

DENETÇİ GÖRÜŞLERİNİN PAY SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Dr. Öğr. Üyesi Merve ACAR*
Dr. Öğr. Üyesi Hüseyin TEMİZ**

Makale Gönderim Tarihi : 14/02/2019 / Kabul Tarihi : 16/04/2019

ÖZ

Bu çalışmanın amacı olumsuz ya da görüş bildirmekten kaçınma şeklinde denetçi görüşüne sahip şirket pay senetlerinin bu haberin duyurulmasına vereceği tepkinin ölçülmesidir. Bu amaç doğrultusunda BIST’de işlem gören firmaların 2005-2017 dönemi için aldıkları denetçi görüşleri ve bu görüşlerin bilgi değeri incelenmiştir. Bu kapsamda tespit edilen ve analiz için gerekli verileri mevcut olan 22 olay incelenmiştir. Çalışmada olay çalışması yöntemi uygulanmış ve pay senedi getirileri, olay penceresinde hem günlük hem de kümülatif olarak analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre olumsuz ya da görüş bildirmekten kaçınan denetçi görüşüne sahip şirket pay senetlerinin bu duyuruya karşı negatif anlamlı anormal getirilerle tepki verdiklerine dair sınırlı kanıtlar elde edilmiştir. Genel olarak olumsuz ve görüş bildirmekten kaçınan denetçi görüşünün şirket pay senetleri üzerinde bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Olumsuz Denetçi Görüşü, Görüş Bildirmekten Kaçınma, Olay Çalışması, Denetim, Denetçi Görüşü

Jel Sınıflandırması: M21, M41, M42

* Yıldırım Beyazıt Üniversitesi İşletme Fakültesi, merve-hun@hotmail.com, <https://orcid.org/0000-0001-5312-7935>

** Bozok Üniversitesi İİBF, huseyintemiz1@hotmail.com, <https://orcid.org/0000-0003-0735-8884>

The Effect of Auditor Opinions on Stock Return

ABSTRACT

This study investigates the valuation effect of audit opinions (adverse and disclaimer of opinion) on the Borsa Istanbul stock market. In line with this purpose, a query covering the years 2005-2017 has been carried out for companies that are traded in BIST. In this context, having sufficient data for analysis, 22 events detected and analyzed. The event study method is used in the study and the stock returns are analyzed both daily and cumulatively through the event window. According to findings, there is limited evidence that the stocks of the companies with adverse or disclaimer audit opinions are responding negatively to this announcement. In general, this announcements (adverse and disclaimer of opinion) has been assessed as having no effect on companies' shares.

Keywords: Adverse Opinion, Disclaimer Opinion, Event Study, Audit, Audit Opinion

JEL Codes: M21, M41, M42

1. GİRİŞ

Sermaye piyasalarında başta yatırımcılar olmak üzere rol alan tüm ekonomik aktörlerin karar verme süreçlerini etkileyen ve şekillendiren, bu aktörler ile şirketler arasında köprü işlevi gören en önemli araçlar kuşkusuz kamuya açıklanan finansal raporlardır. Ekonomik sistemin sağlıklı işleyebilmesi açısından bu mali tabloların tam, şeffaf, güvenilir ve zamanında açıklanması son derece önemlidir. Bu çerçevede dış denetim mekanizması mali tabloların denetimini yapar ve sonuçları kamuya açıklayarak sistemin işleyişine katkıda bulunur. Finansal tabloların mesleki bir incelemeden geçmesi hususunda tek kanıt yayımlanan denetim raporudur (Güredin, 2007). Denetim çalışmaları tamamlandıktan sonra denetçi bir denetim görüşü vermeye hazır duruma gelir ve bu görüş doğrultusunda denetim raporu hazırlanarak karar vericilere sunulur.

Bağımsız denetim raporu denetçiler ile finansal tablo kullanıcıları arasında bir iletişim köprüsü vazifesi üstlenmektedir. Bağımsız denetim raporlarının bu iletişim rolü yanında bilgi asimetrisi sorununu azaltmadaki rolü de oldukça önemlidir. Bu süreçte denetçiler ihtiyaç duydukları bilgi ve veriyi toplayarak yönetimce hazırlanan finansal tabloların doğruluğuna, tamlığına ve güvenilirliğine ilişkin kanıt ortaya koyarlar. Bu kanıt çerçevesinde ise makul bir güvence verilmesi beklenen finansal tablolara ilişkin denetçi denetim görüşünü kamuya açıklayarak, finansal tabloların güvenilirliğini arttırmanın yanında finansal tablo kullanıcılarının (özellikle küçük yatırımcı) bilgi riskini de azaltmış olurlar (Arens ve diğerleri 2012).

Denetim raporlarının finansal tablo kullanıcıların karar verme sürecindeki etkisi esasen denetim hizmetlerine olan talebin de altında yatan faktörlerden biridir. Denetim hizmetine olan talep, finansal tablo hazırlayanlar ile kullananlar arasındaki bilgi asimetrisi, çıkar çatışması, ekonomik işlemlerin karmaşıklığının azaltılması ve finansal tabloların karar verme sürecindeki etkisi hakkında bir beklenti oluşması

gibi faktörlerden etkilenmektedir (Louwers ve diğerleri 2008). Dolayısıyla finansal tablo kullanıcıları ile finansal tablo hazırlayanlar arasında iletişimi sağlayan bağımsız denetim raporlarının anlaşılabilir ve objektif olmasının yanında, kullanıcılar tarafından geçerli bir bilgi kaynağı olarak görülmesi de son derece önemlidir. Bu noktada denetim raporlarının geçerli bir bilgi kaynağı olması ekonomik aktörlerin karar verme süreçlerini etkileme gücüne sıkı sıkıya bağlıdır. Denetim raporları ve bu kapsamda denetim görüşleri, finansal tablo kullanıcılarının yatırım, borç alma/verme, pay senedi alım/satım gibi ekonomik kararları üzerinde bir değişime neden olmuyorsa bu raporların ekonomik aktörler için bir bilgi değeri olduğu söylenemez (Bessell ve diğerleri 2003).

Türkiye çerçevesinde denetim raporları ve bu kapsamda denetçi görüşleri ile bu görüşlerin finansal tablo kullanıcılarının karar verme süreci değerlendirilirken ise yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK) ile denetim alanında yapılan değişiklikler göz önünde bulundurulmalıdır. 6102 sayılı yeni TTK sermaye şirketleri ve şirketler topluluğunun denetiminde oldukça önemli, köklü ve çağdaş yenilikler getirmiştir. Kanunla bağımsız denetim alanında getirilen yenilik ve değişikliklerin ulusal ve uluslararası piyasalarda Türkiye'nin önemini arttırması ve uluslararası finansal entegrasyona katkıda bulunması beklenmektedir. Getirilen en önemli yeniliklerden biri ise denetim görüşlerine ilişkindir. Yeni TTK hükümlerine göre görüş bildirmekten kaçınma olumsuz görüş sonuçlarını doğurmaktadır.

Yeni TTK'nın denetim alanında getirdiği yeniliklerden belki de şirketler için en önemli olanı görüş bildirmekten kaçınma ile olumsuz görüş verme denetim görüşlerinin birbirine denk duruma getirilmesidir. Bu durum, özellikle de borsada işlem gören şirketler için fiyat beklentilerinin yönünü ve yatırım kararlarını etkileyebilecektir (Chen ve diğerleri 2000). Literatür incelendiğinde, denetim raporunda denetlenen şirketin mali tablolarına ilişkin olumlu görüş verilmişse, denetim raporunun açıklandığı tarihlerde yatırımcıların önemli ve pozitif yönlü fiyat hareketleri beklentisine sahip oldukları savını destekleyen birçok çalışma mevcuttur (Abdel-Khalik ve Wu, 1996; Chen ve diğerleri, 2000; C. W. Chow ve S. J. Rice, 1982; Elliott, 1982). Şartlı, görüş bildirmekten kaçınma veya olumsuz denetim görüşü verilmişse ilgili tarihlerde de negatif yönde bir fiyat hareketi beklenebilir (Fleak ve Wilson, 1994; Frost, 1994; Lin ve diğerleri 2003; Mong ve Roebuck, 2005).

Bu çalışmanı temel araştırma problemi, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlere olumsuz görüş veya görüş bildirmekten kaçınma şeklinde denetim raporu verilmesinin bu şirketlerin finansal performanslarında anlamlı bir etkisinin olup olmadığıdır. Yapılan literatür incelemesi kapsamında Türkiye'de denetçi görüşlerinin finansal tablo kullanıcılarının karar verme süreçleri üzerindeki etkisini, bir diğer ifadeyle denetim raporlarının bilgi değerini sorgulayan bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, yapılan bu çalışmanın Türkiye örnekleme için bu açığı kapatması ve yapılacak çalışmalara yol göstermesi beklenmektedir.

Yapılan bu çalışmada örnekleme olarak Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler seçilmiş ve 2005-2017 yılları arasında olumsuz görüş içeren ya da görüş bildirmekten kaçınılan denetim raporlarına sahip şirketlerin finansal performansları gözlemlenmiş ve söz konusu duyurunun şirket pay senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisinin olup olmadığı analiz edilmiştir. Bu çerçevede şirketlerin pay senedi fiyatları 21 günlük bir olay penceresinde (denetim raporunun verildiği günün tarihi t0 olmak üzere t0'ın öncesi ve sonrasındaki 10 gün) analiz edilmiş ve bu süreçte anlamlı bir performans değişimi olup olmadığı

gözlemlenmiştir. Eğer söz konusu denetim raporlarının bir bilgi değeri varsa, ilgili görüşlerin kamuya açıklanması durumunda yatırımcıların karar verme süreçlerinin etkilenmesi ve bunun sonucunda da yatırım davranışlarında ve şirket finansal performansında anlamlı bir değişimin gözlemlenmesi beklenmektedir. Bu kapsamda çalışmanın ikinci bölümünde yeni TTK'nın denetim alanında getirdiği değişikliklere, üçüncü bölümde literatür taramasına yer verilmiş, dördüncü bölümde veri ve yöntem detaylı bir şekilde açıklanmış, beşinci bölümde ampirik bulgular raporlanmış ve nihayetinde sonuç ve öneriler ile çalışma sonlandırılmıştır.

2. YENİ TÜRK TİCARET KANUNU'NUN DENETİM RAPORUNA İLİŞKİN DÜZENLEMELERİ

6102 sayılı yeni TTK sermaye şirketleri ve şirketler topluluğunun denetiminde oldukça önemli, köklü ve çağdaş yenilikler getirmiştir. Kanunla bağımsız denetim alanında getirilen yenilik ve değişiklikler ulusal ve uluslararası piyasalarda Türkiye'nin önemini arttıracak ve uluslararası finansal entegrasyona katkıda bulunacaktır. Yeni TTK'nın denetim yaklaşımı uzman, mesleki yönden yeterli, teknik donanımlı, hukuki anlamda özenli, sorumluluğunun bilincinde olan, bağımsız bir denetçi tarafından Uluslararası Denetim Standartları (UDS)'na uygun, meslek etiğine bağlı olarak gerçekleştirilen, mesleğin gereği olan şüphelilikle yapılan ve şeffaf bir denetim olacaktır (Şanlı, 2011: 3).

Yeni TTK ve Bağımsız Denetime Getirdikleri: Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun bağımsız denetim alanına getirdikleri aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

- ✓ Yeni TTK, tüm işletmelerin muhasebe ve finansal raporlama konularında KGK (her ne kadar kanun metninde TMSK olarak ifade edilse de daha sonra bu yetki KGK'ya devredilmiştir) tarafından yayınlanan UFRS'lere uyumlu TFRS'lere uyma zorunluluğunu getirmektedir.
- ✓ Anonim şirketlerin ve şirketler topluluğunun finansal tabloları denetçi tarafından, uluslararası denetim standartlarıyla uyumlu **Türkiye Denetim Standartlarına** göre denetlenecektir.
- ✓ Yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu içinde yer alan finansal bilgilerin, denetlenen finansal tablolar ile tutarlı olup olmadığı ve gerçeği yansıtmadığı da denetim kapsamı içinde yer almaktadır.
- ✓ Yapılacak olan denetim, şirketin varlığını ve geleceğini tehdit eden tehlikeleri teşhis sistemlerinin şirkette bulunup bulunmadıklarını ve gerekli önlemlerin alınıp alınmadığını da (risk denetimi) kapsayacaktır.
- ✓ Denetçinin denetiminden geçmemiş finansal tablolar ile yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu düzenlenmemiş olarak sayılacaktır, diğer bir ifadeyle bu finansal tablolar üzerinden kar dağıtımı yapılamayacaktır.
- ✓ Tüm sanayileşmiş ülkelerle birlikte aynı finansal raporlama standartlarını uygulamak ve aynı yorum kurallarına bağlı olmak Türk işletmelerine uluslararası ve yabancı piyasalarda rekabet gücü sağlayacak ve Türk piyasasına uluslararası nitelik kazandıracaktır.

Yeni TTK'ya göre Denetim Raporu'na İlişkin Kurallar:

- ✓ Denetçi, yapılan denetimin türü, kapsamı, niteliği ve sonuçları hakkında, gereken açıklıkta, anlaşılır, basit bir dille yazılmış ve geçmiş yıllla karşılaştırmalı olarak hazırlanmış, finansal tabloları konu alan bir rapor düzenler.
- ✓ Faaliyet raporundaki finansal bilgilerin, finansal tablolarla tutarlılığı ve gerçeğe uygunluğu gözden geçirilmelidir. Fakat faaliyet raporunun denetlenmesi söz konusu değildir.
- ✓ Denetim raporunun esas bölümünde;
 - a) Defter tutma düzeninin, finansal tabloların ve topluluk finansal tablolarının, kanun ile esas sözleşmenin finansal raporlamaya ilişkin hükümlerine uygun olup olmadığı,
 - b) Yönetim kurulunun denetçi tarafından denetim kapsamında istenen açıklamaları yapıp yapmadığı ve belgeleri verip vermediği, açıkça ifade edilir.

Denetim raporunda bulunması gerekenler ise:

- ✓ Finansal duruma dair yönetim kurulunun değerlendirmesi,
- ✓ Şirketin varlığını sürdürebilmesine ve gelecek dönem gelişimine ilişkin analiz,
- ✓ Denetim sırasındaki belgeler kullanılarak şirketin finansal durumunun irdelenmesi,
- ✓ Defter tutma düzeni ve finansal tabloların, kanun ile esas sözleşmeye uygunluğu,
- ✓ Yönetim kurulunun denetçi tarafından istenen kayıtları ve açıklamaları verip vermediği,
- ✓ Finansal tablolar ve ticari defterlerin öngörülen hesap planına uygunluğu,
- ✓ TMS'ye göre şirketin finansal durum ve performansının gerçeğe uygunluğu,
- ✓ Riskin erken teşhis ve yönetimi uyarınca değerlendirme yapıldıysa bunun sonucu.
- ✓ Ayrıca, şirketi tehdit eden riskleri ve bunları tespit etmeye yönelik sistemlerin mevcut olmaması halinde, buna ilişkin çözüm önerilerini içeren ayrı bir rapor sunulur.
- ✓ Yıllık faaliyet raporuna ilişkin verilecek denetim raporunda verilen finansal bilgilerin ve bunlara dayalı incelemelerin finansal tablolarla tutarlılığı ve gerçeğe uygunluğu değerlendirilir.

Yeni TTK Çerçevesinde Denetim Sonucu Bildirilecek Denetim Görüşü

Tüm raporlar denetçi tarafından imzalanarak yönetim kuruluna sunulur. Yeni TTK'nın getirdiği en önemli yenilik görüş bildirmekten kaçınma ve olumsuz görüş verme konularındadır. Yeni kanunda yer alan denetim görüşleri şu şekildedir:

- **Olumlu Denetim Görüşü:** Denetçi, olumlu görüş verdiği takdirde yazısında, öncelikle 398 inci madde ve Türkiye Denetim Standartları uyarınca yapılan denetimde, Türkiye Muhasebe Standartları ve diğer gereklilikler bakımından herhangi bir aykırılığa rastlanmadığını; denetim sırasında elde edilen

bilgilere göre, şirketin veya topluluğun finansal tablolarının doğru olduğunu, malvarlığı ile finansal duruma ve kârlılığa ilişkin resmin gerçeğe uygun bulunduğunu ve tabloların bunu dürüst bir şekilde yansıttığını belirtir.

- **Sınırlı Olumlu Görüş:** finansal tabloların şirketin yetkili kurullarınca düzeltilebilecek aykırılıklar içerdiği ve bu aykırılıkların tablolarda açıklanmış sonuca etkilerinin kapsamlı ve büyük olmadığı durumlarda verilir. Sınırlamanın konusu, kapsamı ve düzeltmenin nasıl yapılabileceği sınırlandırılmış olumlu görüş yazısında açıkça gösterilir. Sınırlı olumlu görüş verilen hallerde genel kurul, gerekli önlem ve düzeltmeleri karara bağlar.
- **Olumsuz Görüş:** Sınırlı olumlu görüşe yol açan hususların finansal tablolar üzerindeki etkisinin kapsamlı ve büyük olduğu durumlarda verilir.
- **Görüş Bildirmekten Kaçınma:** Şirket defterlerinde, denetlemenin yapılmasına ve sonuçlara varılmasına olanak vermeyen ölçüde belirsizliklerin bulunması veya şirket tarafından denetlenecek hususlarda önemli kısıtlamaların yapılması hâlinde denetçi, bunları ispatlayabilecek delillere sahip olmasa bile, gerekçelerini açıklayarak görüş vermekten kaçınabilir.

Yeni TTK hükümlerine göre görüş bildirmekten kaçınma olumsuz görüş sonuçlarını doğurur. Buna göre denetim görüşünün olumsuz ya da görüş bildirmekten kaçınma olduğu hallerde:

- ✓ Olumsuz görüş yazılan veya görüş verilmesinden kaçınılan durumlarda genel kurul, söz konusu finansal tablolara dayanarak, özellikle açıklanan kâr veya zarar ile doğrudan veya dolaylı bir şekilde ilgili olan bir karar alamaz. (Bu hükme maddenin 6335 Sayılı Kanunla değiştirilen yeni halinde yer verilmemiştir. Denetçinin olumsuz görüş verdiği finansal raporlara ilişkin genel kurulun karar alabilmesi mümkün kılınmıştır).
- ✓ Yönetim Kurulu 4 gün içinde Genel Kurulu çağırır ve istifa eder. (6335 sayılı yasa gereği YK'nın istifa şartı kaldırılmıştır. Buna göre YK istifa etmeksizin genel kurul yeni bir YK seçecektir. Esas sözleşmede aksi öngörülmemişse, eski yönetim kurulu üyeleri yeniden seçilebilir.)
- ✓ Yeni Yönetim Kurulu 6 ay içinde olumlu görüş alacak şekilde finansal tabloları hazırlar ve denetim raporu ile birlikte Genel Kurul'a sunar.
- ✓ Anonim şirketin ve topluluğun finansal tablolarını düzenlemekle yükümlü ana şirketin yönetim kurulu, bilanço gününden itibaren altı ay içinde; finansal tabloları, yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunu, kâr dağıtımına ilişkin genel kurul kararını, denetçinin verdiği görüşü ve genel kurulun buna ilişkin kararını, Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan ettirir ve şirketin internet sitesine koyar.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Denetim raporları ve bu raporlarda yer alan denetçi görüşleri birçok çalışmanın hala odak noktası olmaya devam etmektedir. Ancak ne yazık ki, denetim görüşlerinin piyasada ya da ekonomik karar vericilerin karar verme süreçlerinde nasıl bir etkiye neden olduğu konusunda elde edilen sonuçlar konusunda bir tutarlılık olduğu söylenememektedir. Denetim görüşlerinin karar verme süreçlerinde önemli bir etkiye sahip olduğu savı ise pay senedi fiyatlarındaki değişimi açıklamada finansal tabloda yer alan kar tutar-

larının yetersiz olduğu iddiası ile önem kazanmaya başlamıştır (Beaver, 1981; Lev ve Ohlson, 1982). Muhasebe karlarının piyasa üzerindeki bilgilendirici ve yönlendirici yönünü ele alan muhasebe literatürü incelendiğinde karlar ile pay senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi ortaya koyan birçok çalışmaya rastlanılmaktadır (Ball ve Brown, 1968; Holthausen ve Verrecchia, 1990; Ryan, 1995). Ancak, pay senedi piyasasındaki değişimleri açıklamada kar rakamlarının yetersiz olduğuna ilişkin yapılan çalışmalar, kar haricindeki birtakım bilgilerin de dikkate alınması gerektiğini ortaya koymuştur (El-Gazzar ve diğerleri 2009; Ou, 1990). Bu açıdan bakıldığında ise denetim raporlarının ve özellikle de denetçi görüşlerinin dikkate alınması gerekliliği de açığa çıkmış ve bu alan da ele alınmaya başlanmıştır (Baskin, 1972; C. W. Chow ve S. J. Rice, 1982; Dopuch ve diğerleri 1986; Loudder ve diğerleri 1992).

Denetçi görüşlerinin piyasa üzerindeki etkisini ele alan çalışmalar temel olarak aslında denetim raporlarının bilgi değeri olup olmadığını sorgulamaktadır. Denetim raporlarının bilgi değeri ise piyasa katılımcılarının karar verme süreçlerini etkileyip etkilemediğine sıkı sıkıya bağlıdır. Dolayısıyla, eğer denetim raporlarında yer alan denetçi görüşü finansal tablo kullanıcılarının ekonomik karar verme süreçlerini etkiliyor ve bir şekilde yatırım, borç alma/verme, pay senedi alım satım işlemleri vb. kararlarında anlamlı bir farka neden oluyorsa, bu raporların bilgi değerinin olduğu söylenebilir. Literatürde bu alanda yapılan çalışmalar ve elde edilen sonuçlarda ise tam bir tutarlılık olduğu henüz söylenememektedir.

Yapılan çalışmalar genellikle olumsuz denetim raporlarının pay senedi piyasası üzerindeki etkisini ölçmeye yöneliktir. Genel olarak, olumsuz denetçi görüşlerinin şirket performans göstergelerinin (özellikle kar tutarlarının) dalgalı olduğu ve süreklilik göstermediği hakkında yatırımcıya sinyal verdiği savunulmaktadır (Choi ve Jeter, 1992). Bu alanda daha önceden yapılan çalışmalar (Abdel-Khalik ve Wu, 1996; Houghton, 1983; Robertson, 1988; Shen, 1997) denetim görüşlerinin piyasa üzerinde bir etkisi olmadığını savunurken yapılan son çalışmalarda (Bessell ve diğerleri, 2003; Chen ve diğerleri, 2000; C. Chow ve S. J. Rice, 1982; DeFond ve diğerleri 1999; Duréndez Gómez-Guillamón, 2003; Fleak ve Wilson, 1994; Frost, 1994; Liu, 1997; Miller ve diğerleri 1993; Sun ve diğerleri 1997) denetim görüşleri ile pay senedi piyasası arasında anlamlı ilişki olduğuna dair bulgular göze çarpmaktadır.

Gul (1990) pay senedi fiyatları üzerinde olumlu denetim raporu ile açıklama paragrafı eklenen veya metinde değişiklik gerektiren olumlu denetim raporunun etkisini analiz etmiştir. Elde edilen sonuçlara göre açıklama paragrafı eklenen denetim raporlarının pay senedi fiyatını olumsuz etkilediği gözlemlenmiştir.

Öte yandan Bessell ve diğerleri (2003) açıklama paragrafı eklenen ya da değişiklik gerektiren olumlu denetim raporlarının bilgi değerini Avustralya'da faaliyet gösteren banka ve finansal kuruluşlar için sorgulamışlardır. Sonuçlara göre rapora eklenen açıklama paragrafının yatırımcı için hiçbir bilgi değeri bulunmamaktadır ve pay senedi fiyatlarını etkilememektedir. Benzer şekilde C. W. Chow ve S. J. Rice (1982) ile Dodd ve diğerleri (1984), Baskin (1972), Martínez ve diğerleri (2004) denetim raporları ile piyasa tepkisi arasında anlamlı bir ilişki bulamamışken; Dopuch ve diğerleri (1986), Choi ve Jeter (1992) ve Loudder ve diğerleri (1992) açıklama paragrafı eklenen denetim raporlarının pay senedi fiyatlarında düşüşe neden olduğunu raporlamışlardır.

Dodd ve diğerleri (1984) açıklama paragrafı gerektiren denetim görüşü ile görüş vermektan kaçınma durumlarının pay senedi fiyatları üzerindeki etkisini ele almışlardır. Analizler birçok firmanın olumsuz

görüş içeren denetim raporlarının açıklanma tarihinin hemen öncesinde negatif anormal getiriler raporladığını göstermektedir. Ancak raporun açıklandığı tarihlerde anormal bir getiri gözlemlenmemiştir.

Ameen ve diğeri (1994) Amerika’da tezgah üstü piyasada işlem gören şirketler için olumsuz denetim görüşünün bilgi değerinin olup olmadığını olay çalışması yöntemi aracılığıyla sorgulamışlardır. Sonuçlara göre analiz edilen şirketlerin pay senedi fiyatlarında olumsuz denetim görüşünün açıklanmasının hemen öncesinde negatif hareketlenmeler gözlemlenmiştir, ancak olay tarihinde fiyat değişimi tespit edilmemiştir.

Chen ve diğeri (2000) Şangay Borsası’nda işlem gören şirketlerin pay senedi fiyatlarının olumlu ya da olumsuz denetim görüşleri karşısında değişip değişmediğini analiz etmişlerdir. Sonuçlara göre olumsuz denetim görüşüne sahip şirketler için olay tarihinde anormal negatif getiriler gözlemlenmiştir. Diğer taraftan olumsuz denetim raporları ile açıklama paragrafı gerektiren olumlu denetim raporları arasında anlamlı bir fark raporlanmamıştır.

Al-Thuneibat ve diğeri (2007) Ürdün Borsası’nda işlem gören şirketlerin olumsuz denetim raporları karşısında anormal getirilere sahip olup olmadıklarını sorgulamışlardır. Yapılan analiz sonuçlarına göre, olay süresince kimi şirketlerde pozitif anormal getiriler gözlemlenirken, kimi şirketlerde ise olumsuz anormal getiriler saptanmıştır. Sonuç olarak olumsuz denetim görüşlerinin pay senedi fiyatları ya da getirileri üzerinde anlamlı bir etkisi olduğuna dair bir kanıt ulaşılamamıştır.

Denetim raporlarında yer alan denetçi görüşlerinin bilgi değerini sadece pay senedi piyasasındaki değişimler üzerinden ele almayı piyasayı şekillendiren yatırım, borçlanma kararları üzerinden de analiz eden bazı çalışmalar mevcuttur. Duréndez Gómez-Guillamón (2003) denetim raporlarının pay senedi yatırım şirketlerinin yatırım ve kredi kuruluşlarının borç verme kararları üzerindeki etkisini sorgulamıştır. Araştırmanın analiz sonuçlarına göre denetçi görüşleri karar vericiler için önemli bir araçtır ve yatırım ve kredi verme davranışlarını anlamlı bir şekilde etkilemektedir.

Benzer şekilde Firth (1979) İngiltere’de kredi verme kuruluşlarında görevli personelin işletmenin sürekliliğine ilişkin endişeleri ön plana çıkaran denetim raporlarına yönelik algı ve tepkilerini analiz etmiştir. Bamber ve Stratton (1997) ise benzer araştırma sorusunu Amerika’da faaliyet gösteren kredi verme kuruluşları için sorgulamıştır. Sonuç olarak her iki çalışmada da kredi verenlerce olumsuz denetim görüşü (Firth, 1978, 1979) ya da metinde değişiklik içeren olumlu denetim raporunun (Bamber ve Stratton, 1997) işletmeye yönelik risk algısını arttırdığı görülmüştür. Lin ve diğeri (2003) Çin’de faaliyet gösteren yatırımcı ve kredi verme kuruluşlarının olumlu ve olumsuz denetim görüşleri karşısında karar süreçlerinin etkilenip etkilenmediğini sorgulamıştır. Elde edilen sonuçlara göre olumsuz denetim görüşleri şirkete ilişkin yatırım ve borç verme kararlarını olumsuz etkilemektedir.

Türkiye’de ise denetim görüşlerine ilişkin literatür çok kapsamlı değildir. İMKB’de işlem gören 100 adet şirketin 2000-2005 yılları denetim raporlarında yer alan denetim görüşlerinin incelendiği bir çalışmada (Aygören ve Uyar, 2007) incelenen toplam 600 denetim raporunda 470 kez olumlu denetim görüşü, 126 kez şartlı denetim görüşü verilmiş, 4 kez de görüş bildirmekten kaçınılmıştır. 2000-2005 yılları arasında hiç olumsuz denetim görüşü verilmemiştir. 2005-2012 yılları arasında ise benzer şekilde hiç olumsuz görüş verilmemiş, 2010 yılında 4, 2011 yılında 3 ve 2012 yılında ise 3 şirket için görüş

bildirmekten kaçınma denetim görüşü verilmiştir. Denetim görüşlerinin pay senedi piyasası üzerindeki etkisine ilişkin ise Türkiye’de faaliyet gösteren şirketleri için yapılmış bir çalışma mevcut değildir. Bu açıdan bakıldığında bu çalışmanın bu alandaki boşluğu kapatabileceği ve ileriki zamanda yapılacak çalışmalara yol gösterebileceği düşünülmektedir.

4. VERİ YÖNTEM VE HİPOTEZLER

4.1. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlere olumsuz görüş veya görüş bildirmekten kaçınma şeklinde denetim raporu verilmesinin bu şirketlerin finansal performanslarında anlamlı bir etkisinin olup olmadığıdır.

4.2. Veri

Bu çalışmanın örneklemini Borsa İstanbul’da 2005-2017 zaman aralığında işlem gören ve olumsuz denetim görüşü ya da görüş vermektan kaçınma şeklinde denetim raporları kamuya açıklanan şirketler oluşturmaktadır. Bu çerçevede yapılan incelemeler sonucunda 2005-2017 zaman aralığı için olumsuz denetim görüşü ya da görüş vermektan kaçınma raporlarına sahip 25 olay¹ gözlemlenmiştir. Ancak bazı şirketlerin olay çerçevesi süresince pay senedi fiyat bilgilerinin olmaması nedeniyle söz konusu şirketler analiz dışı bırakılmıştır. Sonuç olarak olumsuz ya da görüş vermektan kaçınma şeklinde denetim raporlarına sahip, denetim raporunun kamuya açıklanma tarihi açık ve olay çerçevesi süresince pay senedi fiyat bilgisi tam ve eksiksiz olan 22 örnek olay çalışma kapsamında analiz edilmiştir.

4.3. Hipotezler

Çalışmanın literatür başlığı altında tartışıldığı gibi olumsuz görüş ya da görüş bildirmektan kaçınma denetçi görüşüne sahip şirket paylarının bu habere karşı tepkileri konusunda görüş birliği yoktur. Yapılan çalışmalara göre bu haber sonucunda pay senetlerinin negatif anormal tepki verdiği, tepki vermediği hatta pozitif anormal tepkiler verdiğini ifade eden sonuçlar elde edilmiştir. Ancak söz konusu denetçi görüşünün yatırımcılar açısından firma ile ilgili risk algısının arttırmasına neden olacağı ve bu nedenle pay senedi getirilerinde düşüş yaşanması beklenebilir. Bu nedenle çalışma kapsamında olumsuz ya da görüş bildirmektan kaçınan denetçi görüşüne sahip şirket paylarının bu olayın duyurulmasına vereceği günlük tepkiyi ölçmek için oluşturulan hipotez aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

H1₀: Kamuya açıklanan şirket bilgileri kapsamında bağımsız denetim raporlarının olumsuz görüş içermesi ya da görüş bildirmektan kaçınmasının olay penceresi gün bazında şirket pay senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H1 hipotezinin alternatifi ise aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir:

H1_A: Kamuya açıklanan şirket bilgileri kapsamında bağımsız denetim raporlarının olumsuz görüş içermesi ya da görüş bildirmektan kaçınmasının olay penceresi gün bazında şirket pay senedi getirileri üzerinde negatif yönde anlamlı bir etkisi vardır.

1 Söz konusu olaylar Ek 1’de raporlanmıştır.

Pay senedi getirilerinin olay penceresinde kümülatif anlamlı tepkiler verip vermediğinin sınaması amacıyla kurulan hipotez aşağıdaki gibidir:

H₂₀: Kamuya açıklanan şirket bilgileri kapsamında bağımsız denetim raporlarının olumsuz görüş içermesi ya da görüş bildirmekten kaçınılmasının olay penceresinde kümülatif olarak şirket pay senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H2 hipotezinin alternatifi ise aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir:

H2A: Kamuya açıklanan şirket bilgileri kapsamında bağımsız denetim raporlarının olumsuz görüş içermesi ya da görüş bildirmekten kaçınılmasının olay penceresinde kümülatif olarak şirket pay senedi getirileri üzerinde negatif yönde anlamlı bir etkisi vardır.

4.4. Yöntem

Hipotezlerin test edilmesinde kullanılacak araştırma yöntemi olarak ise “olay çalışması” (event study) yöntemi seçilmiştir. Denetim görüşlerinin şirket finansal performansı (bu çalışmada finansal performans pay senedi fiyatı ve getiriler üzerinden ölçülecektir) üzerindeki etkisini ortaya çıkarmak için ilgili görüşün kamuya açıklandığı tarih baz alınarak bu tarihin öncesi ve sonrasındaki performans farklılaşması gözlemlenmiştir. Denetim raporlarının finansal performans üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemiyle ortaya koymaya çalışan pek çok çalışma mevcuttur (Al-Thuneibat ve diğerleri, 2007; Bessell ve diğerleri, 2003; Duréndez Gómez-Guillamón, 2003; Estes ve Reimer, 1979; Houghton, 1983; Lin ve diğerleri, 2003; Miller ve diğerleri, 1993; Mong ve Roebuck, 2005; Robertson, 1988).

Olay çalışması diğer alanların yanında muhasebe ve finans alanında firmaya özgü ya da genel ekonomik olay etkilerinin incelenmesinde kullanılmaktadır. Örneğin birleşme ve satın alma, makroekonomik verilerin duyurulması ve firmaya ait dönem sonu kâr/zarar bilgilerin ilan edilmesinin etkileri söz konusu yöntem kullanılarak incelenmektedir (Ebneith ve Theuvsen, 2007; Manickam ve Kaliyamurthy, 2009).

Olay çalışmasının geçmişi pay senedi bölünmesinin pay senedi fiyatı üzerindeki etkilerini inceleyen Dolley (1933) çalışmasına dayanmaktadır. Günümüzde de olay çalışması yöntemi yaygın olarak kullanılmaktadır. Olay çalışmasında öncelikle etkisi incelenecek olay belirlenir. Daha sonra söz konusu olaydan etkilenen ve incelenecek firmalar tespit edilir. Olayın etkisinin incelenmesi için anormal getirilerin (abnormal return) hesaplanması gerekmektedir (MacKinlay, 1997). Anormal getirilerin hesaplanmasında aşağıdaki model kullanılmıştır;

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Denklik 1})$$

Modelde yer alan R_{it} ve R_{mt} değişkenleri sırasıyla i firmasının ve pazar portföyünün getirisini ifade etmektedir. Pazar portföyü pay senedi getirisinin belli bir dönemde karşılaştırılma yapılabilmesi için bir endeksi, portföyü ya da sektörü ifade etmektedir. Bu çalışmada pazar portföyünü BIST Sınai Endeksi temsil etmektedir. α_i , β_i ise pazar modelinin parametreleridir. Söz konusu modelin tahmininde en düşük 1066 en yüksek 1675 günlük veri kullanılmıştır. i firmasına ait getiri ise aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır;

$$R_{it} = 100 * \ln \left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right) \quad (\text{Denklik 2})$$

P_{it} i firmasının t günündeki pay senedi kapanış fiyatını ifade etmektedir. Pazar endeksinin getirisi de aynı yöntemle hesaplanmaktadır. Pazar modelinde normal getirilerin tahmin edilebilmesi için bir tahmin dönemine ihtiyaç duyulmaktadır. Tahmin döneminden elde edilen α_i, β_i değerleri yardımıyla firmanın olay dönemindeki anormal getirisi (AR_{it}) aşağıdaki denklik yardımıyla hesaplanmaktadır;

$$AR_{it} = R_{it} - (b_0 + b_1 R_{mt}) \quad (\text{Denklik 3})$$

Denklik 3 yardımıyla hesaplanan her bir AR değerinin sıfırdan farklı olup olmadığını belirlemek için t-istatistik değeri aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır;

$$t = AR_{it} / \sigma_y \quad (\text{Denklik 4})$$

σ_y Denklik 1'den elde edilen regresyon standart hatasını ifade etmektedir. Denklik 3 yardımıyla hesaplanan AR değerlerinden yola çıkarak olay penceresindeki toplam anormal getiriler ise (CAR) aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır;

$$CAR_{it;t+K} = \sum_K AR_{it+K} \quad (\text{Denklik 5})$$

Hesaplanan CAR değerleri olay penceresindeki toplam anormal getirileri ifade etmektedir. Her bir CAR değerinin sıfırdan farklı olup olmadığını belirlemek için kullanılacak t-istatistik formülü aşağıdaki şekildedir;

$$t = \frac{CAR_{it;t+K}}{\sqrt{K} \sigma_{Rit}} \quad (\text{Denklik 6})$$

Denklik 6'da yer alan σ_{Rit} tahmin edilen R_{it} değerlerine ait (Denklik 1) regresyon standart hatasını, K ise toplama dahil edilen gözlem sayısını belirtmektedir. Bu denklikler yardımıyla hesaplanan AR ve CAR değerlerinin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde sıfırdan farklı olması incelenen olayın pay senedi fiyatı üzerinde etkisi olduğu şeklinde değerlendirilmektedir.

5. AMPİRİK BULGULAR

Bu çalışmada olay çalışması yöntemi ile 22 olumsuz görüş bildirme ya da görüş bildirmekten kaçınma denetçi görüşü duyurusunun yapıldığı tarih ekseninde pay senedi fiyat performansı incelenmiştir. Bu doğrultuda öncelikle olaylara ait AR değerleri Denklik 1 ve Denklik 3 yardımıyla hesaplanmıştır. Daha sonra elde edilen AR değerlerinin istatistiksel olarak sıfırdan farklı olup olmadığını test etmek amacıyla tek örneklem t testi Denklik 4 yardımıyla gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda elde edilen bulgular Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 1’de 21 günlük olay penceresi kapsamında (t-10 dan t10 a kadar) her bir olaya ilişkin AR değerleri raporlanmıştır. Söz konusu AR değerlerinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını ifade etmek için de anlamlı değerler kalın ve italik olarak raporlanmıştır. Tabloda sunulan bulgular incelendiğinde, olay gününe (t_0) ait yalnızca iki örnekte negatif ve istatistiksel olarak anlamlı anormal getirilerin olduğu, dört örnekte de pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı anormal getirilerin olduğu görülmektedir. Denetçi görüşünün kamuya açıklanmasından bir gün sonra ise (t1) yine aynı iki örneğin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı anormal getirilere sahip olduğu dikkati çekmektedir. Ancak bu şirketlere ait devam eden süreçte herhangi bir anlamlı anormal getiri gerçekleşmemiştir. Dolayısıyla elde edilen bulgular kapsamında 8. ve 16. olaylar dışında denetçi görüşünün kamuya açıklanmasının pay senedi getirilerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif bir anormal getiriye neden olmadığı görülmüştür. Beklenti, olumsuz görüş bildirme ya da görüş bildirmekten kaçınma denetçi görüşü duyurusunun pay senedinde negatif ve anlamlı bir anormal getiriye neden olmasıdır. Söz konusu iki örneğin olay tarihinden önceki değerleri dikkate alındığında, her iki örneğe konu olan şirket pay senetlerinin de olay öncesi üç günde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı anormal getirilere sahip olduğu dikkati çekmektedir. Bu bulgudan yola çıkarak 8. ve 16. olaylara konu olan pay senetlerinin olumsuz görüş bildirme ya da görüş bildirmekten kaçınma denetçi görüşü duyurusuna negatif ve anlamlı tepkiler verdiği ifade edilebilir.

Tablo 1 Olay Penceresi Bulguları

	t-10	t-9	t-8	t-7	t-6	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6	t+7	t+8	t+9	t+10
1. Olay	-0,06	0,00	0,05	0,01	0,00	0,01	-0,05	0,02	0,02	-0,10	0,11	-0,01	0,01	-0,02	-0,02	0,03	0,00	0,00	0,00	-0,02	0,08
2. Olay	-0,01	-0,01	0,00	0,01	-0,02	0,02	0,00	-0,03	0,00	-0,01	-0,04	0,09	-0,05	0,04	-0,03	0,00	-0,01	0,00	-0,04	0,00	0,05
3. Olay	0,05	-0,07	0,04	0,00	0,00	0,01	-0,03	0,00	0,00	0,03	-0,04	0,03	0,00	-0,03	0,03	0,00	-0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Olay	-0,01	-0,03	0,00	0,04	0,00	0,03	-0,09	0,08	0,00	0,00	0,00	-0,03	0,00	0,00	0,01	-0,01	-0,05	0,04	0,00	0,03	-0,03
5. Olay	0,00	-0,02	-0,06	0,03	0,01	0,03	-0,02	0,04	0,02	0,01	-0,01	-0,04	0,01	0,01	0,00	-0,01	0,00	-0,01	-0,01	-0,03	-0,01
6. Olay	0,04	-0,04	0,03	-0,02	-0,03	-0,13	0,10	0,01	0,07	-0,03	0,10	0,08	-0,02	-0,08	0,00	0,01	0,04	0,04	0,06	0,03	0,06
7. Olay	-0,04	0,06	-0,03	0,03	-0,02	-0,06	0,02	0,04	0,01	0,06	0,10	-0,03	-0,01	-0,02	-0,02	-0,05	0,04	-0,02	0,03	-0,01	-0,06
8. Olay	-0,02	0,02	0,00	-0,04	0,00	-0,01	0,00	0,10	0,10	0,09	-0,12	-0,11	0,00	0,11	0,08	-0,13	0,00	0,05	-0,03	-0,01	-0,02
9. Olay	-0,01	0,01	0,00	-0,01	-0,02	-0,01	0,01	0,01	0,02	0,03	0,04	0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,04	0,05	-0,02	-0,01	-0,01	0,00
10. Olay	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,01	0,00	0,03	0,01	-0,03	0,06	-0,01	-0,02	-0,03	-0,01	-0,03	0,03	-0,02	0,02	0,00	-0,03	-0,01
11. Olay	-0,03	0,00	-0,01	0,00	0,01	-0,03	0,00	0,00	0,00	-0,01	0,00	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	-0,03	0,04	-0,03	0,00	-0,01
12. Olay	-0,01	0,04	0,00	-0,04	-0,02	0,01	-0,02	0,06	-0,02	-0,02	0,04	0,00	-0,02	0,05	0,01	0,06	0,03	0,01	-0,10	0,02	0,00
13. Olay	-0,09	0,01	0,02	0,09	0,04	-0,03	-0,03	-0,03	0,01	-0,06	-0,01	0,00	-0,05	0,03	-0,01	-0,01	-0,02	0,03	-0,03	0,00	-0,02
14. Olay	0,00	0,00	0,00	-0,03	0,02	0,00	0,03	-0,02	0,00	0,03	0,02	-0,05	0,00	-0,01	0,00	0,00	-0,02	-0,01	0,00	0,00	-0,04
15. Olay	-0,04	0,03	0,00	0,00	0,01	-0,03	0,03	-0,03	0,00	-0,01	-0,03	0,03	-0,01	0,00	0,00	0,00	-0,03	0,01	0,01	0,00	0,03
16. Olay	0,02	-0,02	-0,02	-0,01	0,00	-0,01	0,00	0,10	0,10	0,09	-0,08	-0,07	-0,03	0,08	0,00	-0,02	-0,06	0,04	0,01	-0,03	-0,04
17. Olay	-0,01	0,01	0,09	-0,01	-0,06	-0,05	0,07	0,01	0,00	0,01	0,03	0,06	0,01	0,04	0,04	0,02	-0,02	0,01	-0,08	-0,04	0,01
18. Olay	0,00	0,01	-0,02	-0,03	0,00	0,01	0,04	-0,06	0,05	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	-0,03	0,00	-0,01	0,00	0,04	0,00	-0,01
19. Olay	-0,02	-0,06	0,03	0,03	-0,03	0,01	-0,03	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03	0,00	0,00	-0,07	0,03	-0,03	0,00	0,00	0,00	0,03
20. Olay	-0,04	0,01	0,00	0,04	0,00	-0,05	0,05	-0,10	0,05	0,00	-0,01	0,00	0,00	-0,04	0,00	0,06	-0,05	0,02	0,02	0,01	0,00
21. Olay	0,01	-0,01	-0,04	0,02	0,02	0,00	0,08	0,04	-0,05	0,02	0,15	0,11	-0,05	0,11	0,10	-0,04	-0,04	-0,07	0,00	0,03	-0,02
22. Olay	-0,01	-0,04	0,01	-0,01	0,01	-0,01	0,00	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01	-0,03	0,00	0,05	-0,01	-0,01	-0,03	0,02	-0,01	-0,02	-0,02

$AR_{it} = R_{it} - (b_0 + b_1 R_{mt})$, Modelde yer alan R_{it} ve R_{mt} değişkenleri sırasıyla i firmasının ve pazar portföyünün getirisini ifade etmektedir. ($t =$

$AR_{it}/\sigma_{\hat{y}_t}$, $\sigma_{\hat{y}_t}$ Denklik 1'den elde edilen regresyon standart hatasını ifade etmektedir) İstatistiksel olarak anlamlı olan bulgular kalın ve italik olarak ifade edilmiştir.

8. ve 16. olayda incelen firmalara ait olay öncesi dönemde (t-3'den itibaren) istatistiksel olarak anlamlı pozitif anormal getiriler söz konusu iken olay günü ve takip eden birinci günde (t0 ve t+1) istatistiksel olarak anlamlı negatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Buradan yola çıkarak firmaların yayınladığı finansal raporlara ilişkin denetçi görüş açıklama olayının pay senedi fiyatları üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak aynı firmalara ait pay senetlerinin t+3 ve t+4 günlerinde pozitif yönde anormal getirilere sahip oldukları, t+5 gününde ise negatif yönlü anormal getirilere sahip oldukları görülmektedir. Bu durumun nedeni denetçi görüş açıklama olayı etkisinin kısa dönemli olması (yalnızca t+1) olarak değerlendirilebilir.

Tablo 1'de raporlanan bulgulara göre 8. ve 16. olay dışındaki olaylar için H1 boş hipotez kabul edilmektedir. Diğer bir ifadeyle olaylara konu olan şirket paylarının olumsuz görüş bildirme ya da görüş bildirmekten kaçınma denetçi görüşü duyurusuna herhangi bir tepki vermediği, bu duyurunun pay senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı belirlenmiştir. Diğer taraftan 8. ve 16. olaylar için ise H1 alternatif hipotez kabul edilmiştir. Buna göre, olay günü ve bir sonraki günde her iki olaya konu olan pay senetleri olumsuz görüş bildirme ya da görüş bildirmekten kaçınma denetçi görüşü duyurusuna negatif yönde ve anlamlı anormal getirilerle tepki vermiştir.

Çalışmada incelenen olay penceresinde denetçi görüşü açıklama etkisinin kümülatif anormal getiriler (CAR) vasıtasıyla da ele alınmıştır. Bu noktada öncelikle her olaya ait günlük AR değerleri Denklik 5 yardımıyla kümülatif olarak hesaplanmış ve elde edilen CAR değerlerinin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde sıfırdan farklı olup olmadığı Denklik 6 yardımıyla test edilmiştir. Elde edilen bulgular Tablo 2'de raporlanmıştır. Tablo 2'de 22 farklı olaya ait olay öncesi 10 güne (CAR t-10,t-1), olay öncesi beş güne (CAR t-5,t-1), olay öncesi üç güne (CAR t-3,t-1) ve olay öncesi bir gün ve olay gününe (CAR t-1,t₀) ait kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Aynı gözlem aralıklarında olay sonrası dönem için de CAR değerleri hesaplanmıştır. Tablo 2'de yer alan p sütunlarında her bir inceleme penceresine ait hesaplanan CAR değerlerinin istatistiksel olarak sıfırdan farklı olup olmadığına ait testin olasılık değerleri raporlanmıştır.

Tablo 2 Kümülatif Anormal Getiri Bulguları

	CAR _{t-10,t-1}	p	CAR _{t-5,t-1}	p	CAR _{t-3,t-1}	p	CAR _{t-1,t0}	p	CAR _{t0,t+1}	p	CAR _{t+1,t+3}	p	CAR _{t+1,t+5}	p	CAR _{t+1,t+10}	p
1. Olay	-0,11	-0,90	-0,10	-1,16	-0,06	-0,95	0,01	0,17	0,10	1,87	-0,02	-0,25	-0,01	-0,16	0,05	0,40
2. Olay	-0,05	-0,41	-0,03	-0,37	-0,04	-0,64	-0,05	-0,98	0,04	0,76	0,08	1,21	0,05	0,54	0,04	0,34
3. Olay	0,02	0,19	0,01	0,12	0,04	0,52	-0,01	-0,14	-0,01	-0,14	0,00	-0,01	0,03	0,31	-0,01	-0,11
4. Olay	0,01	0,07	0,01	0,12	0,08	1,17	0,00	0,06	-0,03	-0,53	-0,03	-0,44	-0,03	-0,38	-0,05	-0,39
5. Olay	0,04	0,35	0,07	0,89	0,07	1,02	0,00	-0,01	-0,05	-0,90	-0,02	-0,34	-0,04	-0,46	-0,09	-0,75
6. Olay	0,00	0,01	0,02	0,20	0,05	0,65	0,07	1,28	0,19	3,28	-0,02	-0,25	0,00	-0,05	0,23	1,80
7. Olay	0,07	0,63	0,07	0,81	0,11	1,70	0,16	3,20	0,07	1,46	-0,05	-0,88	-0,12	-1,49	-0,13	-1,18
8. Olay	0,24	2,05	0,28	3,37	0,29	4,49	-0,03	-0,51	-0,23	4,38	-0,01	-0,08	-0,05	-0,64	-0,07	-0,62
9. Olay	0,04	0,31	0,07	0,75	0,06	0,94	0,08	1,41	0,05	0,90	-0,03	-0,39	-0,08	-0,97	-0,07	-0,59
10. Olay	0,04	0,34	0,06	0,72	0,04	0,55	0,05	0,95	-0,03	-0,56	-0,06	-0,86	-0,06	-0,63	-0,10	-0,82
11. Olay	-0,07	-0,56	-0,03	-0,42	0,00	-0,08	-0,01	-0,13	-0,01	-0,13	-0,02	-0,29	-0,02	-0,24	-0,05	-0,41
12. Olay	-0,01	-0,05	0,02	0,25	0,03	0,40	0,02	0,37	0,04	0,69	0,02	0,30	0,09	1,07	0,05	0,39
13. Olay	-0,09	-0,70	-0,15	-1,67	-0,08	-1,23	-0,07	-1,23	-0,01	-0,17	-0,03	-0,43	-0,05	-0,58	-0,09	-0,74
14. Olay	0,02	0,13	0,03	0,38	0,01	0,12	0,05	0,93	-0,03	-0,55	-0,06	-0,83	-0,06	-0,62	-0,13	-1,01
15. Olay	-0,03	-0,27	-0,03	-0,39	-0,04	-0,54	-0,04	-0,72	-0,01	-0,11	0,02	0,27	0,02	0,20	0,03	0,21
16. Olay	0,25	2,14	0,28	3,44	0,29	4,56	0,01	0,21	-0,15	-2,88	-0,02	-0,34	-0,04	-0,53	-0,11	-0,98
17. Olay	0,07	0,54	0,04	0,49	0,02	0,27	0,04	0,74	0,10	1,75	0,11	1,64	0,17	1,99	0,06	0,49
18. Olay	-0,02	-0,13	0,03	0,29	-0,02	-0,26	0,03	0,52	0,02	0,44	0,00	-0,01	-0,03	-0,28	0,00	-0,02
19. Olay	-0,07	-0,59	-0,02	-0,27	0,00	-0,03	0,02	0,44	0,05	1,00	0,03	0,44	-0,01	-0,11	-0,01	-0,11
20. Olay	-0,03	-0,27	-0,05	-0,63	-0,05	-0,76	-0,01	-0,15	-0,01	-0,29	-0,04	-0,70	0,01	0,15	0,01	0,08
21. Olay	0,08	0,68	0,10	1,10	0,01	0,16	0,16	2,93	0,26	4,66	0,18	2,60	0,24	2,75	0,14	1,13
22. Olay	-0,08	-0,66	-0,04	-0,45	-0,03	-0,49	-0,02	-0,34	-0,04	-0,78	0,01	0,20	-0,01	-0,07	-0,07	-0,62

$$CAR_{it:t+K} = \sum_K AR_{it+K} \quad t = \frac{CAR_{it:t+K}}{\sqrt{K} \sigma_{R_{it}}}$$

İfadeye yer alan yer alan $\sigma_{R_{it}}$ tahmin edilen R_{it} değerlerine ait (Denklik 1) regresyon standart hatasını, K ise toplama dahil edilen gözlem sayısını belirtmektedir. İstatistiksel olarak anlamlı olan bulgular kalın ve italik olarak ifade edilmiştir.

Tablo 2’de raporlanan değerler inceleme döneminde firmalara ait AR değerlerinin sunulduğu Tablo 1’de yer alan bulgularla benzerlik göstermektedir. Tablo 2’de yer alan bulgular incelendiğinde olay günü ve bir sonraki gün için (CAR t_0, t_0+1) beş olaya konu olan pay senetlerinde istatistiksel olarak anlamlı anormal getirilerin oluştuğu görülmektedir. Ancak bu anormal getirilerin yalnızca iki tanesi (8. ve 16. olay) negatif yönlü olup, diğer üç tanesi (1. 6. ve 21. olay) pozitif yönlüdür. Olay öncesi ve olay dönemi bulguları incelendiğinde ise iki olaya (7. ve 21. olay) konu olan pay senetlerinde istatistiksel olarak anlamlı anormal getirilerin oluştuğu görülmektedir. Ancak bu anormal getirilerin de pozitif yönlü olduğu görülmektedir.

Tablo 1’de raporlanan bulgularda 8. ve 16. olaylara ilişkin tespit edilen olay öncesi üç güne ait pozitif anormal getirilerin olay öncesi üç güne ait (CAR $t-3, t-1$) kümülatif anormal getirilerde de oluştuğu görülmektedir. Ancak olaydan bir gün öncesi ve olay penceresinde (CAR $t-1, t_0$) ise bu olaylara ilişkin istatistiksel olarak bir anormal getiri söz konusu değildir. Bu durum olay günü öncesi pozitif anormal getirilerle olay günü gerçekleşen negatif anormal getirilerin birbirini ortadan kaldırmasından kaynaklanmıştır.

Diğer olaylarda tespit edilen anormal getiriler dikkate alındığında olay öncesi ve olay sonrası pencerede herhangi bir trendi izleyen anormal getirilerin oluşmadığı ifade edilebilir. Bu noktadan hareketle 8. ve 16. olaylar dışındaki olaylara konu olan pay senetleri için H2 boş hipotezi kabul edilmektedir. Diğer bir ifadeyle olaylara konu olan şirket paylarının kamuya açıklanan şirket bilgileri kapsamında bağımsız denetim raporlarının olumsuz görüş içermesi ya da görüş bildirmekten kaçınılmasının olay penceresinde kümülatif olarak şirket pay senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur. Diğer taraftan 8. ve 16. olaylara konu olan şirket pay senetleri için olay günü ve bir sonraki güne ait pencereden elde edilen bulgular kapsamında H2 boş hipotez reddedilmiş, alternatif hipotez kabul edilmiştir. Diğer bir ifadeyle olaylara konu olan şirket paylarının kamuya açıklanan şirket bilgileri kapsamında bağımsız denetim raporlarının olumsuz görüş içermesi ya da görüş bildirmekten kaçınılmasının olay penceresinde kümülatif olarak şirket pay senedi getirileri üzerinde negatif yönde anlamlı bir etkisi vardır.

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Denetçi görüşleri ile şekillenen denetim raporu bağımsız denetim sürecinin en önemli çıktısıdır ve denetçilerle finansal tablo kullanıcıları arasında iletişimi sağlayan tek iletişim aracıdır. Ancak denetim raporlarının ekonomik karar vericilerin karar verme süreçlerini nasıl etkilediği, bilgi değeri olup olmadığı konusunda yapılan sonuçlar birbirleriyle tutarlı sonuçlar vermemiştir. Dolayısıyla bu alanın hala araştırılmaya ve geliştirilmeye açık olduğu söylenebilir. Bu çalışma kapsamında Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler seçilmiş ve 2005-2017 yılları arasında olumsuz görüş içeren ya da görüş bildirmekten kaçınılan denetim raporlarına sahip şirketlerin finansal performansları gözlemlenmiş ve denetçi görüşünün finansal performans üzerindeki etkisi incelenmiştir. Diğer bir ifadeyle denetçi görüşlerinin yatırımcıların karar verme süreçleri üzerindeki etkisi ve bilgi değeri olup olmadığı sorgulanmıştır.

Çalışmada olumsuz ya da görüş bildirmekten kaçınan denetçi görüşü duyurusunun şirket pay senedi getirisi üzerindeki etkisi olay çalışması yöntemi kullanılarak 22 olay dahilinde incelenmiştir. Söz konusu inceleme olay penceresi olarak belirlenen 21 gün için hem gün bazında, hem de kümülatif olarak gerçekleştirilmiştir. Elde edilen bulguların olay penceresindeki ayrı günlere ait anormal getirilerine ve

kümülatif anormal getirilerine göre değerlendirildiğinde benzerlik gösterdiği ifade edilebilir. İncelenen 22 olayın yalnızca ikisinde (8. ve 16. olay) çalışma kapsamında ifade edilen beklentiyi destekleyen bulgular elde edilmiştir. Söz konusu iki olayda da olumsuz ya da görüş bildirmekten kaçınan denetçi görüşüne sahip şirket pay senetlerinin olay günü ve bir gün sonrasında hem gün bazında hem de kümülatif anlamlı negatif anormal getirilere sahip olduğu gözlemlenmiştir. Bu olayların olay öncesi üç gününde de pozitif yönlü anormal getirilerin tespit edilmiş olması sonucunda, olumsuz ya da görüş bildirmekten kaçınan denetçi görüşünün şirket pay senedi getirilerinde negatif yönlü anlamlı getirilere neden olduğu değerlendirilmiştir. Ancak incelenen diğer 20 olay için benzer yorumların yapılmasına olanak tanıyan bulgular elde edilmemiştir. Bu nedenle çalışma sonuçları özet olarak olumsuz ya da görüş bildirmekten kaçınan denetçi görüşünün pay senedi getirisi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı, anlamlı etkiler konusunda sınırlı bulgular elde edildiği şeklinde değerlendirilebilir.

Yeni TTK çerçevesinde görüş bildirmekten kaçınma denetim görüşünün olumsuz görüşle aynı ağır sonuçları doğurması şirketlerin finansal tabloları daha yüksek bir titizlikle hazırlanmalarını sağlayabilecektir. Ancak yeni kanuna uyum süreci sıkıntılı da olabilecek, görüş bildirmekten kaçınma ya da olumsuz görüşe maruz kalan işletmelerin faaliyet süreçleri ve/veya pay senedi performansları bu durumdan negatif etkilenebilecektir. Bu bağlamda denetim raporunda yer alan görüşlerin pay senedi getirileri ve performans göstergeleri üzerindeki olası etkilerinin önümüzdeki günlerde çalışılması önemli bazı bulgulara erişmeyi mümkün kılacaktır.

Çalışmanın sonuçları değerlendirilirken çalışmanın kısıtları da göz önünde bulundurulmalıdır. Öncelikle bu çalışmanın belki de en önemli kısıtı örneklem sayısının azlığıdır. Türkiye’de faaliyet gösteren şirketlerin denetim raporları incelendiğinde neredeyse hepsinin olumlu denetim raporu ya da açıklama paragrafı eklenen veya metinde değişiklik gerektiren olumlu denetim raporuna sahip olduğu görülmektedir. Dolayısıyla olumsuz rapor ya da görüş bildirmekten kaçınma durumları yok denecek kadar azdır. Ancak bu durumun ne kadar güvenilir olduğu ve gerçeği yansıttığı da çalışılması gereken bir diğer araştırma alanıdır.

KAYNAKÇA

- Abdel-Khalik, A., & Wu, A. (1996). The association between stock prices and accounting disclosure in the emerging Chinese capital market. Retrieved from
- Al-Thuneibat, A. A., Khamees, B. A., & Al-Fayoumi, N. A. (2007). The effect of qualified auditors' opinions on share prices: evidence from Jordan. *Managerial Auditing Journal*, 23(1), 84-101.
- Ameen, E. C., Chan, K., & Guffey, D. M. (1994). Information content of qualified audit opinions for over-the-counter firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(7), 997-1011.
- Arens, A. A., Elder, R. J., & Mark, B. (2012). *Auditing and assurance services: an integrated approach*: Boston: Prentice Hall.
- Aygören, H., & Uyar, S. (2007). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) Denetim Görüşlerinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi. *İMKB Dergisi*, 9(36), 33-51.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Bamber, E. M., & Stratton, R. A. (1997). The information content of the uncertainty-modified audit report: Evidence from bank loan officers. *Accounting Horizons*, 11(2), 1.
- Baskin, E. F. (1972). The communicative effectiveness of consistency exceptions. *The Accounting Review*, 47(1), 38-51.
- Beaver, W. H. (1981). Market Efficiency. *The Accounting Review*, 56(1), 23-37. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/246460>
- Bessell, M., Anandarajan, A., & Umar, A. (2003). Information content, audit reports and goingconcern: an Australian study. *Accounting & Finance*, 43(3), 261-282.
- Chen, C. J., Su, X., & Zhao, R. (2000). An emerging market's reaction to initial modified audit opinions: Evidence from the Shanghai Stock Exchange. *Contemporary Accounting Research*, 17(3), 429-455.
- Choi, S. K., & Jeter, D. C. (1992). The effects of qualified audit opinions on earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 229-247.
- Chow, C., & Rice, S. J. (1982). Qualified audit opinions and share prices-An investigation. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 1(2), 35-53.
- Chow, C. W., & Rice, S. J. (1982). Qualified audit opinions and auditor switching. *Accounting Review*, 57(2), 326-335.
- DeFond, M. L., Wong, T.-J., & Li, S. (1999). The impact of improved auditor independence on audit market concentration in China. *Journal of Accounting and Economics*, 28(3), 269-305.
- Dodd, P., Dopuch, N., Holthausen, R., & Leftwich, R. (1984). Qualified audit opinions and stock prices: Information content, announcement dates, and concurrent disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 6(1), 3-38.
- Dolley, J. C. (1933). Characteristics and procedure of common stock split-ups. *Harvard Business Review*, 11(3), 316-326.
- Dopuch, N., Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. (1986). Abnormal stock returns associated with media disclosures of 'subject to'qualified audit opinions. *Journal of Accounting and Economics*, 8(2), 93-117.
- Duréndez Gómez-Guillamón, A. (2003). The usefulness of the audit report in investment and financing decisions. *Managerial Auditing Journal*, 18(6/7), 549-559.

- Ebnet, O., & Theuvsen, L. (2007). Large mergers and acquisitions of European brewing groups—event study evidence on value creation. *Agribusiness*, 23(3), 377-406.
- El-Gazzar, S. M., Finn, P. M., & Tang, C. (2009). The value relevance of earnings and nonearnings information in regulated and deregulated markets: the case of the airline industry. *International advances in economic research*, 15(1), 88-101.
- Elliott, J. A. (1982). “ Subject to” Audit Opinions and Abnormal Security Returns-Outcomes and Ambiguities. *Journal of accounting research*, 617-638.
- Estes, R., & Reimer, M. (1979). An experimental study of the differential effect of standard and qualified auditors ‘opinions on investors’ price decisions. *Accounting and Business Research*, 9(34), 157-162.
- Firth, M. (1978). Qualified audit reports: their impact on investment decisions. *Accounting Review*, 642-650.
- Firth, M. (1979). The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports. *Accounting and Business Research*, 9(36), 273-280.
- Fleak, S. K., & Wilson, E. R. (1994). The incremental information content of the going-concern audit opinion. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 9(1), 149-166.
- Frost, C. A. (1994). Uncertainty-modified audit reports and future earnings. *Auditing*, 13(1), 22-35.
- Gul, F. A. (1990). Qualified audit reports, field dependence cognitive style, and their effects on decision making. *Accounting & Finance*, 30(2), 15-27.
- Güredin, E. (2007). *Denetim ve Güvence Hizmetleri*. Arıkan Yayınları, İstanbul, 14.
- Holthausen, R. W., & Verrecchia, R. E. (1990). The effect of informedness and consensus on price and volume behavior. *Accounting Review*, 65(1), 191-208.
- Houghton, K. A. (1983). Audit reports: Their Impact on the loan decision process and outcome: An experiment. *Accounting and Business Research*, 14(53), 15-20.
- Lev, B., & Ohlson, J. A. (1982). Market-based empirical research in accounting: A review, interpretation, and extension. *Journal of Accounting Research*, 20, 249-322.
- Lin, Z. J., Tang, Q., & Xiao, J. (2003). An experimental study of users’ responses to qualified audit reports in China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 12(1), 1-22.
- Liu, C. (1997). *Legal liability, human capital investment, and audit quality*. Unpublished doctor dissertation. University of National Taiwan University, Taiwan.
- Loudder, M. L., Khurana, I. K., Sawyers, R. B., Cordery, C., Johnson, C., Lowe, J., ve diğerleri. (1992). The information content of audit qualifications. *Auditing*, 11(1), 69.
- Louwers, T. J., Ramsay, R. J., Sinason, D. H., Strawser, J. R., & Thibodeau, J. C. (2008). *Auditing & assurance services*.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Manickam, J., & Kaliyamurthy, M. (2009). Stock Market Reaction to Quarterly Earnings Announcement-a Study on Indian Information Technology Industry. *Banking and Finance Letters*, 1(4), 175.
- Martínez, M. C. P., Martínez, A. V., & Benau, M. A. G. (2004). Reactions of the Spanish capital market to qualified audit reports. *European Accounting Review*, 13(4), 689-711.
- Miller, J. R., Reed, S. A., & Strawser, R. H. (1993). Bank loan officers’ perceptions of the new audit report. *Accounting Horizons*, 7(1), 39-52.

Mong, S., & Roebuck, P. (2005). Effect of audit report disclosure on auditor litigation risk. *Accounting & Finance*, 45(1), 145-169.

Ou, J. A. (1990). The information content of nonearnings accounting numbers as earnings predictors. *Journal of Accounting Research*, 28(1), 144-163.

Robertson, J. C. (1988). Analysts' Reactions To Auditors' Messages In Qualified Repo. *Accounting Horizons*, 2(2), 82-89.

Ryan, S. G. (1995). A model of accrual measurement with implications for the evolution of the book-to-market ratio. *Journal of Accounting Research*, 33(1), 95-112.

Shen, Y. F. (1997). Disclosure of accounting information and semi-strong efficiency: An empirical analysis of the Chinese market. *Accounting Research [in Chinese]*, 1, 14-17.

Sun, Z., Zhang, W., & Zhou, Q. (1997). Relationship between market efficiency and accounting information. *Accounting Research (Chinese)*, 3, 2-12.

EK 1 - Olumsuz ya da Görüş Bildirmekten Kaçınma Denetçi Görüşü Firma Listesi

KODU	ŞİRKET ADI	TARİH
1	EGLYO EGELİ & CO GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	8.03.2017
2	HITIT HİTİT HOLDİNG A.Ş.	17.06.2015
3	PRTAS ÇBS PRİNTAŞ OTO BOYA VE GEREÇLERİ SANAYİİ A.Ş.	26.08.2013
4	CBSBO ÇBS BOYA KİMYA SANAYİİ VE TİCARETİ A.Ş.	19.08.2013
5	CBSBO ÇBS BOYA KİMYA SANAYİİ VE TİCARETİ A.Ş.	12.08.2013
6	PRTAS ÇBS PRİNTAŞ OTO BOYA VE GEREÇLERİ SANAYİİ A.Ş.	12.04.2013
7	PRTAS ÇBS PRİNTAŞ OTO BOYA VE GEREÇLERİ SANAYİİ A.Ş.	10.10.2012
8	CBSBO ÇBS BOYA KİMYA SANAYİİ VE TİCARETİ A.Ş.	10.10.2012
9	PRTAS ÇBS PRİNTAŞ OTO BOYA VE GEREÇLERİ SANAYİİ A.Ş.	13.04.2012
10	CBSBO ÇBS BOYA KİMYA SANAYİİ VE TİCARETİ A.Ş.	16.03.2012
11	GEDIZ GİMSAN GEDİZ İPLİK VE MENSUCAT SANAYİİ A.Ş.	19.01.2012
12	CBSBO ÇBS BOYA KİMYA SANAYİİ VE TİCARETİ A.Ş.	26.08.2011
13	PRTAS ÇBS PRİNTAŞ OTO BOYA VE GEREÇLERİ SANAYİİ A.Ş.	26.08.2011
14	GEDIZ GİMSAN GEDİZ İPLİK VE MENSUCAT SANAYİİ A.Ş.	25.08.2011
15	PRTAS ÇBS PRİNTAŞ OTO BOYA VE GEREÇLERİ SANAYİİ A.Ş.	8.04.2011
16	GEDIZ GİMSAN GEDİZ İPLİK VE MENSUCAT SANAYİİ A.Ş.	8.04.2011
17	CBSBO ÇBS BOYA KİMYA SANAYİİ VE TİCARETİ A.Ş.	8.04.2011
18	DARDL DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.	27.08.2010
19	PRTAS ÇBS PRİNTAŞ OTO BOYA VE GEREÇLERİ SANAYİİ A.Ş.	27.08.2010
20	CBSBO ÇBS BOYA KİMYA SANAYİİ VE TİCARETİ A.Ş.	27.08.2010
21	GEDIZ GİMSAN GEDİZ İPLİK VE MENSUCAT SANAYİİ A.Ş.	27.08.2010
22	CBSBO ÇBS BOYA KİMYA SANAYİİ VE TİCARETİ A.Ş.	9.04.2010
23	PRTAS ÇBS PRİNTAŞ OTO BOYA VE GEREÇLERİ SANAYİİ A.Ş.	9.04.2010
24	GEDIZ GİMSAN GEDİZ İPLİK VE MENSUCAT SANAYİİ A.Ş.	9.04.2010
25	DARDL DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.	7.04.2010

