



Kurumsal Raporların Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkisinin Olay Çalışması Yöntemi ile Analizi: Borsa İstanbul Uygulaması*

Cihan YILMAZ¹
Hakan CAVLAK²
Emine Serap KURT³

Öz

Çalışmada, kurumsal raporların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi ve Etkin Piyasa Hipotezi'nin yarı-güçlü formu Borsa İstanbul özelinde Olay Çalışması Yöntemi kullanılarak test edilmektedir. Kurumsal raporlar olarak BİST 50 (XU050) endeksinde yer alan şirketlerin 2022 yılına ait finansal raporları ile faaliyet raporları temel alınmıştır. Böylece hem kurumsal raporların hisse senedi fiyatlarına etkisi hem de finansal ve/veya finansal olmayan bilginin yatırım kararları açısından önemi ortaya konmaktadır. Söz konusu raporların açıklanma tarihleri esas alınarak hisse senedi fiyatlarındaki değişimler ile elde edilmesi muhtemel anormal getiriler, ortalama anormal getiriler, kümülatif ve ortalama kümülatif anormal getiriler analiz edilmiştir. Olay penceresi içerisinde ilgili raporların öncesinde, ilan edildiği gün ve sonrasındaki anormal getiriler hesaplanarak raporların hisse senedi fiyatına olan etkisi tespit edilmiştir. Analiz sonucunda mevcut literatür ile benzer şekilde yatırımcıların kararlarında çeşitli finansal bilgiler ve makro ekonomik göstergelerin yanı sıra şirketlere yönelik haberleri ve faaliyet raporlarının ilan edildiği tarihleri de dikkate almaları gerektiği bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıntılı bulgular; yatırımcıların, özellikle olay gününden itibaren faaliyet raporlarının açıklanmasına aşırı ve olumlu tepki verdiğini, hisse senedi fiyatlarındaki olumsuz trende karşıt bir hareketle fiyatların tersine döndüğünü ortaya koymaktadır. Diğer taraftan, olay pencerelerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif ACAR değerlerine ulaşılabileceği sonucuna varılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Kurumsal Raporlar, Davranışsal Finans, Yatırımcı Davranışı, Olay Çalışması, Borsa İstanbul.

JEL Kodları: G40, M49.

Analysing the Effect of Corporate Reports on Stock Prices with Event Study Method: Borsa İstanbul Application

Abstract

In this study, the effect of corporate reports on stock prices and the semi-strong form of the Efficient Market Hypothesis is tested by using the Event Study Method specifically for Borsa İstanbul. The financial reports and annual reports of companies listed on the BIST 50 (XU050) index for 2022 were used as corporate reports. Thus, corporate reports' impact on stock prices and the importance of financial and non-financial information in investment decisions are revealed. Changes in stock prices, as well as potential abnormal returns, average abnormal returns, cumulative abnormal returns, and average cumulative abnormal returns, were analyzed based on the announcement dates of the relevant reports. Abnormal returns were calculated before on the day of, and after the announcement of the relevant reports within the event window to determine the impact of the reports on stock prices. The analysis revealed that similar to the existing literature, investors should consider not only various financial information and macroeconomic indicators but also company news and the dates of annual report announcements when making decisions. Detailed findings showed that investors reacted excessively and positively to the disclosure of annual reports, particularly from the day of the event onwards. Furthermore, the findings revealed that stock prices reversed their negative trend in a counter movement. On the other hand, it was concluded that statistically significant positive ACAR values could be achieved in event windows.

Keywords: Corporate Reports, Behavioral Finance, Investor Behavior, Event Study, Borsa İstanbul.

JEL Codes: G40, M49.

* Çalışma, 21-23 Aralık 2023 tarihleri arasında Erzurum'da düzenlenen 2. Uluslararası Sigortacılık Bankacılık ve Finans Sempozyumunda sunulan bildirinin genişletilmiş ve gözden geçirilmiş tam metnidir.

¹ Cihan YILMAZ, Doç. Dr., Ardahan Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Öğretim Üyesi, E-posta: cihanyilmaz@ardahan.edu.tr, ORCID: 0000-0001-8620-4888.

² **Sorumlu Yazar (Corresponding Author):** Hakan CAVLAK, Doç. Dr., Ardahan Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Öğretim Üyesi, E-posta: hcavlak85@gmail.com, ORCID: 0000-0002-5891-7722.

³ Emine Serap KURT, Doç. Dr., Trakya Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Öğretim Üyesi, Edirne, Türkiye E-mail: serapkurt@trakya.edu.tr, ORCID: 0000-0003-2192-0669.

APA 6 Stili Kaynak Gösterimi: (To Cite This Article)

Yılmaz, C., Cavlak, H., Kurt, E. S. (2026). Kurumsal raporların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin olay çalışması yöntemi ile analizi: Borsa İstanbul uygulaması. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 19, 199-220. doi: <https://doi.org/10.29067/muvu.1726976>



EXTENDED SUMMARY

Introduction

This study aims to test whether Borsa İstanbul is semi-strongly efficient by examining the effect of corporate reports on stock returns. The study analyzes whether price anomalies occurred before and after the publication of the 2022 independent audit reports and annual reports of companies listed on the BIST 50 index on the Public Disclosure Platform (KAP) using an event study method. The study questions whether corporate reports provide new and meaningful information for investors, thereby testing the “efficient market” hypothesis. This approach aims to contribute to both market efficiency and behavioral finance literature.

Literature on Research

This study examines the effect of corporate report announcements on stock returns and tests whether this information is meaningful for investor behavior. The literature has mainly examined the effect of financial statements and audit reports on prices, and it has generally been observed that abnormal returns occur before and after these announcements. However, the impact of documents containing non-financial information, such as annual reports, on investor behavior has been relatively less studied. In this regard, the study contributes to the literature by jointly examining how both financial and non-financial information is received in the market. Additionally, it aims to provide a new perspective to behavioral finance by investigating the presence of price anomalies on the specific date of the announcements.

Method of the Research

In this study, the effect of the disclosure of the 2022 independent audit reports and annual reports of companies listed on the BIST 50 index on stock returns was analyzed using the “Event Study” method. The study tested whether the disclosure of these reports led to abnormal returns in investor behavior during the periods before and after the event date. In the analyses, stock returns were compared with expected returns to calculate abnormal and cumulative abnormal returns, which were then evaluated for statistical significance using t-tests and Mann-Whitney U tests.

Findings of the Research

Research findings show that corporate report announcements of companies traded on the BIST 50 index significantly impact stock returns. On days when financial reports are announced, stocks generally exhibit negative abnormal returns, indicating that investors react negatively. In contrast, positive abnormal returns are observed following the release of annual reports, showing that investors perceive these reports more positively. The cumulative abnormal return values obtained in the event study were statistically significant for both financial and annual reports, indicating that the market is not semi-strongly efficient. Additionally, the number of stocks that gained or lost value after the announcements supported this result; 67% of companies lost value after financial reports, while 75% gained value after annual reports. These findings indicate that corporate reports are important factors influencing investor decisions and limiting market efficiency.

Conclusion

The findings of the study show that annual reports are perceived positively by investors and generate significant positive returns in the post-event period. In contrast, financial reports have been received more cautiously by investors and have had short-term negative effects. This situation reveals that markets are not fully efficient and that investors can achieve above-normal returns through corporate reports. Additionally, it was concluded that investors consider not only financial but also non-financial information contained in annual and sustainability reports. Therefore, integrated reports can be considered an important source in decision-making processes. The findings support the behavioral finance and sustainability literature and provide important insights for future sectoral or country-comparative studies.

1. GİRİŞ

Etkin Piyasa Hipotezi'ne (EPH) göre “fiyatlar, sadece bilgi değiştiğinde değişecektir” (Burton ve Shah, 2012: 6). Fama, piyasaları zayıf form, yarı güçlü form ve güçlü form olarak üç gruba ayırmaktadır. Bu ayırmada fiyatların bilgiyi ya da gerçek durumu yansıtma derecesi dikkate alınmaktadır (Fama, 1991: 1576). Piyasaların yarı güçlü formda etkin olup olmadığını anlamak için “hisse senedi fiyatları kamuoyunun duyurularını ne kadar hızlı yansıtıyor?” sorusuna yanıt verilmelidir. Bu soru aynı zamanda EPH'nin en yaygın kullanılan tanımına işaret etmektedir: “fiyatlar, halka açık olarak bilinen tüm bilgileri doğru bir şekilde özetlemektedir”. Bu tanımın bir yatırımcının yatırım yaptığı şirketleri dikkatli incelemesinin önemli olmayacağını da ifade ettiğini belirtmek mümkündür. Hisse senedi fiyatlarının, kamuya açıklanan ya da açıklanması gereken hisse bölünmeleri, finansal raporların ilan edilmesi, yeni hisse senedi arzı gibi bilgileri tamamen yansıtmaması durumunda, piyasa yarı güçlü formda etkin kabul edilmektedir (Fama, 1970: 404). Bu etkinlik düzeyinde, yatırımcıların diğer piyasa katılımcılarının sahip olduğu bilgilere hâkim olmaları nedeniyle piyasayı “yenebilecekleri” ifade edilmektedir.

Geçmişten günümüze kadar bir işletme hakkında karar almanın çerçevesini finansal bilgi oluşturmaktadır. Bununla birlikte son yirmi yılda giderek artan oranda finansal olmayan bilginin kullanımı ve değeri artmış olup işletme hakkında karar almada bu bilgilerin de kullanıldığı görülmektedir. İster finansal ister finansal olmayan bilgi olsun işletmelere ait bu tür bilgiler, kurumsal raporlarda yer almaktadır. Makroekonomik, şirkete özgü ve diğer birtakım faktörler hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörler olarak gösterilmektedir. Şirketlere özgü faktörlerden şüphesiz en önemlileri kurumsal raporlardır. *Kurumsal raporların hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisi var mıdır?* araştırma sorusundan hareketle gerçekleştirilen bu çalışma, finansal bilginin ağırlıklı olarak kullanıldığı kurumsal raporlardan finansal rapor ile finansal olmayan bilginin ağırlıklı olarak kullanıldığı faaliyet raporunun yatırım kararları açısından önemini Borsa İstanbul özelinde araştırmaktadır. Bunun yanı sıra ortaya çıkması muhtemel anormal getirilerden hareketle Borsa İstanbul'un analiz edilen dönem içerisinde “yarı güçlü formda etkin” olup olmadığını test etmeyi ve bu doğrultuda ileride yapılacak çalışmalar için katkı sunmayı amaçlamaktadır. Bu amaç çerçevesinde çalışmanın hem finansal raporların hem de faaliyet raporlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini ayrı ayrı ele alıp birlikte yorumlaması çalışmanın literatüre yaptığı özgün katkıyı göstermektedir.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

İşletmeler, faaliyet sonuçlarını paydaşlarına çeşitli şekillerde sunmaktadır. Bu sunumlardaki açıklamalar, muhtelif paydaşların farklı bilgi taleplerini karşılayan ve hesap verebilirliği sağlayan kurumsal raporlar ile yapılmaktadır (FEE, 2015: 7; Vasquez, 2017: 33). Etkili bir iletişim aracı olan kurumsal raporların temel amacı, raporlarda sunulan bilgilerin yatırımcılar başta olmak üzere tüm paydaşlara ve ilgili taraflara işletme hakkında alınacak kararlarda faydalı bilgiler sağlamaktır (Elliott ve Elliott, 2017: 755; FRC, 2020: 7). İşletmenin faaliyetlerinden etkilenen geniş bir paydaş kitlesinin beklenti ve taleplerine yanıt verebilmek ve işletme ile paydaşları arasındaki bilgi asimetrisinin giderilmesine yönelik çabalar, kurumsal raporlamanın statik bir yapıdan uzaklaşarak sürekli değişen ve gelişen dinamik bir süreç haline gelmesini sağlamıştır. Bu durum, işletmelerin yalnızca finansal verileri değil, aynı zamanda çevresel, sosyal ve yönetimle ilgili unsurları da dikkate alarak daha kapsamlı ve şeffaf bir raporlama anlayışına yönelmesini zorunlu kılmıştır (ICAEW, 2017; Uyar, 2015: 1). Özetle, kurumsal raporlama ekosistemi son yıllarda büyük değişim ve dönüşüm yaşamış olup yaşamaya da devam etmektedir. Söz konusu bu değişimde; yaşanan ekonomik krizler ve işletme skandalları neticesinde paydaş beklentilerinin farklılaşması, teknolojik ilerlemeler, iklim değişikliğinin iklim krizine dönüşmesi, küresel salgın, artan sosyal sorumluluk ve çevre bilincinin etkili olduğu ifade edilebilir (ACCA, 2016: 11; CDP, CDSB, GRI, IIRC ve SASB, 2020: 2; IIRC, 2019: 8). Tüm bu gelişmeler neticesinde finansal bilgi yanında finansal olmayan bilgi de önem kazanmış ve kurumsal raporlarda artan oranda yer almaya başlamıştır.

Birçok ülkede kurumsal raporlamanın temel yapı taşı yatırımcı olmuştur ve olmaya devam etmektedir. Kurumsal raporlama, bir şirket ile yatırımcıları arasındaki bağlantıdır. Yatırımcılar bu bilgileri, bir kuruluşa yatırım yaparak sermayelerini riske atacak kadar güvenip güvenmediklerini değerlendirmelerine yardımcı olmak için kullanır (Deloitte, 2016: 2). Bu durum genellikle düzenleyicileri, standart belirleyicileri ve şirketleri ağırlıklı olarak finansal konularda raporlama yapmaya yönlendirmektedir (Toomse-Smith, 2021). Finansal raporlar (bu çalışmada kullanılan “Bağımsız Denetim Raporları” finansal raporları temsil etmektedir), şirket performansının değerlendirilmesinde en temel kaynak olarak uzun yıllar kullanıldı ve halihazırda da kullanılmaya devam etmektedir. Bununla birlikte kurumsal raporlama süreçleri, dünya çapındaki ekonomik ve finansal krizlerin, kurumsal skandalların getirdiği değişimlerden etkilenmiştir (Leuz, 2010: 229). Bununla birlikte farklı etkenler, sadece finansal raporlar üzerinden yapılan değerlendirmelerin şirket performansını tam olarak açıklayamadığını açıkça göstermiştir. Bu doğrultuda şirketlerin karşı karşıya olduğu çevresel, sosyal ve yönetsimsel risk ve belirsizliklerin şirket sürdürülebilirliğini doğrudan etkilediğini gören şirket paydaşları, finansal olmayan performansa ilişkin bilgi de istemeye başlamışlardır (ACCA, 2016: 13; Aras ve Sarıoğlu, 2015). Bu durum finansal olmayan bilgiyi de içeren farklı kurumsal rapor türlerinin (faaliyet raporu, sürdürülebilirlik raporu, entegre rapor vb.) ortaya çıkmasına neden olmuştur (Nielsen, Fox ve Roslender, 2015: 25). Bu durum işletmelerin karşı karşıya olduğu riskleri ve fırsatları daha iyi yönetebilmek ve değerlendirebilmek için orta ve uzun vadeli düşünmeye başlamalarını, gelecekteki performanslarına ilişkin tahminler yapmalarını ve bütüncül raporlamaya geçmelerini kaçınılmaz kılmıştır (Kurt ve Cavlak, 2022: 323).

Bu çalışmada kurumsal rapor türlerinden finansal bilgileri içeren “Bağımsız Denetim Raporu” (“Finansal Rapor” olarak da ifade edilmektedir) ile finansal/finansal olmayan bilgileri içeren “Faaliyet Raporu” kullanılmıştır. Bağımsız denetim raporu, *“denetçinin yapmış olduğu çalışmaların içeriğini ve finansal tablolar hakkında varmış olduğu görüşünü belirttiği bir belgedir. Rapor, yazılı olarak düzenlenir ve önceden belirlenmiş bir formata sahiptir* (Bozkurt, 2012).” Bağımsız denetim raporu, bağımsız denetime tabi şirketler tarafından hazırlanmak zorundadır ve bu şirketler Bakanlar Kurulu tarafından belirlenmektedir. Faaliyet raporu, bazı kaynaklarda “Yıllık Faaliyet Raporu”, “Yıllık Rapor” ve “Entegre Faaliyet Raporu” olarak da isimlendirilmektedir. Faaliyet raporu, *“şirketlerin hazırlaması gereken, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin yer aldığı bir rapordur* (Deloitte, 2009).” Bağımsız denetim ve faaliyet raporunun şirketler tarafından hazırlanması belirli kapsamdaki şirketler için yasal düzenlemeler ile zorunlu tutulmaktadır ve bu nedenle de içerik, yayımlanma zamanı ve yayımlanma yeri gibi belirli standartlara sahiptir.

3. LİTERATÜR

Etkin Piyasalar Hipotezi’ne göre, bir haberin piyasaya ulaşması tüm yatırımcılar için aynı hızda ve eşit bir zamanda gerçekleşir, ayrıca her yatırımcı bu bilgiyi aynı şekilde değerlendirir. Bu yüzden haberler, piyasada normalin üzerinde bir getiri sağlamaz. Yarı güçlü formun geçerli olduğu etkin piyasada beklenti, yeni bir haberde hisse senedi fiyatlarının hemen tepki vermesidir. Bu durumda, hiçbir yatırımcı, söz konusu bilgiyi kullanarak “anormal getiri” ya da “aşırı getiri” elde edemez. Ancak, son elli yılda menkul kıymet borsalarına yönelik yapılan çalışmalar, rasyonel varlık fiyatlandırma modelleri ve piyasa etkinliğiyle açıklanamayan irrasyonel sistematik hareketlere dair birçok bulguya ulaşılmasına olanak sağlamıştır. Borsalarda meydana gelen dalgalanmaların uzun geçmiş göz önüne alındığında, hisse senedi fiyatlarının EPH ile açıklanamayacak kadar büyük bir değişkenlik gösterdiği açıktır (Yılmaz, 2023). Tablo 1’de kurumsal raporların finansal piyasalar üzerindeki etkisini araştıran bazı çalışmalar özetlenmiştir.

Tablo 1. Literatür Taraması

Çalışma	Temel Bulgu
Garrod ve Rees (1999)	Şirketlere ait bazı temel göstergelerin, hisse senedi fiyatlarını açıklamadaki gücünü 1987-1995 yılları arasındaki farklı ülkelerden veriler ışığında ortaya koymuşlardır. Buna göre; özkaynak-net satışlar temettü değişkenleri ile hisse senedi fiyatı arasında güçlü bir ilişki söz konusudur. Bu değişkenler, özellikle son iki yıla ilişkin getirinin öngörülmesinde istatistikî olarak anlamlı bir açıklayıcılığa sahiptir.
Francis ve Schipper (1999)	NASDAQ’da yer alan firmaların 1952-1994 yılları arasındaki verileri ışığında, bilanço verilerinin piyasa değerlerini ne oranda açıkladığını yıllar bazında ortaya koymuşlardır. Geçmiş yıllarda muhasebe verilerinin şirketlerin piyasa değerlerini daha düşük (%22) oranda açıkladığını, yıllar ilerledikçe bu oranın oldukça arttığını (%54-%70) tespit etmişlerdir. İnceledikleri tüm yılların ortalamasına bakıldığında bu oranın %41 olduğu görülmektedir.
Aygören ve Uyar (2006)	İMKB’de işlem gören şirketlere ait 2000-2005 yılları arasındaki toplam 600 bağımsız denetim raporunun incelendiği bir araştırmada, denetim raporları düzenli olarak “olumlu” görüş içeren firmaların hisse senedi getirilerinde, raporun kamuya açıklanmasından bir gün önce başlayıp sonraki altı gün boyunca devam eden olağandışı bir hareketlilik gözlemlenmiştir. Bulgular, yatırımcıların bağımsız denetim raporlarını dikkate alarak yatırım kararlarını şekillendirdiklerini ortaya koymaktadır.
Kara (2015)	BIST’teki şirketlerin (finans sektörü hariç) 2009-2014 dönemine ait raporlarının (bağımsız denetim) açıklanması öncesi ve sonrası hisse senedine ilişkin getirilerinin analiz edildiği başka bir araştırmada, denetim raporlarının açıklanmasıyla hisse senedi getirileri arasında olumlu bir ilişki tespit edilmiştir. Bu çalışma, yatırımcıların raporların açıklanmasından önce ve sonrasında olağanüstü getiri elde etme ihtimalinin bulunduğunu göstermiştir.
Bozkurt, Öksüz ve Karakuş (2015)	Borsa İstanbul’da finansal tablo açıklamalarının hisse senedi getirilerine etkisini inceleyen çalışmada, yatırımcıların bağımsız denetim raporlarının kamuya duyurulmasından hemen önce ve sonra anormal getiri sağladıkları tespit edilmiştir. Ayrıca, 2009-2012 yılları arasında Borsa İstanbul’un yarı güçlü form etkinliğinden uzak olduğu sonucuna varılmıştır.
Ianniello ve Galloppo (2015)	Bağımsız denetim raporlarının yatırım kararları üzerindeki muhtemel etkisini araştırdıkları çalışmalarında; bağımsız denetim raporlarının yatırımcılar için önemli bir bilgi kaynağı olduğunu, özellikle olumsuz denetçi görüşlerinin hisse senedi fiyatları üzerinde negatif bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.
Karkacıer (2016)	BIST’te, kurumsal yatırımcıların yatırım kararları üzerinde bağımsız denetim görüşlerinin etkisini inceleyen bir çalışmada; denetçi raporlarının (olumsuz ve görüş bildirmekten kaçınan), olumlu ve şartlı görüşlere kıyasla yatırımcıların kararlarını güçlü bir şekilde etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır.
Özdemir ve Öncü (2018)	2010-2015 dönemleri arasında BIST Metal Ana Sanayi sektöründeki firmaların muhasebe verileri ile piyasa değeri arasındaki ilişkiyi ele almışlar ve muhasebe bilgilerinin firma değerini %84 oranında açıkladığını tespit etmişlerdir. Dolayısıyla; yatırımcılar, bir şirketin piyasa değerinin yarısından fazlasını açıklama gücüne sahip muhasebe verilerine ve bu verilerden elde edilen finansal tablolara ve bu tabloların yer aldığı bağımsız denetim raporlarında yer alan bilgilere önem vermektedirler/vermelidirler.

Söz konusu çalışmalardan genel olarak “*finansal tablo duyuruları, hisse senedi getirilerinin beklenen değerini ve riskini öngörmeye yatırımcılara işe yarar bilgiler sunmaktadır.*” (Küçük, 2013) kanaatine varmak mümkündür. Makroekonomik, şirkete özgü ve diğer birtakım faktörler hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörler olarak gösterilmektedir. Şirketlere özgü faktörlerden şüphesiz en önemlileri kurumsal raporlardır.

Hisse senedi fiyatlarının ve piyasanın beklenmedik/olağan dışı olayların etkisini anında yansıtması nedeniyle, bu tip çalışmalarda Olay Çalışması (Event Study) yöntemi oldukça kullanışlı ve sıklıkla tercih edilen bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Tablo 2’de Borsa İstanbul özelinde olay çalışması kullanılarak gerçekleştirilen şirket bildirimlerinin/haberlerinin hisse senedi getirilerini

araştıran çalışmalara yer verilmiştir.

Tablo 2. Borsa İstanbul Özelinde Şirket Haberlerine/Bildirimlerine İlişkin Olay Çalışması Kullanılarak Gerçekleştirilen Çalışmalar

Çalışma	Temel Bulgu
Küçüksille ve Mizrahi (2015)	2012-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin bedelsiz sermaye artırımı duyurularının hisse senedi getirilerini etkileyip etkilemediğini olay çalışması yöntemini kullanarak araştırdıkları çalışmalarında, duyuru öncesi (-5) ve sonrası (+5) dönem verilerini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, bedelsiz sermaye artırımı duyurularından normal üstü getiri elde etmenin genel olarak mümkün olmadığı, ancak duyuru tarihinden sonraki 4. gün istatistiksel olarak anlamlı ve negatif anormal getirinin gerçekleştiği belirlenmiştir. Bu bulgular doğrultusunda, ilgili dönemde piyasanın söz konusu duyurulardan etkilendiği ve piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı ileri sürülmüştür.
Kaderli ve Başkaya (2016)	Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı duyurularının BIST Yıldız Pazar'da işlem gören firmaların hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğunu yine olay çalışması yöntemini kullanarak tespit etmişlerdir.
Arsoy (2017)	2010-2015 yılları arasında hisse senedi geri alımı yapacağını duyuran BIST şirketlerinin piyasa değerlerinin bu duyurulardan etkilenip etkilenmediğini test ettiği çalışmada, geri alım duyurusunda bulunan ve bulunmayan firmaların hisse senedi getirilerini karşılaştırmıştır. Çalışma sonucunda, hisse senedi geri alım duyurularından sonra istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal getiri (CAR) elde edilmesinin mümkün olmadığı; ancak Borsa İstanbul'un incelenen dönem içinde yarı güçlü formda etkin olmadığı ve senetlerin geri alım duyurularından etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.
Kaderli, Doğaner ve Başkaya (2017)	Kamuyu Aydınlatma Platformu'na (KAP) bildirilen ve yeni iş bağlantılarını içeren duyuruların hisse senetleri üzerindeki kısa vadeli etkilerini inceledikleri çalışmalarında, olay çalışması analizi neticesinde şirketlerin yeni iş ilişkisi duyurularının hisse senedi fiyatlarını etkilediğini tespit etmişlerdir.
Pirgaip (2021)	Hisse senedi geri alımlarının hisse getirileri üzerindeki etkisini BIST özelinde test ettiği çalışmada, olay çalışması yöntemini kullanmıştır. Çalışma sonucunda, pandemi döneminde geri alım işlemlerinin hisse senedi getirileri üzerinde önemli ölçüde olumlu etkileri olduğu tespit edilmiştir.
Ayan Civelek ve Konak (2022)	BIST Sınai Endeksi'nde işlem gören 34 firmanın 01.01.2014-10.01.2020 döneminde duyurdukları hisse geri alım ilanlarının piyasa değeri üzerindeki potansiyel etkilerini incelemişlerdir. Bu doğrultuda, piyasa etkinliğinin yarı güçlü formunu test edebilmek amacıyla olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen bulgular, duyurunun yapıldığı gün ve ertesi gün pozitif Ortalama Anormal Getiri'nin gözlemlendiğini, ancak sonraki günlerde anlamlı bir anormal getirinin bulunmadığını göstermektedir. Sonuç olarak, hisse geri alım ilanlarının piyasa değeri üzerinde kısmen anlamlı bir etkiye sahip olduğu ve piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı bulgusuna erişmişlerdir.
Konak ve Şakrak (2023)	Borsa İstanbul bünyesinde 01.07.2021-03.01.2022 tarihleri arasında yapılan hisse senedi gruplandırma duyurularının piyasa fiyatları üzerindeki olası etkilerini olay çalışması yöntemiyle araştırmışlardır. Belirlenen dönem aralığında, farklı pay gruplarına geçiş yapan ve veri sürekliliği sağlayan 110 şirkete ait günlük kapanış fiyatları analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre; farklı olay pencereleri incelendiğinde, pozitif ve negatif yönlü kümülatif getirilerin belirgin bir trend izlemediği, ancak tahmin penceresi içerisinde negatif Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerin (CAAR) dikkat çekici düzeyde olduğu belirlenmiştir.
Kandır ve Mermer (2024)	Yenilenebilir enerji yatırım duyurularının Borsa İstanbul'da işlem gören 10 enerji şirketinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla gerçekleştirdikleri araştırmada, 2015:4-2023:12 döneminde gerçekleşen 25 yenilenebilir enerji yatırım duyurusunu Olay Çalışması yöntemi ile analiz etmişlerdir. Duyuru tarihi olay günü olarak tanımlanmış ve olay gününden önceki ve sonraki 5 günlük dönem olay penceresi olarak belirlenmiştir. Olay öncesi pencerenin uzunluğu

	244 gün olarak seçilmiş ve toplam analiz dönemi 250 günü kapsamaktadır. Sonuçlar, enerji şirketlerinin yenilenebilir enerji yatırım duyurularının hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etki yaratmadığını göstermektedir.
Dineri, Ekşi, Altemur ve Büyükoğlu (2025)	Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda sürdürülebilirlik raporu yayımlayan 30 şirketin, bu raporların açıklanma tarihlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini analiz ettiği çalışmada, olay çalışması yöntemini kullanmıştır. Her şirket için raporun açıklandığı tarih olay günü olarak kabul edilmiş ve bu tarihten yedi gün öncesi ile yedi gün sonrası olmak üzere toplam 15 (-7, +7) günlük bir olay penceresi belirlenmiştir. Araştırma bulguları, sürdürülebilirlik raporlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin şirketten şirkete farklılık arz ettiğini göstermektedir. Endekste yer alan bazı şirketlerde pozitif bir etkiden söz edilirken, birçok şirket için anlamlı bir etki gözlenmediği sonucuna ulaşılmıştır.

Şirket bildirimlerinin/haberlerinin yanı sıra piyasaları etkileme potansiyeli taşıyan çeşitli politik ve ekonomik olayların da hisse senedi getirileri üzerindeki kısa süreli olası etkileri, olay çalışması yöntemiyle test edilebilmektedir. Tablo 3'te hem Borsa İstanbul hem de çeşitli ülke borsaları örnekleminde olay çalışması kullanılan çalışmalara yer verilmektedir.

Tablo 3. Borsa İstanbul ve Çeşitli Ülke Borsaları Örnekleminde Olay Çalışması Kullanılarak Gerçekleştirilen Çalışmalar

Çalışma	Temel Bulgu
Türgüt ve Öztürk Çetenak (2020)	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) 13 Eylül 2018 tarihinde almış olduğu para politikası kararının, BIST Banka Endeksi'nde yer alan bankaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini analiz etmek amacıyla gerçekleştirdikleri çalışmada, politika faiz oranındaki artışın söz konusu bankaların hisse senedi getirilerine etkisini incelemek amacıyla Olay Çalışması yöntemini kullanmışlardır. Analiz kapsamında, BIST Banka Endeksi'ne dahil 12 bankanın günlük hisse senedi getirileri ile endeksin günlük getirileri dikkate alınmıştır. Her bir şirket için Anormal Getiriler (AR) ve Kümülatif Anormal Getiriler (CAR) hesaplanmıştır. Çalışmada üç farklı olay penceresi tanımlanmıştır. Olay günü öncesi ve sonrası dönemlerdeki hisse senedi getirileri incelendiğinde, endekste yer alan 12 şirketin hisse senedi getirilerinin TCMB'nin 13 Eylül 2018 tarihli para politikası kararından pozitif yönde etkilendiği tespit edilmiştir.
Karaömer ve Kakilli Acaravcı (2021)	COVID-19 salgınının Borsa İstanbul'da seçilmiş sektörler üzerinde etkili olduğunu olay çalışması yöntemini kullanarak tespit etmişlerdir. İlk ölüm vakasının duyurulmasıyla birlikte bankacılık ve ulaşım sektörleri olumsuz yönde etkilenirken, telekomünikasyon ile gıda-içecek sektörleri olumlu yönde etkilendiği bulgusuna ulaşmışlardır. COVID-19'un yayılması sonrasında bankacılık ve ulaşım sektörlerinde belirgin bir düşüş gözlemlenirken, gıda-içecek ve telekomünikasyon sektörlerinde bankacılık sektörü olduğu belirlenmiştir.
Güler Özçalık ve Eren (2022)	COVID-19 salgınının turizm borsa endekslerine yatırımcı tepkilerini olay çalışması yöntemi ile analiz etmiştir. Bu bağlamda, COVID-19 salgının gelişimini temsil eden üç olay (Çin dışında ilk enfekte vakanın Tayland'da görüldüğü tarih olan 13 Ocak 2020; İtalya'da salgının patlak verdiği tarih olan 21 Şubat 2020; Dünya Sağlık Örgütü'nün COVID19'u küresel salgın ilan ettiği ve ABD'nin 26 Avrupa ülkesine seyahat kısıtladığı tarih olan 11 Mart 2020) belirlenmiştir. Çalışmada, farklı kitalardan öne çıkan dört farklı turizm endeksi seçilmiştir. Olay çalışması analiz bulguları neticesinde, genel olarak COVID-19 salgınına yatırımcıların piyasa getirilerine göre negatif bir tepki verdiğini sonucuna ulaşmışlardır. Tüm olay pencerelerinde en yüksek endeks getiri kayıplarının Avrupa turizm endeksinde yaşandığı görülmüştür.
Sakıncı ve Açıklan (2022)	COVID-19 salgınının Avrupa borsalarında işlem gören tüm futbol kulübü hisse senetlerine getirisine etkisini incelediği çalışmada, olay çalışması yöntemini kullanmıştır. Olay günü olarak, COVID-19'un küresel bir salgın hastalık olarak ilan edildiği gün olan 11 Mart 2020 belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, kısa dönem

	penceresinde tüm futbol kulübü hisse senetlerinin pandemi ilan tarihi öncesi (-5) ile sonrası (+5) gün arası kümülatif anormal getiri ortalaması (CAAR) negatif gerçekleşmiştir. On dokuz kulübün ortalamasının -%46,56 olarak gerçekleştiği hesaplanmıştır. Olay günü sonrası altıncı gün ile otuz altıncı gün arası CAAR - %5,00 ile %60,78 arasında gerçekleşmiştir. Ayrıntılı bulgular neticesinde, ülke futbol kulübü hisse senetleri ortalama getiri kayıplarının kısa dönem penceresinde ülke ulusal endeks getirilerine göre daha fazla olduğu tespit edilmiştir.
Köse ve Aktan (2022)	Havayolu sektöründe meydana gelen uçak kazaları ile ticari havayolu taşımacılığı yapan uluslararası şirketler ve ticari uçak üreticisi firmaların hisse senedi fiyatları arasında bir ilişkinin bulunup bulunmadığını belirlemek amacıyla gerçekleştirdikleri araştırmada, dünya genelinde faaliyet gösteren havayolu taşımacılığı şirketleri ile iki büyük uçak üreticisi firmanın 2013–2020 yılları arasında gerçekleşen toplam 38 uçak kazası sonrasındaki ilk gün ve takip eden hafta içerisindeki anormal getirileri ile kümülatif anormal getirileri olay çalışması yöntemini kullanarak incelemişlerdir. Analiz sonuçları, bazı kazalarda olayın gerçekleştiği gün ve sonraki yedi gün boyunca hem havayolu taşımacılığı şirketlerinin hem de uçak üreticisi firmaların hisse senedi değerlerinde genel bir düşüş eğilimi gözlemlendiğini, bazı kazalar sonrasında ise hisse senedi fiyatlarında anlamlı bir değişim ya da artışın meydana gelmediğini ortaya koymuştur.
Yürük (2022)	Rusya ile Ukrayna arasında yaşanan savaşın ve uluslararası örgütler tarafından uygulanan yaptırımların BIST 100 Endeksi üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemi ile incelemiştir. Araştırmada Rusya'nın Ukrayna'ya yönelik askeri hareketinin başladığı gün ile Rusya'nın SWIFT sisteminden çıkarılacağına ilişkin duyurunun yapıldığı gün olay günü olarak belirlenmiştir. Her iki olay tarihinden önceki -10 gün ve sonraki +10 gün olay penceresi olarak belirlenmiştir. Belirlenen zaman aralıklarında ([-10, +10], [-10, 0], [-5, 0], [0, +5] ve [0, +10]) kümülatif anormal ortalama getiriler (CAAR) hesaplanmış ve t testiyle analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, her iki olay sonrasında özellikle [0, +5] ve [0, +10] dönemlerinde CAAR değerlerinin daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Bu bulgular, Rusya–Ukrayna Savaşı ve uygulanan yaptırımların Borsa İstanbul üzerinde kısa süreli de olsa anlamlı etkiler yarattığını göstermektedir. Benzer bir çıkış noktasından hareketle
İrmak, Şahin ve Aknar (2024)	İrmak, Şahin ve Aknar (2024), Rusya-Ukrayna Savaşı'nın BIST'teki çeşitli sektörler üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Bu bağlamda, savaşın Türkiye'nin Rusya ve Ukrayna ile ticari faaliyetlerinde diğer sektörlerle kıyasla yüksek ticari hacme sahip olan BIST Enerji, BIST Gıda-İçecek ve BIST Turizm Sektörel Endekslerinde yer alan firmaların getirileri üzerindeki etkisini incelemek amacıyla Olay Çalışması yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda, sektörlerde en geniş olay penceresi olan 41 ve 31 günlük dönemlerde ([-21, +20], [-15, +15]), sektörlerde yer alan firmaların kümülatif ortalama anormal getirilerinin istatistiksel olarak anlamlı biçimde negatif olduğu belirlenmiştir. Etkinlik sonrası dönemde ise BIST Gıda-İçecek ve BIST Turizm sektörlerinde kümülatif ortalama anormal getirilerin pozitif olduğu tespit edilmiştir. Olay gününe kadar getirilerde gözlenen düşüşün, olay sonrasında devam etmemesi, savaş öncesi dönemde yapılan hazırlıklar ve yatırımcıların bu hazırlıklara verdiği tepkilerle açıklanmaktadır.

Şirkete ilişkin finansal bilgilerin sunulduğu bağımsız denetim raporları, geçmişten beri yatırımcıların bir şirkete yatırım yaparken kullandıkları temel karar alma araçlarından birisi olmuştur. Bununla birlikte özellikle son yirmi yılda kurumsal raporlarda finansal olmayan unsurlara (çevresel, sosyal ve yönetimsel) ilişkin bilgi talebinin arttığı ve yatırımcıların da finansal bilgi ve kârlılık yanında finansal olmayan bilgiye-değer katma olgusuna önem vermeye başladığı yapılan araştırmalarda ortaya konmaktadır. Bu doğrultuda çalışma kapsamında gerçekleştirilecek analiz ile finansal bilgi ve finansal olmayan bilgiyi de içeren iki ayrı kurumsal raporun şirket hisse senetlerinde getiri anlamında nasıl bir karşılığa sahip olduğunun belirlenmesi çalışmanın özgün değerini ortaya koymaktadır. Literatürde özellikle şirketlerin bağımsız denetim raporlarının ve finansal raporlardaki kalemlerin şirketlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini ortaya koyan çalışmalar söz konusudur. Buna karşın bağımsız denetim ile faaliyet raporlarının içeriğinden ziyade ilan edildiği tarih özelinde

yatırımcı davranışları üzerindeki etkisinin araştırıldığı çalışmaların azlığı, davranışsal finans literatürüne sağlayacağı katkı bağlamında bu çalışmanın bir diğer özgün değeridir.

Bu çalışma, aşağıdaki temel hipotezi test ederek yatırımcılar açısından kurumsal raporların ilanının değerlendirmeye alınması gereken bir haber olup olmadığını analiz ederek genişleyen davranışsal finans literatürüne katkı sunmayı hedeflemektedir.

H₀: “Kurumsal raporların şirketlerin hisse senedi getirilerine bir etkisi yoktur, dolayısıyla piyasalar ilgili dönem için yarı güçlü formda etkindir.”

H₁: “Kurumsal raporların şirketlerin hisse senedi getirilerine bir etkisi vardır, dolayısıyla piyasalar ilgili dönem için yarı güçlü formda etkin değildir.”

4. ARAŞTIRMA

Çalışmada; BIST 50 (XU050) endeksinde yer alan şirketlerin 2022 yılına ait bağımsız denetim ve faaliyet raporlarına ilişkin Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)’na yapmış oldukları bildirimlerin öncesi ve sonrası yatırımcı davranışlarının bir fiyat anomalisine yol açıp açmadığı “Olay Çalışması (Event Study)” yöntemi kullanılarak analiz edilmektedir.

Piyasaya gelen yeni bilgilerin/duyuruların yatırımcı psikolojisinde ortaya çıkardığı değişimin hisse getirileri üzerindeki etkisi, hisse senedi piyasalarınca olaylara verilen tepkilerin belirlenmesinde kesin bir yaklaşım sağlayan, piyasanın hızlı ve etkin olup olmadığını test etmede kullanılabilecek özelliği taşıyan ve sermaye piyasaları uygulamalı çalışmalarda sıklıkla tercih edilen olay çalışması yöntemi kullanılarak tespit edilmeye çalışılmıştır. Olay çalışması yöntemi, çeşitli olay ve duyuruların hisse senedi fiyatlarındaki ortalama etkisini değerlendirmek için oldukça yaygın bir kullanıma sahiptir (Bozkurt, Öksüz ve Karakuş, 2015; Hendricks ve Singhal, 2008; Peterson, 1989). Olay çalışmasının temel amacı, “herhangi bir olayın gerçekleştiği tarih öncesi ve sonrasında hisse senedi piyasasında normal şartlar altında beklenen getirilerden daha yüksek bir getiri elde edilip edilemeyeceğinin tespit edilmesidir (Rao, 1995: 189).” Şirketlerin kurumsal raporlarının kamuoyuyla paylaşıldığı bilgisinin yer aldığı KAP bildirimleri gibi nitel olaylar ile hisse senedi getirisi gibi nicel değişkenler arasındaki ilişkinin analizinde, literatürdeki çalışmalardan görüldüğü üzere sıklıkla olay çalışması yöntemi tercih edilmektedir. Olay çalışması, şirketlerin yapmış oldukları bildirimlere hisse senedi fiyatlarının hangi hızla tepki verdiği ve bildirim sonrasında hisse senedi fiyatlarının anormal ölçüde yükselip/düşüp yükselmediği/düşmediği sorularına yanıt aramaktadır.

4.1. Araştırmanın Konusu ve Amacı

Kurumsal raporların hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini konu edinen bu araştırmanın temel amacı; Borsa İstanbul’daki piyasa değeri en yüksek 50 şirketin paydaşlarına sundukları kurumsal raporların yatırımcı davranışları üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Bununla birlikte çalışmada ele alınan kurumsal raporların (bağımsız denetim raporu ve faaliyet raporu) içeriğindeki bilgilerden (finansal ve finansal olmayan bilgiler) hangisinin yatırımcı nezdinde daha değerli olduğunu, ortaya çıkması muhtemel fiyat anomalisinin hangi davranışsal finans modeli ile izah edileceğini, Borsa İstanbul’un analiz edilen dönem içerisinde “etkin” olup olmadığını test etmek ve bu doğrultuda ileride yapılacak çalışmalar için katkı sunmak amaçlanmaktadır.

4.2. Araştırmanın Evreni ve Örneklemi

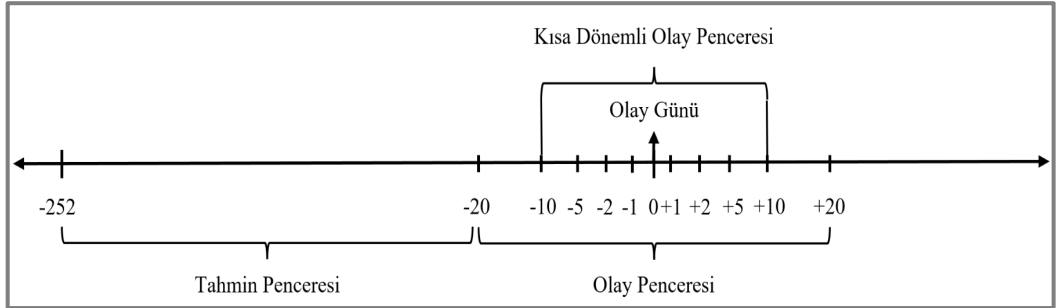
Analiz için kurumsal raporlarını kamuoyuyla paylaşan BIST 50 endeksinde yer alan şirketlerin listesine, kurumsal raporların duyurulduğu tarihlere, belirlenen şirketlerin olay penceresi içindeki günlerdeki hisse senetlerinin kapanış fiyatına ve analiz için seçilen yöntemden kaynaklı olarak piyasa getirisini ortaya koyabilmek için seçilmiş olan endeksin olay penceresi içindeki kapanış fiyatlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Seçilen şirketlerin kurumsal raporlarını ilan ettiği tarihlere Kamuyu Aydınlatma Platformu’nun (KAP) web sayfasından erişilmiştir. Tarihlerden hareketle her şirket için ayrı ayrı oluşturulan olay penceresi içerisindeki hisse senedi ve borsanın temel göstergesi olmasından

hareketle BIST 100 endeksinin kapanış fiyatları tr.investing.com web sayfasından elde edilmiştir.

Analiz için ihtiyaç duyulan BIST 50’de işlem gören şirketlerin 2022 yılına ait kurumsal raporlarının 2023 yılının başından ilk çeyreğin sonuna doğru uzanan zaman aralığında duyurulduğu görülmektedir. 6 Şubat 2023 tarihinde Kahramanmaraş merkezli olan ve 10 ili ciddi boyutta etkileyen 53 binden fazla vatandaşın hayatını kaybettiği depremler meydana gelmiştir. Bu depremlerin ardından Borsa İstanbul, 8-15 Şubat 2023 tarihleri arasında işlemlere kapatılmıştır. Bu durum, analiz bulgularının güvenilirliği dikkate alınarak değerlendirilmiş ve depremin gerçekleştiği gün esas alınarak olay penceresi içerisinde kurumsal raporlarını ilan eden şirketler analize dahil edilmemiştir. Bu kapsamda, finansal raporları değerlendirilen şirket sayısı 46, finansal raporlardan farklı tarihlerde bildirimleri gerçekleşen faaliyet raporları değerlendirilen şirket sayısı ise 8 olarak tespit edilmiştir.

Bu çalışmada; kurumsal raporlarının kamuoyuyla paylaşılmasının öncesinde ve sonrasında BIST 50 Endeksi’nde işlem gören şirketlerin hisse senedi fiyatlarında yaşanan değişimler davranışsal finans doğrultusunda “*Olay Çalışması (Event Study)*” yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Temel amacı, “*bir ekonomik veya politik olayın menkul kıymet fiyatları üzerindeki anormal veya beklenmedik etkisini ölçmek*” (Basdas ve Oran, 2014) olarak ifade edilen olay çalışması; “*bildirimlerin, olayların, haberlerin, duyuruların etkilerinin hisse senedi fiyatına anında yansımalarını ortaya koyma özelliği bakımından oldukça kullanışlı bir analiz yöntemidir*”.

Olay çalışmasında olay tarihinin yanı sıra, olay penceresi ve tahmin penceresi belirlenmelidir (Mishra, 2005). Bir olay çalışması, belirli bir “olay penceresinde” standartlaştırılması gerekmekte olduğundan dolayı (Asquith, Mikhail ve Au, 2005), Zhang’ın (2005) çalışmasından yola çıkarak “*olay penceresi, analiz için seçilen olayın gerçekleştiği günün 20 işlem günü öncesi ve 20 işlem günü sonrası olarak belirlenmiştir.*” Anormal getirilerin olay penceresi için tahmin penceresi olarak ise Peterson’un (1989) “*100 ila 300 gün arasında değişiklik göstermesi tavsiyesi*” ile Brown ve Warner’ın (1985) çalışmasından hareketle yaklaşık bir takvim yılına tekabül eden “*252 işlem günü*” seçilmiştir. Şekil 1’de, olay penceresinin detayları sunulmaktadır.



Şekil 1. Olay Penceresi

Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

“*Olay penceresi, ilgili piyasa tepkilerini doğru şekilde ölçmek ve hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek alakasız olayları dışlamak amacıyla aşırı geniş tutulmamalıdır* (Bouteska, 2019).” Bu çalışmada, piyasalara gelen yeni bilgi yoğunluğu ve bu bilgilerin hisse fiyatlarına olan etkisi göz önüne alınarak; -20, -10, -5, -1 ve +1, +5, +10, +20 işlem günlerini içeren farklı kısa vadeli periyotlarda anormal ve kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Anormal getiri, “*gerçekleşen getiri ile beklenen (teorik) getiri arasındaki fark*” şeklinde ifade edilmektedir. Bu nedenle, anormal ve kümülatif anormal getirilerin hesaplanabilmesi için öncelikle hisse senedi fiyatlarından getirilerin elde edilmesi gerekmektedir. Daha sonra, olayın önceden tahmin edilme ihtimalini dikkate alabilmek için kümülatif anormal getirilerin hesaplanması zorunludur (Kothari ve Warner, 2006: 10). Söz konusu olay çalışmasında, olay tarihinin hem öncesi hem sonrası zaman dilimindeki ilgili hisse senedinin anormal getirileri hesaplandıktan sonra, bu getiriler olay penceresi içerisindeki tarihler dahilinde toplanarak kümülatif anormal getiriler (CAR) elde edilmiştir.

Veri setinden hareketle ihtiyaç duyulan hisse senedi getirilerinin hesaplanması aşağıdaki gibi gerçekleştirilmiştir (Campbell, Lo ve MacKinlay, 1996):

$$R_{it} = P_{it} / P_{i,t-1}$$

R_{it} : “i hisse senedinin t zamanındaki getirisini”,

P_{it} : “i hisse senedinin t zamandaki kapanış fiyatını”,

$P_{i,t-1}$: “i hisse senedinin t-1 zamanındaki kapanış fiyatını” ifade etmektedir.

Anormal getiriler, “bir şirketin hisse senetlerinin belli bir dönemine ait gerçekleşen getirisi ile normal (beklenen) getiri arasındaki fark” anlamına gelmekte (Rao, 1995) ve hesaplanması aşağıdaki gibi yapılmaktadır.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

AR_{it} : “i hisse senedinin t zamanındaki anormal getirisini”,

R_{it} : “i hisse senedinin t zamanındaki getirisini”,

E : “i hisse senedinden t döneminde beklenen getirisini” ifade etmektedir.

Hisse senedinin piyasa modeline göre beklenen tahmini getirisinin hesaplanması da şu şekildedir (MacKinlay, 1997: 18):

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

α : sabit katsayısı

β_i : “i hisse senedinin sistematik olmayan riskini (beta katsayısını)”,

R_{mt} : “t gününde piyasanın (BIST 100 Endeksinin) getirisini”,

e_{it} : “t gününde i hisse senedinin hata terimini (anormal getirisini)” ifade etmektedir.

Kümülatif anormal getirilerin hesaplanması, olayın önceden tahmin edilme olasılığını dikkate alabilmek adına gereklidir (Kothari ve Warner, 2006: 10). Buradaki olay çalışmasında; “olay tarihinin öncesini ve sonrasını kapsayan zaman aralığında, ilgili hisse senedinin anormal getirileri (abnormal return-AR) hesaplandıktan sonra, hesaplanan anormal getiriler olay penceresi tarihlerini kapsayacak biçimde toplanarak kümülatif anormal getiriler (cumulative abnormal return-CAR) hesaplanmıştır (Rao, 1995).”

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t$$

Analiz yapılan sektörde birden fazla şirket bulunduğundan, her şirket adına ayrı ayrı “anormal getiriler (AR)” ve “kümülatif anormal getiriler (CAR)” hesaplanmış, sonrasında ise bu değerlerin toplamı alınarak, toplam şirket sayısına bölünerek “ortalama anormal getiri (AAR)” ve “ortalama kümülatif anormal getiri (ACAR)” hesaplanmıştır. Anormal getirilerin ve kümülatif anormal getirilerin olay penceresi süresince istatistiksel olarak anlamlı bir fark oluşturup oluşturmadığını belirlemek amacıyla, ilgili dönemdeki gruplar arasında farklılık testleri uygulanmıştır. Eğer olay penceresindeki veri sayısı 10’dan fazla ise, bağımsız örneklem t testi kullanılmış; veri sayısı 10’dan az ise Mann-Whitney U testi uygulanarak sonuçlar elde edilmiştir.

4.3. Bulgular

Etkin bir piyasada, olumlu bir bilgi akışı sonrasında fiyatların yükselmesi ve olumsuz bir bilginin gelmesiyle fiyatların düşmesi beklenir. Bu değişimlerin hızlı, eş zamanlı ve kısa vadeli olması gerektiği öngörülmektedir. Etkin Piyasalar Hipotezi'ne göre, bir piyasanın yarı güçlü formda etkin olabilmesi için, şirketlerin herhangi bir konuda yaptığı açıklamalardan sonra, o şirketlere ait hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilmemesi gerekmektedir. Ancak bu çalışmada elde edilen sonuçlar, EPH'nin öngördüğü durumun tam tersine bir durumu işaret etmektedir.

Bir menkul kıymetin performansının anormal olup olmadığını değerlendirirken, olaydan sonra gözlemlenen getirinin, daha önce piyasa modeline göre hesaplanan beklenen getiriden daha yüksek olması gerekmektedir (Bouteska, 2019: 6). Bu çerçevede, her bir hisse senedinin anormal getirisi belirli bir olay penceresinde hesaplanmış ve elde edilen bu anormal getirilerin ortalaması alınmıştır. Eğer ortalama kümülatif anormal getirilerin (ACAR) sıfır olduğu sıfır hipotezi reddedilirse, bu, hesaplanan anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğuna işaret eder. İstatistiksel olarak anlamlı bir kümülatif anormal getiri bulunması, piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığını da ortaya koyar (Kaderli ve Başkaya, 2014: 57). Tablo 4'te finansal raporların ilanına ilişkin, Tablo 5'te ise faaliyet raporlarının ilanına ilişkin hesaplanan AAR ve ACAR değerleri gösterilmektedir.

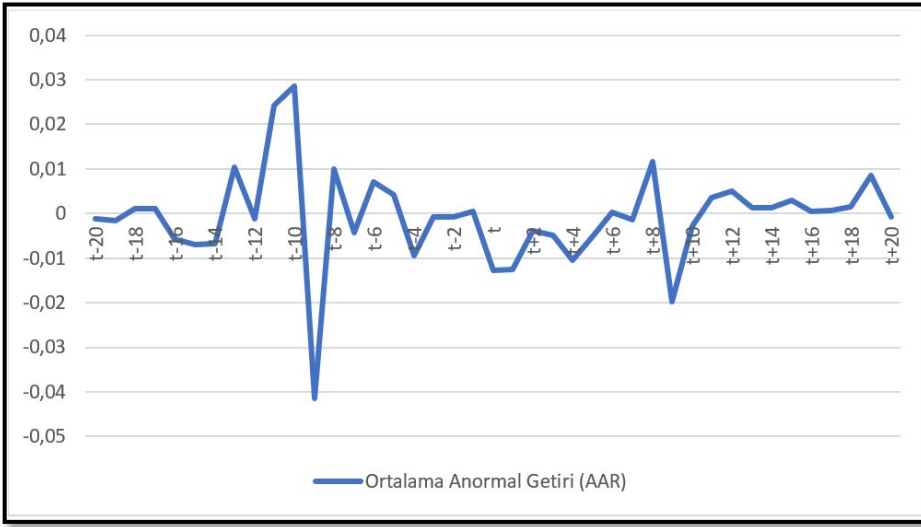
Tablo 4. Finansal Raporlara İlişkin AAR ve ACAR Değerleri

Gün	Anormal Getiri (AR) 1.Şirket	AR 2.-45. Şirket	Anormal Getiri (AR) 46.Şirket	Ortalama Anormal Getiri (AAR)	Ortalama Kümülatif Anormal Getiri (ACAR)
t-20	-0,00858	...	-0,0333	-0,00117	0
t-19	-0,02323	...	-0,0132	-0,00163	-0,00163
t-18	0,011231	...	-0,008	0,001107	-0,00052
t-17	0,011484	...	-0,0276	0,001105	0,000586
t-16	-0,01255	...	-0,0171	-0,0058	-0,00522
t-15	-0,01806	...	0,0163	-0,007	-0,01222
t-14	0,007074	...	-0,0045	-0,00678	-0,019
t-13	-0,01241	...	-0,0207	0,01035	-0,00865
t-12	-0,0001	...	-0,02979	-0,00124	-0,00989
t-11	-0,02073	...	-0,00419	0,024248	0,014353
t-10	0,043417	...	0,0315	0,028649	0,043002
t-9	-0,05043	...	0,0306	-0,04141	0,001591
t-8	0,009767	...	-0,0102	0,010029	0,01162
t-7	-0,02032	...	-0,01073	-0,0042	0,007424
t-6	0,029977	...	-0,01418	0,007036	0,014459
t-5	-0,00119	...	-0,02136	0,004145	0,018604
t-4	-0,00626	...	0,02544	-0,00939	0,009216
t-3	0,035345	...	0,03596	-0,0007	0,008513
t-2	-0,00428	...	-0,00018	-0,00067	0,007846
t-1	0,046718	...	-0,02912	0,000519	0,008365
0 (Olay günü)	-0,04996	...	0,0216	-0,01266	-0,00429

t+1	0,00975	...	0,005	-0,01249	-0,01678
t+2	-0,02018	...	0,0393	-0,00394	-0,02072
t+3	0,05409	...	0,0407	-0,00494	-0,02566
t+4	0,017174	...	-0,0741	-0,01057	-0,03624
t+5	0,029589	...	0,0052	-0,00504	-0,04127
t+6	0,040005	...	-0,0123	0,000266	-0,04101
t+7	0,014213	...	-0,0319	-0,00136	-0,04236
t+8	0,005622	...	-0,0062	0,011633	-0,03073
t+9	0,019033	...	0,0439	-0,01979	-0,05052
t+10	0,002317	...	0,0095	-0,00286	-0,05338
t+11	0,021271	...	-0,0092	0,003542	-0,04984
t+12	-0,02119	...	0,044	0,005014	-0,04482
t+13	-0,02613	...	0,0061	0,001201	-0,04362
t+14	0,009737	...	-0,01109	0,001264	-0,04236
t+15	0,001964	...	0,0188	0,002996	-0,03936
t+16	-0,00839	...	-0,0113	0,00052	-0,03884
t+17	0,006189	...	0,03968	0,000756	-0,03809
t+18	0,038134	...	0,00148	0,0015	-0,03659
t+19	0,022615	...	0,066	0,008587	-0,028
t+20	0,011528	...	0,0116	-0,00067	-0,02867

*“AR 2.-45. Şirket” sütununda yer alan ... gösterimi, 2. şirketten 45. şirkete kadar olan verileri ifade etmektedir.

Tablo 4’te yer alan BIST 50’de işlem gören 46 şirkete ilişkin “anormal getiri” ve “ortalama anormal getiri” değerleri incelendiğinde, *“borsanın genel olarak düşüş eğilimi gösterdiği dönemde, analizi gerçekleştirilen şirketlerin de hisse senedi fiyatlarının düşüş trendinde olduğu”* görülmektedir. Bununla birlikte finansal raporların kamuoyuyla paylaşıldığı olay günleri, 46 şirketin ortalama anormal getirilerinin negatif olduğu, şirketler için oldukça önemli olan finansal raporlara ilişkin bildirim yatırımcıların önemli sayılacak düzeyde bir tepki vermediği ve hisse senetlerinin olay penceresi içerisinde çoğunlukla günü değer kaybına uğrayarak tamamladığı tespit edilmiştir. Anormal getirilerine ait değişimin daha net gözlemlenebilmesi amacıyla, hesaplanan getirilere ait veriler aşağıdaki gibi grafikleştirilmiştir.



Grafik 1. Olay Penceresi İçerisinde AAR ve ACAR Değerleri (Finansal Raporlar)

Haberin kamuoyuyla paylaşıldığı günlere ilişkin Grafik 1 incelendiğinde, şirketlerin hisse senetlerinin diğer günlerden anlamlı şekilde negatif olarak ayrıştığı ifade edilebilir. Bununla birlikte, olay gününden 6 işlem günü sonrasında hisse senedi getirilerinin pozitif seyir izlemeye başladığı, uzun süre negatif gerçekleşen anormal getirilerin ise 10. işlem günü sonrasında pozitifte döndüğü, ancak ACAR değerlerinin yükseliş göstermekle birlikte negatif olmaya devam ettiği tespit edilmiştir.

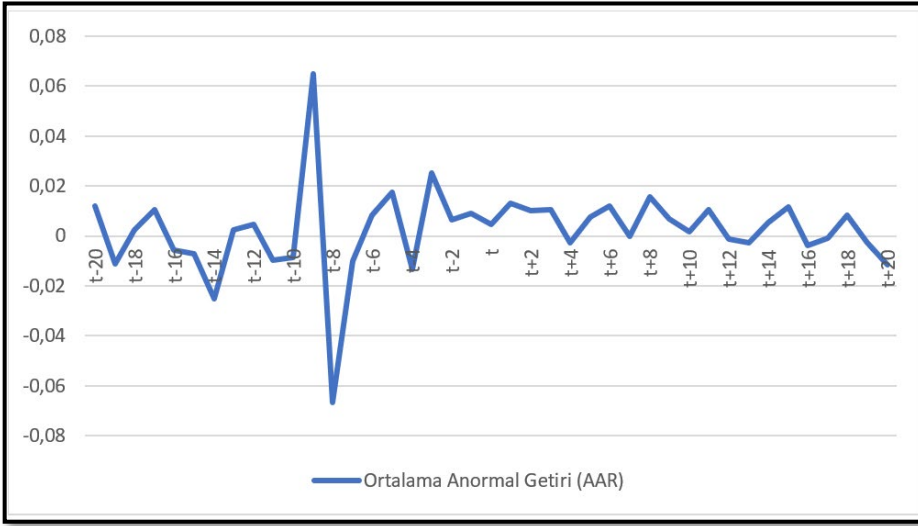
Tablo 5. Faaliyet Raporlarına İlişkin AAR ve ACAR Değerleri

Gün	Anormal Getiri (AR) 1.Şirket	AR 2.-45. Şirket*	Anormal Getiri (AR) 8.Şirket	Ortalama Anormal Getiri (AAR)	Ortalama Kümülatif Anormal Getiri (ACAR)
t-20	-0,0097	...	0,0131	0,012526	0
t-19	-0,0422	...	0,00254	-0,01844	-0,01844
t-18	0,0233	...	-0,07811	-0,00462	-0,02307
t-17	0,0018	...	0,0624	0,011694	-0,01137
t-16	0,0307	...	-0,0246	-0,00112	-0,01249
t-15	0,0282	...	-0,0727	-0,01498	-0,02748
t-14	-0,0619	...	-0,05729	-0,02081	-0,04829
t-13	-0,0188	...	-0,0226	-0,0075	-0,05579
t-12	-0,0103	...	0,0416	0,007719	-0,04807
t-11	-0,0319	...	-0,0492	-0,02082	-0,0689
t-10	-0,004	...	-0,0052	-0,00616	-0,07506
t-9	0,0326	...	-0,02519	0,102176	0,027119
t-8	0,00098	...	0,0067	-0,10994	-0,08282
t-7	-0,0004	...	-0,0168	-0,01309	-0,09592
t-6	0,04527	...	-0,0039	0,003939	-0,09198
t-5	0,00169	...	-0,0023	0,032735	-0,05924
t-4	-0,0147	...	-0,0108	-0,01303	-0,07227

t-3	0,0247	...	0,0058	0,025435	-0,04684
t-2	-0,0034	...	0,0227	0,009048	-0,03779
t-1	0,02788	...	0,0049	0,001006	-0,03678
0 (Olay günü)	-0,00273	...	0,04319	0,003634	-0,03315
t+1	0,055	...	0,0018	0,006916	-0,02623
t+2	-0,0064	...	0,0024	0,008291	-0,01794
t+3	0,003	...	-0,0291	0,005094	-0,01285
t+4	-0,02498	...	-0,01	-0,0099	-0,02275
t+5	0,02418	...	0,01876	0,020693	-0,00205
t+6	0,0272	...	-0,003	0,007334	0,005281
t+7	-0,0123	...	-0,0086	-0,00159	0,003695
t+8	-0,0094	...	-3E-06	0,012345	0,01604
t+9	0,0432	...	0,027	0,0008	0,01684
t+10	-0,0102	...	-0,0034	-0,00926	0,007585
t+11	-0,0058	...	0,0543	0,020098	0,027682
t+12	0,00535	...	-0,0249	-0,00894	0,018738
t+13	-0,007	...	-0,0163	-0,00256	0,016182
t+14	0,03059	...	0,0086	0,011599	0,027781
t+15	0,0231	...	-0,0206	0,009239	0,03702
t+16	0,01161	...	0,0097	-0,00225	0,034771
t+17	0,00196	...	0,00287	-0,00167	0,0331
t+18	0,0399	...	0,05199	0,009473	0,042572
t+19	-0,0013	...	0,03544	-0,00685	0,035722
t+20	-0,01984	...	-0,0395	-0,01525	0,020477

* “AR 2.-45. Şirket” sütununda yer alan ... gösterimi, 2. şirketten 45. şirkete kadar olan verileri ifade etmektedir.

Tablo 5’te yer alan BIST 50’de işlem gören 8 şirketin faaliyet raporlarına ilişkin anormal ve ortalama anormal getiri verileri incelendiğinde, borsanın düşüş eğiliminde olduğu dönemde, hisse senedi fiyatlarının yükseliş trendinde olduğu görülmektedir. Faaliyet raporlarının kamuoyuyla paylaşıldığı olay günleri, 8 şirketin ortalama anormal getirilerinin pozitif olduğu, finansal raporlara ilişkin bildirim yatırımcıların önemli düzeyde bir tepki verdiği ve hisse senetlerinin olay penceresi içerisinde ağırlıklı olarak değer kazanarak günü tamamladığı belirlenmiştir. Anormal getirilerin seyrinin olay penceresi içerisindeki durumunun daha net görülebilmesi amacıyla, hesaplanan getiriler tıpkı finansal raporlarda olduğu gibi grafikleştirilmiştir.



Grafik 2. Olay Penceresi İçerisinde AAR ve ACAR Değerleri (Faaliyet Raporları)

Grafik 2 incelendiğinde, haberin kamuoyuyla paylaşıldığı günlerde şirketlerinin hisse senetlerinin diğer günlerden anlamlı biçimde pozitif olarak ayrıştığı görülmektedir. Buna ek olarak, olay gününün hemen öncesinden başlayarak sonrasında da istikrarlı biçimde hisse senedi getirilerinin pozitif bir seyir izlediği, anormal getirilerin neredeyse olay günü sonrası tüm olay penceresi içerisinde pozitif olduğu belirlenmiştir. Böylece, olay gününde şirketlerin hisse senetlerini satın alan yatırımcılar kısa süre içinde beklenenden daha yüksek getiri sağlamışlardır.

Zaman zaman, duyurusu yapılan olayın etkisi birkaç günden uzun bir süre devam edebilir. Bu nedenle, olay penceresi içinde kümülatif anormal getirilerin hesaplanması daha yararlı olacaktır (Küçüksille ve Mizrahi, 2015). Bu yaklaşım doğrultusunda, ortalama anormal getirilere ek olarak, belirlenen olay aralıkları için ortalama kümülatif anormal getiriler hesaplanmış ve bu getirilerin istatistiksel olarak anlamlı bir fark gösterip göstermediği incelenmiştir. Farklılık testleri sonucunda, istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilirse, anormal getiri elde edilmediğini varsayan “ H_0 hipotezi reddedilir” ve “ H_1 alternatif hipotezi kabul edilir”. Tablo 6’da finansal raporların ilanına dair, Tablo 7’de ise faaliyet raporlarının ilanına dair seçilen olay aralıkları için hesaplanan ACAR değerleri ve farklılık testi sonuçları sunulmaktadır.

Tablo 6. Finansal Raporlara İlişkin Seçili Olay Aralıklarına Göre ACAR Değerleri

Olay Aralığı (-, +)	Ortalama Kümülatif Anormal Getiri (ACAR)
(-1, +1)	-0,01271427*
(-5, +5)	-0,092431387*
(-10, +10)	-0,232331049*
(-20, +20)	-0,664714715*
(-1, 0)	0,004070218*
(-5, 0)	0,048249489*
(-10, 0)	0,126345594*
(-20, 0)	0,084151495*
(0, +1)	-0,021079389*
(0, +5)	-0,144975777*
(0, +10)	-0,362971544*
(0, +20)	-0,753161111*

Olay aralıklarına göre ACAR değerlerine bakıldığında, finansal raporların ilanına ilişkin haberin öncesinde şirketlerin hisse senetlerini alıp haber sonrası elden çıkarmak suretiyle normal üstü getiri elde edilemeyeceği görülmüştür. Öte yandan, haberin paylaşılmasından 20 işlem günü önce hisse senetlerini alıp finansal raporlar ilan edilir edilmez elden çıkaran yatırımcıların normal üstü getiri imkânına sahip oldukları hesaplanmıştır. Olay sonrasında (0,+1; 0,+5; 0,+10 ... gibi) gerçekleşen negatif ACAR'lar, piyasaya gelen haber(ler)in yatırımcılar tarafından olumsuz algılandığı şeklinde değerlendirilmektedir.

Tablo 7. Faaliyet Raporlarına İlişkin Seçili Olay Aralıklarına Göre ACAR Değerleri

Olay Aralığı (-, +)	Ortalama Kümülatif Anormal Getiri (ACAR)
(-1, +1)	0,011556*
(-5, +5)	0,089925*
(-10, +10)	0,076481*
(-20, +20)	0,033003*
(-1, 0)	0,00464*
(-5, 0)	0,058827*
(-10, 0)	0,035746*
(-20, 0)	-0,02062*
(0, +1)	0,01055*
(0, +5)	0,034731*
(0, +10)	0,044368*
(0, +20)	0,057261*

Faaliyet raporlarına ilişkin bulgulara bakıldığında; raporun ilanına ilişkin bildirim öncesinde şirketlerin hisse senetlerini alıp haberdan bir müddet sonra elden çıkarmak suretiyle normal üstü getiri elde edilebildiği görülmüştür. Ayrıca yatırımcıların, haberin paylaşılmasından 20 işlem günü sonrasına kadar hisse senetlerinden normal üstü getiri imkânına sahip oldukları hesaplanmıştır. Olay sonrasında (0,+1; 0,+5; 0,+10 ... gibi) gerçekleşen pozitif ACAR'lar, piyasaya gelen haber(ler)in yatırımcılar açısından olumlu algılandığı biçiminde yorumlanmaktadır. Bu olay piyasa etkinliği bağlamında değerlendirildiğinde; “*haber öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı, piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı*” anlamına gelmektedir (McWilliams ve Siegel, 1997; Vernimmen, 2009). Dolayısıyla, faaliyet raporlarına ilişkin bulgular değerlendirildiğinde; “*kurumsal raporların şirketlerin hisse senedi getirilerine bir etkisi yoktur, dolayısıyla piyasalar ilgili dönem için yarı güçlü formda etkindir.*” hipotezi reddedilmektedir.

Olay çalışması neticesinde elde edilen bulguları destekleyici bir unsur olması açısından, kurumsal raporların ilan edilmesinin ardından olay penceresi içerisinde seçili şirketlerin hisse senedi fiyatlarının değişimi artan ve azalan biçiminde oransal olarak hesaplanmış ve Tablo 8’de gösterilmiştir.

Tablo 8. Kurumsal Rapor İlanı Sonrası Hisse Senedi Fiyat Değişimi

	Finansal Rapor İlanı Sonrası	Faaliyet Raporu İlanı Sonrası
Değer Kazanan ↑	15 (%32,6)	6 (%75)
Değer Kaybeden ↓	31 (%67,4)	2 (%25)

Finansal raporların ilan edilmesinin ardından analizi gerçekleştirilen 46 şirketten 31’inin (%67,4’ünün) hisse senetlerinin değer kaybettiği; buna karşın, faaliyet raporlarının ilan edilmesinin ardından şirketlerin %75’inin hisse senetlerinin değer kazandığı tespit edilmiştir.

5. SONUÇ

Kurumsal raporların yatırımcıların karar verme aşamasında önemli bir veri kaynağı olup olmadığını araştıran bu çalışmanın amacı, BIST 50 endeksinde işlem gören şirketlerin faaliyet ve finansal raporlarının ilanının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemiyle analiz etmektir. Yapılan analiz sonucunda, olay gününde işlem hacminin önceki 20 günün ortalamasının önemli ölçüde üzerinde olduğu gözlemlenmiştir. Bu da yatırımcıların, özellikle olay gününden (kurumsal raporların kamuya sunulduğu gün) itibaren faaliyet raporlarının açıklanmasına aşırı ve olumlu tepki verdiğini, hisse senedi fiyatlarındaki olumsuz trende karşıt bir hareketle fiyatların tersine döndüğünü ortaya koymaktadır. Ayrıca, (0, +5), (0, +10), (0, +20) gibi olay pencerelerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif ACAR değerlerine ulaşılabilceği sonucuna varılmıştır. Elde edilen bulgular, kurumsal raporların ve şirketlere özgü haberlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini inceleyen literatürle paralellik göstermektedir. Başlangıçta yatırımcıların finansal raporlara temkinli ve olumsuz bir yaklaşım sergileyerek hisse senedi talebini azalttığı, bu durumun negatif ACAR ile kendini gösterdiği tespit edilmiştir. Ancak, olumsuz beklentilerin sona ermesiyle birlikte alış yönünde pozisyon alınmaya başlanmasıyla, ACAR'ların istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde pozitif hale geldiği görülmüştür.

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin bu etkilerinin ne zaman ne kadar süreyle ve hangi yönde olacağını belirlemek oldukça zordur. Etkin Piyasalar Hipotezi'ne göre, bir bilgi kamuya açıklandığı anda hisse senedi fiyatlarına yansımaktadır ve bu bilgiyi dikkate almayan birçok yatırımcı olsa da bu bilgiyi dikkate alan az sayıda yatırımcı, bilgiyi hemen fiyatlara yansıtır. Ancak artan kanıtlar, bilginin yatırımcılar arasında kademeli olarak yayıldığını ve bu yayılmanın fiyatlar üzerinde kısa ve uzun vadeli etkiler yarattığını göstermektedir. Yatırımcılar, sektörü ve şirketleri değerlendirirken, yalnızca finansal bilgileri içeren finansal tabloları/raporları değil, aynı zamanda şirketlerin faaliyetlerini, geleceğe yönelik öngörülerini de içeren ve finansal olmayan bilgilerin de yer aldığı kurumsal raporları da dikkate almalıdır.

Yarı güçlü formda etkin bir piyasa, her tür bilginin piyasa fiyatlarına anında yansıdığı ve bu piyasa üzerinde anormal getirilerin elde edilemeyeceği bir piyasadır. Olay aralıklarında ACAR değerlerinin istatistiksel olarak anlamlı ve genellikle pozitif olmasının yanı sıra, faaliyet raporlarının fiyatlara etkisinin bir süre devam etmesi, piyasaların analiz edilen dönemde yarı güçlü formda etkin olmadığını ortaya koymaktadır. Yarı güçlü formda etkin olmayan piyasalarda, yatırımcılar bu tür haberlerin öncesinde, sırasında veya sonrasında ortalama getirilerin üzerinde bir getiri elde etme fırsatına sahip olabilirler. Ancak, literatürdeki birçok çalışma, hisse senedi fiyatlarının piyasaya yansıyan haberler ve yatırımcıların irrasyonel tepkileriyle normalin dışında hareket ettiğini ve bu durumun piyasaların etkinliğini olumsuz etkilediğini göstermektedir.

Çalışmanın bulguları, kurumsal raporların ve şirketlere özgü haberlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini inceleyen literatürle paralellik göstermektedir. Analiz neticesinde elde edilen bulgular, Kara (2015) ve daha yakın zamanda gerçekleştirilen Dineri, Ekşi, Altemur ve Büyükoğlu'nun (2025) sürdürülebilirlik raporu yayınlayan şirketlerin KAP bildirimleri özelinde gerçekleştirdiği olay çalışmasının bulgularıyla da benzerlik göstermektedir. Finansal ve faaliyet raporunu kamuoyuyla paylaşan şirketlerin duyuru öncesi, duyuru günü ve duyuru sonrası günlerde hisse senedi getirileri farklılık arz etmektedir. Ancak kümülatif bir değerlendirme yapıldığında, yatırımcıların kurumsal raporların (özellikle faaliyet raporlarının) duyurulmasına aşırı ve pozitif yönlü bir tepki verdiği sonucuna ulaşılmaktadır.

Davranışsal finans literatürü, kamuya açıklanan bilgilere yönelik pozisyon olarak ortalama üstü getiri elde etmenin, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarında mümkün olduğunu açıkça ortaya koymaktadır. Bu durum, EPH'nin aksine piyasaların yenilemez değil, ancak zorlu bir şekilde yenilebilir olduğunu göstermektedir ki bu çalışmanın bulguları da EPH'nin geçerliliğini test eden çalışmalarla paralellik göstermektedir. Bunun yanı sıra çalışmanın hem finansal raporların hem de faaliyet raporlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini ayrı ayrı ele alıp birlikte yorumlaması çalışmanın literatüre yaptığı özgün katkıyı ortaya koymaktadır. Gelecekte yapılacak çalışmalarla,

piyasaları etkileyen haberlerin sektörel etkileri, ekonometrik analiz yöntemleriyle volatiliteye yol açıp açmadığı, ülkeler arasında karşılaştırmalar ve yatırımcı tepkilerini referans alarak davranışsal finans modellerinin test edilmesiyle literatürün daha da genişletilebileceği düşünülmektedir.

Çalışmanın elde ettiği bulgular, aynı zamanda döngüsel ekonomi ve sürdürülebilirlik hususunda da bazı çıkarımlar barındırmaktadır. Şöyle ki; dünyadaki insan nüfusu ve hizmet gereksinimleri arttıkça, kaynakların plansız kullanımı çevre sorunlarını tetiklemektedir. Döngüsel ekonomi, kaynakları tekrar kullanma ve sürdürülebilirlik arayışında ön plana çıkmaktadır. Sürdürülebilirlik ve döngüsel ekonomi, iş stratejileri ve teknolojik yatırımlar için büyük bir avantaj sağlamaktadır. Yatırımcıların kararlarında hem finansal hem de finansal olmayan şirket bilgisini içeren ve şirketi bütüncül olarak değerlendirme imkânı sunan faaliyet raporlarından faydalandıkları tespit edilmiştir. Şirketlerin sürdürülebilirlikle ilgili eylemlerini ve döngüsel ekonomiyi de dikkate alarak oluşturdukları iş modellerini açıkladıkları faaliyet raporlarının (bir başka ifade ile finansal olmayan bilgi içeren sürdürülebilirlik ya da entegre raporlarının) yatırımcılar tarafından kullanılan önemli bilgi kaynakları olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Özellikle de son yıllarda sürdürülebilir raporlamasına yönelik uluslararası düzenlemeler ve Türkiye özelinde de bu raporlamanın zorunlu hale gelmesi, çalışmadan elde edilen sonuçları daha anlamlı hale getirmekte ve gelecekte yapılacak çalışmalar için de önemli bir dayanak oluşturmaktadır.

Hakem Değerlendirmesi: Dış Bağımsız

Çıkar Çatışması: Yazar(lar) çıkar çatışması bildirmemiştir.

Finansal Destek: Yazar(lar) bu çalışma için finansal destek almadığını belirtmiştir.

Etik Onay: Bu makale, insan veya hayvanlar ile ilgili etik onay gerektiren herhangi bir araştırma içermemektedir.

Yazar(lar) Katkısı: Cihan YILMAZ (% 50), Hakan CAVLAK (% 30), Emine Serap KURT (% 20)

Peer-review: Externally peer-reviewed.

Conflict of Interest: The author(s) declares that there is no conflict of interest.

Funding: The author(s) received no financial support for the research, authorship and/or publication of this article.

Ethical Approval: This article does not contain any studies with human participants or animals performed by the authors.

Author(s) Contributions: Cihan YILMAZ (% 50), Hakan CAVLAK (% 30), Emine Serap KURT (% 20)

KAYNAKÇA

- ACCA. (2016). *Meeting users' information needs: The use and usefulness of integrated reporting*.
- Aras, G. ve Sarioğlu, G. U. (2015). *Kurumsal raporlamada yeni dönem: Entegre raporlama*. TÜSİAD Yayınları.
- Arsoy, M. F. (2017). Hisse geri alım programı duyurularının şirketlerin piyasa değerlerine etkisi: Borsa İstanbul örneği. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 12(2), 1-22.
- Asquith, P., Mikhail, M. B. ve Au, A. S. (2005). Information content of equity analyst reports. *Journal of Financial Economics*, 75(2), 245–282.
- Ayan Civelek, S. ve Konak, F. (2022). Hisse geri satın alımları piyasa fiyatını etkiler mi? BİST Sınai endeksi üzerine bir uygulama. *Anadolu Akademi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(1), 109-122.

- Aygören, H. ve Uyar, S. (2006). Türkiye’de denetim görüşleri ve denetim görüşlerinin yatırımcı kararlarına etkisi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi (MÖDAV)*, 8(4), 129–146.
- Basdas, U. ve Oran, A. (2014). Event studies in Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 14(3), 167–188. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2014.03.003>
- Bouteska, A. (2019). The effect of investor sentiment on market reactions to financial earnings restatements: Lessons from the United States. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 24, 1–11. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2019.100241>
- Bozkurt, N. (2012). *Muhasebe denetimi*. Alfa Yayınları.
- Bozkurt, İ., Öksüz, S. ve Karakuş, R. (2015). Finansal tablo ilanlarının hisse getirileri üzerindeki etkisi: BİST’de ampirik bir uygulama. *Maliye Finans Yazıları*, 103, 113–140.
- Brown, S. J. ve Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns-the case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14, 3–31.
- Burton, E. T. ve Shah, S. N. (2013). *Behavioral finance: understanding the social, cognitive, and economic debates*. John Wiley & Sons.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. ve MacKinlay, A. C. (1996). *The Econometrics of financial markets*. Princeton University Press.
- CDP, CDSB, GRI, IIRC ve SASB. (2020). *Statement of intent to work together towards comprehensive corporate reporting*.
- Deloitte. (2009). *Yıllık faaliyet raporu hazırlama rehberi*.
- Deloitte. (2016). *Thinking Allowed - The future of corporate reporting*.
- Dineri, N., Ekşi, İ. H., Altemur, N. ve Büyükoğlu, B. (2025). Sürdürülebilirlik raporlarının hisse senedi değerleri üzerindeki etkisi: Borsa İstanbul örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (107), 203-222.
- Elliott, B. ve Elliott, J. (2017). *Financial accounting and reporting*. Pearson Education Ltd.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617.
- FEE. (2015). *The Future of Corporate Reporting – Creating the Dynamics for Change*.
- Francis, J. ve Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319–352. <https://doi.org/10.2307/2491412>
- FRC. (2020). *A matter of principles - the future of corporate reporting*.
- Garrod, N. ve Rees, W. (1999). *Forecasting earnings growth using fundamentals* (99/6), Working Paper Series.
- Güler Özçalık, S. ve Eren, B. S. (2022). COVID-19 (Koronavirüs) pandemisinin turizm endeksleri üzerindeki etkisi: bir olay çalışması. *Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 20(1), 136-150.
- Hendricks, K. B. ve Singhal, V. R. (2008). The effect of supply chain disruptions on shareholder value. *Total Quality Management*, 19(7), 777–791.
- Ianniello, G. ve Galloppo, G. (2015). Stock market reaction to auditor opinions–Italian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 30(6–7), 610–632.
- ICAEW. (2017). *What’s Next for Corporate Reporting: Time to Decide?*

IIRC. (2019). External environment. *Integrated Report 2019*.

Irmak, F., Şahin, E. ve Aknar, A. (2024). Rusya Ukrayna savaşının Borsa İstanbul sektörüne etkileri: olay çalışması analizi. *ADAM AKADEMİ Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(1), 33-58.

Kaderli, Y. ve Başkaya, H. (2014). Halka açık firmalarda kâr payı dağıtım duyurularının hisse senedi fiyatlarına etkisinin ölçülmesi: Borsa İstanbul’da bir uygulama. *Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(1), 49–64.

Kaderli, Y. ve Başkaya, H. (2016). Halka açık firmalarda sermaye arttırımı duyurularının hisse senedi üzerindeki etkisinin ölçülmesi: Borsa İstanbul’da bir uygulama. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, 2(1), 28-42.

Kaderli, Y., Doğaner, M. ve Başkaya, H. (2017). Borsa İstanbul’da işlem gören firmaların yeni iş ilişkisi duyurularının hisse senetleri getirileri üzerindeki kısa vadeli etkisinin olay etüdü ile incelenmesi. *TURAN-SAM Uluslararası Bilimsel Hakemli Dergisi*, 9(33), 429-435.

Kandır, S. Y. ve Mermer, G. E. (2024). Investigating the impact of renewable energy investment announcements on stock returns of Borsa Istanbul energy companies. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 14(6), 542-547.

Kara, S. (2015). Denetim görüşlerinin hisse senedi anormal getirileri üzerine etkisinin 2009-2014 yılları bazında ölçülmesi. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 8(2), 137–152.

Karaömer, Y. ve Kakilli Acaravcı, S. (2021). The impact of COVID-19 outbreak on Borsa İstanbul: an event study method. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 38(4), 652–666.

Karkacıer, A. (2016). *Kurumsal yatırımcıların yatırım kararlarına bağımsız denetimin etkisi*. Gaziosmanpaşa Üniversitesi.

Konak, F. ve Şakrak, K. (2023). Hisse senedi gruplandırma duyurularının piyasa fiyatına etkisi: Borsa İstanbul üzerine bir uygulama. *Hitit Ekonomi ve Politika Dergisi*, 3(1),14-33.

Kothari, S. P. ve Warner, J. B. (2006). *Econometrics of event studies* (Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance).

Köse, Y. ve Aktan, C. (2022). Uçak kazaları ile hisse senedi ve şirket değeri arasındaki ilişkilerin belirlenmesi: havayolu taşıyıcısı ve uçak üreticisi şirketler üzerinde analitik bir çalışma. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 17(1), 192 – 206.

Kurt, E. S. ve Cavlak, H. (2022). Kurumsal raporlama ekosistemi: Unsurlar, düzenlemeler ve öngörüler. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 24(MODAVICA Özel Sayısı), ÖS278-ÖS310. <https://doi.org/10.31460/mbdd.1067737>

Küçük, E. (2013). Hisse senedi piyasalarının finansal tablo duyurularına tepkisi ve bu tepkinin büyüklüğünü belirleyen etmenler: literatür incelemesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27(3), 163–184.

Küüksille, E. ve Mizrahi, R. (2015). Bedelsiz sermaye arttırımı duyurularının şirketlerin piyasa değerlerine etkisi: Borsa İstanbul örneği. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 35, 129–149.

Leuz, C. (2010). Different approaches to corporate reporting regulation: how jurisdictions differ and why. *Accounting and Business Research*, 40(3), 229–256. <https://doi.org/10.1080/00014788.2010.9663398>

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 12–39.

McWilliams, A. ve Siegel, D. (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Academy of Management Journal*, 40(3), 626–657.

- Mishra, A. (2005). *An empirical analysis of market reaction around the bonus issues in India* (Working Paper 10).
- Nielsen, C., Fox, A. ve Roslender, R. (2015). Enhancing financial reporting: The contribution of business models. *The British Accounting Review*, 47(3), 262–274. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.04.003>
- Özdemir, Ö. ve Öncü, E. (2018). Muhasebe verilerinin firma değerine etkisi: Borsa istanbul metal sektörü üzerine bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 78, 125–138.
- Peterson, P. P. (1989). Event studies: A review of issues and methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28(3), 36–66.
- Pirgaip, B. (2021). Pan(dem)ic reactions in Turkish stock market: evidence from share repurchases. *Eurasian Economic Review*, 11(2), 381-402.
- Rao, R. (1995). *Financial management* (3rd Editio). South Western Collage Publishing.
- Sakınç, İ. ve Açıklın, S. (2022). COVID-19'un Avrupa futbol kulüplerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri: olay çalışması analizi. *Fiscoeconomia*, 6(2), 783-807.
- Toomse-Smith, T. (2021). The stake of the nation: how corporate reporting must respond to changing stakeholder needs. *The Reporting Times*, 28.
- Türgüt, C. ve Çetenak, Öztürk, Ö. (2020). TCMB faiz oranı kararlarının banka hisse senedi getirileri üzerine etkisi: 13 Eylül 2018 tarihli açıklama örneği. *Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(1), 63-72.
- Uyar, A. (2015). *Kurumsal raporlamanın gelişimi ve güncel yaklaşımlar*. Gazi Kitabevi.
- Vasquez, J. L. B. (2017). Siz şirketlerinizi nasıl raporluyorsunuz? *KPMG Gündem Kış*, Sayı 28.
- Vernimmen, P. (2009). *Corporate finance: Theory and practice* (Second Edi). John Wiley & Sons.
- Yılmaz, C. (2023). Petrol rezervi bulunduğuna yönelik haberin borsa istanbul ulaştırma ve depolama sektöründeki şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi. *Kapanaltı Dergisi*, 4, 122–141.
- Yürük, M. F. (2022). Rusya-Ukrayna savaşının Borsa İstanbul BİST 100 endeksinde etkisinin olay çalışması ile analizi. *Turkish Studies - Economy*, 17(3), 869-881.
- Zhang, H. (2005). Share price performance following actual share repurchases. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1887–1901. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.038>