

SINIRLI OLUMLU DENETİM GÖRÜŞLERİNİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR OLAY ÇALIŞMASI

Makale Bilgileri

Geliş Tarihi : 14.05.026
Kabul Tarihi : 12.08.2026
Türü : Araştırma Makalesi
DOI Numarası : 10.55322/mdbakis.1951138

Dr. Öğr. Üyesi Mustafa GENÇ*

Bibliyografik Bilgiler

Genç, M. (2026). “Sınırlı Olumlu Denetim Görüşlerinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Olay Çalışması” Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi (Yıl: 2026, Sayı : 79, Sayfa : 589-610) <https://doi.org/10.55322/mdbakis.1951138>

ÖZ

Denetim görüşleri, finansal raporların güvenilirliğine ilişkin yatırımcılara önemli bilgiler sunarak sermaye piyasalarında fiyat oluşum sürecinde dikkate alınan unsurlar arasında yer almaktadır. Söz konusu bilgilerin kamuya açıklanmasının yatırımcı davranışları ve hisse senedi fiyatları üzerindeki yansımalarının incelenmesi önem arz etmektedir. Bu doğrultuda çalışmanın amacı, 2024 ve 2025 yıllarında Borsa İstanbul’da (BİST) işlem gören ve bu yıllardan en az birinde sınırlı olumlu denetim görüşü açıklayan işletmelerin hisse senedi fiyatlarında oluşan piyasa tepkilerini incelemektir. Çalışmada denetim görüşlerinin kamuya açıklanmasına verilen piyasa tepkisini ölçmek amacıyla olay çalışması (Event Study) yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen bulgular, sınırlı olumlu denetim görüşlerinin piyasa tarafından olumsuz bir sinyal olarak algılandığını ve denetim görüşü açıklamalarını takiben hisse senedi getirilerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif piyasa tepkileri oluştuğunu göstermektedir. Ayrıca olay öncesi dönemde gözlenen fiyatlama davranışları, yatırımcıların denetim görüşlerine ilişkin bilgiyi kısmen önceden fiyatladığına işaret etmektedir. Sektörel analizler ise, piyasa tepkisinin sektörler arasında homojen olmadığını ortaya koymaktadır. Çalışma, denetim görüşü açıklamalarına

* Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, mustafa.genc@erdogan.edu.tr, ORCID: 0000-0001-5897-9010

verilen piyasa tepkisini ele alan literatüre güncel ve sektörel kanıtlar sunmaktadır. Ayrıca sermaye piyasası paydaşları açısından denetim raporlarının piyasa üzerindeki rolüne ilişkin önemli çıkarımlar sağlamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Sınırlı olumlu denetim görüşü, Hisse senedi getirisi, Olay çalışması, Borsa İstanbul

JEL Kodları: M42, G14

THE EFFECT OF QUALIFIED AUDIT OPINIONS ON STOCK RETURNS: AN EVENT STUDY ON BORSA ISTANBUL

ABSTRACT

Audit opinions provide investors with important information regarding the reliability of financial reports and are among the factors considered in price formation in capital markets. Examining the effects of the public disclosure of such information on investor behaviour and stock prices is therefore important. Accordingly, this study aims to examine the market reactions reflected in the stock prices of entities whose shares were traded on Borsa Istanbul (BIST) in both 2024 and 2025 and that disclosed a qualified audit opinion in at least one of those years. The event study methodology was employed to measure the stock market reaction to the public disclosure of audit opinions. The findings indicate that qualified audit opinions are perceived by the market as a negative signal and that statistically significant negative market reactions are observed in stock returns following their disclosure. Furthermore, the pricing behaviour observed during the pre-event period suggests that investors had partially priced in information concerning the audit opinions before their public disclosure. Sectoral analyses further reveal that market reactions are not homogeneous across sectors. This study contributes recent and sector-specific evidence to the literature on market reactions to audit opinion disclosures. It also has important implications for capital market stakeholders regarding the role of audit reports in market pricing.

Keywords: Qualified audit opinion, Stock return, Event study, Borsa Istanbul

JEL Codes: M42, G14

1. GİRİŞ

Sermaye piyasalarının etkin işleyişi; yatırımcıların kullandığı bilginin doğru, güvenilir ve zamanında sunulmasına bağlıdır (Healy & Palepu, 2001: 406; Akdoğan & Kılıç, 2021: 15). Bu noktada finansal raporlama; yatırımcılara işletmelerin finansal durumu hakkında bilgi sağlarken bağımsız denetim, finansal raporların belirlenen raporlama çerçevesine uygunluğuna ilişkin güvence sağlayarak kullanıcıların bu raporlara duyduğu güveni artırmayı amaçlamaktadır (Bushman & Smith, 2001: 238). Bağımsız denetim süreci sonucunda açıklanan denetim görüşleri, finansal bilgilerin güvenilirliğine iliş-

kin önemli sinyaller sunarak işletme yönetimi ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin azaltılması-na katkı sağlamaktadır (Moradi vd., 2011: 3354-3359; Ünal Uyar vd., 2026).

Bağımsız denetim görüş türlerinden olumlu denetim görüşü, finansal raporların tüm önemli yönleriyle gerçeğe uygun sunulduğunu gösterirken sınırlı olumlu görüş, önemli ancak yaygın olmayan yanlışlıkların varlığına ya da yeterli ve uygun denetim kanıtı elde edilememesine işaret etmektedir (Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu [KGK], 2025). Bu nedenle sınırlı olumlu görüşlerin, yatırımcıların risk algısını ve fiyatlama davranışlarını etkileyebilecek bir bilgi içeriğine sahip olduğu belirtilmektedir (Chen vd., 2000; Menon & Williams, 2010: 2084). Bu durum, sınırlı olumlu denetim görüşlerinin piyasa tarafından nasıl ve ne zaman fiyatlandığının analiz edilmesini gerekli kılmaktadır. Bununla birlikte mevcut literatürde denetim görüşlerinin piyasa üzerindeki etkisine ilişkin bulguların tutarsız olduğu görülmektedir. Bazı çalışmalar (Firth, 1978; Vaziri & Azadi, 2017; Constantin vd., 2022; Karcioğlu vd. 2021), denetim görüşlerinin piyasa üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu ortaya koyarken bazıları (Martínez vd., 2004; Al-Thuneibat vd., 2008; Moradi vd., 2011; Sağım & Reis, 2020; Bayo Flees & Mouselli, 2023) ise, denetim görüşleri ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığını ortaya koymuştur. Bu konuda BİST işletmelerine ait güncel dönem verilerini inceleyen çalışmaların sınırlı olduğu görülmüştür.

Bu çalışma, BİST’te işlem gören işletmelerin 2024 ve 2025 yıllarında yayımladığı 51 sınırlı olumlu denetim görüşüne piyasanın verdiği tepkileri olay çalışması yöntemiyle incelemeyi amaçlamaktadır. Çalışmada denetim görüşü açıklamaları öncesi ve sonrası dönemlerde anormal ve kümülatif anormal getiriler hesaplanarak piyasanın bu görüşleri ani bir şok olarak mı yoksa zamana yayılan bir süreç içerisinde mi fiyatladığının tespit edilmesi hedeflenmektedir. Ayrıca sektörel bazda yapılan analizlerle de piyasa tepkisinin sektörler arasında homojen olup olmadığının değerlendirilmesi arzulanmıştır.

Çalışma, sınırlı olumlu denetim görüşlerinin BİST’te hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini güncel verilerle incelemekte; piyasa tepkisinin olay öncesi ve sonrası dönemdeki değişimini ve sektörel farklılaşmasını birlikte değerlendirmektedir. Böylece çalışma; denetim görüşlerinin sermaye piyasalarındaki fiyatlama sürecine etkisine ilişkin literatüre güncel, ayrıntılı ve ampirik düzeyde destekleyici kanıt sunmaktadır.

Çalışma aşağıdaki şekilde yapılandırılmıştır. İkinci bölümde bağımsız denetim ile denetim görüş türlerine ilişkin kavramsal çerçeve sunulmakta ve denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki olası etkileri teorik açıdan ele alınmaktadır. Üçüncü bölümde ilgili literatür incelenmekte; dördüncü bölümde ise, çalışmanın yöntemi açıklanmaktadır. Beşinci bölümde çalışmanın bulgularına yer verilmekte ve son bölümde elde edilen sonuçlar değerlendirilerek ilgili öneriler sunulmaktadır.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

2.1. Bağımsız Denetim ve Bağımsız Denetim Görüş Türleri

Bağımsız denetim, işletmenin finansal raporlarının ilgili finansal raporlama çerçevesine uygunluğunun bağımsız denetçi tarafından yeterli ve uygun denetim kanıtlarının elde edilerek değerlendirilmesi ve bunun sonucunda finansal raporlara yönelik görüş bildirmesi sürecidir (Güredin, 2014: 36-37). Tanımdan hareketle bağımsız denetimin amacı, finansal raporların bir bütün olarak önemli yanlışlık içerip

içermediğine ve geçerli finansal raporlama çerçevesine uygun biçimde hazırlanıp hazırlanmadığına ilişkin makul güvence sunmaktır. Bağımsız denetim ile birlikte işletme ve ilgili paydaşlar arasında güven ortamı oluşturulması amaçlanmaktadır. Yapılan bağımsız denetimler sonucunda oluşturulan denetim raporlarında yer alan görüşler, paydaşlar tarafından özellikle sermaye piyasası yatırımcıları açısından önemli bir bilgi kaynağı olarak değerlendirilmektedir. Bu noktada sermaye piyasalarının etkin işleyişi ile işletmeler tarafından sunulan finansal bilgilerin doğruluğunun bağımsız denetim süreciyle teyit edilmesi arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır (Sakin, 2018).

Bağımsız denetim sürecinin sonunda elde edilen denetim kanıtları değerlendirilmekte bu değerlendirme sonucunda ulaşılan bulgular çerçevesinde denetim görüşü oluşturularak raporlanmaktadır. (Ülker & Koç, 2025: 230). Finansal raporlara ilişkin görüş oluşturulması ve denetçi raporunda yer alan görüş türlerine ilişkin düzenlemeler; KGK (2025) tarafından yayımlanan Bağımsız Denetim Standardı 700: *Finansal Tablolara İlişkin Görüş Oluşturma ve Raporlama* ile yine KGK (2023) tarafından yayımlanan Bağımsız Denetim Standardı 705: *Bağımsız Denetçi Raporunda Olumlu Görüş Dışında Bir Görüş Verilmesi* kapsamında ele alınmaktadır.

Denetçi, finansal raporların tüm önemli yönleriyle geçerli finansal raporlama çerçevesine uygun olarak hazırlandığı sonucuna ulaşması halinde olumlu görüş vermektedir. Bu noktada olumlu görüş; işletmelere ait finansal raporların, tüm önemli yönleriyle geçerli finansal raporlama çerçevesine uygun olarak hazırlandığını ve işletmenin mali durumu, faaliyet sonuçları ile nakit akımlarına ilişkin bilgileri gerçeğe uygun ve doğru bir biçimde yansıttığını ifade etmektedir (Sağlam & Yolcu, 2014: 628). Buna karşılık BDS 700’de belirtildiği üzere denetçinin elde ettiği denetim kanıtlarına dayanarak finansal raporların bir bütün olarak önemli yanlışlık içerdiği kanaatine varması veya finansal raporların önemli bir yanlışlık içermediği sonucuna ulaşmak için yeterli ve uygun denetim kanıtını elde edememesi durumlarında, BDS 705 standardı uyarınca olumlu görüş dışında farklı bir görüş bildirmesi söz konusu olmaktadır.

Tablo 1, denetçinin olumlu görüş dışında bir görüş bildirmesine neden olan hususa ilişkin yaptığı değerlendirme ile bu hususun finansal tablolar üzerindeki mevcut veya olası etkilerinin yaygınlık derecesinin verilecek denetim görüşünün türü üzerindeki etkisini ortaya koymaktadır.

Tablo 1: Denetim Görüş Türlerinin Belirlenmesindeki Etkenler

Olumlu Görüş Dışında Bir Görüş Verilmesine Neden Olan Hususun Niteliği	Bu Hususun Finansal Tablolar Üzerindeki Etkilerinin veya Muhtemel Etkilerinin Yaygınlığına İlişkin Denetçinin Muhakemesi	
	Önemli ancak yaygın değil	Önemli ve yaygın
Finansal tablolar “önemli yanlışlık” içermektedir	Sınırlı olumlu görüş	Olumsuz görüş
Yeterli ve uygun denetim kanıtı elde edilememektedir	Sınırlı olumlu görüş	Görüş vermekten kaçınma

Kaynak: KGK (2023)

Tablo 1’de gösterildiği üzere denetçinin finansal tablolara olumlu görüş veremediği ancak denetim kapsamındaki sınırlamaların veya tespit edilen yanlışlıkların etkisinin, olumsuz görüş verilmesini ya da görüş bildirmekten kaçınılmasını gerektirecek ölçüde önemli ve yaygın olmadığı durumlarda verilen görüş türü, sınırlı olumlu görüştür (Selimoğlu vd., 2012: 161). BDS 705 uyarınca sınırlı olumlu görüş, iki temel durumda söz konusu olmaktadır:

1. Denetçinin, yeterli ve uygun denetim kanıtı elde etmesi sonucunda belirlediği yanlışlıkların tek başına veya birlikte önemli nitelik taşımasına rağmen finansal tablolar üzerinde yaygın bir etki oluşturmadığı sonucuna ulaşması veya
2. Denetçinin, görüşüne dayanak oluşturacak yeterli ve uygun denetim kanıtını elde edememiş olmakla birlikte varsa tespit edilmemiş yanlışlıkların finansal tablolar üzerindeki muhtemel etkilerinin önemli olabileceğini ancak bu etkilerin yaygın nitelik taşımayabileceğini değerlendirmesi.

Bu koşullarda denetçi tarafından sınırlı olumlu görüş verilmektedir. Yalnız yeterli kanıtın elde edilmesi ve ilgili finansal raporlama çerçevesine uyumun sağlanması halinde finansal raporlarda belli yanlışlıklarla karşılaşılması bu tablolara tamamen güvenilmeyeceği anlamına gelmemektedir (Kaval, 2005: 181). Bu çerçevede sınırlı olumlu görüş, finansal raporların bütünüyle güvenilirlikten uzak olduğu anlamına gelmemekte denetçi tarafından tespit edilen belirli ve yaygın olmayan yanlışlık ya da sınırlılıkların kullanıcıların dikkatine sunulduğunu göstermektedir. Bu yönüyle söz konusu görüş, hem mevcut yanlışlıkların niteliğini hem de denetim sürecine ilişkin belirsizlikleri birlikte yansıtmaları bakımından finansal raporların güvenilirliğine ilişkin önemli sinyaller içermektedir. Dolayısıyla sınırlı olumlu görüşün içerdiği bilgi ve bu bilginin finansal rapor kullanıcıları tarafından nasıl yorumlandığı, denetim literatürü açısından incelenmesi gereken bir alan olarak değerlendirilmektedir.

2.2. Bağımsız Denetim Görüş Türlerinin Hisse Senedi Getirilerine Olası Etkileri

Bağımsız denetim raporlarının şeffaf ve gerçeğe uygun biçimde hazırlanması; yatırımcılar, kreditorler, işletme yöneticileri ve düzenleyici otoriteler açısından karar alma süreçlerinin sağlıklı işleyişi bakımından önem arz etmektedir. (Sağım & Reis, 2020: 649). Bu yönüyle denetim görüşleri; başta işletmeler, yatırımcılar ve kreditorler olmak üzere ilgili taraflar arasındaki güven ilişkisinin tesisinde belirleyici bir rol üstlenmektedir (Ece & Çadırcı, 2022: 132).

Denetim raporlarında açıklanan görüşler, yatırımcıların işletmeye ilişkin değerlendirmelerini şekillendirmekte ve buna bağlı olarak yatırım kararlarını etkileyebilmektedir (Bayo Flees & Mouselli, 2023: 634; Akdoğan vd., 2015: 245; Karcıoğlu vd., 2021: 170). Bu noktada finansal raporlara ilişkin sunulan denetim görüşleri, yatırımcılar açısından önemli bilgi ve sinyal niteliği taşımaktadır. Bu çerçevede olumlu görüş, sunulan bilgilerin gerçeğe uygunluğu konusunda güven tesis ederek yatırımcı algısını destekleyebilmekte ve bu durum piyasa fiyatları üzerinde olumlu yansımalar doğurabilmektedir. Buna karşılık sınırlı olumlu görüş, olumsuz görüş ve görüş vermektan kaçınma gibi görüş türleri; sunulan bilgilerin güvenilirliğine ilişkin belirsizlikleri artırarak yatırımcı tepkilerini olumsuz yönde etkileyebilmekte ve buna bağlı olarak hisse senedi fiyatlarında negatif hareketlere yol açabilmektedir (Siagian, 2023: 222; Aygören & Uyar, 2007: 34). Dolayısıyla denetim raporları, işletmelerin piyasa değerini etkileyebilecek bilgi içeriğine sahip önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

Finansal piyasalarda işletmeler ile yatırımcılar arasındaki bilgi farklılıkları, yatırım kararlarını ve piyasa davranışlarını etkileyen bilgi asimetrisine yol açmaktadır (Akerlof, 1970). Bu noktada bağımsız denetim raporları, finansal bilgilerin güvenilirliğini artırarak bu asimetrisinin azaltılmasına katkı sağlamaktadır (Healy & Palepu, 2001). Bu çerçevede denetim görüşleri, finansal raporların geçerli finansal raporlama çerçevesine uygunluğu ve güvenilirliği hakkında bağımsız bir değerlendirme sunarak işletmeler ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin azaltılmasına katkıda bulunabilir. Bilgi asimetrisinin bulunduğu ortamlarda taraflar arasındaki bilgi aktarımının işleyişi, sinyal teorisi çerçevesinde açıklanmaktadır. Bu teoriye göre ekonomik birimler, sahip oldukları niteliklere ilişkin bilgileri karşı tarafa iletmek amacıyla çeşitli sinyaller göndermektedir (Spence, 1973). Bu bağlamda denetim görüşleri, finansal raporların gerçeğe uygunluğu ve güvenilirliği hakkında yatırımcılara iletilen bir sinyal niteliğindedir (Muslih & Amin, 2018: 114). Bu noktada yatırımcılar, denetim raporlarını yeni bir bilgi kaynağı olarak değerlendirerek yatırım kararlarını gözden geçirebilmekte ve söz konusu bilginin hisse senedi fiyatlarına yansımaya neden olabilmektedir (Kelten, 2018: 2). Son olarak Etkin Piyasalar Hipotezi de sermaye piyasasında yeni bilgilerin fiyatlara hızla yansıdığını öngörmektedir (Fama, 1970). Bu nedenle çalışma, söz konusu üç kuramsal yaklaşım temelinde ele alınmakta ve elde edilen bulgular bu doğrultuda yorumlanmaktadır.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde denetim görüşlerine verilen piyasa tepkisini inceleyen çalışmalar belirli bir sınıflandırma çerçevesinde ele alınmıştır. Bu doğrultuda öncelikle uluslararası ve ulusal literatür ayrımı gözetilmiştir daha sonra denetim görüşlerinin hisse senedi fiyatları ve getirileri üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı esas alınmıştır.

Uluslararası alanda gerçekleştirilen çalışmaların bir kısmı, özellikle sınırlı olumlu denetim görüşlerinin yatırımcılar tarafından bilgi içeriği taşıyan bir unsur olarak değerlendirildiğini ve bu doğrultuda hisse senedi fiyatları üzerinde anlamlı etkiler oluşturduğunu ortaya koymaktadır. Bu kapsamda Firth (1978), İngiltere’de 1974–1975 döneminde borsada işlem gören ve sınırlı olumlu denetim raporuna sahip 247 işletmenin verileri ile yaptığı çalışmada söz konusu görüşlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin görüşün dayanağına göre farklılaştığını belirlemiştir. Vaziri & Azadi (2017), Tahran Borsası’nda 2009-2014 döneminde işlem gören 117 işletmeyi kapsayan analizlerinde denetim görüşü türleri ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuştur. Novriansa & Rahmawati (2019) tarafından 2012-2016 döneminde Endonezya Borsası’nda işlem gören işletmeler üzerinde gerçekleştirilen çalışmada denetim görüşlerinin hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğu belirlenmiştir. Constantin vd. (2022) 2017–2020 döneminde Bükreş Borsası’nda işlem gören 39 işletmeye ait verilerle yaptıkları çalışmada denetim görüşü türü ile hisse senedi fiyat hareketlerinin yönü arasında ilişki bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Diğer taraftan uluslararası alanda gerçekleştirilen bazı çalışmalar, özellikle sınırlı olumlu denetim görüşlerinin hisse senedi fiyatları üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığını ortaya koymaktadır. Martínez vd. (2004), İspanya sermaye piyasasında 1992-1995 yılları arasında sınırlı olumlu görüş alan işletmeleri inceleyerek bu görüşlerin hisse senedi fiyatları üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığını belirlemiştir. Al-Thuneibat vd. (2008), Ürdün’de halka açık 42 işletmenin 2000-2005 dönemine ait verilerini analiz ederek benzer şekilde sınırlı olumlu denetim görüşlerinin hisse senedi fiyatları ve getirileri üzerinde

istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığını tespit etmiştir. Kipkosgei (2010), Nairobi Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 49 işletmenin denetim raporlarını inceleyerek olumlu görüş dışında ki denetim görüşleri ile hisse senedi fiyatları arasında zayıf ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuştur. Benzer şekilde Moradi vd. (2011), Tahran Borsası'nda 2005–2009 dönemine ait veriler üzerinden gerçekleştirdikleri analizlerde sınırlı olumlu denetim görüşlerinin hisse senedi fiyatları ve getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığını belirlemiştir. Muslih & Amin (2018), Endonezya Menkul Kıymetler Borsası LQ-45 endeksinde yer alan 18 işletmeyi kapsayan çalışmalarında denetim görüşlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin anlamlı olmadığını tespit etmiştir. Bayo Flees ve Mouselli (2023) ise Amman Borsası'nda 2016–2019 döneminde sınırlı olumlu denetim görüşü verilen işletmeleri inceleyerek söz konusu görüşlerin hisse senedi fiyatlarında istatistiksel olarak anlamlı bir değişime yol açmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Türkiye'de konuyla ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde denetim görüşlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisine ilişkin bulguların istatistiksel anlamlılık açısından farklılaştığı görülmektedir. Bu çalışmaların bir kısmı, sınırlı olumlu denetim görüşlerinin hisse senedi fiyatları üzerinde anlamlı etkiler oluşturduğunu ortaya koymaktadır. Aygören ve Uyar (2007), İMKB'de işlem gören 101 işletmenin 2004 ve 2005 yıllarına ait denetim raporlarını inceledikleri çalışmalarında olumlu ve sınırlı olumlu denetim görüşlerinin yatırımcılar tarafından farklı şekilde değerlendirildiğini ve bu farklılığın hisse senedi getirilerine yansıdığını belirlemiştir. Kara (2015) tarafından yapılan çalışmada BİST'te işlem gören 88 işletmenin 2009-2014 dönemine ait verileri incelenerek denetim görüşleri ile hisse senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin bulunduğu tespit edilmiştir. Erdem Rena vd. (2016) çalışmalarında Türkiye'de bankacılık sektöründe faaliyet gösteren bankaların 2006-2014 dönemine ait denetim raporlarını incelemiş ve denetim görüşlerinin yatırımcı davranışlarını etkilediğini ortaya koymuştur.

Kelten (2018), 2013–2017 dönemine ait veriler üzerinden Türkiye ve Almanya sermaye piyasalarını karşılaştırmalı olarak ele aldığı çalışmasında denetim raporlarının Almanya sermaye piyasasında daha kısa sürede fiyatlara yansıdığı ve bu piyasanın Türkiye'ye kıyasla daha etkin bir yapıya sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Karcıoğlu vd. (2021), BİST'te işlem gören işletmelerin 2019–2020 dönemine ait denetim raporlarını analiz ederek yatırımcıların denetçi görüşünün türüne göre yatırım pozisyonu aldıklarını ve bu sayede endeksin üzerinde anormal getiriler elde edebildiklerini tespit etmiştir. Aydoğan ve Yereli (2021), BİST 100'de yer alan 3 bankanın 2011-2020 dönemine ait verileriyle yaptıkları analizlerde denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı etkiler oluşturduğunu belirlemiştir. Son olarak Sağlar ve Gizer (2023), BİST imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelere ait verilerle gerçekleştirdikleri analizlerde denetim görüşlerinin açıklama tarihinden bir gün önce, açıklama gününde ve açıklamadan bir gün sonra hisse senedi fiyatları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiler oluşturduğunu belirlemiştir.

Bununla birlikte bazı çalışmalarda denetim görüşlerinin genel olarak hisse senedi fiyatları üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir. Acar ve Temiz (2019), BİST'te 2005–2017 döneminde açıklanan olumsuz görüş ve görüş vermekten kaçınma türündeki denetim görüşlerini incelemiş ve söz konusu görüşlerin hisse senedi getirileri üzerinde genel olarak istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığını belirlemiştir. Sağım ve Reis (2020), BİST-TÜM endeksinde yer alan işletmelerin 2009–

2018 dönemine ait verilerini kullanarak bağımsız denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığını belirlemiştir

Mevcut literatürde özellikle sınırlı olumlu denetim görüşlerinin hisse senedi fiyatları ve getirileri üzerindeki etkisine ilişkin ampirik bulguların tutarlı olmadığı görülmektedir. Bulgular arasındaki farklılıklar incelenen ülke ve piyasanın özellikleri, örneklem kapsamı, denetim görüşü türleri, olay tarihinin belirlenmesi ve kullanılan olay pencereleriyle ilişkili olabilir. Türkiye sermaye piyasasında sınırlı olumlu denetim görüşlerini temel alan, güncel dönemi kapsayan, piyasa tepkisinin zamanlamasını olay öncesi ve sonrası dönemler itibarıyla inceleyen ve sektörel farklılıkları dikkate alan çalışmaların sınırlı olması; bu çalışmanın temel motivasyonunu oluşturmaktadır.

4. METODOLOJİ

4.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi

Çalışmanın amacı, BİST’te işlem gören işletmelerin açıkladığı sınırlı olumlu denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemektir. Bu yönüyle çalışma, bağımsız denetim raporlarında yer alan sınırlı olumlu denetim görüşlerinin yatırımcılar üzerindeki olası etkilerini ve bu etkinin sermaye piyasalarında fiyat hareketliliğine yol açıp açmadığını ortaya koyması bakımından önem arz etmektedir.

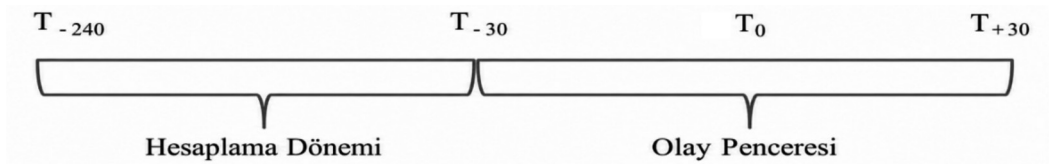
4.2. Çalışmanın Örneklemi ve Yöntemi

BİST’te faaliyet gösteren ve 2024 ile 2025 yıllarının en az birinde sınırlı olumlu denetim görüşü açıklayan işletmeler çalışmanın örneklemi oluşturmaktadır. Çalışma kapsamında 2024 yılında 26, 2025 yılında ise 25 olmak üzere toplam 51 olay gözlemi analize dahil edilmiştir. Bazı işletmelerin her iki yılda da sınırlı olumlu görüş açıklaması nedeniyle aynı işletmeye ait birden fazla olay gözlemi örnekleme dahil edilmiştir. Bu noktada farklı raporlama dönemlerine ve farklı kamuya açıklama tarihlerine ait her bir sınırlı olumlu denetim görüşü, çalışma kapsamında bağımsız bir olay olarak değerlendirilmiştir.

Çalışmada olay çalışması (event study) yöntemi kullanılmıştır. Olay çalışması yöntemi; işletme veya piyasaya ilişkin belirli bir olayın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini, olay gününe odaklanarak incelemeye imkan sağlayan bir yöntemdir (MacKinlay, 1997). Olay çalışmasında öncelikle normal ekonomik koşulları temsil eden tahmin dönemi belirlenmekte ve olayın gerçekleştiği tarihi kapsayan bir etkinlik penceresi oluşturulmaktadır. Tahmin dönemine dayalı hesaplamalar sonrasında etkinlik penceresinde bağımlı değişkenin performansında meydana gelen değişimlerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı test edilmektedir (Ncube vd. 2023: 6). Olay çalışması yöntemi, finansal piyasalara ulaşan yeni bilginin hisse senedi fiyatlarına yansıma biçimine ve piyasanın bu bilgiye verdiği tepkiye ilişkin ampirik kanıtlar sağlamaktadır (Fama, 1998). Ayrıca yöntemin etkinliği, piyasaların yarı güçlü formda etkin olduğu varsayımına dayanmaktadır (Fama, 1970: 383). Dolayısıyla bu yöntemin amacı, olayla ilgili bilginin piyasaya yansımalarının ardından etkinlik penceresinde anormal getiri oluşup oluşmadığını tespit etmektir. Çalışmada bu yöntemin tercih edilmesinin temel nedeni, denetim görüşlerinin açıklanması gibi belirli bir bilgi akışının hisse senedi fiyatlarına kısa vadeli etkisini doğrudan ölçmeye imkan sağlamasıdır.

Cowan (1992)'a göre olay günü etrafında gözlemlenen anormal getirilerin toplam piyasa getirisi ile ilişkilendirilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda çalışmada olay günü, denetim raporunun Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda açıklandığı tarih olarak kabul edilmiştir. Toplam piyasa getirisini temsilen ise BİST100 endeksi kullanılmıştır. Analizler, günlük kapanış hisse senedi fiyatları üzerinden gerçekleştirilmiştir. Bu noktada analizlerde kullanılan hisse senedi fiyatlarında temettü ve bölünme etkileri dikkate alınmıştır. Denetim görüşleri; denetlenmiş finansal raporlarla birlikte kamuya açıklandığından olay günü çevresindeki fiyat hareketleri, aynı açıklama setinde yer alan diğer finansal bilgilerin etkisini de kısmen içerebilir. Bu nedenle elde edilen bulgular, sınırlı olumlu denetim görüşlerinin piyasa fiyatlamasındaki rolüne ilişkin kanıt sunmakla birlikte eş zamanlı finansal bilgi akışlarının etkilerinin tamamen ayrıştırılamadığı dikkate alınarak yorumlanmalıdır.

Çalışmada olay günü etrafında oluşturulan $[-30, +30]$ etkinlik penceresi kullanılmıştır. Beklenen getirilerin tahmininde olay penceresiyle çakışmayı önlemek amacıyla olay gününden 240 iş günü önce başlayıp 31 iş günü önce sona eren $[-240, -31]$ tahmin dönemi esas alınmıştır. Farklı sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler için anormal getiriler (Abnormal Return-AR) ve ortalama anormal getiriler (Average Abnormal Return-AAR) hesaplanmış; dönemsel değişimleri bütüncül olarak değerlendirmek amacıyla kümülatif ortalama anormal getiriler (Cumulative Average Abnormal Return-CAAR) elde edilmiştir. Olay çalışması metodolojisine ilişkin zaman periyodu Şekil 1'de sunulmaktadır.



Şekil 1. Olay Çalışması Zaman Periyodu

Anormal getirilerin hesaplanmasında literatürde ortalama düzeltilmiş getiri, piyasa endeksine göre düzeltilmiş getiri ve piyasa modeli gibi farklı yöntemler kullanılmaktadır (Chowdhury & Khan, 2023). Bu çalışmada beklenen getirilerin tahmininde piyasa modeli (Market Model) tercih edilmiştir. Piyasa modeli, tahmin döneminde hisse senedi getirileri ile piyasa getirileri arasındaki doğrusal ilişkiyi, α ve β katsayıları aracılığıyla tahmin etmektedir. Bu doğrultuda çalışmada piyasa portföyünü temsilen BİST100 endeksi kullanılmıştır. Tahmin döneminde her bir işletme için α ve β katsayıları en küçük kareler yöntemi (Ordinary Least Squares-OLS) kullanılarak tahmin edilmiş elde edilen katsayılar yardımıyla olay penceresindeki beklenen getiriler hesaplanmıştır. Anormal getiriler ise gerçekleşen getiriler ile piyasa modeli kapsamında hesaplanan beklenen getiriler arasındaki farkı ifade etmektedir. Aşağıda söz konusu getirilerin hesaplanma yöntemleri ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Tahmin dönemi ile olay penceresi birbirinden ayrılmış olup iki dönem arasında herhangi bir çakışma bulunmamaktadır. Olay çalışması yönteminde takip edilen aşamalar şu şekildedir (Salameh & Albahsh, 2011):

İlk aşamada her bir işletme için hisse senedi getirileri hesaplanır:

$$R_{it} = Ln\left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}}\right) \quad (1)$$

R_{it} = “t” dönemde “i” hisse senedinin logaritmik getirisini,

P_{it} = “t” dönemdeki “i” hisse senedinin kapanış fiyatını,

P_{it-1} = “t-1” dönemdeki “i” hisse senedinin kapanış fiyatını göstermektedir.

İkinci aşamada ise, piyasa getirisi belirlenir:

$$R_{mt} = Ln\left(\frac{I_t}{I_{t-1}}\right) \quad (2)$$

R_{mt} = “t” dönemde piyasanın logaritmik getirisini,

I_t = “t” döneminde piyasa endeksi değerini,

I_{t-1} = “t-1” dönemde piyasa endeksi değerini ifade etmektedir.

Denklem (3), piyasa modeli kullanılarak hesaplanan beklenen getirileri göstermektedir.

$$E(R)_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (3)$$

$E(R)_{it}$ = “i” hisse senedinin “t” dönemde beklenen getirisini,

α_i = Piyasa getirisi sıfır olduğunda hisse senedinin getirisini,

β_i = Hisse senedi getirisinin piyasa getirisine duyarlılığını gösteren katsayıyı,

R_{mt} = Piyasa portföyünün t günündeki logaritmik getirisini ifade etmektedir.

Bir sonraki aşamada ise, günlük anormal getirileri ifade eden AR hesaplanır. AR hesaplamasında beklenen getiri ile ilgili hisse senedinin getirisi arasındaki farklar hesaplanır. AR hesaplama yöntemi şu şekildedir:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R)_{it} \quad (4)$$

AR_{it} = “i” hisse senedinin “t” dönemde anormal getirisini gösterir.

Ortalama anormal getiri (AAR), olay penceresindeki her bir gün için örnekleme yer alan işletmelerin anormal getirilerinin aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. AAR'nin hesaplanmasında kullanılan denklem şu şekildedir:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (5)$$

AAR_t = "t" dönemde ortalama anormal getiriyi,

N = Olay gözlemi sayısını gösterir.

Sınırlı olumlu görüş bildirim tarihinden önce ve sonraki günlerde gerçekleşen toplam getirinin beklenen getiriden farklı olup olmadığının tespiti için kümülatif ortalama anormal getiri olan CAAR değerleri hesaplanır. CAAR formülü şu şekildedir:

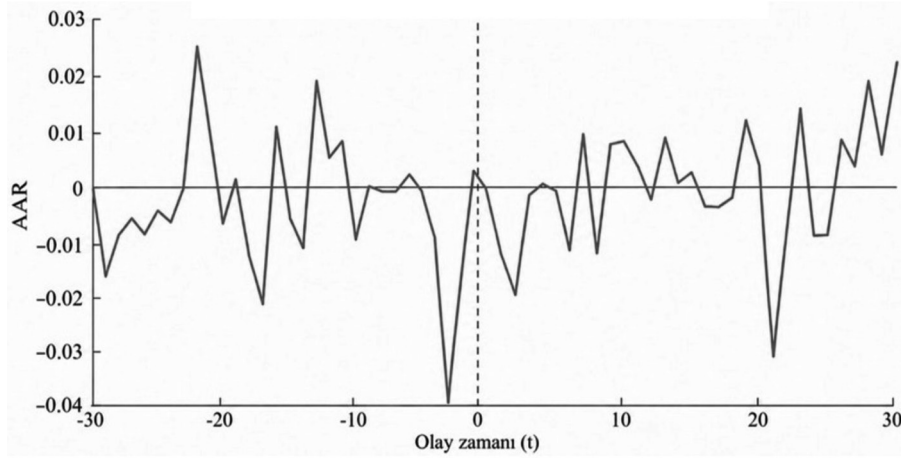
$$CAAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AAR_t \quad (6)$$

$CAAR_t$ = "t" dönemde kümülatif ortalama anormal getirileri ifade etmektedir.

CAAR değerlerinin istatistiksel anlamlılığı, her bir etkinlik penceresinde işletmeler için hesaplanan kümülatif anormal getiriler (Cumulative Abnormal Return-CAR) kullanılarak gerçekleştirilen çift yönlü tek örneklem t-testi ile değerlendirilmiştir. CAAR, CAR değerlerinin aritmetik ortalaması alınarak elde edilmiş; standart hata ise, CAR değerlerinin kesitsel standart sapmasının örneklem büyüklüğünün kareköküne bölünmesiyle hesaplanmıştır. Test istatistiği, CAAR değerinin standart hatasına oranlanarak hesaplanmıştır. Bu çalışma, sınırlı olumlu denetim görüşlerine ilişkin piyasa tepkisini; genişletilmiş etkinlik penceresi kullanarak ve farklı sektörler itibarıyla incelemesi bakımından literatüre katkılar sunmaktadır.

5. BULGULAR

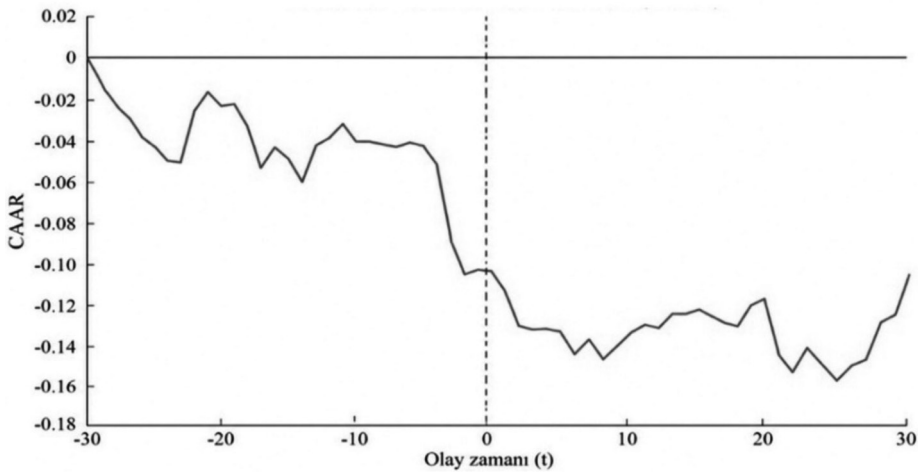
Çalışmada 2024-2025 döneminde BİST'te sınırlı olumlu görüş alan işletmelerin hisse senedi getirileri, 51 gözlem üzerinden farklı analiz pencerelerinde olay çalışması yöntemiyle incelenmiştir. Hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri belirlemek amacıyla günlük anormal getiriler (AR), ortalama anormal getiriler (AAR) ve kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR) hesaplanmıştır. Şekil 2'de olay günü etrafındaki [-30, +30] etkinlik penceresi boyunca hesaplanan AAR değerleri sunulmaktadır. Grafikte yatay eksen, olay gününe göre işlem günlerini; dikey eksen ise, tüm işletmeler için hesaplanan AAR değerlerini göstermektedir.



Şekil 2. Olay Günü AAR Grafiği

Şekil 2’de sunulan AAR grafiği incelendiğinde olay günü ve çevresindeki dönemlerde anormal getirilerin dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Özellikle olay günü öncesine yakın günlerde negatif anormal getirilerin yoğun olduğu gözlemlenmektedir. Bu negatif hareketlerin tek bir günle sınırlı kalmayıp olay gününe yakın dönemlere yayıldığı; olay gününde ise, belirgin ve güçlü bir piyasa tepkisinin oluşmadığı anlaşılmaktadır. Bu bulgu, piyasaların sınırlı olumlu görüş bildirimine ani ve tek seferlik bir tepki vermek yerine zamana yayılan bir fiyatlama davranışı sergilediğine işaret etmektedir.

Şekil 3’te olay günü etrafındaki [-30, +30] etkinlik penceresi boyunca hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiri (CAAR) değerleri sunulmaktadır. Grafikte yatay eksen olay gününe göre işlem günlerini; dikey eksen ise, AAR değerlerinin kümülatif toplamından elde edilen CAAR değerlerini göstermektedir.



Şekil 3. Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (CAAR) Grafiği

Şekil 3’te yer alan CAAR değerleri sınırlı olumlu görüş bildirimlerinin işletmelerin piyasa performansı üzerindeki kümülatif etkisini yansıtmaktadır. Grafiğe göre, etkinlik penceresinin başlangıcı olan -30 günden itibaren negatif getirilerin söz konusu olduğu ve olay gününe kadar getirilerde düşüş eğiliminin devam ettiği görülmektedir. Olay sonrasında ise, yaklaşık ilk 10 günlük dönemde negatif getirilerdeki düşüşün devam ettiği izlenmektedir. Bu bulgular, piyasanın sınırlı olumlu görüş bildirimine ilişkin bilgiyi olay gününden önce fiyatlamaya başladığını ve söz konusu etkinin olay sonrasında da belirli bir süre devam ettiğini göstermektedir. Bu noktada sınırlı olumlu görüşün piyasa tarafından olumsuz bir sinyal olarak algılandığı ve bu algının fiyatlara zamana yayılarak yansıdığı anlaşılmaktadır. Aşağıda yer alan Tablo 2, farklı etkinlik pencerelerinde elde edilen kümülatif ortalama anormal getirileri ve bu getirilere ilişkin istatistiksel anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Tablo 2. Sınırlı Olumlu Görüş Alan İşletmelerin CAAR Değerleri

Etkinlik Penceresi	CAAR	t-istatistik	p_value	Sig.	n
[-30,30]	- 0.1066	- 1.2307	0.2242		51
[-21,21]	- 0.1231	- 1.8810	0.0658	*	51
[-15,15]	- 0.0835	- 1.0086	0.3180		51
[-10,10]	- 0.1049	- 1.1058	0.2741		51
[-5,5]	- 0.0960	- 1.6972	0.0958	*	51
[-1,1]	- 0.0085	- 0.5689	0.5720		51
[-30,0]	- 0.1052	- 1.1711	0.2471		51
[-21,0]	- 0.0796	- 1.1958	0.2374		51
[-15,0]	- 0.0632	- 1.0082	0.3182		51
[-10,0]	- 0.0738	- 1.1396	0.2599		51
[-5,0]	- 0.0652	- 1.7497	0.0863	*	51
[0,2]	- 0.0288	- 2.0750	0.0432	**	51
[0,5]	- 0.0309	- 1.1053	0.2743		51
[0,10]	- 0.0312	- 0.8182	0.4171		51
[0,15]	- 0.0205	- 0.6293	0.5320		51
[0,21]	- 0.0436	- 1.8171	0.0752	*	51
[0,30]	- 0.0016	- 0.0425	0.9663		51

Not: *, **, *** simgeleri sırasıyla yüzde 10, 5 ve 1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

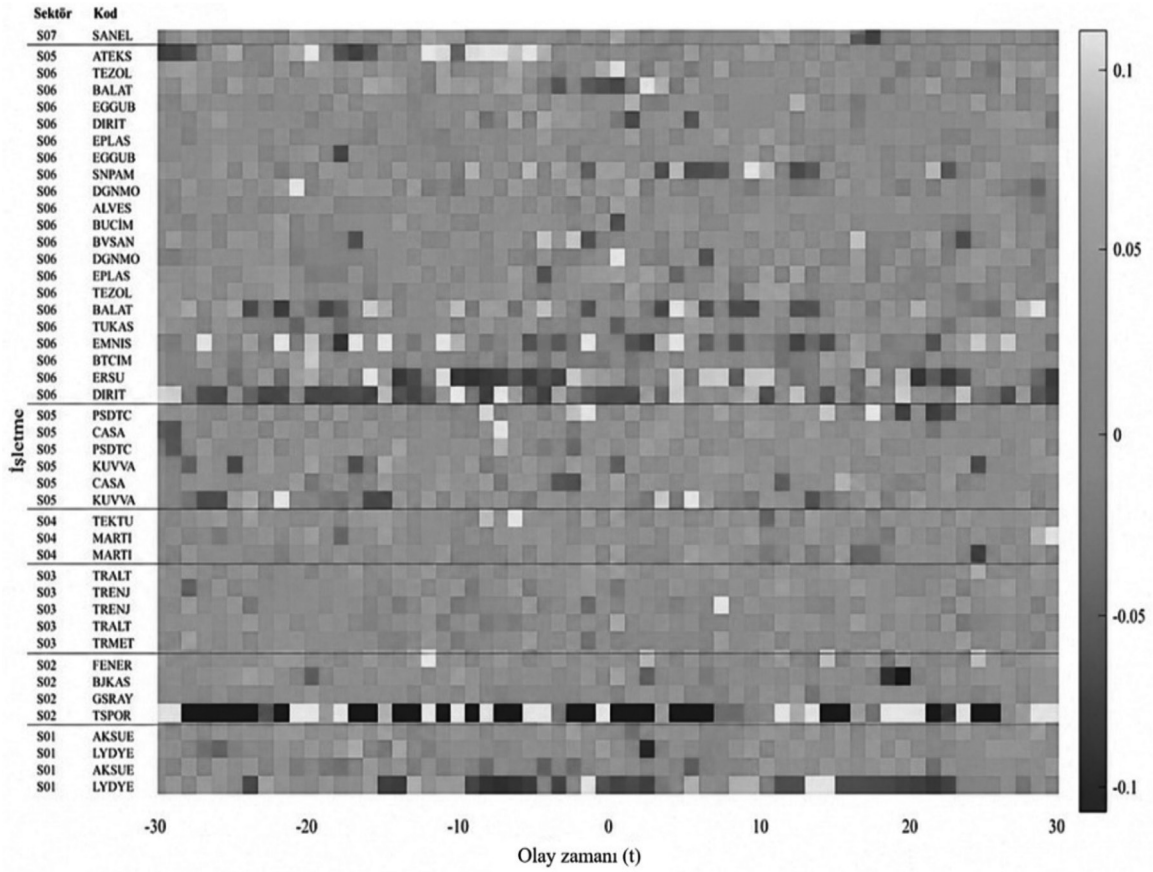
CAAR değerleri kapsamında olay öncesi ve sonrasını kapsayan simetrik etkinlik pencereleri ($[-30, +30]$, $[-21, +21]$, $[-15, +15]$, $[-10, +10]$, $[-5, +5]$, $[-1, +1]$) ile olay öncesi ve olay sonrası dönemler ayrı ayrı incelenmiştir. Simetrik etkinlik pencerelerine ilişkin bulgular, tüm pencerelerde CAAR değerlerinin negatif olduğunu göstermektedir. Özellikle $[-21, +21]$ ve $[-5, +5]$ pencerelerinde elde edilen CAAR değerleri, yüzde 10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu bulgular, sınırlı olumlu görüş bildirimlerinin piyasa tarafından genel olarak olumsuz algılandığını ancak söz konusu etkinin sınırlı bir açıklama gücüne sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Olay öncesi etkinlik pencereleri ($[-30,0]$, $[-21,0]$, $[-15,0]$, $[-10,0]$, $[-5,0]$) incelendiğinde CAAR değerlerinin negatif olduğu görülmektedir. Özellikle $[-5,0]$ etkinlik penceresinde elde edilen CAAR değeri, yüzde 10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu bulgular, sınırlı olumlu görüşe ilişkin bilginin resmi açıklama öncesinde kısmen piyasa fiyatlarına yansımış olabileceğine işaret etmektedir.

Olay sonrası etkinlik pencereleri incelendiğinde CAAR değerlerinin negatif seyrinin sürdürdüğü görülmektedir. Özellikle $[0,2]$ etkinlik penceresinde elde edilen CAAR değerinin yüzde 5; $[0,21]$ etkinlik penceresinde elde edilen CAAR değerinin ise, yüzde 10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. Bu bulgular, sınırlı olumlu görüşün kamuya açıklanmasının ardından piyasanın genel olarak olumsuz bir tepki verdiğine işaret etmekte ancak söz konusu etkinin zaman içinde azaldığını göstermektedir.

CAAR tablosundan elde edilen bulgulara göre, olay öncesi ve sonrası dönemlerde negatif yönlü kümülatif ortalama anormal getirilerin oluştuğu görülmektedir. Bununla birlikte olay sonrası dönemde söz konusu negatif etkinin zayıflama eğilimi gösterdiği ve elde edilen bulguların istatistiksel anlamlılık düzeylerinin düşük olduğu anlaşılmaktadır. Gözlenen etkinin düşük düzeyde istatistiksel anlamlılığa sahip olması, piyasa tepkisinin sınırlı kaldığını ve tüm işletmeler açısından homojen bir yapı göstermediğini düşündürmektedir.

Şekil 4'te olay günü etrafındaki $(-30, +30)$ etkinlik penceresinde işletmeler için hesaplanan günlük anormal getiri (AR) değerlerinden oluşturulan ısı haritası sunulmaktadır. Haritada yatay eksen olay gününe göre işlem günlerini; dikey eksen ise, sektör bazında sıralanan işletmeleri göstermektedir.



Şekil 4. İşletme ve Sektör Bazlı AR Isı Haritası

Not: S01: Elektrik Gaz ve Su, S02: Eğitim Sağlık Spor ve Eğlence Hizmetleri, S03: Madencilik ve Taş Ocakçılığı, S04: Oteller ve Lokantalar, S05: Toptan ve Perakende Ticaret, S06: İmalat, S07: İnşaat ve Bayındırlık sektörlerini göstermektedir.

Çalışma kapsamında sınırlı olumlu görüş alan işletmeler, yedi sektör altında sınıflandırılmış ve Şekil 4'te sektör bazında kümelenerek sunulmuştur. Ayrıca Şekil 4'te renk yoğunluğu günlük anormal getiri büyüklüğünü ifade etmekte olup mavi tonlar negatif; sarı tonlar ise, pozitif anormal getirileri temsil etmektedir.

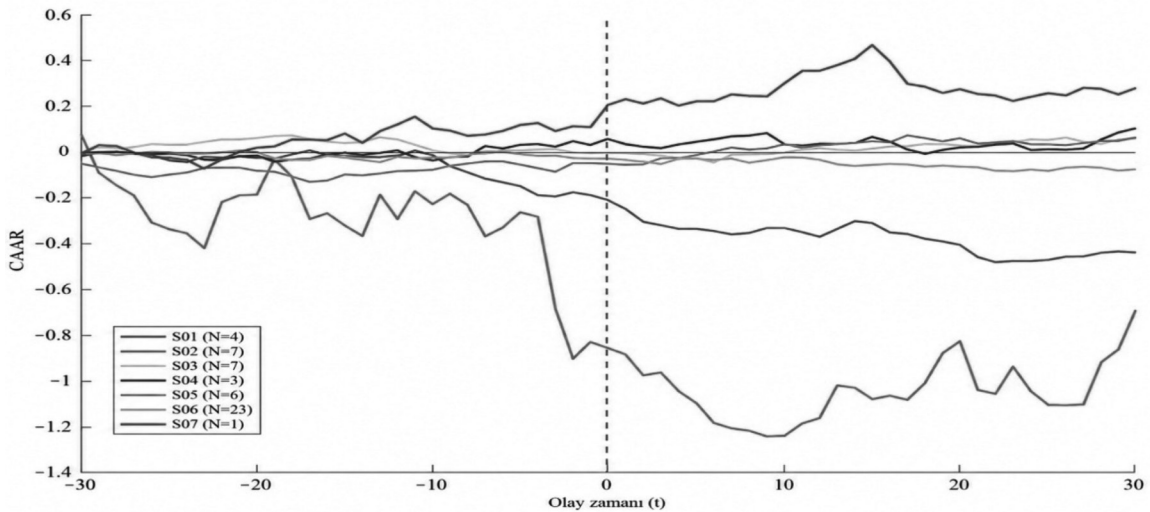
CAAR grafiği ve tablosundan elde edilen bulgular, sınırlı olumlu görüş bildiriminin genel olarak olumsuz bir piyasa tepkisi ile ilişkilendirilebileceğini göstermektedir. Şekil 4'te yer alan AR ısı haritası, söz konusu tepkinin işletme ve sektörler bazındaki dağılımına ilişkin daha ayrıntılı bir görünüm sunmaktadır. Özellikle bazı sektörlerde olay günü öncesinde gözlemlenen yoğun negatif anormal getiriler, ilgili bilginin kamuya açıklanmadan önce kısmen fiyatlara yansımış olabileceğine işaret etmektedir. Bu du-

rum, piyasa katılımcılarının sınırlı olumlu görüşe ilişkin sinyalleri önceden algılayarak pozisyonlarını buna göre ayarlamış olabileceklerini düşündürmektedir.

Ayrıca Şekil 4’te olay sonrası dönemde bazı işletmelerde güçlü ve etkinlik penceresi boyunca devam eden negatif anormal getiriler gözlemlenirken bazı işletmelerde bu etkinin daha kısa süreli olduğu görülmektedir. Bu durum, sınırlı olumlu görüşe verilen piyasa tepkisinin işletmeler arasında homojen olmadığını ve fiyatlama davranışının işletmeye özgü ve sektörel koşullar çerçevesinde farklılaştığını göstermektedir. Nitekim Madencilik ve Taş Ocakçılığı sektöründe anormal getirilerin görece pozitif seyrettiği; Elektrik, Gaz ve Su ile Eğitim, Sağlık, Spor ve Eğlence Hizmetleri sektörlerinde ise, negatif yönlü anormal getirilerin daha yoğun olduğu ve işletmeler bazında farklılaşma gösterdiği gözlemlenmektedir. Bu bulgular, sınırlı olumlu görüş öncesi ve sonrası oluşan getirilerin sektörel düzeyde de ayrışabildiğine işaret etmektedir. Öte yandan sınırlı olumlu görüşün açıklandığı gün negatif getirilerde belirgin bir yoğunlaşmanın görülmemesi, piyasa tepkisinin zamana yayıldığına işaret etmektedir.

Sonuç olarak anormal getirilerin işletme ve sektör bazlı dağılımını gösteren ısı haritasına ilişkin bulgular, sınırlı olumlu görüş bildiriminin piyasa tarafından genel olarak olumsuz fiyatlandığını ve bu fiyatlama davranışının özellikle işletme bazında olmak üzere sektörel düzeyde farklılaştığını göstermektedir. Ayrıca piyasa tepkisinin belirli bir zaman noktasında yoğunlaşmadığı, olay öncesi etkinlik pencerelelerinde negatif anormal getirilerin gözlemlendiği ve olay sonrasında da bu eğilimin devam ettiği anlaşılmaktadır.

Şekil 5’te sektör bazında hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiri (CAAR) eğrileri sunulmaktadır. Grafikte yatay eksen olay gününe göre işlem günlerini; dikey eksen ise, her sektör için hesaplanan CAAR değerlerini göstermektedir. Böylece sınırlı olumlu denetim görüşlerine verilen piyasa tepkisinin sektörler bazında zaman içindeki seyri karşılaştırmalı olarak izlenebilmektedir.



Şekil 5. Sektör Bazlı CAAR grafiği

Not: S01: Elektrik Gaz ve Su, S02: Eğitim Sağlık Spor ve Eğlence Hizmetleri, S03: Madencilik ve Taş Ocakçılığı,

S04: Oteller ve Lokantalar, S05: Toptan ve Perakende Ticaret, S06: İmalat, S07: İnşaat ve Bayındırlık sektörlerini göstermektedir.

Şekil 5’te sunulan sektör bazlı CAAR eğrileri, sınırlı olumlu görüş bildiriminin piyasa üzerindeki etkisinin sektörler arasında homojen bir dağılım göstermediğine işaret etmektedir. Elektrik, Gaz ve Su ile Eğitim, Sağlık, Spor ve Eğlence sektörlerinde olay öncesi dönemde negatif CAAR değerleri gözlemlenmekte ve bu negatif eğilimin olay sonrasında da devam ettiği ve kalıcı hale geldiği görülmektedir. Diğer sektörlerle kıyasla Eğitim, Sağlık, Spor ve Eğlence sektöründe daha belirgin negatif CAAR değerleri gözlemlenmektedir. Bu bulgular, söz konusu iki sektörde sınırlı olumlu görüş açıklamalarının yatırımcılar tarafından görece daha olumsuz bir sinyal olarak algılanabileceğine ve bu durumun hisse senedi fiyatları üzerinde aşağı yönlü bir etki oluşturabileceğine işaret etmektedir. Buna karşın Madencilik ve Taş Ocakçılığı, Oteller ve Lokantalar ile Toptan ve Perakende Ticaret sektörlerinde CAAR değerlerinin daha sınırlı dalgalanmalar gösterdiği ve etkilerinin görece zayıf ve geçici kaldığı gözlemlenmektedir. Gözlem sayısının daha yüksek olduğu İmalat sektöründe ise; CAAR değerlerinde belirgin dalgalanmaların görülmemesi, söz konusu etkinin daha sınırlı ve öngörülebilir bir yapıda olabileceğine işaret etmektedir. Öte yandan İnşaat ve Bayındırlık sektöründe gözlenen pozitif CAAR değerleri yalnızca tek bir işletmeye dayanmaktadır. Bu nedenle söz konusu bulgular, sektörel bir eğilimi temsil etmekten ziyade ilgili işletmenin piyasa tepkisini yansıtmaktadır. Dolayısıyla bu sektöre ilişkin değerlendirmelerin ihtiyatlı biçimde yapılması gerekmektedir.

Genel olarak sektörel CAAR bulguları değerlendirildiğinde sınırlı olumlu görüş bildiriminin piyasa tarafından tek tip bir olumsuz sinyal olarak algılanmadığı, sektörel dinamiklerin yatırımcı beklentileri üzerinde etkili olduğu ve fiyatlama davranışlarının bu çerçevede farklılaştığı söylenebilir. Bu sonuçlar; sınırlı olumlu görüşlerin piyasa üzerindeki etkisinin ani bir şoktan ziyade zamana yayılan bir yapı sergilediğini, sektörel bağlamda farklılık gösterdiğini ve dolayısıyla heterojen nitelik taşıdığını ortaya koymaktadır.

Çalışma kapsamında elde edilen bulgular birlikte değerlendirildiğinde sınırlı olumlu görüş bildiriminin BİST’te faaliyet gösteren işletmelerin hisse senedi getirileri üzerinde genel olarak olumsuz bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. AAR ve CAAR sonuçları birlikte ele alındığında piyasa tepkisinin, olay anında ani bir şoktan ziyade etkinlik penceresi boyunca zamana yayılan bir yapı sergilediği görülmektedir. Farklı etkinlik pencereleri için hesaplanan CAAR değerlerinin genel olarak negatif olması ve bazı pencerelerde istatistiksel olarak anlamlı sonuçların elde edilmesi, sınırlı olumlu görüş açıklamalarının piyasa tarafından olumsuz bir sinyal olarak algılanabileceğine işaret etmektedir. Olay öncesi dönemde gözlemlenen negatif CAAR değerleri, söz konusu bilginin kamuya açıklanmadan önce kısmen fiyatlara yansımış olabileceğini düşündürmektedir. Olay sonrası dönemde ise, negatif etkinin devam ettiği ancak zaman içerisinde zayıflama eğilimi gösterdiği görülmektedir. Sektör bazlı analizler, sınırlı olumlu görüş açıklamalarına verilen piyasa tepkisinin sektörler arasında farklılaşabileceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte bazı sektörlerde gözlem sayısının düşük olması nedeniyle sektörel sonuçların ihtiyatlı biçimde değerlendirilmesi gerekmektedir.

6. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Denetim görüşlerinin kamuya açıklanması, yatırımcıların işletmelere ilişkin değerlendirmelerini etkile-

yerek hisse senedi fiyatlarına yansıyabilmektedir. Bu doğrultuda çalışmanın amacı, BİST’te işlem gören işletmelere ilişkin sınırlı olumlu denetim görüşlerinin kamuya açıklanmasına verilen piyasa tepkisinin yönünü ve zamanlamasını hisse senedi fiyatları üzerinden incelemektir. Çalışma; güncel veri seti kullanılması, yalnızca sınırlı olumlu denetim görüşlerine odaklanması, olay öncesi ve sonrası fiyatlama davranışlarını birlikte ele alması ve sektörel farklılıkları analiz etmesi bakımından literatüre özgün katkılar sunmaktadır. Bu yönleriyle çalışma, hem mevcut ampirik bulguları güncellemekte hem de denetim görüşünün piyasa tarafından nasıl yorumlandığına ilişkin derinlemesine bir değerlendirme ortaya koymaktadır. Çalışma kapsamında 2024 ve 2025 yıllarında BİST’te işlem gören işletmeler tarafından açıklanan toplam 51 adet sınırlı olumlu denetim görüşüne ilişkin piyasa tepkileri analiz edilmiştir. Çalışmada olay çalışması yöntemi kullanılmış; denetim görüşlerinin açıklandığı tarihler olay günü olarak kabul edilerek olay öncesi ve sonrası dönemler için anormal getiriler, ortalama anormal getiriler ve kümülatif ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır. Analiz kapsamında piyasa getirisini temsilen BİST100 endeksi kullanılmış ve farklı etkinlik pencereleri aracılığıyla piyasa tepkisinin zamana yayılımı incelenmiştir.

Elde edilen bulgular, sınırlı olumlu denetim görüşlerinin açıklandığı tarihler çevresinde hisse senedi fiyatlarında negatif yönlü hareketlerin ortaya çıktığını göstermektedir. Bu sonuç, sınırlı olumlu denetim görüşlerinin piyasa fiyatlamasında dikkate alındığına işaret etmekle birlikte aynı dönemde açıklanan diğer finansal bilgilerin olası etkileri de göz önünde bulundurularak değerlendirilmelidir. Bununla birlikte piyasa tepkisinin belirli bir zaman noktasında yoğunlaşmadığı aksine olay öncesi ve sonrası dönemlere yayılan kademeli bir süreç izlediği görülmektedir. Özellikle olay öncesi dönemde gözlenen negatif fiyat hareketleri, yatırımcıların denetim görüşüne ilişkin beklentilerini kısmen önceden fiyatlamış olabileceklerine işaret etmektedir. Bununla birlikte söz konusu durum, bilgi sızıntısı veya aynı dönemde kamuya yansıyan işletmeye özgü olumsuz finansal gelişmeler gibi alternatif açıklamalarla da ilişkili olabilir. Olay sonrası dönemde ise, negatif etkinin devam ettiği ancak zamanla zayıfladığı görülmektedir. Ayrıca sektörel analizler, piyasa tepkisinin homojen olmadığını ve farklı sektörlerde farklı düzeylerde gerçekleştiğini ortaya koymaktadır.

İlgili literatürle karşılaştırıldığında elde edilen bulguların; denetim görüşlerinin piyasa üzerinde anlamlı etkiler oluşturduğunu ortaya koyan çalışmaların (Firth, 1978; Vaziri & Azadi, 2017; Novriansa & Rahmawati, 2019; Aydoğan & Yereli, 2021) bulgularıyla denetim görüşlerinin piyasa açısından bilgi içeriği taşıması bakımından genel olarak uyumlu olduğu görülmektedir. Bununla birlikte elde edilen bulgular, bazı çalışmalarda (Martínez vd., 2004; Moradi vd., 2011; Sağım & Reis, 2020) ortaya konulan bulgulardan ayrılmakta ve özellikle sınırlı olumlu denetim görüşlerinin piyasa tarafından göz ardı edilmediğine işaret etmektedir.

Bulgular, negatif piyasa tepkisinin belirli kısa dönemli etkinlik pencerelerinde yoğunlaştığını; daha geniş etkinlik pencerelerinde ise, istatistiksel anlamlılığını kaybettiğini göstermektedir. Bu durum, denetim görüşüne ilişkin ilk piyasa tepkisinin zaman içerisinde diğer bilgi akışlarıyla birlikte zayıflamasına ve olay etkisinin uzun etkinlik pencerelerinde ayırt edilmesini güçleştirmesine neden olabilmektedir. Denetim görüşlerinin denetlenmiş finansal raporlarla birlikte kamuya açıklanması nedeniyle olay çalışması metodolojisinin doğası gereği gözlenen piyasa tepkisinin yalnızca denetim görüşünden kaynaklandığını tamamen ayırtmak mümkün değildir. Bu nedenle bulgular, denetim görüşünün tek başına neden olduğu piyasa tepkisi olarak değil olay günü çevresinde eş zamanlı açıklanan bilgilerin de etkisini içerebilen

piyasa tepkisinin bir göstergesi olarak değerlendirilmelidir. Bu çerçevede kısa etkinlik pencerelerinde elde edilen bulguların, denetim görüşüne ilişkin piyasa tepkisini yorumlamada görece daha güvenilir bir temel sunduğu değerlendirilmektedir. Buna karşın etkinlik penceresi genişledikçe makroekonomik gelişmeler, işletmeye özgü yeni açıklamalar ve diğer bilgi akışlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi artabilmektedir. Dolayısıyla özellikle $[-30, +30]$ gibi uzun etkinlik pencerelerinde bazı sonuçların istatistiksel anlamlılığını kaybetmesi, söz konusu bilgi akışlarının etkisiyle açıklanabilecek olası nedenlerden biri olarak değerlendirilebilir.

Çalışma sonuçları teorik çerçeve kapsamında değerlendirildiğinde bilgi asimetrisi teorisi açısından denetim görüşlerinin yatırımcılar için önemli bir bilgi kaynağı olduğu ve bu bilgilerin fiyatlama davranışlarını etkilediği anlaşılmaktadır. Sinyal teorisi çerçevesinde ise, sınırlı olumlu denetim görüşlerinin yatırımcılara olumsuz bir sinyal gönderdiği ve bu sinyalin fiyatlara negatif yönde yansıdığı söylenebilir. Ayrıca bilginin fiyatlara tamamen ve anında yansımaması, piyasa etkinliğinin tam olarak sağlanamadığına işaret etmektedir. Bu nedenle elde edilen bulguların Etkin Piyasalar Hipotezi'nin yarı güçlü formuna sınırlı destek sunduğu söylenebilir. Bu çerçevede bulgular, sınırlı olumlu denetim görüşlerinin yatırımcı kararlarında göz ardı edilmeyen ancak etkisi kısa vadede yoğunlaşan bir bilgi sinyali niteliği taşıdığını göstermektedir.

Bu çalışmanın örneklemini, BİST'te işlem gören ve 2024–2025 döneminde sınırlı olumlu denetim görüşü açıklayan işletmelerle sınırlandırılmıştır. Bunun yanı sıra sektörlerdeki gözlem sayılarının farklılığı, sektörel sonuçların karşılaştırılmasında dikkate alınması gereken bir husustur. Ayrıca denetim görüşlerinin denetlenmiş finansal raporlarla birlikte açıklanması, olay günü çevresindeki fiyat hareketlerinin aynı açıklama setinde yer alan diğer finansal bilgilerden de etkilenebilmesine neden olabilir. Bununla birlikte çalışmada olay günü, sınırlı olumlu denetim görüşünün KAP'ta kamuya açıklandığı gün olarak belirlenmiş ve analizler bu açıklama çevresinde oluşan piyasa tepkisine odaklanmıştır. Bu çerçevede bulgular, sınırlı olumlu denetim görüşlerinin piyasa fiyatlamasındaki rolüne ilişkin güncel kanıtlar sunmaktadır. Gelecek çalışmalarda daha uzun dönemleri ve farklı sektörel örneklemi kapsayan analizlerin yapılması, alternatif denetim görüş türlerinin dahil edilmesi ve finansal performans göstergelerinin piyasa tepkisi üzerindeki olası rolünün incelenmesi önerilmektedir.

KAYNAKÇA

- Acar, M. & Temiz, H. (2019). Denetçi görüşlerinin pay senedi getirileri üzerindeki etkisi. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 58, 173-194. <https://izlik.org/JA53SR78BE>
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Al-Thuneibat, A. A., Khamees, B. A. & Al-Fayoumi, N. A. (2008). The effect of qualified auditors’ opinions on share prices: evidence from Jordan. *Managerial Auditing Journal*, 23(1), 84-101. <https://doi.org/10.1108/02686900810838182>
- Akdoğan, N., Gülhan, O., & Aktaş, M. (2015). Halka açık şirketlerde bağımsız denetçi görüşleri Borsa İstanbul gözüaltı pazarı örneği. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 17(2), 245-260. <https://izlik.org/JA97WT98SP>
- Akdoğan, N., & Kılıç, G. (2021). Borsa İstanbul (BİST) şirketlerinin 2019 yılındaki denetim görüşleri, bağımsız denetçi raporlarında verilen görüşün dayanağı ve kilit denetim konularının incelenmesine yönelik bir araştırma. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 21(64), 1-18. <https://izlik.org/JA73DA52RR>
- Aydoğan, C. & Yereli, A.N. (2021). Bankacılık sektöründe bağımsız denetim görüşünün hisse senedi getirileri üzerine etkisi: Borsa İstanbul uygulaması. *İzmir Democracy University Social Sciences Journal*, 4(1), 57-86. <https://izlik.org/JA75FJ53GZ>
- Aygören, H. & Uyar, S. (2007). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi. *İMKB Dergisi*, 9(36), 31-51.
- Bayo Flees, R. & Mouselli, S. (2023). The impact of qualified audit opinion on stock returns: an empirical study at Amman Stock Exchange. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(3), 633-653. <https://doi.org/10.1108/JFRA-02-2021-0056>
- Constantin, B. O., Cristian, L. & Andrei-Marius, O. (2022). The interdependence between the type of audit opinion and the variation of the stock price. *Annals of the University of Craiova, Economic Sciences Series*, 1(50).
- Bushman, R. M. & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- 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. <https://doi.org/10.1506/GCJP-5599-QUWB-G86D>
- Chowdhury, E. K. & Khan, I. I. (2023). Reactions of global stock markets to the Russia–Ukraine war: An empirical evidence. *Asia-Pacific Financial Markets*, 1–24.
- Cowan, A. R. (1992). Nonparametric event study tests. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2, 343–358.
- Ece, O. & Çadırcı, D. (2022). Denetim Rapor türlerinin firma değeri üzerindeki etkilerinin analizi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 36, 131-150.
- Erdem Rena, B., Guneren Genc, E. & Ulucan Ozkul, F. (2016). The impact of the opinions of the independent auditors on the investor decisions in banking sector: An empirical study on the banks operating in Turkey. *Accounting and Finance Research*, 5(1).
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283–306.

- Firth, M. (1978). Qualified audit reports: Their impact on investment decisions. *American Accounting Association*, 53(3), 642-650. <https://www.jstor.org/stable/245672>
- Güredin, E. (2014). *Denetim ve güvence hizmetleri*. Türkmen Kitabevi.
- Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Kara, S. (2015). Denetim görüşlerinin hisse senedi anormal getirileri üzerine etkisinin 2009-2014 yılları bazında ölçülmesi. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 8(2).
- Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu. (2025). Finansal tablolara ilişkin görüş oluşturma ve raporlama (BDS 700). 03 Şubat 2025 tarihli ve 32822 sayılı Resmî Gazete.
- Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu. (2023). Bağımsız denetçi raporunda olumlu görüş dışında bir görüş verilmesi (BDS 705). 29 Aralık 2023 tarihli ve 32414 sayılı Resmî Gazete.
- Karcioğlu, R., Öztürk, S. & Yılmaz, C. (2021). Bağımsız denetçi görüşlerinin yatırım kararları açısından önemi: Yeni bir kesitsel anomali mi?, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. 169-182. <https://doi.org/10.25095/mufad.982451>
- Kaval, H. (2005). *Uluslararası raporlama standartları (IFRS/IAS) Uygulama örnekleri ile muhasebe denetimi*. Gazi Kitabevi.
- Kelten, G. S. (2018). *Yıllık bağımsız denetim raporlarının borsa performansına etkisi* (Yayın No. 515404) [Yüksek lisans tezi, Pamukkale Üniversitesi]. YÖK Ulusal Tez Merkezi.
- Kipkosgei, T. C. (2010). The effect of modified audit opinions on share prices for companies quoted at the Nairobi Stock Exchange. [Master's Thesis]. University of Nairobi.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39. <https://www.jstor.org/stable/2729691>
- 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.
- Menon, K. & Williams, D. D. (2010). Investor reaction to going concern audit reports. *The Accounting Review*, 85(6), 2075-2105. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.6.2075>
- Moradi, M., Salehi, M., Rigi, M. & Moeinizada, M. (2011). The effect of qualified audit report on share prices and returns: Evidence of Iran. *African Journal of Business Management*, 5(8), 3354-3360.
- Muslih, M. & Amin, M.N. (2018). The influence of audit opinion to the company stock price. Nurmala, P., Crissiana, S.N., Hidayati, W.N. ve Syafi'i, M.T. (Eds.) *Sustainable development challenge and opportunity for professional accountants in developing countries*, (112-125). Auditorim Universitas Pamulang.
- Ncube, M., Sibanda, M. & Matenda, F. R. (2023). COVID-19 pandemic and stock performance: Evidence from the Sub-Saharan African Stock Markets. *Economies*, 11(3).
- Novriansa, A. & Rahmawati, M. (2019). The effect of going-concern audit opinion on market reaction: Evidence from Indonesia. *Opción – Revista de Ciencias Humanas y Sociales*, 35(20), 263-279.
- Sağım, K. & Reis, Ş.G. (2020). Bağımsız Denetim görüşünün hisse senedi getirileri üzerine etkisi: Borsa İstanbul uygulaması. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 15(2), 649-662. <https://doi.org/10.17153/oguui-bf.514686>
- Sağlam, N. & Yolcu, M. (2014). *Türkiye denetim standartlarına göre finansal tabloların bağımsız denetimi ve raporlanması*. Yaklaşım Yayıncılık.

- Sağlar, J. & Gizer, Z. (2023). The effect of audit opinions on Tobin's Q and stock value by panel data analysis. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 15(2), 865-877.
- Sakin, T. (2018). Bağımsız denetim ve denetimin ekonomik etkileri. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11(3), 2455-2466.
- Salameh, H. & Albahsh, R. (2011). Testing the efficient market hypothesis at the semi strong level in Palestine Stock Exchange—event study of the mandatory disclosure. *International Research Journal of Finance and Economics*, 69, 45-50.
- Selimoğlu, S., Özbirecikli, M. & Uzay, Ş. (2012). *Bağımsız denetim*. Nobel Yayıncılık.
- Siagian, V. (2023). The effect's of auditor's reputation and auditor's opinion on stock prices: Evidence from IDX main board index. *The Indonesian Accounting Review*, 13(2).
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3).
- Ülker, Y. & Koç, O. (2025). Denetimin işletmeler üzerindeki etkilerine yönelik nitel bir araştırma. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 21(1), 224-238.
- Ünal Uyar, G. F., Terzioğlu, M., Kaya, N. & Ersoy Bozcuk, A. (2026). Modeling audit outcomes under information asymmetry: A Game-theoretic analysis of delay and fees. *Risks*, 14(2), 35. <https://doi.org/10.3390/risks14020035>
- Vaziri, A. & Azadi, K. (2017). The impact of audit reports on financial information content. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), 304-308.