



Türkiye’de Kamuyu Aydınlatmanın Sermaye Piyasasına Etkisi

Orcan Çörtük[★]¹, Mustafa Erten^{★★}¹

¹ (Merkezi Kayıt Kuruluşu)

ARTICLE INFO

Yayın Bilgisi

Received/Başvuru
16/12/2015

Accepted/Kabul
24/04/2016

Anahtar Sözcükler:
Kamuyu aydınlatma
Şeffaflık
Hisse getiri oynaklığı
Sermaye piyasaları
Asimetrik bilgi

Keywords:
Public disclosure
Transparency
Stock volatility
Capital markets
Asymmetric information

ÖZ

Sermaye piyasalarının sorunsuz işleyebilmesi ve kendisinden beklenenleri verebilmesi için, etkin çalışan bir kamuyu aydınlatma sisteminin varlığı oldukça önemlidir. İhraççılar, yatırımcılar ve diğer tüm taraflar arasında bilgi aktarımını sağlayan bu sistemlerin gelişmesi ile piyasalarda var olan asimetrik bilgi sorunu minimize edilecektir. Böylelikle, hem yatırımcıların ve tüm ilgili tarafların hakları korunacak hem de sisteme dahil olan atıl fonlar verimli bir şekilde kullanılarak ülke ekonomisinin gelişmesine daha fazla katkı sağlanabilecektir. Bu çalışmada, Türkiye’de kamuyu aydınlatma sistemi ve şeffaflık alanlarında yaşanan gelişmeler incelenmiş olup, bu gelişmelerin sermaye piyasalarına katkıları irdelenmiştir. Buna göre kamuyu aydınlatma platformunun faaliyete geçmesi ile birlikte pay senedi piyasasında görülen getiri oynaklıkları azalmıştır.

The Efficiency of Public Disclosure for Capital Markets in Turkey

ABSTRACT

It is crucial to have an efficiently working public disclosure mechanism for capital markets in order to effectively operate. This is mainly because these systems help to minimize the problem of asymmetric information by providing robust information flow between issuers, investors and all other related parties. In this regard, not only the rights of investors and other related parties will be better protected but also inactive funds will be used more efficiently in the economy. In this study, the Turkey’s public disclosure system and the recent developments with regard to transparency are analyzed along with their contributions to the Turkish capital markets. Accordingly, since the public disclosure platform became operational, the volatility of the equity market returns has shrunk.

★ orcan.cortuk@mkk.com.tr (Orcan Çörtük)

★★ mustafa.erten@mkk.com.tr (M. Erten)

1. Giriş

Günümüzde ekonomiler için sermaye piyasaları, sermaye piyasaları için de anlık ve doğru bilginin önemi her geçen gün artmaktadır. Sermaye piyasalarının etkin bir şekilde çalışabilmesi için fon arz edenlerle fon talep edenler arasında bilgi alış verişinin tam ve kusursuz olması gerekmektedir.

Tam rekabet piyasasının oluşumundaki gereklilikler arasında en önemlilerinden biri de kuşkusuz tam bilgi koşuludur. Piyasada olup bitenlerin tam, tarafsız, anlaşılır, doğru, yatırımcıları yanıltmadan, zamanında, tasarruf sahipleri, ortaklar ve tüm taraflara eş zamanlı duyurularak sağlıklı fiyat oluşumunun sağlanması gerekmektedir. Bu gereklilik politika karar mercilerini etkin ve güvenilir bir şekilde işleyen, kamuyu aydınlatma sistemlerine itmektedir. Ayrıca sermaye piyasası aktörlerinden olan yatırımcıların, tasarruf sahiplerinin kararlarını etkileyebilecek bilgileri eş zamanlı olarak kamuyu aydınlatmaları ile oluşacak güven ortamında, kullanılmayan fonların maksimum düzeyde ekonomik sisteme girişi ile büyümeye katkı sağlayacaktır.

Günümüzde teknolojik gelişmeler sayesinde hemen her alanda internetin kullanılması artan bir hızda devam etmektedir. Bu durum sermaye piyasalarını da önemli ölçüde etkilemektedir. İnternet tabanlı sistemlerin gelişmesiyle, yatırımcıların uluslar arası portföy çeşitlendirmesine gitmek amacıyla küresel düzeyde yatırım yapabilmeleri, şirketlerin de yine küresel düzeyde fon talep etmeleri ve bu sayede sermaye ihtiyaçlarının daha düşük maliyetlerle karşılamaları kolaylaşmıştır. Bu gelişmeler şirketlerle ilgili doğru, güvenilir ve anlık ulaşılabilen bilgiye olan ihtiyacı arttırmaktadır. Bu kapsamda şirketlerle ilgili nitelikli bilginin hızlı ve doğru bir şekilde, eş zamanlı olarak geniş kitlelere iletilmesinde ve günümüz sermaye piyasalarının ihtiyaçları doğrultusunda kamuyu aydınlatma fonksiyonunun yerine getirilmesinde internet tabanlı teknolojiler yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Bu sayede tüm sermaye piyasası aktörleri açısından bilgiye ulaşım düşük maliyetlerle, hızlı ve kolay bir şekilde gerçekleşebilmektedir (Yüksel, 2011).

Bugün birçok ülkede, halka açık şirketlerin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri; düzenleyici otoriteler, borsalar veya özel kuruluşlar tarafından işletilen internet tabanlı elektronik kamuyu aydınlatma sistemleri vasıtasıyla yerine getirilmektedir. Söz konusu sistemler, elektronik arşiv işlevi de görerek şirketlerle ilgili geçmiş bilgilere istenildiği an ulaşma imkânı da sunmaktadır. Ayrıca bu sistemler, kullanıcılara çeşitli sorgulama olanakları sunarak, belirli şirketlerle veya konularla ilgili spesifik bilgileri edinmeyi de kolaylaştırmaktadır. Elektronik kamuyu aydınlatma sistemleri aracılığıyla şirket bilgileri mekân sınırlaması olmaksızın geniş bir yatırımcı ve ilgili kitlesine daha

nitelikli bir biçimde ve zamanında sunulabilmektedir. Yerine getirdikleri bu tip işlevler sayesinde bu sistemler, sermaye piyasalarında bilgi asimetrisinin azaltılmasına yardımcı olarak piyasaların etkin işleyişine katkıda bulunmaktadır (Yüksel, 2011).

Çalışma kapsamında ülkemizdeki kamuyu aydınlatma sistemi ve bu sistemin BIST-100 endeksinin getiri oynaklığına olan etkisi incelenmiştir. Bu bağlamda ilk bölümde literatüre yer verilirken, ikinci bölümde şeffaflık ile kamuyu aydınlatma kavramları ve üçüncü bölümde ise Türkiye'deki Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) hakkında bilgi verilmektedir. Dördüncü bölüm, çalışmada kullanılan verileri ve çalışmada uygulanan analiz metodolojisini açıklamakta, Beşinci bölüm ise çalışmanın sonuçlarını ortaya koymaktadır.

2. Literatür

Etkin piyasa hipotezine göre yatırımcının asıl amacı; sahip olduğu zenginliği en üst seviyeye çekmektir. Bu amaca ulaşmak için yatırımcı risk ve getiri temeline dayalı seçimler yapar. Piyasada bilgi serbestçe hareket edebilir ve tüm rasyonel bireyler tarafından kolayca ulaşılabılır olduğundan tüm yatırımcıların risk ve getiri beklentileri aynı olduğu varsayılmaktadır (Russel, Thaler, 1987).

Literatürde etkin piyasa hipotezi bilginin fiyatlara yansımaya düzeyine göre 3 formda gerçekleşir:

- Zayıf form piyasa etkinliğinde hisse senedi fiyatları rastsal yürüyüş izlemektedir ve fiyatlarda herhangi bir bilgi nedeniyle meydana gelen değişme aynı anda direkt piyasalara yansımaktadır. Yatırımcıların işlem stratejilerini hisse senedinin geçmiş getirilerine bakarak gelecekteki getirisini tahmin yoluyla belirlemeleri piyasada ortalama getirinin üzerinde getiri sağlamalarını mümkün kılmayacaktır (Fama, 1965).
- Yarı güçlü form piyasa etkinliğinde kamuya duyurulmuş tüm bilgilerin fiyatlara yansıdığı kabul edilir. Ancak, kanunlara aykırı olarak henüz kamuya açıklanmamış bilgilerin kullanılması ile ortalama piyasa getirisi üzerinde bir getiri elde etme imkanı vardır (Fama, 1970).
- Güçlü form piyasa etkinliğinde ise bilgi tüm paydaşlara eş anlı olarak iletilir. Ayrıca fiyatlamaya yapılırken makro ve mikro tüm bilgiler hesaplama katılmaktadır. Dolayısıyla, güçlü formdaki etkin piyasalarda teknik ve temel analizler yapılarak ortalama getiri üzerinde bir getiri elde etme olasılığı yoktur(Fama, 1970).

Bir piyasada bilgi asimetrisi varsa, o piyasada arz ve talep birbirleriyle uyumlu değildir. Eksik bilgiye sahip olan taraf, yapacağı işlemle ilgili olarak karşı tarafın sahip olduğu bilgiye sahip olmadığı için ortaya piyasa denge fiyatından farklı bir fiyat çıkması söz konusudur. Akerlof, otomobil piyasasında verdiği örnekle asimetrik bilginin finansal piyasaların işleyişini nasıl etkilediğini meşhur makalesi “The Market for ‘Lemons’: Quality, Uncertainty, and the Market Mechanism”de anlatmıştır.

Akerlof’a göre piyasada iyi ve kötü otomobiller bulunmaktadır ve alıcılar otomobilin iyi veya kötü olduğunu bilmeden satın alırlar. Alıcılar, otomobili kullanmaya başladıktan bir süre sonra hakkında daha fazla bilgiye sahip olurlar ve almış oldukları otomobilin kötü olduğuna karar verebilirler. Alıcıların bu son kararı satın alma işlemi esnasında verdikleri karardan otomobil hakkında daha fazla bilgiye sahip oldukları için daha doğru olacaktır. Alıcıların işlemin başında arabanın iyi veya kötü olduğunu bilememeleri nedeni ile piyasada bilgi asimetrisi oluşmuştur. Bu yüzden alıcıların otomobil için yapacakları ödeme ortalama kalitede olan bir otomobilin fiyatını geçmeyecektir (Akerlof, 1970).

Akerlof’un vermiş olduğu örnekten de anlaşılacağı üzere, kötü araca sahip olan satıcı aracını ortalama kalitede bir araç fiyatından satmaya razı olacaktır. Fakat iyi kalitede araç sahipleri piyasada oluşan asimetrik bilgi sebebi ile denge fiyatının ortalama kalitedeki araç fiyatına eşit olması dolayısıyla araçlarını satmaktan vazgeçerek piyasadaki çekileceklerdir. Bu durum piyasaların etkin işleyişinin önünde bir engel teşkil etmektedir.

Nitekim, Sermaye piyasalarının etkin çalışabilmesinin önemli koşullarından birisi, sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek tüm bilgiye herkesin zamanında ve eksiksiz sahip olmasıdır. Bilgi asimetrisinin varlığı halinde finansal piyasalardaki tam rekabet koşulları bozulmakta, fonlar, tasarruflar ve yatırımcılar arasında etkin bir şekilde transfer edilememektedir (Yüksel, 2011). Bu durum finansal krizlerin sebeplerinden birisi olarak da literatürde yer almaktadır. Buna göre, finansal kriz finansal piyasalardaki bilgi akışının bozulmasıyla piyasaların görevlerini yapamadığı bir durum olarak tanımlanmakta ve bu durumun fonların en verimli yatırım fırsatlarına etkin bir şekilde kanalize edilememesine neden olmaktadır. Yatırımlar azalırken ekonomi de daralır (Mishkin, 1994; Şen, 2015).

Diğer taraftan bilginin piyasaya ulaşması kapsamında literatür farklılaşmakta ve etkin piyasa hipotezi ile de gelişmektedir. Literatürde hisse senedi işlemlerinde meydana gelen değişimleri yeni gelen bilgiye göre ele alan iki hipotez bulunmaktadır. Bunlar, “sıralı bilgi varışı hipotezi” ve “dağılımların karması hipotezi”dir. Copeland (1976, 1977) tarafından geliştirilen sıralı bilgi

varışı hipotezi’ne göre yatırımcılar yeni bilgiyi sıralı ve rastsal bir şekilde alırlar. Başlangıç pozisyonundaki bir denge noktasında, piyasaya gelen bilgiye göre yatırımcılar beklentilerini yenileyeceklerdir. Ancak, yatırımcılar sinyali eşanlı olarak alamayacaklardır. Farklı yatırımcıların bilgiye tepkisi tam olmayan dengeler serisinin bir parçasıdır. Tüm yatırımcılar bilgiye ilişkin işlemlerini tamamladığında nihai denge oluşacaktır. Sıralı bilgi varışı hipotezi getiri ve volatilitenin gecikmeli etkilerinin veya işlem hacminin gecikmeli etkisinin işlem hacmi üzerinde etkisi olacağını belirtmektedir. Bu durumda gecikmenin olmayacağını savunan etkin piyasa hipotezi ile doğrudan çelişmektedir.

Sıralı bilgi varışı hipotezinin ilişkili olduğu diğer bir konu da asimetrik bilgidir. Bir yatırımcının sahip olduğu bilgi bir diğerinden farklı olduğundan kendi aralarında işlem yaparlar. Bu nedenle hisse (getiri) volatilitesi yatırımcıların homojenliği ile de yakından ilişkilidir. Wang (1995)’a göre yatırımcıların farklı özel bilgileri olduğunda beklentilerini gelen yeni bilgi için farklı şekillerde revize edeceklerdir. Bilgi asimetrisi ne kadar fazla olursa anormal işlem hacmi ve volatiliteler de o kadar yüksek olacaktır. Dağılımların karması hipotezi ise alternatif olarak, hacim getiri ilişkisinin piyasaya gelen bilginin miktarına bağlı olduğunu belirtir. Etkin piyasa hipotezine uygun olarak tüm yatırımcılar bilgi sinyalini eşanlı alır. Yeni dengenin oluşması hemen gerçekleşir ve ara denge durumunun oluşması söz konusu değildir. Bu hipoteze dair ilk tartışmaların Clark (1973) tarafından başlatılmış ve ardından Karpoff (1987) hipotezinin adını koymuştur. Bu hipotez, piyasaya gelen bilginin miktarının ve öneminin getiri ve volatiliteler ilişkisi ile belirlenebileceğini ifade eder.

Literatürde; kamuyu aydınlatmanın piyasalar üzerine etkilerini inceleyen çalışmaların sayısı artsa da göreceli olarak hala sınırlıdır. Bushee ve Noe (2000) çalışmalarında, kamuyu daha fazla aydınlatan şirketlerin paylarının kurumsal yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edildiğini ortaya koymuşlardır. Diğer taraftan Baumann ve Nier (2004) bankaların uzun dönem hisse senedi fiyat oynaklığını ve bankaların kamuyu aydınlatmaya yönelik yaptıkları açıklamaları incelemişlerdir. Healy, Hutton ve Palepu (1999), 97 şirket için yaptıkları çalışmada şirketlerin kamuyu aydınlatma düzeyleri arttıkça şirketlerin hisselerinin getirilerinde, kurumsal yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edilmesinde ve hissenin likidite düzeyinde artışlar olduğunu göstermişlerdir. Bunlara ek olarak ABD’de kamuyu aydınlatma amaçlı olarak kullanılan sistemi (EDGAR)¹ temel alan bazı çalışmalar da vardır. Ancak,

¹ EDGAR sistemi, ABD’de düzenleyici otorite olan SEC’in kontrolünde 1984 yılının sonlarına doğru bildirim gönderiminde bulunan gönüllü bildirimlerini gönderdiği pilot bir uygulama başlatılmıştır. 1993 yılından 1996 yılının sonuna kadar bildirim yapmakla yükümlü tüm şirketler aşamalı olarak EDGAR üzerinden

bu çalışmalar genel olarak, elektronik bir sisteme geçiş deneyimini, bu geçişten sağlanan tecrübeyi ve bu sistemin faydalarını teknik olarak ortaya koyan çalışmalardır. Bu sistemin piyasa dinamikleri ve ekonomi üzerine etkilerini inceleyen çalışmalar ise yine çok daha sınırlıdır. Bu anlamda Bushee ve Leuz (2002), bu sistemin ekonomik sonuçlarını ortaya koyan en belirgin çalışmadır.

Diğer taraftan veri yetersizliklerine bağlı olarak kamuyu aydınlatma sisteminin ülkemiz Borsasında işlem gören hisse senetleri üzerine etkilerini doğrudan inceleyen çalışmaların ise oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. Asimetrik bilgi kapsamında çıkarımlar yapan çalışmaların ise temelde hisse senedi ve işlem hacimlerinin nedensellik ilişkini incelemekte olduğu, ancak bu kapsamda asimetrik bilgi kuramına yer verdikleri görülmektedir. Bu çalışmalar arasında Kamath (2007); Gündüz ve Hatemi (2005); Umutlu (2008); Gümrah vd.(2012), Elmas ve Temurlenk (2009); Kayalidere ve Aktaş (2009) sayılabilir.

3. Şeffaflık ve Kamuyu Aydınlatma Kavramları

Şeffaflık kavramı sermaye piyasaları açısından, açıklanan bilginin ilgilileri tarafından, karar verme süreçlerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit bir biçimde kamunun kullanımına sunulmasıdır.

Şeffaflığın piyasalardaki beklenen faydasının ortaya çıkabilmesi için iki ön şartın varlığı gerekmektedir. Bunlardan bir tanesi bilgiyi sunan kişi veya kuruluşları ilgilendirmektedir. Bilgiyi sunanların bu bilgiyi talep edenlere ulaştırma noktasında yeterli ve istekli olmaları gerekmektedir. Diğer şart ise bilgiyi talep edenlerin açıklanan veri vasıtasıyla bilgiyi sunanları değerlendirebilmesidir (Tuzcu, 2004).

Kamuyu aydınlatma ilkesi ise “Ortaklık pay sahipleri ve alacaklıların çıkarlarını korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün milli ekonominin gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren, gerek iç gerekse dış denetimi kapsamı içine alan ilkelerin tümüdür” (Tekinalp, 1979).

“Kamuyu aydınlatma ilkesi ile ilgili olarak yapılan tanım ve değerlendirmelerde öne çıkan husus; işletme ile ilgilenen tüm paydaşların işletmenin içinde

bulunduğu iktisadi ve ekonomik durum ile menfaat ilişkileri hakkında gerçek, açık, tam ve yeterli bilgi sahibi olmaları suretiyle korunmalarının, işletme hakkında sağlıklı bir yargıya varmalarının ve haklarını bilinçli bir şekilde kullanmalarının amaçlanmasıdır” (Kaya, 2001).

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kavramları birbirleriyle ilişkili kavramlardır. Bildirimi yapanlar açısından şeffaflık özümzendikçe yapmış oldukları bildirimlerin niteliği ve niceliği artacaktır. Diğer yandan, sermaye piyasalarını düzenleyici ve denetleyici otoriteler tarafından, bildirimlerin kamuyu duyurulma yöntemi ve içeriği belirlenerek etkinliği artırıldıkça, şirketlerin şeffaflık düzeyleri de artacaktır (Arsoy, 2008)

Sermaye piyasalarının ekonomik büyümeye ve kalkınmaya katkı sağlayabilmesi için ülke içerisindeki atıl fonların sermaye sistemine girişinin sağlanabilmesi veya yurt dışından gelebilecek, özellikle uzun vadeli yatırımlarda kullanılan, fon girişlerinin olması gerekmektedir. Yatırımların maliyetlerini yükseltmeden, fon girişlerinin sağlanabilmesi için sermaye piyasalarının asimetrik bilgiden uzak olması gerekmektedir. Bu bağlamda, etkin işleyen bir kamuyu aydınlatma sistemi ile fon arz edenlerin alacakları kararlarda rasyonel bireyler gibi davranabilmelerinin önu açılmalıdır. Doğal olarak sermaye piyasalarının gelişimi doğrudan kamuyu aydınlatmanın koruyuculuk ve bilgilendirme işlevi ile ilişkilidir.

Koruyuculuk işlevinin amacı; menkul değer çıkaran şirketin, yönetimi ve durumu ile piyasaya sürdüğü menkul değer niteliği konusunda sunulan bilgi ve belgelerin yeterli ve mümkün olduğunca gerçeği yansıtmasını sağlamak, taraflar arasında bilgi dengesini kurarak taraflardan birinin diğeri zararına haksız kazanç elde etmesini önlemek, kısaca tasarruf sahiplerinin menfaatlerinin zedelenmesini engellemektir.

Bilgilendirme işlevinin amacı ise; yatırım yapmak isteyenlerin gereksinim duyabileceği her türlü bilginin bir sistematik içinde ilgililere akışını sağlamak, mevcut ve gelecekteki yatırımcıların hak ve çıkarlarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmalarına ortam hazırlamak, kendilerine sunulan bilgileri en doğru şekilde anlayabilmelerini gerçekleştirmek, menkul kıymet arz edenlerin, menkul kıymet alım satımı ile uğraşanların, ortak ve yöneticilerin kısacası bu alanda faaliyet gösteren herkesin faaliyetlerini, hukuk düzeni çerçevesinde kamuya açarak yaratılan güven ortamında tarafların kazancını mümkün olduğu kadar arttırmaktır.

bildirim yapmaya başlamış ve 1 Ocak 1998’de yürürlüğe giren Düzenleme ile birlikte şirketlerin bildirimlerini EDGAR üzerinden yapmaları zorunlu hale gelmiştir. 2002 yılında ise yabancı ihraççılar tarafından yapılacak bildirimler için de EDGAR sisteminin kullanılması zorunluluğu getirilmiştir.

4. Türkiye’de KAP Uygulaması

4.1. Tarihsel Gelişimi

Ülkemizde halka açık anonim şirketler için SPK tarafından, kamunun aydınlatılması ve saydamlık uygulamalarını da içeren “Kurumsal Yönetim İlkeleri” oluşturulmuş, söz konusu ilkeler ilk olarak Temmuz 2003’de, ikinci olarak da Şubat 2005’de yayınlanmıştır. Oluşturulan ilkeler başlangıçta halka açık anonim şirketler için hazırlanmış olsalar da bu ilkelerde yer alan prensiplerin kamuda veya özel sektörde faaliyet gösteren diğer anonim şirketler ve kuruluşlar tarafından da uygulanabileceği düşünülmüştür (Aslan, 2011).

Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi kapsamında, ilk olarak 2001 yılında, BİAŞ (Borsa İstanbul A.Ş.)’a faks veya posta yolu ile gönderilen bildirimlerin elektronik imza ile imzalanarak elektronik ortamda, herhangi bir müdahale olmadan doğrudan internette yayınlanması fikri tartışılmaya başlanmış, bu konuda sağlanan SPK-BİAŞ ortak mutabakatı ile konu proje haline getirilmiş ve projenin de TÜBİTAK ile yürütülmesine karar verilmiştir. Bu kapsamda BİAŞ, SPK ve TÜBİTAK arasında Eylül 2002’de imzalanan sözleşme ile Kamuyu Aydınlatma Projesi adı altında çalışmalara başlanmıştır. Bu dönemde elektronik imza kullanımı açısından ilk olan proje, zaman zaman yaşanan kesintilere rağmen başarıyla tamamlanmış ve sistem Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) olarak 01.06.2009 tarihinde BİAŞ bünyesinde devreye alınmıştır. 01.06.2009-17.03.2014 tarihleri arasında BİAŞ tarafından işletilen sistem 17.03.2014 tarihi itibarıyla Merkezi Kayıt Kuruluşu’na devrolmuştur.

4.2. KAP Hakkında Genel Bilgi

Kamuyu Aydınlatma Platformu, sermaye piyasası ve Borsa mevzuatı uyarınca kamuya açıklanması gerekli bildirimlerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistemdir.

Sermaye Piyasası Kanunu’nda ve kanunun verdiği yetkiye dayanarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan tebliğlerde yer alan bildirim yükümlüsü şirketler, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 128 inci maddesinin birinci fıkrasının (ğ) bendine dayanılarak hazırlanmış olan, Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliğinde anlatılan usul ve esaslar doğrultusunda bildirimlerini KAP’a gönderirler.

KAP sistemi 7/24 esasına göre çalışır ve ilgililer bildirimlerini herhangi bir içerik kontrolünden geçmeden doğrudan platforma gönderirler. Eylül 2015 itibarıyla KAP sisteminde toplamda Türkiye geneline yayılmış 848 şirket ve 711 fon bulunmaktadır. Ayrıca ilgili şirketlerin ve fonların bildirimlerini hazırlayarak ve/veya elektronik imza ile

imzalayarak sisteme göndermekle yükümlü 3377 kullanıcı sistemde tanımlıdır.

Sermaye Piyasası Kanununun amacı yine kanunda belirtildiği gibi; sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir.

Sistem, kanunun amaçları doğrultusunda tüm kesimlerin doğru, anlaşılır, tam bilgiye, internet üzerinden eş anlı ve düşük maliyetle erişebilmelerine imkân tanıyacak şekilde tasarlanmıştır. Ayrıca, geçmişe dönük bilgilere de kolay ve düşük maliyetle erişim imkânı sağlayan elektronik bir arşiv niteliğindedir.

Söz konusu bildirimler bildirim yükümlüsü ortaklık ve kuruluşlar tarafından Kurul ve/veya KAP işleticisi tarafından belirlenen biçim, içerik ve süreye uygun şekilde elektronik imza ile imzalanarak elektronik ortamda KAP’a gönderilir. Ayrıca, finansal tablo ve raporlara ilişkin olarak bağımsız denetim kuruluşları tarafından düzenlenerek bağımsız denetimini yaptığı bildirim yükümlüsü ortaklık ve kuruluşlara elektronik ortamda gönderilen bağımsız denetim raporlarında da güvenli elektronik imza oluşturma aracı ile oluşturulan elektronik imza kullanılır. Borsa tarafından kotasyon kararı veya pazar kaydına/listesine alma kararı verilebilmesi için de elektronik sertifikaların alınmış olması şartı aranmaktadır. Bu bağlamda ortaklıklar, bildirimlerin yapılmasını aksatmayacak sayıda, geçerli elektronik sertifika bulundurmakla yükümlüdürler.

4.3. KAP Kullanımının Tarafına Sağladığı Kazanımlar

- Bilgiye eş anlı olarak seri bir şekilde ulaşım,
- Ortaklıklara ilişkin güncel genel bilgilere tek kanaldan hızlı ulaşım imkânı,
- KAP internet sitesinden anlık veya geçmişe dönük bildirimlere ücretsiz erişim imkânı,
- Ortaklıklar bazında belirli finansal tablo kalemlerini karşılaştırabilme olanağı,
- Elektronik arşiv özelliği ile bildirim türüne, gönderen şirkete, konulara göre geçmişe dönük bilgi sorgulama imkânı,
- Bildirim şablonları yoluyla bilgi kalitesinin artırılması,
- Bildirimlerin elektronik imzayla güvenli toplanması,
- 7/24 esasına göre bildirim gönderim imkânı,

- Kâğıt tasarrufu ve bürokratik işlemlerin azalımı,
- Düzenleyici kurumların asli görevlerine odaklanmaları yolunda bir adım,
- Kullanıcıların ihtiyaçları doğrultusunda bildirimlerde bulunması gereken asgari unsurlar tanımlanarak, bilgi kalitesinin artırılması, tam, anlaşılır, ihtiyaca uygun ve doğru bilginin kamuya açıklanmasının sağlanması sayılabilir. (<http://www.kap.gov.tr/kap-hakkinda/genel-bilgi.aspx>)

4.4. Bildirim Tipi

Sermaye piyasası araçları Borsa İstanbul'da işlem gören ortaklıklar, yapacakları açıklamaları üç farklı bildirim tipinden birisini kullanarak yapmak zorundadırlar. Bu bildirim tipleri;

- SPK'nın 'Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği' kapsamında finansal raporlar,
- SPK'nın 'Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği' kapsamında özel durum açıklamalar,
- SPK, Borsa İstanbul ve MKK düzenlemeleri kapsamında kamuya açıklanması gereken diğer hususlardır. (Bildirim tipleri; <http://www.kap.gov.tr/kap-hakkinda/genel-bilgi.aspx>).

Finansal raporların kamuya açıklanması

Finansal raporlar: Finansal tablolar, yönetim kurulu faaliyet raporları ve sorumluluk beyanlarından oluşan raporlardır. Finansal tablolar ise dipnotlarıyla birlikte finansal durum tablosu, kapsamlı gelir tablosu, nakit akış tablosu ve özkaynak değişim tablosundan oluşur.

İşletmeler, finansal tablolarının hazırlanmasında Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK) tarafından yayımlanan Türkiye Muhasebe Standartları/Türkiye Finansal Raporlama standartları (TMS/IFRS)'ni esas alırlar. Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğü bulunan yatırım ortaklıkları, yıllık ve ara dönem konsolide finansal tabloları ile birlikte bireysel finansal tablolarını da hazırlamakla yükümlüdürler (<http://www.kap.gov.tr/kap-hakkinda/genel-bilgi.aspx>).

İhraç ettiği sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören ortaklıklar, yatırım kuruluşları, yatırım ortaklıkları, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları ve varlık kiralama şirketleri

Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya ilişkin Esaslar Tebliği (II-14.1)'nde düzenlenen esaslara uygun olarak 3, 6 ve 9 aylık dönemler itibarıyla ara dönem finansal rapor düzenlemekle yükümlüdürler. Ancak işlem sıraları 30 iş gününden fazla süre ile durdurulan işletmeler, borsa kotundan sürekli olarak çıkarılan işletmeler, faaliyetleri geçici durdurulan sermaye piyasası kurumları, tasfiye halinde bulunan işletmeler ve halka arz edilmeksizin pay dışında sermaye piyasası aracı ihraç edenler şirketler ara dönem finansal tablolarını KAP'a göndermekten muaf tutulmuşlardır.

Ara dönem faaliyet raporlarında ise, yıllık faaliyet raporlarında yer verilmesi gereken hususlardan, ara dönemi ilgilendiren önemli olaylar ile bunların finansal tablolara etkilerine ve hesap döneminin geri kalan kısmı için bu hususlardaki önemli risk ve belirsizliklere de yer verilir.

Faaliyet raporlarında açıklanacak bilgilerden ticari sır niteliğinde olanlara, ticari sır niteliğini korudukları süre boyunca faaliyet raporlarında yer verilmeyebilir; söz konusu bilgiler ticari sır niteliğini kaybettikleri tarihten sonraki ilk faaliyet raporlarında açıklanır.

Özel durumların kamuya açıklanması

Yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişini sağlamak amacıyla sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esaslar SPK'nın II-15.1 numaralı "Özel Durumlar Tebliği" kapsamında belirlenmektedir.

Özel Durumlar Tebliği kapsamında özel durum; içsel bilgi ve sürekli bilgileri oluşturan olaylardır. İçsel bilgi, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgiyi, sürekli bilgi ise, içsel bilgi tanımı dışında kalan tüm bilgi, olay ve gelişmeleri ifade eder.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Özel Durumlar Tebliği'ne dayanılarak hazırlanan Özel Durumlar Rehberinde içsel bilgiye dair daha kapsamlı bir açıklama getirilmiştir. Bu kapsamda içsel bilgi:

- Somut bir olaya ilişkin,
- Rasyonel bir yatırımcının yatırım kararını alırken önemli kabul edebileceği,
- Kamuya açıklanmamış durumlarla ilgili,

- Bilgiyi kullanan kişiye bu bilgiden haberi olmayan diğer yatırımcılara nazaran avantaj sağlayabilecek olan,
- Kamuya açıklandığı takdirde söz konusu sermaye piyasası aracının değerinde, fiyatında veya yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etki yaratabilecek, bilgi, olay ve gelişmeler olarak tanımlanır.

Açıklanan bilginin sermaye piyasası aracının değeri, fiyatı veya yatırımcıların yatırım kararı üzerinde etkili olup olmadığının tespitinde; geçmişte sermaye piyasası aracının değeri, fiyatı veya yatırımcıların yatırım kararı üzerinde benzer etki yaratan bilgiyle aynı olup olmadığı ve benzer olayların ihraççının kendisi tarafından hâlihazırda içsel bilgi olarak kabul edilip edilmediği de dikkate alınmalıdır. Geçmişte sermaye piyasası aracının değeri, fiyatı veya yatırımcıların yatırım kararı üzerinde etkili olacağı düşüncesi ile içsel bilgi olarak kabul edilen bilginin herhangi bir etki yaratmadığı görüldüğünde şirket izleyen dönemlerde bu nitelikteki bilgileri “içsel bilgi” olarak değerlendirmeyebilir. Diğer taraftan, geçmişte içsel bilgi olarak görülmeyen bazı durumların piyasa katılımcıları üzerinde etki yarattığının anlaşılması halinde de bu tür durumlarda izleyen dönemde mutlaka açıklama yapılmalıdır. (https://www.kap.gov.tr/yay/mevzuat/oda_rehberi.pdf, 2015)

İçsel bilginin açıklanması yükümlülüğünün amacı, tüm piyasa katılımcılarının eşzamanlı olarak eşit seviyede bilgi sahibi olmalarını sağlamak ve böylece eksik ve yanlış bilgi edinimi sonucunda etkin olmayan bir fiyat ve piyasa oluşumunu önlemektir. Bilginin kullanıcıları arasında eşit olarak dağılmasının sağlanması sermaye piyasalarının da düzgün bir biçimde işlemesi amacına hizmet edecektir. (https://www.kap.gov.tr/yay/mevzuat/oda_rehberi.pdf, 2015)

İhraççılar tarafından, açıklanması gereken içsel bilgilerde veya daha önce kamuya açıklama yapılmış herhangi bir içsel bilgide meydana gelen değişiklikler veya güncellemeler ortaya çıktıklarında veya öğrenildiğinde derhal açıklama yapılır. Kamuyu aydınlatmanın önemine binaen içsel bilgilerin, ihraççıların bilgisi dışında, ihraççıların doğrudan veya dolaylı olarak toplam oy haklarında veya sermayesinde %10 veya daha fazla paya veya söz konusu orana bağlı olmaksızın yönetim kurulu üyesi seçme veya aday gösterme hakkı veren imtiyazlı payların %10 veya daha fazlasına sahip kişiler tarafından öğrenilmesi durumunda, ilgili kişiler tarafından söz konusu içsel bilgilere ilişkin kamuya açıklama yapılır. Böylece Tebliğde ihraççılar dışında içsel bilgiyi elinde bulunduran belirli şartları sağlamış kişi veya gruplarda sorumlu tutulmaktadır. Herhangi bir içsel bilgi her ne sebep olursa olsun ihraççı veya onun namına ya da hesabına hareket eden bir kişi tarafından işi veya

görevinin gereklerinden dolayı üçüncü kişilere açıklanması halinde, bu bilgiler ihraççı tarafından kamuya açıklanır. İçsel bilgilere erişimi olan kişinin, yasal bir düzenleme, esas sözleşme veya özel bir sözleşme gereğince içsel bilgileri gizli tutma yükümlülüğü varsa bilgiyi derhal açıklama yükümlülüğü yoktur.

İhraççı, kamuya açıklanması gereken içsel bir bilgiyi meşru çıkarlarının zarar görmemesi için, sorumluluğu kendisine ait olmak üzere, yatırımcıların yatırım kararlarının etkilemeden ve bu bilgilerin gizli tutulmasını sağlayabilecek olması kaydıyla erteleyebilir. Ancak meşru çıkarlarının zarar görmesi tehlikesi ortadan kalkar kalkmaz, erteleme kararının ve sebeplerini de belirterek, içsel bilgiyi derhal kamuya duyurmakla yükümlüdür. Kurul, gerekli gördüğü takdirde, erteleme sebeplerinin yerinde olup olmadığını incelemeye yetkilidir.

İhraççılar, sermaye piyasası araçlarının fiyatları veya işlem hacimlerinde olağan piyasa koşullarıyla açıklanamayan değişimler olduğunda ilgili borsanın talebi üzerine kamuya açıklama yapmak zorundadır. Bu bildirim, “Olağan Dışı Fiyat/Miktar Hareketleri” başlığı altında, kamuya henüz açıklanmamış özel durumların bulunup bulunmadığı belirtilerek açıklanır.

İhraççı hakkında, basın-yayın organları veya diğer iletişim yollarıyla kamuya ilk kez duyurulan haberler veya daha önce ihraççı tarafından kamuya açıklanan bilgilerden farklı içerikte haberlerin çıkması, bu haberler sebebiyle yatırımcıların yatırım kararlarının etkilenebilecek olması ve doğal olarak ihraççının sermaye piyasası araçlarının fiyatının ve değerinin değişebileceği durumlarda; bu haberlerin doğru veya yeterli olup olmadığı konusunda ihraççılar tarafından kamuya açıklama yapılması zorunludur. İhraççı, bu yükümlülüğünü herhangi bir otoriteden talimat beklemeksizin derhal yapar. İhraççı hakkında çıkan haber ve söylentiler, ihraççının yukarıda sayılan haklı gerekçeleri barındıracak şekilde kamuya açıklanmasını ertelediği içsel bilgilerden oluşuyorsa, haklı gerekçelerin ortadan kalktığı varsayılır ve derhal bilgi kamu ile paylaşılır. İhraççı tarafından açıklanmış bir konu üzerine basın-yayın organlarında yapılan analizler, yorumlar veya değerlendirmeler, ihraççıya sonradan yeni bir açıklama yükümlülüğü doğurmaz. İhraççı hakkında herhangi bir haber veya söylenti çıkarsa da kendisi doğrudan bir basın açıklaması yapmak istediğinde açıklamanın öncesinde veya eşzamanlı olarak; içsel bilginin kamuya açık bir toplantıda sehvlen duyurulması halinde ise konu hakkında derhal KAP'ta açıklama yapılır.

İhraççı, geleceğe yönelik değerlendirmelerini kamuya açıklamak zorunda değildir. Ancak, açıklanmak istenmesi halinde, ilgili değerlendirme ya yönetim

kurulu kararı şeklinde ya da daha önce yönetim kurulu tarafından bir kişiye bu konuda yetki verilmişse o kişinin yazılı onayıyla yapılabilir. Burada Tebliğ geleceğe yönelik değerlendirme bildirimlerine bir sınırlama getirmiştir. Söz konusu bildirim yılda en fazla dört defa yapılabilir. Ancak, bu sınırlamaya da bir istisna getirilmiştir. Daha önce yapılan açıklamada önemli değişiklikler olmuşsa bildirim sayısına bakılmaksızın açıklama yenilenir.

Ortaklık içinde idari sorumluluğu bulunan kişiler ve bunlara yakından ilişkili kişilerin içsel bilgilere kolay bir şekilde ulaşma imkânları bulunduğundan ilgili tebliğde sayılan belirli koşulların oluşması halinde yaptıkları tüm işlemleri kamuya duyurmakla yükümlüdürler. Ayrıca, tamamlanan işlemlere ek olarak satış yapmadan asgari bir iş günü önce satışı yapacak kişi tarafından satış miktarı belirtmeksizin açıklama yapılmalıdır.

(II-15.1) Özel Durumlar Tebliği'nde yer alan ve kamuya açıklanması gereken sürekli bilgiler arasında;

- Bir gerçek/tüzel kişinin veya kurucuya ait yatırım fonunun payları borsada işlem gören ihraççının sermayesindeki payının veya oy hakkının tebliğde belirtilen oranların üstüne çıktığına veya altına düştüğüne ilişkin bildirim
- İhraççıya ait şirket genel bilgi formu
- İhraççının paylarına bağlı haklardaki değişiklikler
- Bilgilendirme politikası
- Genel kurullara ilişkin tüm bildirimler
- İhraççının kar payı dağıtımına ilişkin aldığı kararlar
- Pay dışında ihraç edilen sermaye piyasası aracı hakkında faiz oranı, kupon ödemesi ve ihraçta belirlenen koşulların değişmesi gibi durumlarda bildirim yapmak sayılabilir.

KAP'ta yayınlanan tüm bilgilerin; yatırımcıların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde, zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olması gerekir. Açıklamaların doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için gerekliyse, açıklamaya konu durumun ilgili olduğu karşı taraf belirtilir; değişikliklerin veya etkilerinin miktar veya tutar olarak ifade edilebilmesi halinde, yapılacak açıklamalarda miktar ve tutara yer verilir. Ayrıca, henüz kesinleşmemiş bir olay veya koşullar nedeniyle hala belirsiz olan özel durumlar varsa, bu belirsizlik belirtmek suretiyle kamuya açıklanır. Bu açıklamada belirsizliklerin çözüme kavuşması için öngörülen tarih ve gereken koşullara da yer verilir. Öngörülen tarihte belirsizliklerin çözüme kavuşup kavuşmadığı hakkında kamuya açıklama yapılır.

Açıklamalar yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olamaz ve ihraççının mevcut koşullarına ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikir edinmelerine neden olmayacak şekilde yapılır. Bu kapsamda ihraççılar, özel durum açıklamalarını faaliyetlerinin pazarlanması ve reklam amacıyla kullanamazlar.

Diğer bildirimler

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 bildirimlerden bazıları şunlardır: Aylık bildirimler, portföy değer tabloları, esas sözleşme, fon iç tüzüğü, izahname, sirküler, bölünme, birleşme ve pay dağıtım duyuruları, şirket genel bilgi formu, çağrı bilgi formu, herhangi bir otoriteye verilen mali tablo gibi bildirimler diğer kapsamındaki bildirimlerdir. (<http://www.kap.gov.tr/kap-hakkinda/genel-bilgi.aspx>)

Duyurular

Kamu kurum ve kuruluşlarının sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ortaklıklarla ve kamuya duyurulması gereken diğer hususlarla ilgili bildirimleri duyuru olarak yayınlanmaktadır. Örneğin SPK tarafından yayınlanan haftalık bülten, yatırımcı tedbir kararları; Borsa İstanbul tarafından yayınlanan endeks değişikliklerine ilişkin duyurular, hak kullanım tarihleri duyuruları, sıra kapama duyuruları, rüçhan hakkı kullanım tarihleri, toptan satışlar pazarı ve diğer pazar duyuruları; Takasbank tarafından para piyasası günlük bülteni ve ödünç pay piyasası günlük bülteni; Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından, payların kaydileştirilmesi ve borsada işlem gören tipe dönüştürülmesi, temettü ve kupon ödemelerine ilişkin duyurular bu kapsamda yer almaktadır.

5. Veri ve Metodoloji

Çalışmamızda ülkemizde KAP sisteminin faaliyete geçtiği 1 Haziran 2009 ve 31 Aralık 2014 arası dönem incelenmiştir. KAP sisteminin BIST -100 endeksinin getiri oynaklığı üzerindeki etkisinin göstermek amacıyla KAP sisteminde yapılan bildirimler günlük bazda kullanılmıştır. Bu bildirimlere ilişkin olarak günlük bildirim sayılarının belirlenmesinde mali tablo duyuruları ve diğer bildirimler kapsam dışında tutulmuştur. Mali tablo duyurularının kapsam dışında tutulmasında temel amaç, hem belirli günlerde yoğunlaşan mali tablo bildirimlerinde güçlü biçimde mevsimselliğin görülmesi hem de mali tabloların analizinde KAP sistemi dışında çok daha farklı ve etkin kanalların kullanılmasıdır. Diğer grubuna giren bildirimlerin çalışmada kullanılmamasının en temel sebebi ise, bu tür bildirimlerin ortaklıklar ve sermaye piyasası araçları hakkında genel bilgiler vermesi ve yayımlandıklarında yatırımcı taleplerini doğrudan etkilemedikleri için işlem miktarı veya pay fiyatı

üzerindeki etkisinin yok sayılabilecek kadar küçük olduğu düşüncesidir.

BIST 100 endeksinin getiri oynaklığı aşağıdaki formülden 21 işlem günü esas alınarak hesaplanmıştır.

$$Vol_{t,n} = \sqrt{252 \times \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n (R_{t-i+1} - \bar{R}_{t,n})^2} \quad (1)$$

$$R_t = \ln E_t - \ln E_{t-1} \quad (2)$$

$$\bar{R}_{t,n} = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n R_{t-i+1} \quad (3)$$

Burada:

$Vol_{t,n}$ = Endeksin t zamanında geçmiş n işlem günü (t tarihi dahil) için gerçekleşmiş volatilitesi
 E_t = Endeksin t tarihindeki kapanış değeri
 n = Volatilitenin hesaplandığı gün sayısı ifade etmektedir.

Volatilité verisi geçmiş 21, 42, 63, 126, 252 işlem günü için hesaplanmaktadır. (<http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/endeks-verileri/volatility>)

Çalışmada öncelikle bildirim sayıları ve oynaklık zaman serileri incelenmiş, yapısal bir değişiklik olup olmadığı araştırılmıştır¹. Bu amaçla kullanılan testler², parametre kararlılığına bakarak zaman serilerinde en az bir tane kırılma anı olup olmadığına karar verebilmek için tasarlanmışlardır. Birçok çalışmada kullanılmış ve Zeileis (2006) çalışmasında detayları verilmiş olan algoritma ile “BİST-100 getiri oynaklığı serisinde yapısal değişiklik yoktur” hipotezimiz test edilerek reddedilmiştir. Buna göre oynaklık serisinde en az bir kırılma noktası/tarihi olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.

Tablo 1: BİST-100 Endeksinin Getiri Oynaklık Serisinde Yapısal Değişiklik Olup Olmadığının Analizi

Hipotez:	F-istatistik	Olasılık
Oynaklık serisinde yapısal değişiklik yoktur.	2701.29	< 2.2e-16

İkinci aşamada seride oluşan yapısal değişikliklerin sayısı ve ilgili dönemleri tespit edilmeye çalışılmıştır. Bai & Perron (2003)'ün çalışmasında yer alan çoklu kırılma noktalarının eş zamanlı tespitine yönelik algoritma kullanılmış ve oynaklık zaman serisinde 1992, 1997, 2003 ve 2009 yıllarında yapısal değişimler olduğu görülmüştür.

Tablo 2: Oynaklık Serisinde Oluşan Yapısal Değişiklik Dönemleri

Dönem	Ortalama	Varyans
1988-1992	44,3	307,5
1992-1997	38,1	247,9
1997-2003	52,5	366,6
2003-2009	29,2	114,2
2009-2015	21,9	62,8

Bulunan tarihler arasında özellikle 1992, 2003 ve 2009 yılları asimetrik bilginin ortadan kaldırılarak piyasaların şeffaf bir şekilde işleyebilmesi için yapılan düzenlemelerde kilometre taşları olduğu görülmektedir. 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanununda yapılan değişiklikler ile içerden öğrenenlerin ticareti tanımlanmış, ayrıca piyasayı bozacak işlemler anlatılarak cezai yaptırımlar konulmuştur. 1997-2003 yılları arasında yaşanan krizler oynaklık miktarını en üst seviyelere taşımıştır. Bu tarihlerden sonra ekonominin toparlanması ve yine alınan tedbirlerle oynaklık 1997'ye kadar olan süreçten dahada gerilere gitmiştir. 2003 yılında SPK tarafından OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ülkemizin kendine has şartları göz önünde bulundurularak düzenlenmiş ve yayınlanmıştır. Böylece ilkeler arasında yer alan kamuyu aydınlatma ve şeffaflık öncelikle halka açık anonim şirketler için yeniden düzenlenmiştir. Haziran 2009 da KAP'ın hayata geçirilmesiyle bilgi, maliyetsiz bir şekilde, tüm taraflara, eşanlı olarak, doğrudan kaynağından, güvenli bir şekilde, elektronik ortamda kolayca ulaşılabilir hale gelmiştir. Böylece kamuyu aydınlatmada etkinlik artarken aynı oranda piyasada asimetrik bilgi azalmıştır.

Bu bulgulardan hareketle KAP'taki bildirim sayıları ile endeks getiri oynaklığı arasındaki olası ilişkiyi tespit etmek için bir VAR analizi gerçekleştirilmiştir. Schwarz bilgi kriterine göre gecekme sayısı 1 bulunan analiz sonuçları aşağıda gösterilmektedir.

¹ Ek-1'de araştırmaya ilişkin testler sunulmaktadır.

² Generalized M-fluctuation testleri.

Tablo 3: Getiri Oynaklığı ile Bildirim Sayısı Arasındaki İlişkinin Analizi

Değişken	Oynaklık		Bildirim sayısı	
	Katsayı	t istatistiği	Katsayı	t istatistiği
Oynaklık (-1)	0.9825	198.90	-0.0096	-0.2466
Bildirim sayısı (-1)	0.0049	1.9930	0.6810	34.5695
Sabit	0.1910	1.2711	12.5867	10.6340

Yukarıda da görüldüğü üzere oynaklık üzerinde “Bildirim sayısı” değişkeninin birinci gecikmeli değerinin % 95 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu bulguları daha net ortaya koymak adına analize Granger Nedensellik testi ile devam edilmiştir. Bu teste ilişkin sonuçlara ise aşağıda yer verilmektedir:

Tablo 4: Oynaklık ve Bildirim Sayısı Arasındaki İlişkinin Granger Nedensellik Testi ile Analizi

Hipotez:	F-istatistik	Olasılık
“Bildirim sayısı”, “Oynaklık”ın Granger Nedenseli değildir.	3.97199	0.0465
“Oynaklık”, “Bildirim sayısı”nın Granger Nedenseli değildir.	0.06084	0.8052

Benzer biçimde “Granger Nedensellik testinde de Bildirim sayısı, Oynaklığın Granger Nedenseli değildir” hipotezi %95 güven düzeyinde reddedilmiştir. Bu sonuç, Bushee ve Noe (2000)’ın Avustralya şirketlerinin yaptıkları kamuyu aydınlatmanın oynaklık getirisi üzerindeki etkileri ile kıyaslandığında bazı farklılıklar bulunmaktadır. Bushee ve Noe (2000) çalışmasına göre, şirketlerin artan kamuyu aydınlatma kalitesinin hissenin getiri oynaklığı üzerindeki azaltıcı etkisi ancak gelecek dönemde ortaya çıkmaktadır¹. Baumann ve Nier (2004) kamuyu aydınlatmaya yönelik daha fazla açıklama yapan bankaların hisselerinin fiyatlarındaki dalgalanmaların daha az olduğu sonucuna varmışlardır. Bushee ve Leuz (2002) ise ABD’de kamu aydınlatma sisteminin kullanımı zorunlu değil iken gönüllü şekilde kamuyu aydınlatan şirketlerin hisselerine ilişkin olarak daha yüksek getiri ve artan likidite artışları yaşandığını göstermiştir.

Türkiye üzerine yapılan çalışmalar kapsamında KAP sistemindeki açıklama ve sayıları doğrudan esas alan çalışmalara rastlanmamaktadır. Bunun temel nedeni

¹ Bushee ve Noe (2000) bu sonuca (bu çalışmanın metodolojisinden farklı olarak) bir regresyon analizi ile ulaşmışlar, kamuyu aydınlatmadaki kalite artışını ise Avustralya Yatırım ve Yönetim Araştırma Birliğinin derecelendirmelerini esas alarak ölçmüşlerdir.

sistemin çok yeni olması ve yapının verilerin analiz edilmesine çok sınırlı şekilde imkân vermesidir². Bu nedenle var olan çalışmaların, temelde hisse senedi ve işlem hacimleri arasındaki nedensellik ilişkisini incelediği ve asimetrik bilgiye ilişkin çıkarımların bu bağlamda yapıldığı görülmektedir. Bu çalışmalar incelediğinde ise ampirik araştırmaların ortak bir sonuca varamadıkları, incelenen dönem ve kullanılan ekonometrik tekniğe göre elde edilen sonuçların farklılaştığı görülmektedir. Örneğin yapılan son çalışmalardan Gümrah vd (2012), 1990-2011 dönemi için İMKB100 Endeks verisi kullanarak yatırımcıların eşanlı olarak değil de sıralı olarak bilgiyi ele aldığını ve etkin piyasa hipotezinin çalışmadığına dair kanıt sunmaktadır. Çalışma kapsamında, endeks varyansı arttıkça işlem hacmi arttığına ve daha çok yatırımcının kar güdüsüyle işlem yaptığına da yer verilmektedir. Buna bağlı olarak, yatırımcıların homojen bilgiden ziyade heterojen bilgiye sahip olduğunu buna bağlı olarak da asimetrik bilginin varlığına işaret ettiği ortaya konmaktadır.

Diğer taraftan Yılanlı (2014) ise aynı dönem için yaptıkları çalışmada nedensellik ilişkisinin zaman içerisinde değiştiğini, diğer bir ifadeyle istikrarlı olmadığını, ayrıca farklı şoklar için ilişkinin sıklığının ve kalıcılığının da farklılaştığını göstermektedir. Spesifik olarak pozitif şoklar kapsamında ise işlem hacmi ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin belirgin biçimde iki yönlü olduğunu ortaya konmaktadır.

Görüldüğü üzere, sadece yeni KAP platformu sonrası döneme (2009 sonrası) odaklanan tek çalışma olması nedeniyle çalışmamızı kıyas edebileceğimiz Türkiye üzerine yapılmış bir çalışma bulunmamaktadır. Diğer taraftan yurt dışı örneklerinde ise kamuyu aydınlatmanın pozitif etkilerinin gecikmeli de olsa görüldüğü çalışmalar mevcuttur ve bu çalışma diğer çalışmaların sergilediği olumlu etkiye benzer sonuçlar bulmuştur.

5. Sonuç

Günümüzde finansal krizlere yol açan etkenlerden biri olarak piyasalardaki mevcut asimetrik bilgi durumu gösterilmektedir. Bu bağlamda şeffaflığın artırılması

² Yeni versiyona (KAP 4.0) geçiş ile bu durum düzeltilecektir.

hem güçlü ve sarsılmaz piyasaların oluşturulmasında, hem de yaşanan olumsuz durumlarda güvenin tesis edilmesi suretiyle eskiye dönüşü hızlandırmak için vazgeçilmez bir unsurdur.

Şeffaflığın sağlanması ise; kamuyu aydınlatmanın en etkin biçimde gerçekleştirilmesi ve bu sürecin açık şekilde yönetilmesi ile mümkündür. Yatırımcıların yatırım kararlarının en doğru şekilde alabilmeleri için yatırım yapacakları şirket hakkında bilgiye aracısız, doğru, anlaşılır ve anlık ulaşması çok önemli bir gerekliliktir.

Etkin çalışan bir kamuyu aydınlatma sistemi, ülkenin kendine özgü şartları da göz önünde bulundurularak oluşturulan hukuksal zemin ile birlikte, şeffaflık düzeyinin artırılmasına yardımcı olacak ve piyasalarda asimetrik bilginin oluşumunu baştan engelleyecek veya oluşmuş olan asimetrik bilginin ortadan kaldırılmasında etkin bir yol olacaktır. Böylece sermaye piyasası yatırım yapmak için güvenli bir ortam olacağından, gerek yurt içi gerekse de yurt dışı fonların ekonomiye kazandırılmasıyla büyüme ve kalkınmaya olumlu etkisi olacaktır.

Ülkemizde kamuyu aydınlatma sistemi, yatırımcının yukarıda saydığımız ihtiyaçlarını karşıladığı gibi, şirketlerin kamuya açıkladıkları tüm bilgileri arşiv niteliğinde bünyesinde de barındırmaktadır. Böylece yatırımcıya şirketler arasında kıyaslamalar yaparak bir portföy oluşturma olanağı sunmakta ve yatırımcılar daha bilinçli bir biçimde yatırım kararları alabilmektedirler. Bunun neticesinde piyasa derinleşmekte ve fiyatların doğru oluşması sağlanmaktadır.

Çalışmamızda kamuyu aydınlatmanın Ülkemizdeki tarihsel gelişiminin, sermaye piyasasında fiyatlar üzerinde doğrudan etkili olduğu gösterilmektedir. Özellikle Haziran 2009'dan sonra KAP sisteminin faaliyete geçmesiyle birlikte sermaye piyasasının tüm paydaşları şirketlerle ilgili bilgileri en az maliyetle, eş zamanlı olarak ve en hızlı şekilde ulaşmaya başlamıştır. Bu da piyasada asimetrik bilgi sorununu tamamen ortadan kaldırmaya da tatmin edici seviyede azaltmıştır. Bu husus yaptığımız analizlerde gerek fiyat oynaklığının 2009 sonrasında azalmasıyla, gerekse de kamuya açıklanan bildirim sayılarıyla oynaklık arasındaki ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olmasıyla desteklenmektedir.

Sonuç olarak, ülkemizde kamuyu aydınlatma sisteminin etkin biçimde çalışması ve dolayısıyla şeffaflığın artırılması ile piyasalarda görülen oynaklıklar azalmaktadır. Bu durum KAP'ın istenen amaca hizmet ettiğinin bir göstergesidir.

Kaynakça

- Akerlof, G. (1970). The market for "lemons": Quality, uncertainty, and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500.
- Aslan, Ö. (2011). Finansal piyasalarda saydamlık kavramı, İMKB'de işlem gören bankaların saydamlık düzeyi ve kamuyu aydınlatma yoğunluğu üzerine bir uygulama. (Yayımlanmamış doktora tezi). Marmara Üniversitesi/Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı. İstanbul.
- Bai, J., Perron, P. (2003). Computation and analysis of multiple structural change models. *Journal of Applied Econometrics*, 18(1), 1-22.
- Baumann, U., Nier, E. (2004). Disclosure, volatility, and transparency: An empirical investigation into the value of bank disclosure. *Economic Policy Review*, 10(2), 31-45.
- Bushee, B. J., Noe, C. F. (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 38, 171-202.
- Bushee, B., Leuz, C. (2003). Economic consequences of SEC disclosure regulation. University of Pennsylvania, Working Paper.
- Clark, P. K. (1973). A subordinated stochastic process model with finite variance for speculative prices. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 135-155.
- Copeland, T. E., (1976). A model of asset trading under the assumption of sequential information arrival. *Journal of Finance*, 31(4), 1149-1168.
- Copeland, T. E. (1977), A probability model of asset trading. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 12(04), 563-578.
- Çukur, S., Gümrah, Ü., Gümrah, M. Ü. (2012). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında hisse senedi getirileri ve işlem hacmi ilişkisi. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(1), 20.
- Elmas, B., Temurlenk, M.S. (2009). Hisse Senedi Fiyatı-İşlem Hacmi Arasındaki Granger Nedensellik: İMKB'de Hisse Bazlı Bir Analiz. *İMKB Dergisi*, 11(43), 1-15
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock market prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Gündüz, L. Hatemi-J, A. (2005) Stock price and volume relation in emerging markets. *Emerging Markets Finance and Trade*, 41(1), 29-44
- Healy, P. M., Hutton, A. P., Palepu, K. G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 485-520.

- Kamath, R.R. (2008). The price-volume relationship in the Chilean stock market. *International Business and Economics Research Journal*, 7 (10), 7-14.
- Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği (VII-128,6). (2013). T.C. Resmi Gazete, 28864, 27 Aralık 2013.
- Karpoﬀ, J.M. (1987). The relation between price changes and trading volume: A survey. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(01), 109-126.
- Kaya, A. (2001). *Anonim ortaklıklarda pay sahibinin bilgi alma hakkı*. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara.
- Kayalıdere, K., Aktaş, H. (2009). İMKB’de fiyat-hacim ilişkisi-asimetrik etkileşim. *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(2), 49-62
- Mishkin, F. S. (1994). Preventing Financial Crises: An International Perspective, *NBER Working Papers Series*, 4636, 1-48.
- Özel Durumlar Tebliği (II-15.1). (2014). *T.C. Resmi Gazete*, 28891, 23.01.2014.
- Poroy A. A. (2008). Kurumsal şeffaflık ve muhasebe standartları. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 17-35.
- Russell, T., Thaler, R. (1987). The relevance of quasi rationality in competitive markets: reply. *The American Economic Review*, 77(3), 499-501.
- Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1). (2013). *T.C. Resmi Gazete*, 28676, 13.06.2013.
- Sermaye Piyasası Kanunu (6362 S.K). (2012). *T.C. Resmi Gazete*, 28513, 30.12.2012.
- Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnemenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun. (1992). *T.C. Resmi Gazete*, 21227, 13.05.1992.
- Şen, A. (2015). Asimetrik bilgi-finansal kriz ilişkisi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(14).
- Tekinalp, Ü. (1979). *Anonim ortaklığın bilançosu ve yedek akçeleri: Kamuyu aydınlatma ilkesi ile*. Fakülteler Matbaası, İstanbul.
- Tuzcu, A. (2004). *Halka açık şirketlerde kurumsal yönetim anlayışı İMKB-100 örneği*. Turhan Kitabevi, Ankara.
- Wang, J. (1994). A model of competitive stock trading volume. *The Journal of Political Economy*, 102(1), 127-168
- Yılcıncı, V., Bozoklu, S. (2014). Türk sermaye piyasasında fiyat ve işlem hacmi ilişkisi: Zamanla değişen asimetrik nedensellik analizi. *Ege Akademik Bakış*, 14(2), 211.
- Yüksel, A. (2011). Elektronik kamuyu aydınlatma sistemleri. ABD- EDGAR, İngiltere-RNS uygulamaları ve kamuyu aydınlatma platformu açısından değerlendirilmesi. (Yayımlanmamış yeterlilik tezi). İstanbul.
- Zeileis, A. (2006). Implementing a class of structural change tests: An econometric computing approach. *Computational Statistics & Data Analysis*, 50(11), 2987–3008.
- www.borsaistanbul.com/veriler/veriler-alt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/endeks-verileri/volatility, Erişim Tarihi: 25.06.2015.
- www.kap.gov.tr/kap-hakkinda/genel-bilgi.aspx, Erişim Tarihi: 02.07.2015
- www.kap.gov.tr/yay/mevzuat/oda_rehberi.pdf, Erişim Tarihi: 27.06.2015.

Ek-1: Değişkenlerin Ön Testleri

Duyuru

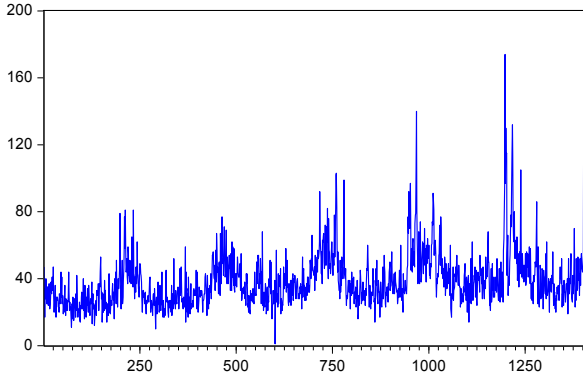
Ortalama	38.739
Medyan	35.000
Std. Sapma	16.082
Çarpıklık	2.0814
Basıklık	11.554
Jarque-Bera	5301.825
Olasılık	0.000

Durağanlık:

H₀: Duyuru Durağan Değildir

t-istatistik	Olasılık ¹
-8.35	0.0000

¹ MacKinnon (1996) tek kuyruk değerleri.



Oynaklık

Ortalama	22.048
Medyan	20.370
Std. Sapma	8.119
Çarpıklık	1.482
Basıklık	5.888
Jarque-Bera	1003.128
Olasılık	0.000

Durağanlık:

H_0 : Oynaklık Durağan Değildir

t-istatistik	Olasılık
-3.73	0.0039

