bir tebliğ⁴ çıkarılmış ve bu tebliğle halka açık anonim şirketlerin özel durum açıklaması yükümlülükleri düzenlenmiştir.

Sermaye piyasalarında yatırımcılar esas olarak beklentiler ve kamuya açıklanan bilgiler çerçevesinde yatırım kararı almaktadırlar (Kılıç, 2019: 834). Kamunun aydınlatılması ile piyasa aktörleri, şirketlerin içinde bulunduğu ekonomik durumu, sahip oldukları bilgiyle varlıklarını ve konumlarını daha iyi yönetmekte ve korumaktadır (Kaya, 2001: 18). Kamunun aydınlatılması, menfaat sahiplerinin belirsizliklerden ve riskten tam olarak korunmasını sağlamamaktadır. Ancak, bilginin mümkün olduğunca ilgili kişilere simetrik bir biçimde, yani eşanlı ve eşit olarak sunulmasına katkıda bulunarak menfaat sahiplerinin eşit koşullarda değerlendirme yapmasına ve karar almasına imkân sağlamaktadır (Yaylaönu, 2004: 4). Günümüzde kamuyu aydınlatma ilkesi içerisinde, herhangi bir yatırımın ekonomik riskini ortadan kaldırmak gibi bir çaba yoktur. Buna karşın yatırımcının kararına etki edebilecek her türlü bilgiyi sağlayarak, mevcut riskin yatırımcı tarafından algılanmasında ve ölçülmesinde ona yardım etme çabası vardır (Altıntaş, 1989: 24).

Kamuyu aydınlatma süreci neticesinde, tüm bilgi kullanıcılarına ve piyasaların etkin olmasını sağlamaya yönelik çeşitli hedeflerin yerine getirilmesi amaçlanmaktadır. Kamuyu aydınlatma sisteminin genel amacı; sürecin doğrudan ve dolaylı olarak içerisinde yer alan tüm tarafların eksiksiz olarak bilgilendirilmesi ve herhangi bir olumsuzluğa neden olacak sorunların yaşanmasının önüne geçilmeye çalışılmasıdır (Duman, 2011: 98). Ayrıca sermaye piyasasının etkin çalışması ve tam rekabet koşullarının geçerliliğinin sağlanmasıdır (Akgüç, 1998: 497). Bu açıdan bakıldığında, kamuyu aydınlatma ile hem menkul kıymet piyasasında işlem yapan küçük yatırımcının korunmasını hem de küçük yatırımcının eşit bilgiye ulaşmasıyla piyasada adil düzenin sağlanması amaçlanmaktadır (Keskin, 2018: 35). Belirtilen amaçların yerine getirilmesi ile özellikle küçük yatırımcı gruplarının simetrik bilgi sahibi olmaları sağlanacak ve belli grupların şirketlere ilişkin olumlu veya olumsuz haberleri/bildirimleri/bilgileri önceden öğrenerek bu anlamda kendilerine maddi menfaat sağlayamayacaklardır. Yeterince kamuyu aydınlatmanın yapılmaması durumunda ise; *Insider Trading* ve asimetrik bilginin yoğun olduğu piyasalarda ortaya çıkmaya daha elverişli olan *manipülasyon* adı verilen iki tür sermaye piyasası suçu ortaya çıkmaktadır. Yeterince kamuyu aydınlatmamanın yanı sıra, şirketlerin değerlerini etkileyecek nitelikte bilgilerin zamanında açıklanmaması da yine aynı şekilde asimetrik bilgi ile bahsi geçen suçlar gibi sermaye piyasalarında adalet ortamının bozulmasına yol açan durumların ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Bilgilerin zamanından önce kamu ile paylaşılması, edinilen eksik bilgi neticesinde yatırım kararlarında yanıltıcı durumların ve bir takım spekülâtif olayların meydana gelmesine neden olabileceği gibi bilgilerin gecikilerek kamuya duyurulması da söz konusu bilgiyi daha önce öğrenenlere avantajlı yatırım pozisyonu almalarının önünü açabilmektedir.

Dünyanın en bilinen ve ülkemizdeki dört büyük uluslararası denetim firmalarından biri olan PWC (PriceWaterhouseCoopers) tarafından yapılan araştırmaya göre; değişik ülkelerdeki birçok yatırımcı aynı tip bilgiye ihtiyaç duymakla birlikte, ilgili ihtiyaç tek başına mevcut finansal tablolarla yer alan bilgilerle

isim verilmiştir.

⁴ SPK II-15.1 Sayılı Özel Durumlar Tebliği (23/11/2014 Tarih ve 28891 Sayılı Resmî Gazete).

karşılanamamaktadır (Eccles ve Fletcher, 1999: 6). Bu husus, kamuyu aydınlatmanın piyasalar açısından ne denli önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Kamuyu aydınlatmanın gerçekleştirmeye çalıştığı ve bu doğrultuda piyasa sunduğu bilgilerin içerik ve özelliklerinden hareketle, sermaye piyasalarının gelişimi açısından önemi ortadadır. Kamuyu aydınlatmanın menfaat sahipleri dışında ekonomiye, piyasaların işleyişine de birçok katkısı bulunmaktadır. ABD Merkez Bankası (US SEC) komisyon üyesi Richard B. Smith, “*Disclosure, again disclosure and still more disclosure*” sözleriyle kamuyu aydınlatmanın önemini vurguladığı ve “*Kurumsal Yönetimde Kamuyu Aydınlatmanın Rolü*” ismini vermiş olduğu raporunda kamuyu aydınlatmanın sermaye piyasalarının işleyişine olan etkilerini şu şekilde özetlemiştir (Smith, US SEC Commision: 6-7, Erişim Tarihi: 03.02. 2021):

- Güçlü ve şeffaf bir kamuyu aydınlatma politikası, şirketlerin piyasa temelli izlenmesine ve hissedarların sahiplik haklarının korunmasına olanak sağlayarak, piyasanın etkinliğini artırmaktadır.
- Kamunun yeterli, zamanında ve doğru bir biçimde aydınlatılması; yatırımcıların kararlarını etkilemek için güçlü bir araçtır.
- Kamuyu aydınlatma; sermayeyi çekmeye ve piyasalarda güveni korumaya yardımcı olmaktadır.
- Yetersiz/Zayıf kamuyu aydınlatma, piyasalarda etik olmayan davranışlara (spekülatif işlemlere) ve piyasa bütünlüğünün bozulmasına yol açabilmekte ve bu durumun sadece şirketlere değil, bir bütün olarak ekonomiye zarar vermesine neden olabilmektedir.
- Yetersiz ve/veya yeterince açık olmayan bilgi, piyasaların işleyişini engelleyebilir, sermaye maliyetini artırabilir ve yetersiz kaynak tahsisine neden olabilir.
- Güvenilir ve zamanında verilmiş olan bir bilgi, şirket bünyesindeki karar vericiler arasında güveni artırarak, büyümeyi ve karlılığı doğrudan etkileyen doğru iş kararları almalarını sağlar. Ayrıca, tasarruflarını nereye ve hangi düzey riskle yatıracıklarına karar vermesi gereken kurum hissedarları, yatırımcılar ve borç verenler dışındaki karar vericileri de etkiler.
- Sağlanan bilgiler, karar vericilere ve dış gruplara şirketlerin yasal gereklilikleri karşılayıp karşılamadığını ve ne ölçüde karşıladığını gösterir.
- Kamuyu aydınlatma, bir şirketin faaliyetlerinin, politikalarının ve performansının çevresel ve etik standartlara ve ayrıca şirketin faaliyet gösterdiği topluluklarla olan ilişkisine (paydaşlarla ilişkilerine) yönelik kamuoyunun bilgilendirilmesine yardımcı olur.
- Kamuyu aydınlatmanın ve şeffaflığın yanı sıra uygun denetim; hile ve sahtekârlıklara karşı caydırıcı olarak hizmet eder, firmaların en iyi biçimde rekabet etmelerine ve kendilerini iyi kurumsal yönetim uygulamayan firmalardan farklılaştırmalarına olanak tanır.

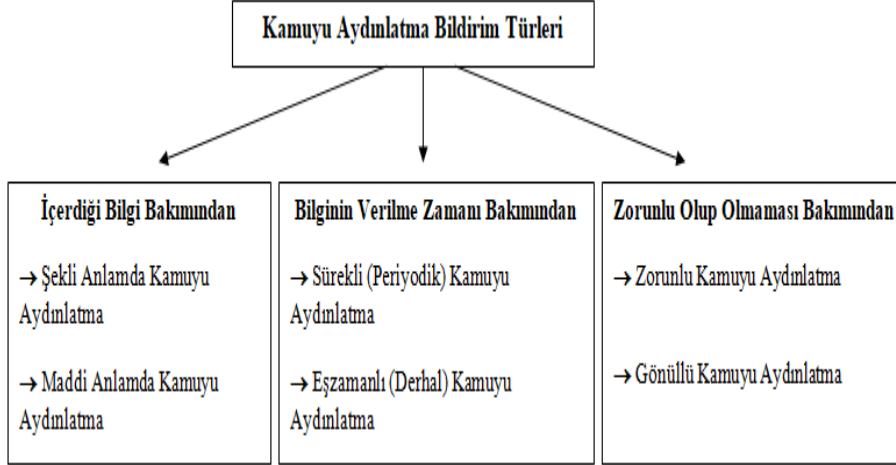
Piyasalarda etkin bir kamuyu aydınlatmanın varlığı ve piyasalarda şeffaflığın artması, eksik ya da yanlış bilgiden ortaya çıkabilecek risklerin önlenmesini, maliyetlerin düşürülmesini, yüksek işlem hacmiyle beraber yüksek likiditenin oluşmasını sağlayacaktır (Canbaloglu, 2011: 26). Sermaye piyasalarında işletme faaliyetlerine ilişkin bilgilerin doğru ve zamanında açıklaması, alınacak kararların doğru ve etkin olmasını sağlayacaktır.

4. KAMUYU AYDINLATMA PLATFORMU VE ŞİRKET BİLDİRİMLERİ

Kamuyu aydınlatma, işletmelerin hazırlamış oldukları finansal ve finansal olmayan bilgiler içeren, belirli aralıklarla yayınlanan raporlar aracılığıyla gerçekleştirilmektedir (Taliyev, 2011: 21). SPKn 15. Maddesi gereğince; “*Sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanır*”. Kamuyu aydınlatma uygulamalarının kapsamı birincil ve ikincil piyasalarda farklılık göstermektedir. Kamuyu aydınlatma, birincil piyasalarda; menkul kıymetin halka arz ve satışı aşamasında ihraççı ortaklık ve aracı kurum tarafından yapılmakta, yatırımcılara izahname, sirküler ve ilan gibi yollarla bilgi sunma şeklinde gerçekleştirilmektedir. İkincil piyasalarda ise; dönemsel rapor verme, mali tablo ve raporların dönemsel olarak yayımlanması, açıklanmış bilgi ticaretinin önlenmesi, vekaleten oy kullanma kurallarına uyulması, şirketlerin el değiştirmesi ve birleşmelerin kamunun bilgilendirilmesi şartıyla yapılması gibi konularda yürütülmektedir (Altıntaş, 1989: 23). Kamuyu aydınlatma bildirimleri; türlerine göre ve KAP’ta yer alan bildirim tiplerine göre iki alt başlıkta ele alınarak açıklanmaya çalışılmıştır.

4.1. Kamuyu Aydınlatma Bildirim Türleri

Kamuyu aydınlatma bildirimlerini özelliklerine göre; içerdiği bilgi bakımından, bilginin verilme zamanı bakımından ve zorunlu olup olmaması bakımından üç tür olarak kategorize etmek mümkündür.



Şekil 2. Kamuyu Aydınlatma Bildirimleri

Kaynak: Çelik (2007: 62); Keskin (2018: 40)

Kamuyu aydınlatma bildirimleri, açıklamanın içerdiği bilgi bakımından *Şekli Anlamda Kamuyu Aydınlatma* ve *Maddi Anlamda Kamuyu Aydınlatma* olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Şekli anlamda kamuyu aydınlatma, kamuya açıklanacak bilgilerin tam olarak ilgili kişiye ve yatırımcıya şekli anlamda ulaştırılmasıdır. Bilginin yayınlanması, bildirilmesi, ilan edilmesi ve tescil edilmesidir (Keskin, 2018: 39). Şekli anlamda kamuyu aydınlatmada, işletmeler tarafından kamuya yapılan açıklamalar ve sunulan bilgilerin yayınlanıp ilan edilmesi söz konusudur. Türkiye’de bu kapsamda, bilginin şekli anlamda bilgi kullanıcılarına ulaştırılması için KAP kurulmuştur. Maddi anlamda kamuyu aydınlatma; şekli anlamda kamuyu aydınlatmanın tamamlayıcısı niteliğindedir. İşletmelerin kamuya yapacakları açıklamalar ve bilgi sunumlarında izlemeleri gereken prosedür ile ilgili iken; maddi anlamda kamuyu aydınlatma ise, açıklanan ve sunulan bilgilerin özülle ilgilidir (Çelik, 2007).

Kamuyu aydınlatma bildirimleri, bilginin açıklama zamanı bakımından *Sürekli (Periyodik) Kamuyu Aydınlatma* ve *Eşzamanlı (Derhal/Anında) Kamuyu Aydınlatma* olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Sürekli kamuyu aydınlatma, yıllık ve ara dönemler itibarıyla düzenlenen finansal tablo ve raporların gerek düzenleyici kurula gerek de borsaya gönderimi ve ilanını ifade etmektedir (İhtiyar, 2006: 164). Eşzamanlı kamuyu aydınlatma ise sermaye piyasası araçlarının değerlerini etkileyebilen gelişmelerle ortaya çıkan özel durumların oluşması halinde, işletmelerin bununla ilgili bilgileri kamuya açıklamaları gereğini ifade etmektedir (Çelik, 2007: 64). Bu tür açıklamalar, sürekli kamuyu aydınlatmalarda olduğu gibi belirli periyotlarda değil, şirketin hisse senedi fiyatını, dolayısıyla piyasa değerini etkileyecek nitelikte olan gelişmenin olduğu zaman derhal (anında) yapılmaktadır.

Kamuyu aydınlatma bildirimleri, açıklamanın zorunlu olup olmaması bakımından *Zorunlu Kamuyu Aydınlatma* ve *Gönüllü Kamuyu Aydınlatma* olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Zorunlu kamuyu aydınlatma, yapılan yasal düzenlemelerle ortaya çıktığından ötürü aslında hukuki anlamda kamuyu aydınlatmadır. Yasal bir düzenleme sonucunda kamu adına düzenleme yapan otoritelerce açıklaması istenen bilgilerin işletmeler tarafından açıklanması zorunlu kamuyu aydınlatma olarak ifade edilmektedir (Fishman ve Hagerty, 1997: 48). *Temel bilgilere eşit olarak ulaşmayı sağlayan kurallar* (Lev, 1992: 12) olarak ifade edilebilecek olan zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamaları, ülkenin ilgili düzenleyici kurumu tarafından (Türkiye’de SPK) düzenlenerek, bir kanun ile yaptırım gücü kazandırılarak sunulmaktadır. Kamu içerisinde yer alan ilgililerin zamanında bilgilendirilmesi ve sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içerisinde işleyişinin sağlanması amacıyla yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin ortaya çıktığı anda

açıklaması “zorunludur” (Duman, 2011: 115). Özel durumların, finansal raporların veya SPK ile BIST düzenlemeleri çerçevesinde talep edilen diğer bilgilerin kamuya açıklanması (aylık bildirimler, portföy tabloları vb.) zorunlu uygulamalara örneklerdir. Firmalar, herhangi bir hukuki zorunluluk olmadan, çeşitli finansal/finansal olmayan bilgileri uygulamış oldukları stratejileri, faaliyetleri ve hedefleri hakkındaki bilgileri kamuya açıklama isteği duyarlar. Bu tarz bilgilerin yer aldığı duyurulara gönüllü kamuyu aydınlatma denmektedir (FASB, 2001: 6). Gönüllü kamuyu aydınlatmada işletmeler, geleceğe ilişkin değerlendirmeler gibi hisse senetlerinin fiyatını etkilemesi muhtemel diledikleri konularda, diledikleri tarihlerde ve şekillerde bilgileri açıklamaktadırlar.

4.2. KAP Bildirimleri

Günümüzde birçok ülkede, halka açık şirketlerin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri; düzenleyici otoriteler, borsalar veya özel şirketler tarafından işletilen internet (web) tabanlı elektronik kamuyu aydınlatma sistemleri aracılığıyla yerine getirilmektedir (Çörtük ve Erten, 2016: 66). Bilgi ve iletişim teknolojilerinin en önemli aracı olan internetin kullanımı ile kamunun sürekli ve anında aydınlatılması imkânı elde edilmiştir (Duman, 2011: 96). Ülkemizde kamuyu aydınlatma, SPK’nın yapmış olduğu yasal düzenlemeler çerçevesinde Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından KAP aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. KAP, sermaye piyasası ve borsa mevzuatı uyarınca kamuya açıklanması gerekli bildirimlerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik bir sistemdir (6362 Sayılı SPKn m3/1(k)). SPK ve BIST tarafından ortaklaşa gerçekleştirilen bu platformun işleyişi, MKK tarafından yürütülmektedir. Bu uygulama, tüm Türkiye’ye yayılmış 700’ü aşkın şirket ve 1000’den fazla yatırım fonu ile 4000’e yakın kullanıcıyı kapsamaktadır.

KAP; *BIST şirketleri, borsa yatırım fonları, yatırım kuruluşları, portföy yönetim şirketleri, derecelendirme şirketleri, yatırım fonları, emeklilik fonları ve yabancı fonlarla ilgili eksiksiz, tam, doğru ve anlaşılır bilgiye internet üzerinden eş zamanlı olarak erişebilme imkânı vermektedir. Ek olarak sistem, geçmişe dönük bilgilere ücretsiz olarak kolayca erişim olanağı veren bir elektronik arşiv niteliğine sahiptir* (KAP Yükümlülükleri ve Uygulamaları Broşürü: 13). KAP’ın kullanımı ile birlikte gerek otorite gerekse piyasadaki aktörler için birtakım faydalar sağlanmıştır. Bu faydalar özetle; güvenilirlik, bilgiye ulaşma, bilgide etkinlik, güncellik ve maliyetlerde azalma şeklinde ifade edilebilir (KAP, <https://kap.org.tr>; Borsa İstanbul, <https://borsaistanbul.com>). Ülkemizde KAP; yatırımcıların ihtiyaç duyduğu bilgileri karşıladığı gibi, şirketlerin kamuya açıkladıkları tüm bilgileri arşiv niteliğinde bünyesinde barındırmaktadır. Böylece yatırımcıya şirketler arasında kıyaslamalar yaparak bir portföy oluşturma olanağı sunmakta ve yatırımcılar daha bilinçli bir biçimde yatırım kararları alabilmektedirler. Bunun sonucunda da; piyasa derinleşmekte ve fiyatların doğru oluşması sağlanmaktadır (Çörtük ve Erten, 2016: 75).

Bilgi aktarım kanalları; hisse senedi ihraç eden şirketler tarafından zorunlu olarak yapılan açıklamalar (KAP bildirimleri), isteğe bağlı olarak yapılan açıklamalar (yatırımcı ilişkileri bölümleri) ve yatırımcıların şirketler dışındaki kaynaklardan (gazete, televizyon, dergi ve internet siteleri) elde edilen açıklamalar şeklinde sıralanabilir (Eyüboğlu, 2014: 4). KAP’a yapılan tüm bildirimler genel anlamda kamuyu aydınlatma olarak değerlendirilse de söz konusu kamuyu aydınlatma, farklı türleri ile birlikte kamuoyuna gerekli bilgi ve verileri ulaştırmaktadır. *Bu türlerin her birinde amaç, farklı açılardan kamuoyuna ve sürecin içerisindeki aktif aktörlere bilgi ve veri aktararak kendilerini bir sonraki adımlarına hazırlamalarının sağlanmasıdır* (Esüntimur, 2016: 18). KAP’a yapılan bildirimler; *finansal raporların kamuya açıklanması, özel durumların kamuya açıklanması ve diğer bildirimlerin kamuya açıklanması* olmak üzere üç tip olarak sınıflandırılmaktadır.

Şirketler; finansal durumlarını ve faaliyet sonuçlarını finansal durum tablosu, kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablolarıyla ve bunlara bağlı dipnotlarla birlikte periyodik olarak belirtilen sürelerde raporlamak ve sunmak zorundadırlar (Durukan ve Özkan, 2003). Şirketler, KAP’a kamuya açıklama yapma zorunluluğu olan bildirimleri, haberlerin/söylentilerin doğrulanması ya da yalanlanması ve geleceğe yönelik değerlendirmelerin açıklanması gibi gönüllü bildirimleri özel durum bildirimleri başlığında ilan ederler. Ayrıca; sermaye kaybı, birleşme veya bölünme, kayıtlı sermaye sistemi ve hisse senedi geri alımı gibi önemli nitelikteki işlemlere ilişkin özel durum bildirimlerinde bulunmaktadır. Diğer bildirimler olarak ifade edilen son bildirim tipi; SPK, Borsa İstanbul ve MKK düzenlemeleri çerçevesinde sermaye piyasası araçları Borsa İstanbul’da işlem gören ortaklıklar ve katılma payları işlem gören borsa yatırım fonları tarafından kamuya açıklanan bildirimlerdir (KAP, www.kap.org.tr). Şirketler, hisse senedi fiyatlarını etkileyecek tüm gelişmeleri, belirtilen özellikleri taşıyacak biçimde bilgi kullanıcıları ile paylaşması, diğer bir deyişle KAP’a bildirmeleri gerekmektedir.

5. ŞİRKET BİLDİRİMLERİNE, HABERLERİNE VE DUYURULARINA İLİŞKİN LİTERATÜR

Halka açık şirketler kendileri ile ilgili tüm gelişmeleri kamuya duyurmak durumundadırlar. Bu duyuruların bazıları şirketlerin hisse senedi fiyatlarını etkilemezken, bazıları ise hisse senedi fiyatlarında pozitif ya da negatif etkiye neden olabilmektedir. Dolayısıyla bu duyuruların, şirketlerin hisse senedi fiyatlarına olan etkileri, araştırmacıların ilgisini çeken bir konu olmuştur (Küçükşille ve Mizrahi, 2015: 130). Söz konusu ilginin bir sonucu olarak yabancı ve yerli literatürde ortaya konan çalışmalar içeriklerine ve elde ettikleri bulgulara göre sıralanmıştır.

Literatürdeki öncü çalışmalar, hisse senedi fiyatlarının kazanç haberlerine olumlu tepki verdiğini, ancak bilgilerin kazançlara tam olarak yansımaları için birkaç çeyrek gerektiğini göstermektedir. Genel anlamda hisse senedi fiyatları; kazanç raporlarına hemen tepki vermekte, üç çeyrek boyunca aynı yönde hareket etmeye devam etmekte, ardından dördüncü çeyrekte kısmen tersine dönmektedir (Kothari vd., 2006). Ball ve Brown (1968) ve Beaver (1968), yapmış oldukları çalışmalarda; hisse senedi fiyatlarının kazanç duyurularından etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışmalar; hisse senedi yatırımcılarının muhasebe bilgileri ışığında, bu bilgileri kullanarak alacakları yatırım kararlarında normal üstü getiri elde edebileceklerini ortaya koyan ilk ampirik kanıtlar anlamını taşımaktadır. Ardından yapılmış olan kapsamlı başka bir çalışmada Aharony ve Swary (1980), toplam 140 firmanın 1963-1976 yılları arasındaki temettü duyuruları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi inceleyerek, kapsamlı bulgulara ulaşmışlardır. Temettünün azalacağını duyuran firmaların hisse senetlerinin duyurudan önceki ve duyuru tarihinde önemli ölçüde düştüğünü, temettünün artacağını ilan eden firmaların hisse senetlerinin ise duyuru öncesi ve duyuru tarihinde önemli ölçüde arttığını tespit etmişlerdir. Şirketlerin kazanç bilgilerinin kamuoyu ile paylaşılmasının hisse senedi fiyatlarına yansımalarının tam olarak 6 ila 12 ay arasında değişen bir süre aldığı literatürdeki önemli çalışmalar ile ortaya konmuştur (Abarbanell ve Bushee, 1998; Bernard ve Thomas, 1989).

Dey ve Radhakrishna (2007); Hirshleifer vd., (2008); Lee (1992), bireysel yatırımcıların yoğun bir şekilde işlem gerçekleştirdikleri ve *haberlerin iyi ya da kötü olmasına bakılmaksızın* kâr duyurularında *net alıcı* olduklarını tespit etmişlerdir. Kandel ve Pearson (1995), iyi haber/kötü haber ve haberin olmadığı durumlarda kazanç duyurularında işlem hacminin arttığını göstermişlerdir. Bildirimler sonrasında, hisse senedi fiyatlarının çok fazla yükseldiğini (veya çok az düştüğünü) tespit etmişlerdir. Daha yakın zamanlı benzer çalışmalarda Lamont ve Frazzini (2007), kazanç duyurusu yapılan günlerde hisse senedi fiyatlarının ortalama olarak yükseldiğini, bu duyuruların hem önemli fiyat dalgalanmalarına hem de işlem hacminde önemli artışlara neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Suwanna (2012), Tayland Menkul Kıymetler Borsası (SET)'nda işlem gören finans sektöründe faaliyet gösteren 60 şirketin 2005-2010 dönemleri arasındaki temettü duyurularının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini araştırmış ve hisse senedi fiyatlarının temettü duyurularından sonra önemli ölçüde yükseldiğini tespit etmiştir.

Literatürde, hisse senedi geri alım duyurularının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri çok sayıda çalışmayla test edilmiştir ve genel olarak geri alım duyurularının öncesinde hisse senedi fiyatlarının düştüğü, geri alım duyuruları sonrasında pozitif bir yatırımcı tepkisine yol açtığı ve olay sonrası normal üstü getiri görüldüğü sonucuna ulaşılmıştır. Ikenberry vd., (1995)'e dayanan, açık piyasada geri satın alma duyurularını takiben pozitif anormal getiri bulgusu, ampirik finans literatüründeki en sağlam ve en iyi bilinen sonuçlardan biridir. Bu bulgunun yaygın bir yorumu; yöneticilerin, şirketlerinin hisse senetlerinin değerinin düşük olduğu durumlarda geri alımları duyurması ve bu tür değer düşüklüğünün yavaşça düzeltilmesi şeklindedir (Lee vd., 2020: 1). Benzer biçimde Lie, (2005); Zhang, (2002), hisse senedi geri alım duyurularının yapıldığı tarihlerde kısa süre içerisinde ortalama %3 ila %5 arasında anormal getiri elde edildiğini tespit etmişlerdir. Bu konuda, şirketlerin piyasa değerini etkileme potansiyeli taşıyan başka bir unsur olarak satın alma ve birleşmelere yönelik olarak çeşitli çalışmalar yapılmış ve söz konusu duyuruların ardından şirketlerin hisse senedi fiyatlarında kısa süreli de olsa önemli ve pozitif yönlü hareketlilikler tespit edilmiştir. Bunlardan birinde Ma vd., (2009), gelişmekte olan Asya borsalarında "*satın alma ve birleşme*" duyurularının satın alan işletmelerin hisse senedi getirisine etkisini araştırdıkları çalışmalarında, duyuru öncesi iki gün ve birleşme duyurusu sonrası iki günlük süre içerisinde istatistiksel olarak anlamlı anormal getiriler elde edildiğini ortaya koymuşlardır.

Alanyazında, şirketlerin kamuyu aydınlatmaya yönelik yapmış oldukları bildirimlerin yanı sıra şirketler ile ilgili olarak yazılı/görsel/işitsel/sosyal medyada yer alan çeşitli haberlerin de hisse senedi fiyatlarını ve

yatırımcı tercihlerini etkilediğini ortaya koyan -oldukça ilginç bulgulara ulaşan- çalışmaların da olduğu görülmektedir. Nguyen vd., (2019), Google arama motorunda yapılan şirketlere ait aramaların, hisse senedi getirilerini açıklamada Fama ve French'in beş faktörlü modeline artı bir faktör olarak rol oynayabileceğini düşünmüştür. Bu düşünceden hareketle, gelişmekte olan beş piyasada (Endonezya, Filipinler, Malezya, Tayland ve Vietnam) 2009-2016 dönemindeki veriler ışığında Filipinler, Tayland ve Vietnam'da Google arama hacmindeki artışların hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir olumsuz etkileri olduğunu tespit etmişlerdir. Bu durumu, yatırımcıların yatırım kararlarında iyi haberlere kıyasla kötü haberlere karşı daha duyarlı olabileceği şeklinde yorumlamışlardır. Benzer biçimde Bollen vd., (2011), bir sosyal medya aracı olan Twitter etkileşimlerinde yapmış oldukları çalışmalarında, Twitter aramalarında Dow Jones Sanayi Endeksi'nin günlük kapanış değerlerindeki artış ve azalışı %86.7 oranında ortaya koyduğunu tespit etmişlerdir. Gelişmiş piyasalarda yapılan başka bir çalışmada Joseph vd., (2011), şirketlere ait çevrimiçi hisse senedi aramalarının, anormal hisse senedi getirilerini ve işlem hacimlerini etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Haftalık bir ufukta, çevrimiçi arama yoğunluğunun anormal hisse senedi getirinin ve işlem hacimleri tahmin edebileceğini ileri sürmüşlerdir. Bordino vd., (2012), dünyanın ünlü teknoloji endeksi NASDAQ 100'de işlem gören hisse senetlerinin günlük işlem hacimlerinin, aynı hisse senetleriyle ilgili günlük sorgularla/aramalarla ilişkili olduğunu ve bu durumun kullanıcılar arasında bir koordinasyon olmaksızın toplu bir davranıştan kaynaklandığını ileri sürmüşlerdir. Latoeiro vd., (2013), Google arama motorundaki hisse senetleri için web aramalarındaki artışın, volatilitede geçici bir artış, hacim ve kümülatif getirilerde bir düşüş olduğuna dair ayrıntılı kanıtlar elde etmişlerdir. Ek olarak; piyasa endeksi için web arama sorgulamalarının artması, endeks getirilerinde ve hisse senedi endeksi vadeli işlemlerinde düşüşe neden olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Son dönemlerde yapılan ampirik çalışmalarda, kamuya sunulan bilginin zamanlamasının ve detayının özkaynak ve borçlanma maliyetini düşürdüğü tespit edilmiştir. Bunun nedeninin; yatırımcıların ve borç verenlerin, gelecekte olumsuz bir durumla karşılaşmamak ve yatırım ve kredinin getirileri ile birlikte geri dönüşünü garantiye almak amacıyla; güvenilir, kamuyu aydınlatma konusunda şeffaf ve zamanında bilgi sunan şirketleri tercih etmek istemelerinden kaynaklandığı düşünülmektedir (Butler vd., 2007; Mazumdar ve Sengupta, 2005). Bushee ve Noe (2000), kamuya daha fazla bildirimde bulunan şirketlerin hisse senetlerinin, özellikle kurumsal yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edildiklerini ileri sürmüşlerdir. Benzer çalışmalarında Healy vd., (1999), şirketlerin kamuyu aydınlatma düzeyleri arttıkça, hisse senetlerine olan taleplerinin ve işlem hacimlerinin arttığını tespit etmişlerdir.

İyi haber ve *kötü haber* anlamı taşıyan bildirimlerin şirketlerin hisse senedi fiyatı ve yatırımcı kararları üzerindeki etkisini belirlemeye yönelik çalışmaların da özellikle yabancı finans literatüründe kendisine yer bulduğu görülmektedir. Belirsiz Bilgi Hipotezi'ni ileri sürdükleri öncü çalışmalarında Schnusenberg ve Madura (2001), yatırımcıların iyi haberlere kıyasla kötü haberlere daha güçlü tepki gösterdiklerini tespit etmişlerdir. İhtiyatlı davranma eğilimi gösteren yatırımcıların tepkileri, olumsuz nitelikteki şokları takiben kaybeden hisse senetlerinin anlamlı ve pozitif geri dönüş, kazanan hisse senetleri için ise pozitif ya da hiç değilse negatif olmaması şeklinde kendini göstermektedir (Schnusenberg ve Madura, 2001: 186). Peterson (2002), çelişkili bir biçimde, hisse senedi fiyatlarının "beklentilere" eşit veya onlardan daha iyi olan bir olayın sonucunun ardından düştüğünün gözlemlendiğini ifade etmektedir. Yatırımcıların olumlu haber/bilgi/olay beklentilerinin risk ve satın alma davranışlarını motive ettiğini ve fiyatları olması gerekenin üzerine yükselttiğini, bu durumun da aslında bireylerin önyargı sürecinin bir sonucu olduğunu ileri sürmektedir. Chan (2003) yapmış olduğu çalışmasında, kamuoyuna kötü haber/bildirim veren şirketlere ait hisse senetlerinin getirilerinde negatif kaymalar olduğunu, buna karşın iyi haber/bildirim veren şirketlere ait hisse senetlerinin getirilerinde daha az oynaklık olduğunu tespit etmiştir. Bu durumun; fiyatların kötü kamu haberlerini yansıtmakta yavaş olduğu anlamına geleceğini ifade etmiştir. Ek olarak; hiçbir haber/bildirim içermeyen ayların ardından hisse senedi fiyatlarının sonraki ay tersine dönme eğilimi gösterdiğini ileri sürmüştür. Söz konusu olgunun daha çok piyasa değeri küçük olan şirketlerde meydana geldiğini de (firma büyüklüğü anomalisi) sonuçlarına eklemiştir. Suleman (2012), Pakistan Karaçi Borsası KSE100 Endeksi'nde ve sekiz sektör endeksi üzerinde iyi ve kötü haberlerin etkisini araştırdığı çalışmasında; 1992-2010 arası dönemlerdeki toplam 186 politik haberdan hareketle, iyi ve kötü politik haberlerin hisse senedi getirilerini ve oynaklığını etkilediğini tespit etmiştir. İyi haberlerin hisse senedi getirileri üzerinde olumlu etkisi olduğu ve volatilitayı azalttığı, kötü haberlerin ise getirileri olumsuz etkilediği bununla birlikte volatilitayı de artırdığı sonucuna varmıştır. Asya borsalarında gerçekleştirilen başka bir çalışmada Yang ve Wu (2019), hem olumlu hem de olumsuz şokların, varlık fiyatını, fiyat istikrarını ve kamu bilgilendirmesini önemli ölçüde etkileyeceğini göstermişlerdir. Ayrıca, piyasada duyarlı yatırımcılar varsa; fiyatın kamuya açık bilgileri tam olarak yansıtılabileceği bir piyasa dengesinin mümkün olmayacağını ileri sürmüşlerdir.

Çalışma kapsamında, yerli literatürdeki çalışmalar titizlikle incelenmiş ve yabancı literatürle benzer biçimde ağırlıklı olarak *kazanç, temettü, geri satın alma, bedelli/bedelsiz sermaye artırımı, birleşme veya satın alma duyuruları, şirketlerin faaliyetleri ya da yeni yatırımları ile ilgili yapmış oldukları bilgilendirmeler*, daha azınlıkta olmakla birlikte *iyi ya da kötü haberler* ve son olarak gönüllü kamuyu aydınlatma biçiminde kendisini gösteren *daha çok bildirimde bulunmak* gibi başlıklardan oluştuğu tespit edilmiştir. Kamuyu aydınlatmanın etkisini/önemini ortaya koyması açısından söz konusu çalışmaların bir kısmına aşağıda yer verilmektedir.

Ertan vd. (2015), geçmiş *kazanç ilanı* getirilerinin, bir sonraki kazanç duyurusuna kadar olan dönemde bireylerin yatırım kararlarında belirleyici bir faktör olduğunu ileri sürmüşlerdir. Kaderli ve Başkaya (2014), Borsa İstanbul'da *kâr payı ödemesi duyurularının* hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. İstikrarlı kâr payı dağıtan şirketlerin, kâr payı duyurularının ilgili şirketlerin hisse senedi fiyatlarını etkilediğini, diğer bir deyişle; BIST'in yarı güçlü formda etkin olmadığını tespit etmişlerdir. Yatırımcıların, düzenli temettü ödemesi gerçekleştiren şirketlerin hisse senetlerine diğer şirketlere nazaran daha fazla değer verdiği düşünülmektedir. Dolayısıyla şirketlerin yapmış oldukları temettü ödemeleri, hisse senedini ve piyasa değerini etkileyen en önemli unsurlardan birisidir. Bu varsayımdan hareketle Sakarya vd., (2018); gerçekleştirmiş oldukları çalışmalarında, 2016 yılında *temettü* ödeyeceğini duyuran BIST'te işlem gören çimento sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin yapmış oldukları duyuruların hisse senedi fiyatlarını etkilediğini tespit etmişlerdir. Piyasaların yarı güçlü formda etkin olabilmesi için temettü ödemesi gibi önemli duyuruların dâhi hisse senetlerinde anormal fiyat hareketlerine yol açmaması gerekmektedir. Dolayısıyla, BIST'in söz konusu dönem için yarı güçlü formda etkin olmadığını ileri sürmüşlerdir. Kevser ve Doğan (2020), *temettü dağıtma ya da dağıtmama kararlarına ait duyuruların* yatırımcılar açısından öneminden hareketle yapmış oldukları çalışmalarında; BIST'te işlem gören dört büyük futbol kulübünün KAP'a yapmış oldukları temettü duyuruları ile hisse senedi getirileri arasında ilişkiyi analiz etmişlerdir. Temettü ödemesinin yapılacağını duyurmanın hisse senedi getirileri üzerinde önemli ve olumlu etkisinin olduğunu, aynı şekilde temettü ödemesi yapılamayacağı duyurusunun da hisse senedi getirileri üzerinde önemli ve olumsuz bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Küçüksille ve Mizrahi (2015), 2012-2014 yılları arasında hisse senetleri BIST'te işlem gören şirketlerin *bedelsiz sermaye artırımı duyurularının*, hisse senedi getirilerini etkileyip etkilemediğini araştırdıkları çalışmalarında; bedelsiz sermaye artırımı duyuruları öncesinde (-5) ve sonrasındaki (+5) veriler ışığında, bedelsiz sermaye artırımı duyurularından yola çıkarak normal üstü bir getiri elde etmenin olası olmadığını, buna karşın duyuru yapıldığı tarihten sonraki 4.gün istatistiksel olarak anlamlı ve negatif anormal getirinin gerçekleştiği sonucuna ulaşmışlardır. İlgili dönem için piyasanın söz konusu duyurulardan etkilendiğini ve piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığını ileri sürmüşlerdir. Kaderli ve Başkaya (2016), Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin sermaye artırımı duyurularının hisse senedi üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmalarında; 2015-2016 yılları arasında *bedelli veya bedelsiz sermaye artırımı duyurularının* BIST Yıldız Pazar'da işlem gören firmaların hisse senedi fiyatlarını etkilediğini tespit etmişlerdir. Arsoy (2017), Borsa İstanbul'da işlem gören ve 2010-2015 yılları arasında hisse senedi geri alımı yapacağını duyuran şirketlerin piyasa değerlerinin, bu duyurulardan etkilenip etkilenmediklerini test ettiği çalışmada; geri alım duyurusunda bulunan ve bulunmayan firmaların hisse senedi getirilerini karşılaştırmıştır. Hisse senedi geri alım duyurularından sonra istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal getiri (CAR) elde edilmesinin mümkün olmadığı, bununla birlikte BIST'in incelenen dönem içerisinde yarı güçlü formda etkin olmadığı ve hisse senetlerinin geri alım duyurularından etkilendiği sonucuna ulaşmıştır.

Mandacı (2004), İMKB'de işlem gören ve 1998-2003 yılları arasında *birleşme ya da satın alma kararı* alan ve kamuoyuna duyuran firmaların hisse senedi fiyatlarını olay etüdü yöntemi ile incelediği çalışmada; birleşmeye ilişkin duyuruların öncesinde ve sonrasında normal üstü getiri elde edildiğini tespit etmiştir. Birleşme duyurusu öncesinde anormal getiri elde edilmesini, "içeriden öğrenenlere" bağlarken, birleşme sonrası dönemde normal üstü getiri elde edilmesini piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı şeklinde yorumlamıştır. Kaderli ve Demir (2009), yatırım kararlarını kamuya duyuran firmaların hisse senedi getirilerini analiz ettikleri çalışmalarında; incelenen şirketlerin hisse senetlerinin olayın (duyurunun) gerçekleştiği tarihten itibaren normal üstü getiri elde ettiğini tespit etmişlerdir. Eyüboğlu (2014), şirketlerce açıklanan haberlerin hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilmesine imkân verip vermediğini olay çalışması yöntemi ile araştırdığı çalışmada; kurumsal yönetime, operasyonel, hukuki, finansal, genel ve yeniden yapılanmaya ilişkin haberleri tasnif ederek

incelemişlerdir. Bir anlamda BIST’te yarı güçlü formda etkinliği test ettikleri bu kapsamlı çalışmada, 2003:1-2012:2 dönemleri arasında BIST 30’da işlem gören şirketler tarafından duyurulan toplam 2363 haberin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Yatırımcıların en çok (5%) operasyonel haberlere tepki verdiğini, daha sonra sırasıyla; yeniden yapılanmaya ve finansal haberlere tepki verdiklerini, en az ise (0.4%) genel haberlere tepki verdikleri sonucuna ulaşmıştır. Literatürle benzer bulgular elde etmiş ve piyasanın söz konusu dönemler için zayıf formda etkin olduğu sonucuna varmıştır. Elbir ve Kandır (2017), BIST demir-çelik sektöründe faaliyet gösteren 7 şirketin 2005-2015 yılları arasındaki döneme ait 23 adet yatırım duyurusunun hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmalarında; yatırım duyurularını içeren bildirimlerin öncesinde anormal getirilere yol açtığını, dolayısıyla BIST’in söz konusu dönemler arasında yarı güçlü formda etkin olmadığını ortaya koymuşlardır. Kaderli vd., (2017), 2016 yılında KAP’a bildirilen ve *yeni iş bağlantılarını içeren bildirimlerin (duyuruların)* hisse senetleri üzerindeki kısa süreli etkisini araştırdıkları çalışmalarında; şirketlerin yeni iş ilişkisi duyurularının hisse senedi fiyatlarını etkilediğini ve dolayısıyla BIST’in ilgili dönem için yarı güçlü formda etkin olmadığını ileri sürmüşlerdir.

Atan ve Çınar (2019), Borsa İstanbul’da işlem gören BIST 30 şirketlerine ilişkin 2014 yılında yayınlanmış haberleri metin madenciliği ve duygu analizi teknikleri ile incelemiş; haber sayılarına ve içeriklerine (olumlu/olumsuz) ilişkin olarak elde ettikleri sayısal veriler ışığında finansal piyasalarda yayınlanan haberler ile finansal değerler arasında karşılıklı ilişkilerin var olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Karime ve Sayılır (2019), politik haberlerin (iyi ve kötü haber) BIST 100 Endeksi’nin getirileri ve oynaklığı üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmalarında, 2008:1-2017:12 dönemleri arasındaki politik haberleri incelemişler ve politik haberlerin BIST 100 endeksi getiri ve oynaklığı üzerinde önemli bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıntılı bulgular incelendiğinde; iyi haberlerin endeks ve getiri üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını, kötü haberlerden kaynaklanan olumsuz şokların ise BIST 100’ün getiri ve oynaklığını önemli ölçüde etkilediği görülmektedir. Kılıç (2019), 2014:1-2019:1 dönemleri arasında BIST’te işlem gören şirketlerin, geleceğe yönelik değerlendirmeler kapsamında yapmış oldukları özel durum bildirimlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırdığı çalışmasında; söz konusu dönemler içerisinde 23’ü olumlu, 20’si olumsuz nitelikte olan toplam 43 adet bildirim ve etkisini analiz etmiştir. Geleceğe yönelik değerlendirmelere ilişkin özel durum bildirimlerinin genel olarak şirketlerin hisse senetlerinin getirisini ve yatırımcıların kararlarını etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Olumlu içerikli bildirimlerin etkisinin beş işlem gününe kadar, olumsuz içerikli bildirimlerin etkisinin ise çoğunlukla üç işlem gününe kadar fiyatlar üzerinde etkili olduğunu tespit etmiştir.

Efecik (2006), İMKB’de gerçekleştirdiği çalışmasında; kamuyu aydınlatma düzeyi ile firma değeri (F/K oranı, kurumsal yatırımcı oranı ve halka açık kısmın piyasa değeri) arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Babacan ve Özer (2013), İMKB 30 endeksinde işlem gören şirketlerin gönüllü açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini araştırdıkları çalışmalarında; özellikle mal ve hizmet teknoloji değişim hızı ve piyasa değeri düşük firmalarda gönüllü açıklamaların hisse senedi getirilerini önemli ölçüde etkilediğini tespit etmişlerdir. Çörtük ve Erten (2016), Türkiye’de kamuyu aydınlatmanın sermaye piyasasına etkisini araştırdıkları çalışmalarında; KAP’ın faaliyete geçmesi ile birlikte hisse senedi piyasasında görülen getiri volatilitelerinin azaldığını ileri sürmüşlerdir. Kamuyu aydınlatmanın önemini ortaya koyan bu gibi çalışmalar; şirketlerin faaliyetleri, yatırım kararları, temettü duyuruları, bedelli/bedelsiz sermaye artırımı, birleşme veya satın alma, olumlu/olumsuz haberler ile ilgili hususlarda bilgi kullanıcılarını bilgilendirmelerinin önemini ortaya koymasına ek olarak, “*Kamuya bildirimlerde bulunulan günlerin getirileri ile bildirimlerde bulunmayan/şirkete ait bir haber vs. bulunmayan günlerin getirileri arasında anlamlı bir farklılık var mıdır?*” sorusuna da yanıt verilmesi gerektiğini düşündürmektedir.

Deneyimsiz birçok yatırımcı, şirketlerle ilgili herhangi bir haberin (Örn: olumlu bir olay sonucunun) mutlaka menkul kıymet fiyatlarının değerlenmesine neden olmadığını çoğu zaman farkında değildirler. Davranışsal finans literatürü bu durumu fiyat anomalisi başlığıyla ortaya koyan çok sayıda çalışmayı bünyesinde barındırmaktadır. Yatırımcıların, piyasaya gelen yeni bilgiye eski bilgilere oranla çok daha fazla önem verme eğiliminde oldukları, zararlara karşı duyarlılıklarının kazançlara kıyasla daha fazla olduğu ve haberlere/bilgilere/olaylara ilk aşırı tepkilerinin ardından daha gerçekçi ve ılımlı bir yaklaşımla değerlendirdikleri (Erdem, 2006: 76) çeşitli çalışmalarla ortaya konmuştur. De Bondt ve Thaler (1990), sadece tecrübesiz bireysel yatırımcıların değil, aynı zamanda sofistike yatırımcıların da piyasaya yeni gelen bilgiye eski bilgiden daha çok değer verdiğini ve yeni bilgiye aşırı tepki verdiklerini ileri sürmüşlerdir. Yatırımcıların hisse senedi değerini etkileyen bilgilere aşırı tepki vermesi fenomeni, öncelikle EPH’den açık bir sapma olduğu için son yıllarda birçok akademik çalışmanın konusu olmuştur. Fiyat anomalilerini tespit eden en geniş kapsamları

çalışmalarından birkaçına bakıldığında da literatürdeki genel kanyla benzer bulguların elde edildiği görülmektedir. Ketcher ve Jordan (1994), ilk tepkinin hisse senedi fiyatının tersine dönüşlerinin çoğunu yakaladığı günün, ertesi işlem günü olduğunu bildirmişlerdir. Başlangıçta yatırımcılar, bir şirket hakkındaki olumsuz haberlere/bildirimlere tepki vererek fiyatı düşürürler. Daha sonra, normalde bir veya iki gün sonra, yatırımcılar fiyatı çok düşürdüklerini fark ederler ve hisse senedini geri almaya başlarlar (Schaub vd., 2008: 4). Boubaker vd. (2015), Mısır borsasında kaybedenlerin (kötü haber portföyleri) kazananlardan (iyi haber portföyleri) önemli ölçüde daha iyi performans gösterdiği kısa vadeli aşırı tepkiyi tespit etmişlerdir. Gelişmekte olan Orta Doğu ve Kuzey Afrika borsalarından biri olan Tunus Borsası'nda momentum yatırım stratejisinin kazanç elde ettirip ettirmediğini ve momentum etkisinin bir açıklaması olarak düşük tepki hipotezini keşfetmek amacıyla yapmış olduğu çalışmasında Boussaidi ve Dridi (2020); 1999-2016 dönemleri arasında piyasanın kazanç duyurularına gereğinden düşük tepki verdiğini, hisse senedi fiyatlarının kademeli olarak beklenmedik kazançlarla aynı yönde ayarlandığını, beklenmedik yüksek kazançları pozitif anormal getiriler, düşük beklenmedik kazançları ise kazanç açıklamasını takip eden dönemde negatif anormal getirilerin izlediği ve düşük tepki anomalisinin geçerli olduğu EPH'yi zorlayan sonuçlara ulaşımlardır.

Ülkemiz borsasında gerçekleştirilen çalışmalarda da bağımsız denetim raporlarının/finansal tabloların önemine ve piyasa etkinliğine yönelik önemli bulguların elde edildiği görülmektedir. Aygören ve Uyar (2006), İMKB'de işlem gören şirketlerin 2000-2005 dönemleri arasındaki toplam 600 adet denetim raporunu inceledikleri çalışmalarında; denetim raporu sürekli olarak "olumlu" açıklanan şirketlerin, denetim raporları açıklanmadan bir gün önce ve altı gün sonra hisse senedi getirilerinin anormal seyir ettiğini ve yatırımcıların bağımsız denetim raporlarına dikkat ederek yatırım kararı aldıklarını tespit etmişlerdir. Kara (2015), BIST'te işlem gören finans sektörü dışındaki şirketlerin 2009-2014 yılları arasındaki bağımsız denetim raporlarının olanı öncesindeki ve sonrasındaki hisse senedi getirilerinin incelediği çalışmasında, bağımsız denetim raporu ilan ile hisse senedi getirileri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Yatırımcıların, ilan öncesi ve sonrasında anormal üstü getiri imkânına sahip olduklarını ileri sürmüştür. Bozkurt vd. (2015), finansal tablo ilanlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini Borsa İstanbul'da test ettikleri çalışmalarında; yatırımcıların bağımsız denetim raporlarının kamuoyuna ilan edilmeden kısa süre öncesinde ve sonrasında anormal getiriler elde ettiklerini tespit etmişlerdir. Borsa İstanbul'un 2009-2012 dönemleri için yarı güçlü formda etkin olmaktan uzak olduğunu ileri sürmüşlerdir. Karkacier (2016), Borsa İstanbul'da kurumsal yatırımcıların yatırım kararı alırlarken bağımsız denetimin etkisini araştırdığı çalışmasında; olumsuz ve görüş bildirmekten kaçınılan denetçi görüşlerinin, olumlu ve şartlı denetçi görüşlerine göre kurumsal yatırımcıların yatırım kararlarını daha çok etkilediği sonucuna varmıştır. Ek olarak; kurumsal yatırımcılardan sadece banka yöneticilerinin denetçi görüşlerinin şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerinde etkisi olduğuna inandıklarını tespit etmiştir.

Beklenmeyen bir haberin/bilginin piyasaya gelmesinin hemen ardından hisse senedi getirilerinin davranışı, finans literatüründe kapsamlı bir şekilde incelenmiştir. Araştırmalar, yatırımcıların "haberlere/bildirimlere" aşırı tepki göstermesinin kısa vadede olma eğiliminde olduğunu göstermektedir (Schaub vd., 2008: 4). Ayrıca söz konusu aşırı tepkinin çoğunlukla kötü/olumsuz haberlere yanıt olarak gerçekleştiği tespit edilmiştir (Brown vd., 1988; Howe, 1986). Örneğin; Howe (1986), aşırı tepki hipotezini farklı bir biçimde ele aldığı çalışmasında; yatırımcıların hisse senedi fiyatlarındaki bir günlük büyük yüzdesel değişikliklere aşırı tepki verip vermediğini belirlemek amacıyla, 1963-1981 döneminde NYSE'de hisse senetlerinin elli haftalık günlük kapanış verilerini analiz etmiştir. Bir gün önceki kapanış fiyatına göre 50% ve üzerinde değer artışı yaşayan hisse senetlerinin, sonraki elli haftalık dönemde diğer hisse senetlerine nazaran yaklaşık 30% oranında daha az getiri sağladığını ve aşırı tepki anomalisinin geçerli olduğu sonucuna varmıştır. Ek olarak; ilk fiyat düşüşü 50% ve üzeri olan hisse senetlerinin anomali ile tutarlı biçimde ortalamadan daha fazla (14.6%) getiri sağladığını, ancak bu durumun beş haftalık dönemde ortaya çıktığını ve toparlanma sürecine girdiğini tespit etmiştir. Beklenmedik kötü haberlerin ardından hisse senetlerinde, kısa vadede getiri düşüşü ve ardından ortalamanın üzerinde getiri görülmüştür. Benzer nitelikteki başka bir çalışmada Brown ve Harlow (1988), yatırımcıların olumlu ve olumsuz haberlere tepkisini test etmektedir. Olumlu haberler için EPH'yi ve olumsuz haberler için aşırı tepki anomalisini destekleyen sonuçlara ulaşımlardır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymet borsalarında aşırı ve düşük tepki anomalilerinin geçerli olduğunu, şirketlere ait haberlerin ve kamuya açıklanan bildirimlere yatırımcıların gösterdikleri tepkilerin önemini ortaya koyan çok sayıda çalışmaya yukarıda yer verilmiştir. Literatürdeki söz konusu

çalışmalara ek olarak; bu çalışmanın bir sonraki başlığında yapılan değerlendirme kapsamına giren davranışsal finans literatüründeki Borsa İstanbul özelindeki çalışmaların bazılarının ayrıca ele alınmasının yerinde olacağı düşünülmüştür. Aşırı tepki anomalisine yönelik uluslararası yazında birçok çalışma bulunmakla birlikte; Türkiye’de bu konudaki araştırmaların 2000’li yılların başından itibaren ivme kazandığı ve sıklıkla kazandıran-kaybettiren portföy özelinde ele aldığı tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra, şirket haberleri/bildirimleri ışığında test eden çalışmaların da görece daha az olsa da kendisine yer bulmaya başladığı görülmektedir. Bu çalışmalardan birinde Barak (2006), İMKB’de fiyat anomalilerini test ettiği çalışmasında; şirket birleşmeleri, temettü ödemeleri ve sermaye artırım kararları özelinde gerçekleştirdiği analizde genel olarak düşük tepki anomalilerinden faydalanmak suretiyle oluşturulan portföylerin, ortalama üstü bir getiri elde edebileceği sonucuna varmıştır. Düşük tepki anomalisi bulguları, yatırımcıların hisse senetleri fiyatları ile ilgili bazı bilgi ya da haberlere, 1-2 aylık dönemde düşük ilgi gösterdiğini ortaya koymaktadır (Barak, 2008: 209). Düşük tepki anomalisinde piyasaya gelen yeni bilgiler/haberler/bildirimler hisse senedi fiyatlarına yavaş etki etmekte ve pozitif bir otokorelasyon ortaya çıkmaktadır.

Bu çalışmada; Borsa İstanbul’da ve çeşitli ülke borsalarında işlem gören şirketlerin kamuyu aydınlatma maksadıyla yapmış oldukları bildirimlerin ve şirketlere ilişkin haberlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri ve söz konusu bildirimlere/haberlere yatırımcıların göstermiş oldukları tepkiler davranışsal finans perspektifinde değerlendirilmiştir. Literatürde ortaya konmuş olan hisse senedi piyasalarındaki normalden sapmalar (anomaliler), yatırımcıların irrasyonel davranışlarının yanı sıra davranışsal finans modellerinin ileri sürdüğü çerçevede ele alınmış ve izah edilmeye çalışılmıştır.

6. BULGULARIN DAVRANIŞSAL FİNANS PERSPEKTİFİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

Geleneksel olarak, piyasaların etkin olduğu düşüncesiyle finans teorileştirilmektedir. Standart finansçılar, finansal piyasaların istikrarlı ve etkin olduğu, hisse senedi fiyatlarının “rasgele bir yürüyüş” sergilediği, hisse senetlerinin temel değerini doğru bir biçimde yansıttığını, yatırımcıların geleceğe ilişkin rasyonel kararlar almak için mevcut tüm bilgilere sahip olduklarını ve onu kullandıklarını varsaymaktadır. EPH’ye göre fiyatlar, sadece bilgi değiştiğinde değişecektir (Burton ve Shah, 2012: 6). Fama, piyasaları fiyatların bilgiyi ya da gerçek durumu yansıtmaya derecesine, diğer bir ifade ile etkinlik açısından üç ayrı gruba ayırmaktadır (Fama, 1991: 1576):

- **Zayıf formda etkinlik:** Geçmiş getiriler gelecekteki getirileri ne kadar iyi tahmin ediyor?
- **Yarı güçlü formda etkinlik:** Hisse senedi fiyatları kamuoyunun duyurularını ne kadar hızlı yansıtıyor?
- **Güçlü formda etkinlik:** Herhangi bir yatırımcının piyasa fiyatlarına tam olarak yansıtılmayan özel bilgileri var mı?

En yaygın olarak kullanılan EPH tanımı, EPH’nin yarı güçlü formda etkinlik tanımıdır: *fiyatlar, halka açık olarak bilinen tüm bilgileri doğru bir şekilde özetlemektedir.* Bu tanım, bir yatırımcı yatırım yaptığı şirketleri dikkatle inceler ise bunun önemli olmayacağı anlamına gelmektedir. Hisse senedi fiyatlarının kamuya açıklanan/açıklanması gereken hisse bölünmeleri, finansal raporların duyurulması/ilan edilmesi, yeni hisse senedi ihracı vb. konuları ile ilgili bilgilerin tam olarak içerdiği piyasalar “*yarı güçlü formda etkin*” olarak ifade edilmektedir (Fama, 1970: 404). Bu etkinlik formunda, yatırımcıların, geri kalan yatırım topluluğunun hangi bilgilere sahip olduklarını bildikleri için piyasayı “yenemeyecekleri” düşünülmektedir.

Etkin bir piyasada olumlu bilgi girişi sonrasında fiyatların artması, olumsuz bir bilgi girişine bağlı olarak da fiyatların azalması yönünde eş zamanlı (Şimşek ve Yıldırım, 2020: 279), oldukça hızlı ve kısa süreli bir tepki beklenmektedir. EPH’ye göre, piyasanın yarı güçlü formda etkin olması için, şirketlerin herhangi bir konuda yapmış oldukları bildirimlerinin kamuya ulaşmasından itibaren, o şirketlerin hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilememesi gerekmektedir. Ancak çalışma sonucunda elde edilen bulgular göstermektedir ki durum EPH’nin varsaydığı aksine biçimindedir. Davranışsal finans modelleri bu durumun ortaya çıkmasının bireylerin rasyonel değil “normal” olduklarından ötürü piyasanın bir “normali” olduğunu ileri sürmekte, ancak bu durumu ortaya çıkaran bilişsel ve duygusal önyargılar konusunda farklı yaklaşımlar getirmektedir. Piyasaların yarı güçlü formda etkin olmadığını açık biçimde ortaya koyan bu bulgular, davranışsal finans modelleri ve literatürdeki benzer çalışmalarla karşılaştırılarak izah edilmeye çalışılmaktadır.

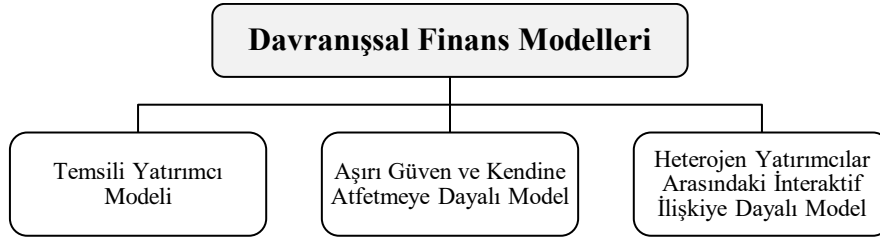
Davranışsal finans, literatürde ampirik bulgularla ortaya konan çok sayıda EPH'den sapmalar ile standart teorilerin iktisadi karar alıcıların rasyonel, piyasaların etkin olduğu temel varsayımlarına karşı çıkmaktadır. Söz konusu normalden sapmalar “anomali” olarak adlandırılmaktadır. Ampirik bir sonuç, “rasyonelleştirmek” zorsa veya onu paradigma içinde açıklamak için mantıksız (irrasyonel) varsayımlar gerekiyorsa anormaldir ve bu olgu “*anomali*” olarak nitelendirilir (Thaler, 1987a: 198). Hisse senedi piyasalarında, EPH ile uyumluluk göstermeyen, hipotezin tersi durumların ortaya çıktığı fiyat hareketlerinin varlığı söz konusu olabilmektedir. Piyasaya yeni gelen bilgiler menkul kıymet fiyatlarına tam olarak entegre edilmemiş ise; söz konusu piyasa tam olarak etkin olmayacaktır. Yerli ve yabancı literatür dikkatle incelendiğinde anomalilerin zamana dayalı/takvimsel, kesitsel ve fiyat anomalileri olmak üzere üç ayrı grupta listelendiği görülmektedir. Şirket haberlerine/duyurularına yatırımcıların vermiş oldukları tepkiler ve öncesindeki-sonrasındaki hisse senedi getirileri fiyat anomalilerinin konusunu oluşturmaktadır.

Anomalilerin ortaya çıkmasına yol açan pek çok faktör söz konusudur. Yatırımcıların söz konusu faktörlere göstermiş oldukları reaksiyonların zamanlaması ve süresi, hisse senedi piyasalarında fiyat anomalileri olarak ifade edilen aşırı ve düşük tepki anomalilerini meydana getirmektedir. Finans piyasalarındaki genel geçiş davranış biçimlerinden birisi, yatırımcıların piyasaya gelen yeni bilgilere geç tepki vermesidir. Bu durum, geçmişte kazanan ya da kaybeden hisse senetlerinin gelecekte de kazanmaya ya da kaybetmeye devam etmesine neden olmaktadır. Bu durum literatürde “*düşük tepki anomalisi*” olarak adlandırılmaktadır (Altunöz ve Altunöz, 2018: 153). Düşük tepki, yatırımcılar kazançlarında bir yönde değişiklik olduğunda tekrar ortalamaya döneceğine inandıklarında; aşırı tepki ise art arda birkaç aynı yönde sürprizden sonra bir trend başladığına inandıklarında oluşmaktadır (Ülkü, 2001: 106–107). Anomali, kısa dönem hareketlerine karşı ortaya çıkabilecek uzun dönemli olağandışı tepki hareketleridir (Pompian, 2006: 8). Aşırı tepki anomalisi, şüphesiz bu anomali tanımına en çok uyan hisse senedi piyasalarındaki normalden sapmadır. *Aşırı tepki anomalisi*, olumlu haberlerden sonraki ortalama getirinin, olumsuz haberlerden sonraki ortalama getiriden daha düşük olması durumunda ortaya çıkan fiyat anomalisidir (Çömlekçi ve Özer, 2018: 327). Bu fenomen, literatürdeki EPH'nin en ciddi ihlallerinden birisini ifade etmektedir. Aşırı tepki anomalisi, yatırımcıların bir hisse senedi hakkındaki iyi haberlere çok olumlu tepki verdiğini veya bir hisse senedi için kötü haber konusunda çok karamsar davrandığını ifade etmektedir. Sermaye piyasası uygulamalı birçok çalışma; EPH'nin aksine, halka açık şirketlerin faaliyetleriyle ilgili kamuya duyurdukları gelişmelerin önemli bir kısmının, hisse senedi fiyatlarından volatiliteye neden olduğu ve çeşitli fiyat anomalilerinin meydana gelmesine yol açtığını göstermektedir (Erdoğan ve Elmas, 2010: 2).

EPH, kamuya açıklanan bilgilerin/haberlerin açıklandıktan hemen sonra fiyatlara yansıdığı varsaymaktadır. Bu varsayım, şirketlere ait bilgilerin ve bu bilgilerin açıklandığı kuruluşların piyasalar üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı anlamına gelmektedir (Peress, 2011: 2). Buna karşın bu çalışmanın teorik anlatımının yapıldığı ve literatür taramasının verildiği kısımlarda da görüleceği üzere şirketlere özgü haberlerin ve ilgili kuruluşlar yoluyla kamuoyuna ilan edilen çeşitli bildirimlerin yatırımcılar arasında hemen değil kademe kademe yayıldığı ve zaman aldığı, bu yayılımın da hisse senedi fiyatlarını etkilediği görülmektedir. EPH'ye karşı davranışsal finans çalışmalarının sunmuş en sağlam kanıtlardan birisi de; borsalarda gözlemlenen, sürekli tekrar ettiği vurgulanan ancak tam olarak izahı mümkün gözükmeyen yatırımcı davranışlarıdır. Borsada ortaya çıkan spekülasyon fiyat kabarcıkları, aşırı tepki ve yeni bilgilere düşük tepki gibi fiyat anomalilerinin varlığı, finansal karar verme sürecinin hesaplayıcı rasyonel bireylerden daha fazlasını içerdiğinin bir kanıtıdır (Kapoor ve Prosad, 2017: 50–51). Piyasada ortaya çıkan yeni ve belirgin olaylar, yatırımcıların kısa vadeli getirilere yoğunlaşmasına yol açmaktadır. Uzun vadede ortaya çıkma ihtimali olan olasılıklar yeterince dikkate alınmadığı için ortaya çıkan sapmaların, karmaşık bilgi işleme süreci ile yeterince ilgilenilmediğinden kaynaklandığını söylemek mümkündür (Dizdarlar ve Can, 2017: 817). Düşük tepki anomalisinde, yatırımcıların yeni haberlere/bildirimlere, bir aydan bir yıla kadar olan dönemde yeteri kadar ilgi göstermemesi ve bunun sonucu olarak haberlerin hisse senedi fiyatlarına yavaş etki etmesi söz konusudur. Aşırı tepki anomalisinde; yatırımcıların, üç ila beş yıla kadar olan dönemde, aynı yöndeki haberlere tutarlı bir biçimde aşırı tepki göstermeleri ve bunun sonucu olarak uzun vadede iyi/olumlu haberlere sahip hisse senetlerinin olması gerekenden fazla değerlendirilmesi söz konusudur (Barberis vd., 1998).

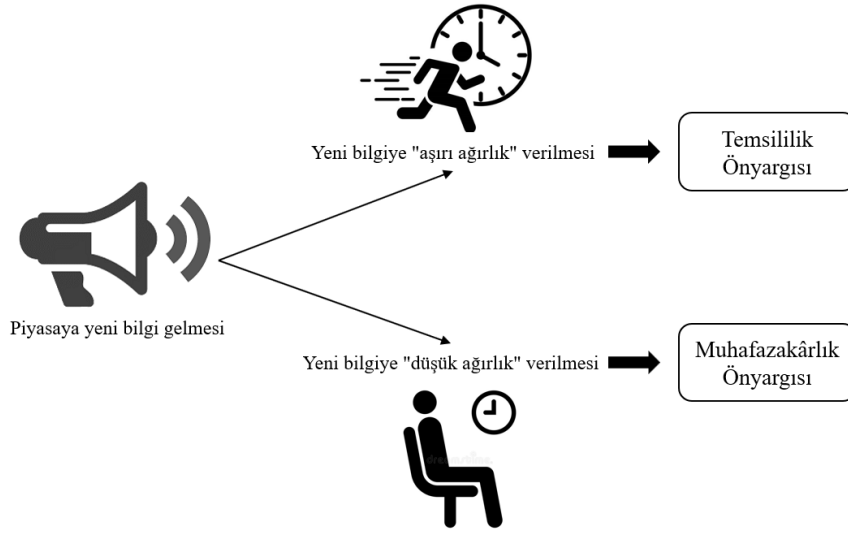
Davranışsal finans, finansın ve yatırımın ne, niçin ve nasıldır insan eksenli bir bakış açısıyla açıklamaya ve karar verme sürecini ne ölçüde etkilediği de dâhil olmak üzere yatırımcıların akıl yürütme örüntülerini

açıklamaya ve artırmaya çalışmaktadır (Ricciardi ve Simon, 2000: 2). Fiyat anomalilerinin ortaya çıkmasındaki en önemli etkenlerden biri hiç şüphesiz yatırımcı önyargılarıdır. Piyasalarda tespit edilen aşırı tepkiler, piyasada menkul kıymetleri işlem gören şirketlerle ilgili iyi ya da kötü haberlere dayanan gelişmelere aşırı tepki veren yatırımcıların rasyonel olmayan davranışları ile ilişkilidir (Caporale, Gil-Alana ve Plastun, 2018: 915). Yatırımcılar, en son elde ettikleri bilgilere aşırı, eski tarihli bilgilere zayıf/düşük ve kazançlara aşırı tepki vererek, hisse senedi fiyatlarının geçici olarak temel değerlerinden uzaklaşmalarına yol açabilmektedirler (De Bondt ve Thaler, 1987). Davranışsal finans, ortaya çıkan bu ve benzer içerikli fiyat anomalisi olarak nitelendirilen bulgulara, bilişsel ve duygusal önyargılar çerçevesinde davranışsal finans modelleri ile açıklama getirmeye çalışmaktadır. Piyasaların, yatırımcı davranışlarını temel aldığı teorik ve ampirik olarak ortaya koymaya çalışan başlıca davranışsal finans modelleri (Barak, 2008: 212; Güngör ve Demirel, 2018: 30; Kaldırım, 2016: 67-68; Karan, 2013) Şekil 3.'te gösterilmektedir.



Şekil 3. Davranışsal Finans Modelleri

Davranışsal finans, günümüze kadar birçok anomali için inka edici davranışsal açıklamalar sağlayarak, gerçek dünyada meydana gelen bu olguları açıklamada avantajları olan bir dizi model önermiştir. Davranışsal finans modelleri, hisse senedi piyasalarındaki tüm normalden sapmaları açıklama gücüne sahip olup, daha çok aşırı ve düşük tepki anomalilerini izah ederken kullanılmaktadır. Söz konusu modeller, yatırımcı davranışlarını piyasa koşullarına ek olarak insan psikolojisini de dikkate alıp açıklamaya çalışmaktadır. Barberis vd., (1998) tarafından ortaya konan temsili yatırımcı modeline göre yatırımcılar, muhafazakârlık ve temsiliyet önyargılarına kapılmakta, bu durum düşük tepki ve aşırı tepki anomalilerine yol açmakta, bunun sonucu olarak hisse senedi getirilerindeki pozitif ve negatif otokorelasyon ortaya çıkmaktadır. Bu davranışsal finans modeli, düşük tepki anomalisinin kaynağının muhafazakârlık önyargısı olduğunu öne sürmektedir. Yatırımcıların piyasaya gelen yeni bilgi ve haberlere göre yatırım kararlarını/stratejilerini değiştirmediklerini ifade etmektedir. Bu durumdan dolayı düşük tepki anomalisinin ve hisse senedi getirilerinde pozitif otokorelasyonun meydana geldiği görüşünü savunmaktadır. Yatırımcılar bazı durumlarda da temsiliyet önyargısına kapılmakta ve piyasaya gelen en son bilgi ya da gözlemlere önceki bilgilere nazaran daha fazla ağırlık vermektedirler. Bu durum hisse senedi fiyatlarında aşırı tepkiye sebep olmakta ve hisse senedi getirilerinde negatif otokorelasyon meydana gelmektedir (Barberis vd., 1998: 333). Temsiliyet önyargısına sahip yatırımcılar, son derece güvenilmez bilgilerin güvenilirliğini abartmakta ve kamuya açıklanan son derece güvenilir bilgilerin önemini hafife almaktadırlar. Bu durum özellikle hisse senedi piyasalarında fiyat anomalilerinin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir (Bloomfield, Libby ve Nelson, 2000: 114). Temsili yatırımcı modeli; iyi haberlerin sadece az bir kısmını gören yatırımcıların bu iyi haberlere düşük tepki gösterdiğini, iyi haberlerin çoğunluğunu gören yatırımcıların ise aşırı tepki anomalisine yol açtığını ileri sürmektedir. Bu modele göre; yatırımcılar temsililik önyargısının etkisindedirler ise, hisse senetlerinin bazı kilit özelliklerine bakarak hisse senedini yükselecekler/düşecekler grubuna dâhil etmekte ve bunun olasılık durumunu ve hisse senedinin diğer özelliklerini dikkate almamaktadırlar. Bu tarz sınıflandırma ve yatırım davranışı rasyonel olmadığı gibi dikkate alınması gereken diğer faktörleri göz ardı ettiği için aşırı tepkiye yol açmaktadır (Doğan ve Faikoğlu, 2016). Şekil 4.te izah edilmeye çalışıldığı üzere yatırımcılar, en son ve en çarpıcı bilgilerin temsiliyet etkisi altında kalarak (örneğin; yakın geçmişteki üst üste gelen yüksek kazanç duyurularının etkisi ile uzun vadeli geleceğe dair bilgileri ve ihtimalleri göz ardı edebilmektedir) dikkat çeken bilgilere aşırı önem verilmesi, geleceğe dair olasılıkların göz ardı edilmesi, yanlış fiyatlandırmaya (piyasa etkin ise böyle bir durumun ortaya çıkmaması gerekir), diğer bir deyişle; aşırı tepkiye yol açmaktadır (Dreman ve Berry, 1995: 22).



Şekil 4. Temsili Yatırımcı Modeline Göre Yatırımcı Tepkisi

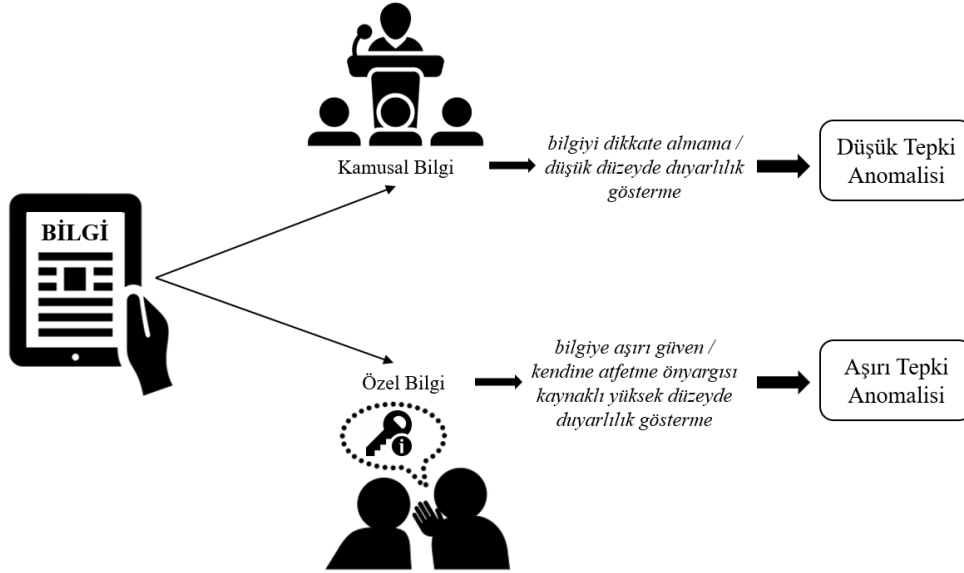
Kaynak: Yılmaz ve Cavlak (2021: 189)

Yatırımcıların piyasaya gelen en son bilgilere daha fazla, ondan önce gelen bilgilere daha az önem verdikleri görülmektedir. Örneğin; eğer en son haberler olumsuzsa, ondan önce gelen olumlu haberler unutulur. Eğer en son haberler olumluysa önce gelen olumsuz haberlere pek önem verilmez (Gallea ve Patalon, 2020: 51). Muhafazakârlık önyargısına sahip yatırımcılar, piyasaya gelen yeni haberlere karşı tutumlarını değiştirmekte zorlanırlar ve çoğu zaman değiştirmezler. Olumsuz içerikli bir haber piyasaya geldiğinde dâhi ilgili şirket(ler)in hisse senetlerini ellerinde tutmaya devam ederler. Temsililik önyargısına sahip yatırımcılar ise temel olasılık değerlerini göz ardı ederek piyasada oluşan ve bir süredir devam eden fiyat hareketlerini piyasanın genellemesi olarak dikkate alarak geçmiş bilgileri doğru biçimde analiz edememektedirler. Bazı araştırmalar, hisse senedi fiyatlarının birkaç aya kadar önemli kurumsal olaylardan sonra düştüğünü göstermektedir (Daniel vd., 1998; Fama, 1998; Kothari ve Warner, 1997). Bu durumun, piyasaya gelen yeni bilgiye yönelik düşük tepkilerden kaynaklandığı düşünülmektedir (Chan, 2003: 224). Bu modelde, yukarıda belirtilen söz konusu çalışmaların ardından özellikle kazanç duyurularının ortaya çıkardığı düşük tepki, çeşitli davranışsal önyargılarla, risk ve likidite olgularıyla izah edilmiştir. De Bondt ve Thaler'in, yatırımcıların şirketler ile ilgili haberlere vermiş oldukları tepkileri ölçen çok sayıda çalışması vardır. 1985 yılında yayınlamış oldukları aşırı tepki anomalisini ortaya koyan öncü ve 1987 yılındaki benzer nitelikteki çalışmalarında yatırımcıların tecrübesizliklerinden dolayı yeni haberlere eski haberlerden daha fazla önem verdiklerini tespit etmişlerdir. 1990 yılındaki çalışmalarında ise, sadece tecrübesiz yatırımcıların değil, sofistike olarak nitelendirilen yatırımcıların da karar alırken yeni (en son) haberlere/bilgilere eski haberlerden/bilgilerden daha çok ağırlık verdiklerini dolayısıyla temsili yatırımcı modelinde ayrıntılandırılan temsililik önyargısı ile hareket ettiklerini ileri sürmüşlerdir.

Daniel vd., (1998), yatırımcıların kendilerine daha fazla güven duydukları ve kendilerine atfedilebilecek bir önyargıdan muzdarip oldukları bir model ileri sürmektedirler. Söz konusu model, hisse senedi fiyatlarının aşırı güven ve kendine atfetme önyargısından kaynaklanan, risksiz bir yatırımcının inançlarını yansıtmaktadır. Yatırımcıları bilgili ve bilgisiz olarak iki kategoriye ayırdıkları söz konusu modele göre, bilgisiz yatırımcıların yatırım kararlarının piyasa üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı, bununla birlikte; bilgilendirilmiş yatırımcıların aşırı güvenleri nedeniyle piyasayı etkileyebilecekleri ileri sürülmektedir. Bu modelde; özel bilgi sahibi aşırı güvenli yatırımcılar, rasyonel fakat özel bilgiye sahip olmayanlara karşı alım-satım yaparken, kendi özel enformasyon sinyallerine, piyasanın açıklanmış bilgi setine dayanarak oluşturduğu fiyata göre gereğinden fazla ağırlık vermekte, böylece fiyatların kendi özel bilgilerine aşırı tepki göstermesine sebep olmaktadır (Barak, 2006: 184). Bu davranışsal finans modelinde yatırımcıların, kendi analizleri neticesinde elde ettikleri bilgilerin, piyasada mevcut olan bilgilerden daha güvenilir kabul ettikleri ve bu aşırı güvenin özel bilgilere aşırı tepki verilmesi ile sonuçlandığı, kamuya açık bilgilere ise düşük tepki verilmesi şeklinde kendini gösterdiği düşünülmektedir.

Bu modelde yatırımcılar, Şekil 5.'te gösterildiği gibi kendi öngörülerini ve değerlendirmelerine büyük

önem atfetmekte ve bunun sonucunda aşırı güven önyargısı ortaya çıkmakta, sadece kendi kanaatlerini baz alarak piyasadaki bilgileri ihmal etmektedirler. Kendine aşırı güvenen yatırımcı, kamuoyunda oluşan bilgiler yerine kendisine özel atfettiği yetenekleri sonucu elde ettiği özel bilgilere itimat etmektedir. Piyasada kamuya açık bilgilerle oluşan fiyatları dikkate almamaktadır. Bu durum beraberinde piyasada bir aşırı tepki anomalisinin ortaya çıkmasına yol açmaktadır (Daniel vd., 1998).



Şekil 5. Aşırı Güven ve Kendine Atfetmeye Dayalı Modele Göre Yatırımcı Tepkisi

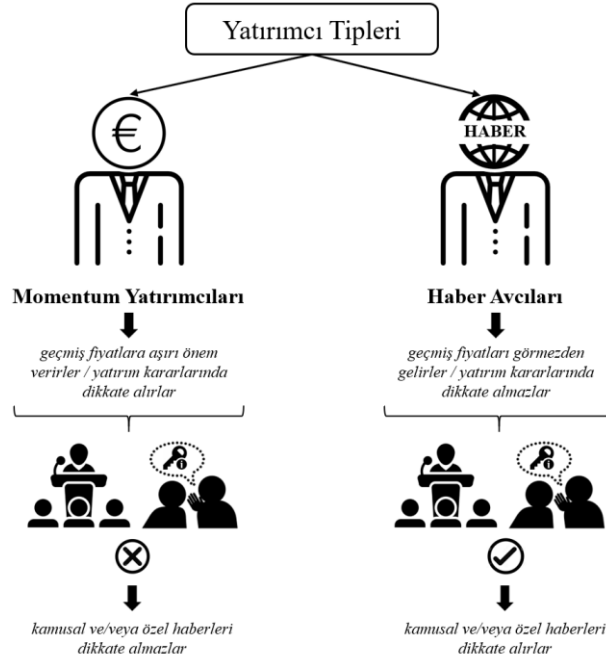
Kaynak: Yılmaz ve Cavlak (2021: 191)

Kendine aşırı güvenen yatırımcılar, halka açık bilgiler dışındaki özel sinyalleri fazla ağırlaştırarak hisse senedi fiyatlarının aşırı veya düşük tepki vermesine neden olurlar. Yatırımcıların aşırı güveni ve buna bağlı olarak ortaya çıkan kendine atfetme önyargısı, hisse senedi getirilerinde aşırı tepkiye yol açmaktadır (Das ve Krishnakumar, 2016: 63). Özetle; aşırı güven önyargısında yatırımcıların, sahip oldukları menkul kıymetleri gerçekte olduğundan daha değerli olarak gördükleri, böylece hata varyanslarını hafife aldıkları, kendi yeteneklerini abarttıkları ve kendilerini başkaları tarafından görülenden daha olumlu algıladıkları bir durum söz konusudur.

Literatürde yer alan davranışsal finans modellerinden heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişkiye dayalı modelde Hong ve Stein (1999), özel bilgilerin yatırımcılar arasında yavaşça yayılacağını ve bu durumun kısa vadede düşük tepki meydana getireceğini, uzun vadede ise bu reaksiyonun aşırı tepkiye dönüşeceğini ileri sürmüşlerdir. Söz konusu model, işlemlerini özel olarak gözlemlenen temellere dayandıran piyasalardaki iki tip yatırımcıdan “haber avcıları” ile işlemlerini en son fiyat değişikliğine dayandıran “momentum yatırımcıları” arasındaki etkileşimi içermektedir. Bu model, Barberis vd., (1998) ve Daniel vd., (1998) ile aynı amacı gütmekle birlikte, temsili yatırımcı davranışlarını açıklamak yerine, heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişkiye vurgu yapmaktadır (Barak, 2006; Hong ve Stein, 1999). Bu davranışsal finans modeline göre düşük ve aşırı tepki, borsa yatırımcılarının belli bilişsel önyargılardan daha fazla birbirleriyle etkileşim gösteren haber avcıları ve momentum yatırımcılarının davranışlarına bağlıdır. Yatırımcıların sadece bir tür bilgi kullanabilen “sınırlı rasyonel” oldukları kabul edilmekte ve dolayısıyla iki tip yatırımcının da kamuya açık bilgiler ve alt bilgilerle işlem yapabilir niteliğe sahip oldukları ileri sürülmektedir. Temel analizciler olarak ifade edilen haber avcıları, gelecekte var olacak kamuya açık bilgi setine ilişkin özel olarak aldıkları bilgileri kullanarak tahmin yapabilmekte, mevcut ya da geçmiş fiyatları bir bilgi kaynağı olarak kullanamamaktadırlar (Hong ve Stein, 1999). Teknik analizciler olarak ifade edilebilecek olan momentum yatırımcıları ise temel bilgiyi dikkate almayarak, sadece geçmiş fiyatları kullanmaktadırlar.

Hong ve Stein (1999), Şekil 6’da gösterildiği gibi haberlerin kademeli olarak yayılmasının ani artışa neden olduğunu ve varlıkları geçmiş getirilere dayanarak satın alan yatırımcıların aşırı tepki davranışı sergilediğini ve bu nedenle çok fazla hisse satın aldıklarını öne sürmektedir. Şirketlere ait özel bilgilerin haber avcıları arasında aynı anda değil, kademeli olarak yayılmasından ötürü düşük tepki anomalisi ortaya çıkmakta, piyasada momentum yatırımcıları işlem yaptıkça zamanla düşük tepki anomalisi yerini aşırı tepki anomalisine

bırakmaktadır.



Şekil 6. Heterojen Yatırımcılar Arasındaki İnteraktif İlişkiye Dayalı Modele Göre Yatırımcı Tepkisi

Kaynak: Yılmaz ve Cavlak (2021: 193)

Bu davranışsal finans modelinde t (bildirim/haber günü) ile $t+6$ süresi içerisinde verilen düşük tepkinin momentum yatırımcılarından kaynaklı, $t+6$ ile $t+18$ süresi içerisinde verilen aşırı tepkinin ise haber avcıları olarak isimlendirilen yatırımcı tipinden kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Literatürdeki bildirimlerin/haberlerin/duyuruların hemen ardından anormal getirilerin elde edildiğinin tespit edildiği çalışmalar, piyasalarda bu modelin ileri sürdüğü gibi momentum yatırımcıları olduğunu, bir süre sonra gerçekleşen normalden sapma biçimindeki fiyat hareketlerinin ise haber avcıları olarak adlandırılan yatırımcılardan kaynaklandığını, hepsi özelinde ise piyasaların etkin olmamasından ötürü söz konusu fiyat hareketlerinin ortaya çıktığını düşündürmektedir.

Rasyonel ve irrasyonel yatırımcıların birlikte hareket ettiği bir piyasada, irrasyonelitenin fiyatlar üzerinde önemli ve uzun ömürlü bir etkisinin olabileceği düşünülmektedir. Eğer borsalar, hileli olmasa da tahmini kolaylaştırıcı kusurlar içeren bir zar gibi davranırsa; yatırımcılar kusurları fark eder ve onlara etki ederek belki kısa sürede belki de uzun sürede bu durumu ortadan kaldırır. Ancak bu husus, borsaların etkinliği ve rasyonel varsayımlarının sorgulanması için ziyadesiyle yeterli olacaktır. Geleneksel mükemmel sermaye piyasaları modellerinin varsayımları, az miktarda bilgi kusuruna ve küçük bir bilgi maliyetine bile izin verecek şekilde değiştirilir değiştirilmez, geleneksel teori savunulamaz hale gelecektir. Etkin piyasanın iki anlamı vardır. Birincisi, piyasayı yenmek için sistematik bir yol olmadığı anlamıdır. İkincisi, hisse senedi fiyatlarının rasyonel olduğudur. Etkin piyasa, “risk” gibi temel ve faydacı özellikleri yansıtırken; “duygu” gibi psikolojik özellikleri yansıtmamaktadır (Statman, 1999b: 22). EPH’nin varsayımlarının aksine davranışsal finans, menkul kıymet fiyatlarının bazı durumlarda temel değerlerinden sapmalar gösterdiğini ve bu sapmaların tam olarak rasyonel olmayan yatırımcıların varlığı sonucu ortaya çıktığını savunmaktadır. Friedman’a (1953) kadar uzanan bu görüşe uzun zamandır devam eden itiraz, rasyonel yatırımcıların irrasyonel yatırımcıların neden olduğu herhangi bir fiyat çıkışını hızla eski/olması gereken haline geri getireceğidir (Barberis ve Thaler, 2002: 3–4).

Yarı güçlü formda etkin piyasalarda, geçmiş fiyat bilgileri ile kamuya açıklanan bilgilerin (mali tablolar, bağımsız denetim raporları, yıllık raporlar gibi) kullanılması suretiyle ortalamanın üzerinde getiri elde edilemeyeceği belirtilmektedir. Ancak piyasalarda ortaya çıkan bilginin tüm yatırımcılar tarafından bilinmesi ile bilinmemesinin farklı fiyat seviyelerinin oluşmasına neden olacağı açıktır (Stephen ve Shin, 2002). Piyasa etkinliği açısından bakıldığında açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı

biçiminde yorumlanmaktadır. Fiyat anomalilerinden aşırı tepki anomalisinde menkul kıymet fiyatlarındaki aşırı hareketleri, ters yönde önemli hareketler izleyecektir. Düşük tepki anomalisinde menkul kıymet fiyatlarındaki aşırı hareketleri, aynı yönde önemli hareketler izleyecektir. EPH'nin geçerli olması durumunda ise menkul kıymet fiyatlarındaki aşırı hareketleri, menkul kıymet fiyatlarındaki önemli hareketler takip etmeyecektir (Larson, 1998: 23). Ancak bir kısmı literatür başlığında ayrıntılandırılan çok sayıda çalışma göstermektedir ki, hisse senedi fiyatları şirketlere ilişkin haberlerin/bildirimlerin ve yatırımcıların söz konusu bilgilere vermiş oldukları çoğu zaman irrasyonel tepkilerle normalin dışında hareketler sergilemekte, bu durumda piyasaları etkin olmaktan uzaklaştırmaktadır. Genişlemekte olan davranışsal finans literatürü büyük bir açıklıkla göstermektedir ki, kamuya açıklanan bilgilerin öncesinde-anında-sonrasında yatırım pozisyonu alınarak ortalama üzeri getiri elde etme fırsatı hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke borsalarında mümkün görünmektedir. Diğer bir deyişle, EPH'nin aksine piyasalar yenilemez değil, zor da olsa yenilebilir görünmektedir.

7. SONUÇ VE ÖNERİLER

Şirketler yürüttükleri faaliyetleri ve onların sonuçlarını değerlendirirken, mali tablolarını yorumlarken, şirket yöneticilerinin, şirket çalışanlarının ve müşterilerin “insan” olduğu gerçeğinden hareketle insan davranışlarının daha net anlaşılmasının önemini kavramaya başlamışlardır. Finansın, sosyal, politik ve kültürel bağlamdan bağımsız ele alınamayacağı ve olayları açıklarken psikoloji ve sosyoloji bilimleriyle multidisipliner çalışmalar yürütülerek bütünlük bir yaklaşımın benimsenmesi gerekliliği düşünölmeye başlanmış ve davranışsal finans; psikoloji, sosyoloji ve finans bilimlerinin bir sonucu olarak ortaya çıkmış, biyoloji, nöroloji ve hatta beslenme bilimleriyle ilişkili çalışmalarla gelişmiştir. Standart finans bireylerin rasyonel, piyasaların ise etkin olduğu temel varsayımları üzerine inşa edilmiş teoriler içermektedir. Geliştirilen modeller rasyonel bireylerin akla yatkın eylemleriyle piyasanın etkin işlemlerini sağladıklarını, fiyatları derhal olması gereken (doğru) değerine çektiklerini kabul etmektedir. Bir teorinin her şeyi açıklaması beklenemez. Yaygın kabul görmüş teorilerdeki kusurlara bakıldığında bu gerçek daha net biçimde okunmaktadır. Mandelbrot'un ifadesiyle ekonomi ve finasta yaygın biçimde kabul görmüş ne varsa çoğunun yakından incelendiğinde ne kadar sallantıda oldukları görülür. Söz konusu teorilerden olan EPH'nin üç etkinlik formundan da çeşitli sapmalar ve bu sapmaların hemen yok olmamakta ısrar eden yapısı davranışsal finans alanındaki çalışmalarla ortaya konmuştur. EPH, rasyonel yatırımcılar herhangi bir yanlış fiyatlamayı değerlendirmek için acele edeceklerinden dolayı arbitraj olanağının kısa sürede ortadan kalkacağını ileri sürerken, davranışsal finans çalışmaları çok sayıda irrasyonel yatırımcının yer aldığı finansal piyasalarda “kusurlu” işlemlerin oldukça fazla olduğunu ve bu durumun finansal piyasaların diğer piyasalardan daha fazla arbitraj olanağını sürekli olarak sunduğunu göstermektedir.

Davranışsal finansın mikro kısmı yatırımcıların karar alırken kullandıkları zihinsel kısa yollara ve bu doğrultuda ortaya çıkan bilişsel ve duygusal önyargılara yoğunlaşmaktadır. Davranışsal finansın makro kısmı ise EPH'deki ve uygulama sahası olan piyasalardaki normalden sapmalar anlamına gelen anomaliler ile ilgilenmektedir. Söz konusu anomalilerden birisi de yatırımcıların şirket bildirimlerine/haberlerine, geçmiş getirilerine ve finansal piyasaları etkileme potansiyeli taşıyan olaylara düşük ve aşırı tepkilerinden kaynaklanan fiyat anomalileridir. EPH, hisse senedi fiyatlarının herhangi bir anda şirkete ait mevcut tüm bilgileri tam olarak yansıttığını varsaymaktadır. Buna karşın aşırı tepki anomalisi; EPH'nin aksine yatırımcıların piyasaya gelen yeni bilgilere aşırı yönde tepki verdiğini ve bu tepkiye takiben şirket özelinde hisse senedi fiyatlarında, piyasa özelinde endekslerde tersi yönde hareketler gerçekleştiğini savunmaktadır. Bununla birlikte, yine EPH'nin aksine aşırı tepki anomalisinin tersi yönde fiyat hareketleri olacağını savunan bir diğer hipotez de düşük tepki anomalisidir. Piyasa katılımcılarının yeni bilgilere çoğu zaman olması gerekenden daha az tepki verdiğini ileri sürmektedir. Burada önemli olan husus; her iki hipotezde de piyasaya gelen yeni bilgilerin hisse senedi fiyatına/endekse derhal uyum sağlamaması ve yatırımcı önyargılarından kaynaklandığı düşünölen biçimde piyasalarda bir anomali ortaya çıkmasıdır. Davranışsal finans modelleri, yatırımcıların psikolojik, bilişsel ve duygusal faktörlerden etkilendiğini, hisse senedi fiyatlarının da bu faktörlere dayalı olarak değiştiğini savunmaktadır. Bu çerçeveden hareketle; Borsa İstanbul'un ve çeşitli ülke borsalarının yarı güçlü formda etkin olup olmadığı ve kamuyu aydınlatma kuruluşlarına yapılan bildirimlerin şirketlerin hisse senedi getirilerini etkileyip etkilemeyeceği hem araştırmacılar hem de yatırımcılar için oldukça çekici sorular olarak karşımıza çıkmaktadır. Yarı güçlü formda etkin bir piyasada, hisse senedi fiyatlarının yeni bir habere anında tepki vermesi beklenmektedir. Bu tip piyasada, haberler/bildirimler kamuya açıklandıktan sonra hiçbir piyasa katılımcısı bu

haberi/bildirimi kullanarak anormal/aşırı getiri elde edemeyecektir. Aşırı tepki ve düşük tepki anomalileri, tepki diğer anomalilerde olduğu gibi piyasa etkinliğinin olası ihlallerine örnek teşkil etmektedir. Yatırımcıların uzun vadede olumsuz bildirimde bulunan şirketlerin hisse senetlerini satın alarak ve olumlu bildirimde bulunan şirketlerin hisse senetlerini elden çıkararak (zıtlık stratejisi) ya da kısa vadede sırasıyla geçmişte olumlu bildirimliyi satın alarak ve olumsuz bildirimliyi satarak (momentum stratejisi) piyasayı yenebilecekleri ihtimalleri anlamına gelmektedir.

Bireysel yatırımcılar, kolaylıkla ulaşabildiği bilgilere söylentiler ya da şüpheli bilgilerden daha az önem verebilmektedirler. Diğer bildirimlerin analiz sonuçlarına bakıldığında, kamuya açıklanan bilgilere kolaylıkla ulaşabilen yatırımcıların, bu bilgilere herkes ulaşıyor diye (hiç rasyonel değil), yatırım yapmayı düşündükleri şirketlerin finansal tablolarında yer alan işlenmemiş ham verilere dâhi, bir söylentiden daha az önem verdiklerini göstermektedir. Araştırmalar, yatırımcıların “haberlere/bildirimlere” aşırı tepki göstermesinin kısa vadede olma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Beklenmedik kötü haberlerin ardından hisse senetlerinde, kısa vadede getiri düşüşü ve ardından ortalamanın üzerinde getiri görülmüştür. De Bondt ve Thaler’in aşırı tepki anomalisi ile ilgili öncü çalışmaları yatırımcıların tecrübesizliklerinden dolayı yeni haberlere eski haberlerden daha fazla önem verdiklerini ileri sürmektedir. Ardından geliştirdikleri diğer çalışmalarla sadece tecrübesiz yatırımcıların değil, sofistike olarak nitelendirilen yatırımcıların da karar alırken yeni (en son) haberlere/bilgilere eski haberlerden/bilgilerden daha çok ağırlık verdiklerini ifade etmişlerdir. Howe (1986), kötü haber hisselerinin kısa vadede (çoğunlukla ilk haftada) genel piyasa ortalamalarından daha iyi performans gösterdiğini ortaya çıkarmıştır. Benzer nitelikteki başka bir çalışmada Brown ve Harlow (1988), yatırımcıların olumlu ve olumsuz haberlere tepkisini test ederek olumlu haberler için EPH’yi, olumsuz haberler için aşırı tepki hipotezini destekleyen sonuçlara ulaşımlardır.

Finansın yeni araçlara ve yeni modellere ihtiyacı net biçimde ortadayken, standart finansın piyasa yenilmez argümanının eskisi kadar kabul görmemesine şaşırılmak gerekir. Gözlemlenen anomalilerin uzun vadede ortadan kaybolduğunu ve piyasaların kendi kendini düzelttiğini savunan standart finansçılar, anomalilerin EPH’nin geçerliliğini ortadan kaldırmadığını ileri sürmektedir. Buna karşın bir kısmı bu çalışmada da ortaya konan birçok piyasa anomalisi, çeşitli borsalarda tekrar eden ve kısa sürede ortadan kaybolmayan biçimde EPH’nin etkinlik formlarının geçerli olmadığını gösteren ciddi kanıtlar olarak durmaktadır. Aşırı tepki anomalisinin büyük oranda yatırımcı önyargılarından (temsillik, muhafazakârlık ve aşırı güven), yatırımcıların kayıplarını azaltma çabalarından, piyasaların etkin olmamasından ve son olarak piyasadaki az sayıdaki ve tutardaki işlemlerin büyük fiyat hareketlerine neden olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Literatürdeki bulgular genel çerçevede değerlendirildiğinde, piyasanın olumlu ve olumsuz içeriklerine göre sınıflandırılarak seçilen özel durum açıklamalarının tümüne bildirim öncesinde, bildirim anında ya da bildirim sonrasında değişen süreler göstermekle birlikte anlamlı tepkiler verdiği görülmektedir. Dolayısıyla yatırımcıların elde ettikleri yeni bilgilere normal üzeri tepki verdikleri tespit edilmiştir. Bu genel bulgu başlı başına EPH’nin yarı güçlü formda etkin formunu derinden sarsmaktadır. Ayrıca hisse senetlerinin çeşitli olumsuz bildirimlere/habere negatif anormal tepki verdiğini ölçen çalışmalara rastlanıldığı gibi, pozitif anormal tepkilere ya da tepkisizlik tespit eden çalışmalara da rastlanılmaktadır. Ortaya çıkış nedenlerine ilişkin yorumlamalar kısmi farklılıklar barındırır; bu konudaki kanı piyasaların en azından yarı güçlü formda etkin olmadığı yönündedir.

İnsanı ve psikolojisini dikkate almayan finans teorilerinin özellikle finansal piyasalarda ortaya çıkan önemli anormal olayları açıklayamadığı ve söz konusu olayları mevcut teorilerde ilişkilendirme konusunda yetersiz kalacağı ortadadır. Bu açıdan bakıldığında; anomalilere ilişkin kanıtlar, EPH’ye ve hisse senedi piyasalarının bilgi etkinliğine yönelik bir meydan okumayı temsil etmektedir. Yapılan araştırmalar, gelişmiş borsalar için bile bazı anomalilerin zaman içinde kalıcı olduğunu ve ekonomik önem taşıdığını göstermektedir. Özellikle son kırk yılda oluşan kapsamlı literatür göstermektedir ki; anomaliler tekrar etmekte ısrarcıdır ve çoğu türü uzun süre kalıcıdır. Ayrıca, geçerliliği defalarca kanıtlanmış olan farklı ekonometrik ve istatistikî modellerle aynı ya da benzer sonuçlar elde edilmektedir. Özetle, bu ve benzer içerikli çalışmalara ortaya konan anomalilerin tekrar eden yapısının piyasanın yenilmez değil zor olsa da yenilebilir olduğunu gösterdiğini, standart finans teorilerinin finansal karar almada oldukça iyi yapılandırılmış olmalarına rağmen borsalarda meydana gelen bu tip aksaklıkları açıklamada yetersiz kaldıkları, bununla birlikte bu tip normalden sapmaların varlığını kabul ve izah eden davranışsal finansın artık tüm dünyada ilgiyle takip edilen finansın bir yan dalı değil, bilakis finansın güncel ve gelecek literatürüne yön veren, standart teorileri ortadan kaldırmayı

amaçlamamakla birlikte onları psikolojik faktörleri dâhil ederek güçlendiren bir noktada olduğunu kabul etmek gerekmektedir.

Söz konusu kabul ile birlikte sonraki çalışmalar için araştırmacılara, çeşitli borsalardaki kamuyu aydınlatma kuruluşlarından seçilecek bildirim tiplerinin ve şirket haberlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin karşılaştırmalı olarak ortaya konulması, anomalilerin tekrar eden bir yapıya sahip olmadığını tespit edilmesi, olay çalışması gibi yöntemlerle testler gerçekleştirilerek bu kapsamda yatırımcı tepkilerinin analiz edilmesi ve davranışsal finans modelleri perspektifinde yorumlanması önerilmektedir. Davranışsal önyargıların ortaya konularak yatırımcıların farkındalık düzeylerinin artırılacağı ve tamamen olmasa da kısmen bilişsel ve duygusal önyargılarını azaltabilecekleri, bu sayede finansal piyasaların etkinlik düzeyinin artırılacağı çalışmanın sonuçlarından hareketle düşünülmektedir.

Yazar Katkı Oranı Beyanı

Çalışma yazarların eşit katkısı ile yazılmıştır.

Çatışma Beyanı

Çalışmada yazarlar arasında çıkar çatışması yoktur.

Destek Beyanı

Bu çalışma için herhangi bir kurumdan destek alınmamıştır.

KAYNAKÇA

- Abarbanell, J. ve Bushee, B. (1998). Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy. *The Accounting Review*, 73, 19–45.
- Aharony, J. ve Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Return: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 35 (1), 1–12.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 488–500.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayını, İstanbul.
- Altıntaş, M. B. (1989). *Sermaye Piyasalarında Kamunun Aydınlatılması ve Etkinlik Kurumu*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Altunöz, U. ve Altunöz, H. (2018). *Davranışsal Ekonomi (Nörofinans)*. 3. Baskı, Seçkin Yayınevi, Ankara.
- Arsoy, M. F. (2017). Hisse Geri Alım Programı Duyurularının Şirketlerin Piyasa Değerlerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 12 (2), 1–22.
- Ataman, Ü., Hacıüstemoğlu, R. ve Bozkurt, N. (2001). *Muhasebe Denetimi Uygulamaları*. Alfa Yayınları, İstanbul.
- Atan, S. ve Çınar, Y. (2019). Borsa İstanbul’da Finansal Haberler ile Piyasa Değeri İlişkisinin Metin Madenciliği ve Duygu (Sentiment) Analizi ile İncelenmesi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 74 (1), 1–34.
- Aygören, H. ve Uyar, S. (2006). Türkiye’de Denetim Görüşleri ve Denetim Görüşlerinin Yatırımcı Kararlarına Etkisi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi (MÖDAV)*, 8 (4), 129–146.
- Babacan, B. ve Özer, G. (2013). Şirketlerin Gönüllü Açıklamalarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkileri. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 20 (2), 91–104.
- Ball, R. ve Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6 (2), 159–178.
- Barak, O. (2006). *Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri-İMKB’de Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Barak, O. (2008). İMKB’de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Model Kapsamında Değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10 (1), 207–229.
- Barberis, N., Shleifer, A. ve Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307–343.
- Barberis, N. ve Thaler, R. H. (2002). *A Survey of Behavioral Finance*. NBER Working Paper Series, Cambridge, MA.
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcement. *Journal of Accounting Research*, 6 (Supplement), 67–92.
- Bernard, V. ve Thomas, J. (1989). Post Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? *Journal of Accounting Research*, 27, 1–36.
- Bikas, E., Jureviciene, D., Dubinskas, P. ve Novickyte, L. (2013). Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends. *Procedia - Social and Behavioral Science*, 82, 870–876.
- Bloomfield, R., Libby, R. ve Nelson, M. W. (2000). Underreactions, Overreactions and Moderated Confidence. *Journal of Financial Markets*, 3, 113–137.
- Bollen, J., Mao, H. ve Zeng, X. (2011). Twitter Mood Predicts the Stock Market. *Journal of Computational Science*, 2 (1), 1–8.
- Bordino, I., Battiston, S., Caldarelli, G., Cristelli, M., Ukkonen, A. ve Weber, I. (2012). Web Search Queries Can Predict Stock Market Volumes. *PLoS ONE*, 7 (7), 1–17.
- Boubaker, S., Farag, H. ve Nguyen, D. K. (2015). Short-term Overreaction to Specific Events: Evidence from an Emerging Market. *Research in International Business and Finance*, 35, 153–165.

- Boussaidi, R. ve Dridi, G. (2020). The Momentum Effect in the Tunisian Stock Market: Risk Hypothesis vs. Underreaction Hypothesis. *Borsa Istanbul Review*, 20 (2), 1–33.
- Bozkurt, İ., Öksüz, S. ve Karakuş, R. (2015). Finansal Tablo İlanlarının Hisse Getirileri Üzerindeki Etkisi: BİST’de Ampirik Bir Uygulama. *Maliye Finans Yazıları*, 103, 113–140.
- Brown, K. C. ve Harlow, W. V. (1988). Market Overreaction: Magnitude and Intensity. *The Journal of Portfolio Management*, 14 (2), 6–13.
- Brown, K. C., Harlow, W. V. ve Tinic, S. M. (1988). Risk Aversion, Uncertain Information, and Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 22 (2), 355–385.
- Burton, E. T. ve Shah, S. N. (2012). *Behavioral Finance-Understanding the Social, Cognitive, and Economic Debates*. John Wiley & Sons, Inc.
- Bushee, B. J. ve Noe, C. F. (2000). Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility. *Journal of Accounting Research*, 38, 171–202.
- Bushman, R. M. ve Smith, A. J. (2001). Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1–3), 237–333.
- Butler, M., Kraft, A. ve Weiss, I. S. (2007). The Effect of Reporting Frequency on the Timeliness of Earnings: The Cases of Voluntary and Mandatory Interim Reports. *Journal of Accounting and Economics*, 43 (2–3), 181–217.
- Çağırın, F. K. (2019). *Gönüllü Kamuyu Aydınlatma ile Bilgi Asimetrisi İlişkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ondokuz Mayıs Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Samsun.
- Canbaloglu, A. N. (2011). *Finans Sektöründe Kamunun Aydınlatılması ve Türkiye Uygulaması*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Caporale, G. M., Gil-Alana, L. ve Plastun, A. (2018). Short-Term Price Overreactions: Identification, Testing, Exploitation. *Computational Economics*, 51 (4), 913–940.
- Çelik, O. (2007). *İşletmelerde Muhasebe Bilgisi ve Şirket Demokrasisi*. Siyasal Kitabevi, Ankara.
- Chan, W. S. (2003). Stock Price Reaction to News and No-News: Drift and Reversal After Headlines. *Journal of Financial Economics*, 70 (2), 223–260.
- Çömlekçi, İ. ve Özer, A. (2018). Behavioral Finance Models, Anomalies, and Factors Affecting Investor Psychology. İçinde H. Dinçer, Ü. Hacıoğlu ve S. Yüksel (Ed.), *Global Approaches in Financial Economics, Banking, and Finance* (ss. 309–330). Springer International Publishing.
- Çörtük, O. ve Erten, M. (2016). Türkiye’de Kamuyu Aydınlatmanın Sermaye Piyasasına Etkisi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 45 (1), 65–77.
- Coşkun, M. (2018). Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma. İçinde A. V. Akgiray ve F. Temizel (Ed.), *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar* (Yayın No: ss. 131–156). Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Dabbağoğlu, K. ve Can, G. (2018). *Bağımsız Denetim*. Eğitim Yayınevi, Konya.
- Daniel, K. D., Hirshleifer, D. ve Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *The Journal of Finance*, 43 (6), 1839–1885.
- Das, V. S. ve Krishnakumar, K. (2016). Overreaction and Underreaction in Indian Stock Market: Comparison Based on Analysis Considering Two Different Sets of Stocks - Short Term and Long Term Perspective. *International Journal of Industrial Engineering Research and Development*, 7 (2), 63–74.
- De Bondt, W. F. M. ve Thaler, R. H. (1987). Further Evidence On Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. *The Journal of Finance*, 42 (3), 557–581.
- De Bondt, W. F. M. ve Thaler, R. H. (1990). Do Security Analysts Overreact? *The American Economic Review*, 80 (2), 52–57.
- De Bondt, W., Muradoğlu, G., Shefrin, H. ve Staikouras, S. K. (2008). Behavioral Finance: Quo Vadis?. *Journal of Applied Finance, Fall/Winter*, 1–15.
- Dey, M. K. ve Radhakrishna (Radha), B. (2007). Who Trades Around Earnings Announcements? Evidence from TORQ Data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34 (1–2), 269–291.
- Dizdarlar, H. I. ve Can, R. (2017). Aşırı Tepki Hipotezinin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Araştırma. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 16. ÜİK Özel Sayısı, 815–832.
- Doğan, M. ve Faikoğlu, S. (2016). *Davranışsal Finans ve Finansal Okuryazarlık*. Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa.
- Dreman, D. N. ve Berry, M. A. (1995). Overreaction, Underreaction and the Low-P/E Effect. *Financial Analysts Journal*, 51 (4), 21–30.
- Duman, H. (2011). Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB’de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 50, 95–132.
- Durukan, B. ve Özkan, S. (2003). Finansal bilgi sunumunda bir araç olarak internet kullanımı: İMKB’de işlem gören şirketlerin web siteleri üzerine bir araştırma. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 17 (1–2), 135–153.
- Eccles, R. G. ve Fletcher, J. K. (1999). *Value and Reporting in the Banking Industry*. PricewaterhouseCoopers (PWC).
- Eccles, R. G. ve Serafeim, G. (2014). Corporate and Integrated Reporting: A Functional Perspective. *SSRN Electronic Journal*, 31 January, 1–21.
- Efecik, G. (2006). *Firma Değeri ve Kamuyu Aydınlatma İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Elbir, G. ve Kandır, S. Y. (2017). Yatırım Duyurularının Pay Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi: Demir-Çelik Sektörü Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 9 (1), 16–32.
- Erdem, M. S. (2006). *Getiri Öngörülebilirliği Kapsamında Aşırı Tepki Verme Hipotezinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Test Edilmesi*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat.
- Erdoğan, M. ve Elmas, B. (2010). Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 14 (2), 1–22.
- Eroğlu, C. A. (2003). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Kamunun Aydınlatılması*. SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.

- Ertan, A., Karolyi, S., Kelly, P. ve Stoumbos, R. (2015). *Pre earnings Announcement Over-extrapolation*. (Working Paper). https://mendoza.nd.edu/wp-content/uploads/2019/01/2016_spring_finance_seminar_series_peter_kelly_paper_updated_3_22_2016.pdf
- Esüntimur, Y. (2016). *Türkiye’de Kamuyu Aydınlatma ve Yatırımcıyı Korumada Bağımsız Denetimin Rolü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Eyüboğlu, K. (2014). *Halka Açık Bilgilerin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST-30 Şirketleri Örneği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25 (2), 383–417.
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46 (5), 1575–1617.
- Fama, E. F. (1998). Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, 49, 283–306.
- Fishman, M. J. ve Hagerty, K. M. (1997). Mandatory versus. Voluntary Disclosure in Markets with Informed and Uninformed Customers. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 19 (1), 45–63.
- Gallea, A. M. ve Patalon, W. I. (2020). *Karşıt Yatırım-Zor Dönemlerde Yatırım Stratejileri*. (A. Perşembe (çev.)). Scala Yayıncılık, İstanbul.
- Grossman, S. J. ve Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 70 (3), 393–408.
- Güngör, S. ve Demirel, E. (2018). *Davranışsal Finasta Yatırımcı Önyargıları*. Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.
- Healy, P. M., Hutton, A. P. ve Palepu, K. G. (1999). Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16 (3), 485–520.
- Hirshleifer, D. A., Myers, J. N., Myers, L. A. ve Teoh, S. H. (2008). Do Individual Investors Cause Post-Earnings Announcement Drift? Direct Evidence from Personal Trades. *The Accounting Review*, 83 (6), 1521–1550.
- Hong, H. ve Stein, J. (1999). A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets. *Journal of Finance*, 54 (6), 2143–2184.
- Howe, J. S. (1986). Evidence on Stock Market Overreaction. *Financial Analysts Journal*, 42 (4), 74–77.
- İhtiyar, M. (2006). *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*. Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J. ve Vermaelen, T. (1995). Market Underreaction to Open Market Share Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39, 181–208.
- Joseph, K., Babajide Wintoki, M. ve Zhang, Z. (2011). Forecasting Abnormal Stock Returns and Trading Volume Using Investor Sentiment: Evidence from Online Search. *International Journal of Forecasting*, 27 (4), 1116–1127.
- Kaderli, Y. ve Başkaya, H. (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.
- Kaderli, Y. ve Başkaya, H. (2016). Halka Açık Firmalarda Sermaye Arttırımı Duyurularının Hisse Senedi Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, 2 (1), 28–42.
- Kaderli, Y. ve Demir, S. (2009). Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi. *Mali Çözüm Dergisi*, 91, 45–65.
- Kaderli, Y., Doğaner, M. ve Başkaya, H. (2017). Borsa İstanbul’da İşlem Gören Firmaların Yeni İş İlişkisi Duyurularının Hisse Senetleri Getirileri Üzerindeki Kısa Vadeli Etkisinin Olay Etüdü ile İncelenmesi. *TURAN-SAM Uluslararası Bilimsel Hakemli Dergisi*, 9 (33), 429–435.
- Kaldırım, Y. (2016). *Hisse Senedi Piyasalarındaki Anomaliler: BIST 100 Endeksine Yönelik Araştırma*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Kandel, E. ve Pearson, N. D. (1995). Differential Interpretation of Public Signals and Trade in Speculative Markets. *Journal of Political Economy*, 103 (4), 831–872.
- Kapoor, S. ve Prosd, J. M. (2017). Behavioural Finance: A Review. *Procedia Computer Science*, 122, 50–54.
- Kara, S. (2015). Denetim Görüşlerinin Hisse Senedi Anormal Getirileri Üzerine Etkisinin 2009-2014 Yılları Bazında Ölçülmesi. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 8 (2), 137–152.
- Karan, M. B. (2013). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. 4. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Karime, S. ve Sayılır, Ö. (2019). Political News and Stock Market Reactions: Evidence from Turkey over the Period 2008–2017. *International Journal of Management and Economics*, 55 (2), 83–98.
- Karkacıer, A. (2016). *Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Kararlarına Bağımsız Denetimin Etkisi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat.
- Kaya, A. (2001). *Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı*. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara.
- Keskin, M. (2018). *Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Koç Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Ketcher, D. N. ve Jordan, B. D. (1994). Short-Term Price Reversals Following Major Price Innovations: Additional Evidence on Market Overreaction. *Journal of Economics and Business*, 46 (4), 307–323.
- Kevser, M. ve Doğan, M. (2020). Analysis of the Relationship Between the Announcements of Dividend Payout Decisions of Football Clubs and the Returns of Shares Using the Event Analysis Method. *Pressacademia*, 12 (1), 31–34.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J. ve Warfield, T. D. (2011). *Intermediate Accounting: IFRS Edition*. John Wiley & Sons, Inc.
- Kılıç, S. (2019). Geleceğe Yönelik Değerlendirmelere İlişkin Özel Durum Açıklamalarının Pay Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Örneği. *Business and Economics Research Journal*, 10 (4), 833–844.
- Kıyılar, M. (1997). *Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB’de İrdelenmesi-Test Edilmesi*. Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara.
- Kothari, S. P., Lewellen, J. ve Warner, J. B. (2006). Stock Returns, Aggregate Earnings Surprises, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, 79 (3), 537–568.
- Kothari, S. P. ve Warner, J. B. (1997). Measuring Long-Horizon Security Price Performance. *Journal of Financial Economics*, 43, 301–339.
- Kübilay, B. (2015). *Yatırımcı Psikoloji Açısından Yatırımcı Önyargıları, Finansal Risk Toleransı ve Finansal Kişilik: Bireysel*

- Yatırımcılar Üzerine Bir Alan Araştırması*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla.
- Küçükşille, E. ve Mizrahi, R. (2015). Bedelsiz Sermaye Artırımı Duyurularının Şirketlerin Piyasa Değerlerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 35, 129–149.
- Kuriakose, F. (2017). Behavioural Finance: Beginnings and Applications. *SSRN Electronic Journal*, May 2, 1–30.
- Lamont, O. ve Frazzini, A. (2007). *The Earnings Announcement Premium and Trading Volume*. Working Paper 13090, <http://www.nber.org/papers/w13090>.
- Larson, S. J. (1998). *Announcement-Specific Stock Market and Currency Market Overreaction and Under-reaction*. Doctor of Philosophy, Florida Atlantic University.
- Latoeiro, P., Ramos, S. B. ve Veiga, H. (2013). *Predictability of Stock Market Activity using Google Search Queries*. Statistics and Econometrics Series 05, Working Paper 13-06.
- Lee, C. M. (1992). Earnings News and Small Traders. *Journal of Accounting and Economics*, 15 (2–3), 265–302.
- Lee, I., Park, Y. J. ve Pearson, N. D. (2020). Repurchases After Being Well Known as Good News. *Journal of Corporate Finance*, 62, 1–59.
- Lev, B. (1992). Information Disclosure Strategy. *California Management Review*, 34 (4), 9–32.
- Lie, E. (2005). Operating Performance Following Open Market Share Repurchase Announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (3), 411–436.
- Ma, J., Pagan, J. A. ve Chu, Y. (2009). Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets. *International Journal of Business*, 14 (3), 235–250.
- Mandacı, P. E. (2004). Şirketlerin Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri. *İktisat, İşletme ve Finans*, 19 (225), 118–124.
- Mazumdar, S. C. ve Sengupta, P. (2005). Disclosure and the Loan Spread on Private Debt. *Financial Analysts Journal*, 61 (3), 83–95.
- Nguyen, C. P., Schinckus, C. ve Hong Nguyen, T. V. (2019). Google Search and Stock Returns in Emerging Markets. *Borsa İstanbul Review*, 19 (4), 288–296.
- Önder, Ş. (2006). *Türkiye’de Gönüllü Kamuyu Aydınlatma: İMKB’de Yer Alan İşletmeler Üzerine Bir Araştırma*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kütahya.
- Özdemir, F. S. (2013). Finansal Bilginin Kapsamı ve Finansal Bilgi Türlerinin Sınıflandırılmasına Yönelik Bir Öneri. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 15 (4), 155–175.
- Özer, N. (1997). *Muhasebe Bilgileri ve Kamuyu Aydınlatma*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Peress, J. (2011). *The Media and the Diffusion of Information in Financial Markets: Evidence from Newspaper Strikes*. No. 2012/36/FIN.; Faculty & Research.
- Peterson, R. L. (2002). “Buy on the Rumor:” Anticipatory Affect and Investor Behavior. *Journal of Psychology and Financial Markets*, 3 (4), 218–226.
- Pompian, M. M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management*. John Wiley & Sons, Inc.
- Ricciardi, V. ve Simon, H. K. (2000). What is Behavioral Finance?. *Business, Education and Technology Journal*, Fall, 1–9.
- Sakarya, Ş., Çalış, N. ve Kayacan, M. A. (2018). Temettü Ödeme Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama. *Sakarya İktisat Dergisi*, 7 (2), 92–106.
- Schaub, M., Lee, B. S. ve Chun, S. E. (2008). Overreaction and Seasonality in Asian Stock Indices: Evidence from Korea, Hong Kong and Japan. *Research in Finance*, 24, 1–39.
- Schnusenberg, O. ve Madura, J. (2001). Do U.S. Stock Market Indexes Over- or Underreact?. *Journal of Financial Research*, 24 (2), 179–204.
- Shefrin, H. (2005). *A Behavioral Approach to Asset Pricing*. Academic Press.
- Siddiqui, S. ve Singh, S. (2009). Behavior Influence on Stock Market Investments: A Survey. *The Journal of Management Awareness*, 12 (2), 95–104.
- Şimşek, H. ve Yıldırım, D. (2020). İyi ve Kötü Kazanç İlanlarına Karşı Piyasanın Tepkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 22 (2), 276–295.
- Smith, R. B. (2021). *Role of Disclosure in Corporate Governance*. US SEC Commision. <https://traccc.schar.gmu.edu/wp-content/uploads/2020/09/borgia01.pdf>
- Statman, M. (1999). Foreign Stocks in Behavioral Portfolios. *Financial Analysts Journal*, March/April, 12–16.
- Stephen, M. ve Shin, H. S. (2002). Social Value of Public Information. *The American Economic Review*, 92 (5), 1521–1534.
- Stiglitz, J. E. (2002). Information and the change in the paradigm in economics. *The American Economic Review*, 92 (3), 460–501.
- Suleman, M. T. (2012). Stock Market Reaction to Good and Bad Political News. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 4 (1), 299–312.
- Suwanna, T. (2012). Impacts of Dividend Announcement on Stock Return. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, 721–725.
- Taliyev, R. (2011). *Kamuyu Aydınlatma ve Firma Değeri; Rusya Menkul Kıymetler Borsası’nda Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Thaler, R. H. (1987). Anomalies The January Effect. *Economic Perspectives*, 1 (1), 197–201.
- Thaler, R. H. (2005). *Advances in Behavioral Finance - Volume II*. Princeton University Press.
- Tufan, E. (2008). *Davranışsal Finans - Finansal Kararları Yönlendiren Sosyal Psikolojik Anomalilerin Davranışsal Finans Bağlamında İncelenmesi ve İMKB Açısından Değerlendirilmesi*. İmaj Yayınevi, Ankara.
- Ülkü, N. (2001). Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı. *İMKB Dergisi*, 5 (17), 101–132.
- Ünsal, E. (2005). *Mikro İktisat*. İmaj Yayıncılık, Ankara.
- Wang, J. (1994). A Model of Competitive Stock Trading Volume. *Journal of Political Economy*, 102 (1), 127–168.

-
- Yang, C. ve Wu, H. (2019). Investor Sentiment with Information Shock in the Stock Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1–15.
- Yaylaönu, U. (2004). *Kamunun Aydınlatılmasında ve Hisse Senedi Değerlemesinde Nakit Akım Tabloları*. SPK Yeterlilik Etüdü, SPK Yayınları, Ankara.
- Zhang, H. (2002). Share Repurchases Under The Commercial Law 212-2 in Japan: Market Reaction And Actual Implementation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10, 287–305.