



THE EFFECTS OF FINANCIAL NEWS ON STOCK PERFORMANCE: CASE OF BIST-30 COMPANIES

DOI: 10.17261/Pressacademia.201519780

Kemal Eyuboglu¹, Halil Ibrahim Bulut²

¹Karadeniz Technical University, keyuboglu@ktu.edu.tr

²Karadeniz Technical University, halibo@ktu.edu.tr

Keywords

Financial news,
abnormal return,
Borsa İstanbul.

JEL Classification

G11,G14,G17

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the impact of announced financial news via the Public Disclosure Platform on the BIST -30 traded companies' stock performances. The study will also investigate whether the market is semi-strong form efficient. For the data analysis event study is used. As a result of calculations, it is determined that investors mostly react to the ratings by ratings agencies and debt news at the day of event. It shows that existence of abnormal returns before disclosure, market is not efficient at semi-efficient form in terms of market efficiency. Besides, all average cumulative abnormal returns are positive and statistically significant and this can be taken as a suspicion of insider trading.

FİNANSAL İÇERİKLİ DUYURULARIN HİSSE PERFORMANSINA ETKİSİ: BİST-30 ŞİRKETLERİ ÖRNEĞİ¹

Anahtar Kelimeler

Finansal haberler,
aşırı getiri,
Borsa İstanbul.

JEL Sınıflandırması

G11,G14,G17

ÖZET

Çalışmanın amacı, BİST-30'da işlem gören şirketlerce Kamuyu Aydınlatma Platformu aracılığı ile duyurulan finansal içerikli haberlerin hisse performansına etkisini incelemektir. İlave olarak; söz konusu etki üzerinden piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olup olmadığını ortaya koymak çalışmanın diğer bir hedefidir. Olay çalışması yöntemi kullanılarak yapılan analiz ile yatırımcıların olay günü finansal içerik taşıyan haberlerden en çok derecelendirme kuruluşlarınca verilen finansal notlara ve borçlanma haberlerine tepki verdiği belirlenmiştir. Haber açıklama öncesi aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkinliği açısından piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olmadığını göstermektedir. İlave olarak; ortalama kümülatif aşırı getirilerin pozitif ve istatistiki olarak anlamlı olması, haberler öncesinde insider trading şüphesi uyandırmaktadır.

¹Bu çalışma Kemal EYÜBOĞLU'nun "Halka Açık Bilgilerin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST-30 Şirketleri Örneği" isimli doktora tezinden türetilmiştir.

1. GİRİŞ

Etkin piyasalar hipotezine göre, yarı kuvvetli formda bir piyasada, yayınlanan bilgilerden aşırı bir getiri sağlanamaması gerekmektedir. Bunun nedeni, bu piyasalarda yatırımcıların kamuya açıklanan bilgileri aynı hızla değerlendireceğidir. Böylece, bilgi fiyata hemen yansiyacak ve bilginin kamuya açıklanmasının ardından yatırımcı normalin üstünde bir getiri sağlayamayacaktır (Kaderli, 2007: 145). Klasik teori, bilginin kamuya açıklandığı anda fiyatlara yansıdığını varsaydığından, kitle iletişim araçlarının finansal piyasalar üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını ifade etmektedir. Diğer taraftan; birçok çalışma, kurumsal olaylar, temettü, hisse bölünmesi, kazanç açıklamaları, vb. ile ilgili haberlerin yatırımcılar arasında kademe kademe yayıldığını ve bu yayılımın hisse fiyatlarını etkilediğini göstermektedir (Bernard ve Thomas, 1990; Ikenberry ve Ramnath, 2002; Peres, 2011).

Günümüzde bilgi ve iletişim teknolojilerinde meydana gelen gelişmeler verilerin toplanmasını, işlenmesini ve dağıtımını daha etkin kılmaktadır. Diğer taraftan; günümüzde menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek her türlü bilginin hızlı bir şekilde kamuya duyurulması anlayışı benimsenmiş bulunmaktadır. Bu anlayışla kamuyu aydınlatma, sürekli ve dinamik bir uygulama halini almıştır. Borsada işlem gören şirketler mali tablolarını, faaliyet raporlarını, özel durumlarına ilişkin, vb. bilgileri elektronik ortamda kamuyu aydınlatma kapsamında yatırımcılara ulaştırmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu, kamuya açıklanacak her türlü bilgi ve belgenin Kamuyu Aydınlatma Platformu'na gönderilmesini zorunlu tutmuştur. Kamuyu Aydınlatma Platformu, sermaye piyasası ve borsa mevzuatı uyarınca kamuya açıklanması gerekli bildirimlerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik bir sistem olarak tanımlanmıştır (BİST, 2012: 5).

Bu çalışmanın amacı, BİST-30'da işlem gören şirketlerce Kamuyu Aydınlatma Platformu aracılığı ile duyurulan finansal içerik taşıyan haberlerin hisse performansı üzerinde etkisi olup olmadığını incelemektir. İlave olarak; söz konusu inceleme ile piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olup olmadığı değerlendirilecektir. Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde literatür incelenmiştir. İkinci bölümde; araştırma örnekleme ve yöntemine değinilmiştir. Çalışmanın son bölümü araştırma bulgularından oluşmaktadır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde şirketler tarafından kamuya açıklanan finansal içerikli haberlerin etkisini inceleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Lakonishok ve Vermaelen (1990), 1962-1986 yılları arasında hisse senedi geri alım duyurularının pozitif piyasa hareketlerine sebep olduğunu belirlemişlerdir. Dubofsky (1991), 1962-1987 döneminde hisse senedi bölünmesi haberlerinin hisse üzerindeki oynaklığı arttırdığını belirlemiştir. Yoon ve Starks (1995), 1969-1988 yılları arasında temettü artış haberlerinin genellikle pozitif getiriler elde edilmesini sağladığı belirlemiştir. Bajaj ve Vijn (1995); 1962-1987 yılları arasında, Bamber ve Cheon (1995); Kandel ve Pearson (1995), 1981-1992 yılları arasında başta kar ve temettü duyuruları olmak üzere şirketlere özgü haberlerin hisse senetlerinin işlem hacmi miktarını arttırdığını belirlemişlerdir. Ikenberry ve diğerleri (1996), 1975-1990 yılları arasında hisse bölünmesi haberlerinin hisse fiyatı üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu belirlemişlerdir.

Greene ve Watts (1996), 1990-1994 yılları arasında şirketlerin üç aylık bilançolarının açıklandığı andan itibaren 90 dakikalık süredeki fiyat hareketlerini incelemiş ve aşırı getirilerin ilk 15 dakika içerisinde elde edildiğini belirlemiştir. Bamber vd. (1997), başta kar ve temettü duyuruları olmak üzere şirkete özgü haberlerin hissenin işlem hacmi miktarını arttırdığını belirlemiştir. Koski (1998), 1987-1989 döneminde hisse bölünmesi haberlerinin hisse üzerindeki oynaklığı arttırdığı sonucuna ulaşmıştır.

Cybo-Ottone ve Murgia (2000), 1988-1997 birleşme ve devralmaları incelemiş açıklama öncesi ve sonrası 20'şer günlük olay penceresinde, ortalama olarak alıcılar açısından % 2,19 oranında, hedef şirket ortakları açısından ise % 15,3 oranında kümülatif aşırı getiri sağlandığını belirlemiştir. Affleck-Graves vd. (2002), 1980-1989 yılları arasında başta kar ve temettü duyuruları olmak üzere NASDAQ'da işlem gören şirketlerce duyurulan haberlerin hisse senedi işlem hacmini arttırdığını belirlemiştir. Corwin (2003), 1980-1998 döneminde ikinci halka arz haberlerinin hisse fiyatını olumsuz yönde etkilediğini belirlemiştir. Grullon ve Michaely (2004), 1984-2000 yılları arasında hisse senedi geri alımı duyurularının pozitif piyasa hareketlerine sebep olduğunu belirlemiştir.

Chae (2005), 1986-2000 yılları arasında başta kar ve temettü duyuruları olmak üzere şirkete özgü haberlerin hisse senedinin işlem hacmini arttırdığını belirlemiştir. Garfinkel ve Sokobin (2006), 1985-1998 yılları arasında kazanç açıklamalarının yapılacağı zamanlarda ortaya çıkan beklenmedik işlem hacmi miktarının hissenin gelecekteki getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu belirlemiştir. Graham ve diğerleri (2006), 1990-1998 yılları arasında başta kar ve temettü duyuruları olmak üzere şirkete özgü haberlerin hissenin işlem hacmi miktarını arttırdığını belirlemiştir.

Türkiye'de ise şirketlerce kamuya açıklanan finansal özellikli haberlerin hisse senedi performansına etkisini inceleyen tek bir çalışmaya ulaşılmıştır. Konak ve Kenderli (2013), BİST Banka Endeksi'nde 2008-2013 yılları arasında gerçekleşen 47 kar payı ödemesine karşı piyasanın hisse fiyatları üzerinden gösterdiği tepkinin yönünü ölçmüştür. Buna göre ortalama aşırı getirilerin temettü ödemesinin gerçekleştiği gün negatif olduğu, fakat (-3,0) ve (0,+3) dönemlerinde pozitif olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, 47 gözlemde %66'sında ödemenin gerçekleştiği gün negatif aşırı getiri görülürken, ödeme sonrasında genel itibarıyla %50'sinden fazlasında pozitif eğilim saptanmıştır. İstatiksel olarak anlamlı sonuçlar bulunamamasına rağmen, temettü ödemesi sonrası için hesaplanan 10 günlük süreçte ortaya çıkan CAR değerlerinin %60'dan fazlası pozitifdir. Bununla birlikte; şirket birleşme ve devralma duyurularının, yatırım kararı duyurularının ve denetim raporlarında yapılan açıklamaların etkisini inceleyen çalışmalar literatürde daha fazla yer almaktadır (Mandacı, 2004; Aygören ve Uyar, 2007; Kaderli ve Demir, 2009). Mesela, Sakarya (2011), 2009 yılında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına alınan şirketlerin derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan analizde iyi kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirisi arasında pozitif bir ilişkinin olduğu, olay öncesi ve sonrasında endeks kapsamındaki şirket hisse senetlerinden aşırı getiriler elde edilebileceğini tespit etmiştir.

3. METODOLOJİ

Araştırmada Borsa İstanbul'daki ağırlıkları dikkate alınarak sadece BİST-30 endeksi kapsamındaki şirketler araştırmaya dahil edilmiştir. Ayrıca, bu şirket hisse senetlerinin yüksek işlem hacmine sahip olmaları nedeniyle manipüle edilme olasılıklarının daha düşük olduğu düşünülmüştür.

Şirketlere özgü finansal haberler, Antweiler ve Frank (2006: 8) tarafından kullanılan sınıflandırma esas alınarak yapılmıştır. Buna göre finansal duyurulara ilişkin alt başlıklar şu şekilde oluşturulmuştur:

- Borçlanmalar
- Borçların yapılandırılması
- Temettü Ödemeleri
- Hisse Geri Alımı
- Hisse Arzı/Satışı
- Hisse Bölünmesi
- Derecelendirme kuruluşlarınca açıklanan finansal notlar
- Kazanç Açıklamalarıdır.

Verilerin analizinde olay çalışmasından yararlanılmıştır. Olay çalışması, herhangi bir olayın hisse senedinin performansını uzun veya kısa dönemde arttırdığı veya arttırmadığı konusunda sonuçlar çıkarılmasını sağlayan ve piyasanın etkinliğini ölçmede kullanılan güvenilir bir yöntemdir (Kaderli, 2007: 147; Çakır ve Gülcan, 2012: 81). Olay penceresinin uzun seçilmesi istatistiksel olarak çalışmanın gücünü azaltabilmekte ve olayın anlamlılığı hakkında yanlış değerlendirmelere neden olabilmektedir (Kothari ve Warner, 2007: 8). Buna karşın olay penceresinin kısa seçilmesi ise elde edilen sonuçların daha güvenilir olmasını sağlamaktadır (Antweiler ve Frank, 2006: 10).

Çalışmanın veri seti, Ocak 2003-Aralık 2012 döneminde BİST-30'da işlem gören şirketler tarafından duyurulan 793 finansal haberi kapsamaktadır. Bu haberlerden 145'i borçlanmaya, 44'ü borçların yapılandırılmasına, 152'si temettü ödemelerine, 35'i hisse geri alımına, 62'si hisse arzı/satışına, 49'u hisse bölünmesine, 101'i derecelendirme kuruluşlarınca verilen notlara ve 205'i kazanç açıklamalarına ilişkindir. Söz konusu dönemde BİST-30'da işlem gören hisse senetlerine ait fiyatlar *isyatirim.com.tr*'den alınmıştır. Şirketlerce duyurulan haberler ise Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan alınmıştır.

Etkin bir piyasada hisse senedi fiyatlarının yeni bir habere anında tepki vermesi beklenmektedir. Böylece haber kamuya açıklandıktan sonra hiçbir piyasa katılımcısı bu haberi kullanarak aşırı getiri elde edemeyecektir. Aşırı getiriler, ilgili haberlerin piyasaya duyurulmaması halinde elde edilecek olan normal getirilerden yüksek veya düşük olan getirilerdir (Sakarya, 2011: 154).

Bu açıdan çalışmada hipotezler şu şekilde oluşturulmuştur.

Borçlanma için: H_{0bo} hipotezi, “Borçlanma duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0bo} : $ACAR=0$ şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1bo} hipotezi ise, “Borçlanma duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1bo} : $ACAR \neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

Borç Yapılandırma Duyuruları için: H_{0by} hipotezi, “borç yapılandırma duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0by} : $ACAR=0$ şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1by} hipotezi ise, “borç yapılandırma duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1by} : $ACAR \neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

Temettü Duyuruları için: H_{0te} hipotezi, “temettü duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0te} : $ACAR=0$ şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1te} hipotezi ise, “temettü duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1te} : $ACAR \neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

Hisse Geri Alımı Duyuruları için: H_{0hg} hipotezi, “hisse geri alım duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0hg} : $ACAR=0$ şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1hg} hipotezi ise, “hisse geri alım duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1hg} : $ACAR \neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

Hisse Arzı/Satışı Duyuruları için: H_{0as} hipotezi, “Hisse Arzı/Satışı Duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir” şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0as} : ACAR=0 şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1sa} hipotezi ise, "Hisse Arzı/Satışı Duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir" şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1sa} : ACAR $\neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

Hisse Bölünmesi Duyuruları için: H_{0hb} hipotezi, "Hisse Bölünmesi Duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir" şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0hb} : ACAR=0 şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1hb} hipotezi ise, "Hisse Bölünmesi Duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir" şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1hb} : ACAR $\neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

Finansal Not Duyuruları için: H_{0fn} hipotezi, "Finansal Not Duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir" şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0fn} : ACAR=0 şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1fn} hipotezi ise, "Finansal Not Duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir" şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1fn} : ACAR $\neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

Kazanç Açıklaması Duyuruları için: H_{0ka} hipotezi, "Kazanç Açıklaması Duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanamaz ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkindir" şeklinde belirlenmektedir ve

H_{0ka} : ACAR=0 şeklinde ifade edilmektedir.

H_{1ka} hipotezi ise, "Kazanç Açıklaması Duyuruları vasıtasıyla hisse senetlerinden kümülatif ortalama aşırı getiri sağlanabilir ve böyle bir durumda piyasa yarı kuvvetli formda etkin değildir" şeklinde belirlenmektedir ve

H_{1ka} : ACAR $\neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.

Duyurunun yayınlandığı gün, olay günü (t) olarak kabul edilmiştir. t gününden önceki iş günleri t-1, t-2,...,t-10 ve t gününden sonraki iş günleri t+1, t+2,...,t+10 olarak numaralandırılmış ve her bir iş gününe ait ayrı ayrı hisse senetlerinin günlük getirileri hesaplanmıştır.

Herhangi bir (i) hisse senedinin t günündeki aşırı getirisi ise şu şekilde hesaplanabilmektedir (Yazıcı ve Muradoğlu, 2002: 5):

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

Burada, AR_{it} i hisse senedinin t günündeki aşırı getirisini, R_{it} i hisse senedinin t günündeki getirisini, R_{mt} ise t günündeki piyasa getirisini göstermektedir.

Olay çalışmalarında amaç, olayın olduğu tarihten önceki ve sonraki günlerde, ortalama aşırı getirilerin (average abnormal return-AAR) ile ortalama kümülatif aşırı getirilerin (average cumulative abnormal return-ACAR) hesaplanmasıdır. Her bir aşırı getiri ise kullanılan hisse sayısına bölünerek AAR hesaplanabilmektedir:

$$AAR_{it} = \sum_{i=1}^N (1/N) AR_{it} \quad (2)$$

Ortalama kümülatif aşırı getiriler (ACARs) ise örneklemdaki hisse senetlerinin olay penceresi boyunca sağladıkları ortalama aşırı getirilerin toplanması yoluyla hesaplanmaktadır (Mackinlay, 1997: 24):

$$ACAR_{it} = \sum_{i=1}^N AAR_{it} \quad (3)$$

t istatistiği ise şu şekilde hesaplanmıştır (Yazıcı ve Muradoğlu, 2002: 6):

$$t = \frac{AAR_t}{\sigma(AR_t)} \quad (4)$$

4. BULGULAR

4.1. Ortalama Aşırı Getiriler Açısından Elde Edilen Bulgular

Tablo 1’de finansal duyurular içerisinde yer alan bütün alt başlıklara ilişkin hesaplanan 21 günlük (t-10...t+10) ortalama aşırı getiriler gösterilmiştir. Buna göre açıklanan finansal haberler içerisinde olay günü için hisse senedi üzerinde en fazla etkiye sahip olan haber türü finansal notlara ilişkin haberlerdir. İkinci sırada borçlanmaya ilişkin haberler yer almakta, bu haberleri hisse senedi geri alımına ilişkin haberler izlemektedir. Hisse senedi üzerinde en az etkiye sahip haber türü ise hisse bölünmesine ilişkin yapılan duyurulardır. Ayrıca tüm haberlere ilişkin olay günü için hesaplanan AAR’lar istatistiksel açıdan anlamlı değildir.

Borçlanma duyuruları için, en yüksek getiri t-6 gününde gerçekleşmiş ve onu t-1 günündeki getiri izlemiştir. Olay günü (t) %0,9’luk bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Hesaplanan getirilerden t-6, t-1, t+2, t+3, t+7 ve t+9 günlerindeki getiriler istatistiksel açıdan anlamlı olarak bulunmuştur. Ayrıca açıklanan haberlerin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasının olay günü ARR’lerin pozitif gerçekleşmesine neden olması, olumsuz algılanmasının ise ARR’ler üzerinde tam tersi bir etki yaratması beklenebilmektedir. Tablo 1’de olay günü yatırımcıların haberlere olumlu bir tepki verdiği görülmektedir. Bununla beraber t-6 ve t-1 günündeki anlamlı pozitif getiriler, borçlanmaya ilişkin haberlerin daha önceden bilindiği veya piyasaya bilgi sızdığı şeklinde yorumlanabilmektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir.

Tablo 1: Finansal Alt Başlıklar Açısından t-10 ile t+10 İş Günleri Arasındaki Ortalama Aşırı Getiriler (AARS)

Olay Günü	Ortalama Aşırı Getiriler (AARS)							
	Borçlanma	Borç Yapılandırma	Temettü	Hisse Geri Alımı	Hisse Arzı/Satışı	Hisse Bölünmesi	Finansal Not	Kazanç Açıklamaları
t-10	-0,003	0,001	-0,001	0,002	-0,001	0	0	0,002
t-9	0,001	0	-0,01	0	0,001	0	0,003	0
t-8	0,006	-0,001	0,004	0,007	0	0,002	0,002	-0,002
t-7	-0,002	0	-0,002	0,002	0,006	0,002	-0,009	0,01
t-6	0,014**	-0,004	-0,015	-0,002	0,001	-0,001	0,004	0,004
t-5	-0,003	-0,003	0,004	-0,002	0,001	0,001	-0,002	0,005
t-4	0	-0,001	0,018**	-0,002	0,005	-0,001	0	-0,012
t-3	-0,007	-0,002	0,001	-0,001	-0,004	-0,001	-0,007	0,008
t-2	0,002	-0,002	-0,006	-0,005	0,003	0,001	0,006	-0,003
t-1	0,012**	0,002	0,005	0,001	0,01	-0,001	0,002	0,008
t	0,009	0,005	-0,004	0,007	-0,006	0	0,01	-0,004
t+1	-0,004	-0,003	-0,011**	-0,007	-0,021*	-0,002	-0,004	0,016**
t+2	0,011***	-0,001	0,006	-0,002	-0,01	-0,001	-0,004	0,018***
t+3	-0,01***	0,001	-0,016**	0,001	0,006	-0,020*	0,006	0,004
t+4	-0,003	-0,002	-0,019**	-0,002	0,014***	0	-0,005	0,003
t+5	-0,003	0	0,005	0,001	-0,001	0,002	0,002	-0,009
t+6	-0,001	0	-0,002	0	-0,014**	-0,001	0,008	0,002
t+7	-0,020*	-0,009	0,015**	0	-0,006	-0,002	0	-0,005
t+8	-0,007	-0,002	0,009	-0,003	-0,014**	0,001	0	-0,015***
t+9	-0,012***	-0,004	-0,005	-0,002	0,002	-0,004	0,006	-0,003
t+10	0,009	0,001	0,008	0	-0,003	-0,001	0,001	-0,005

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Borç yapılandırma duyuruları için en yüksek pozitif getiri t gününde gerçekleşmiştir. Hesaplanan getirilerden hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı değildir. Olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Ayrıca yapılan hesaplamalar borçlanma yapılandırmasına ilişkin haberlerin olay günü yatırımcılar tarafından olumlu algılandığını göstermektedir.

Temettü duyuruları için, en yüksek pozitif getiri t-4 gününde gerçekleşmiş ve onu t+7 günündeki getiri izlemiştir. Olay günü (t) ise %0,4'lük negatif bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Elde edilen getirilerden t-4, t+1, t+3, t+4 ve t+7 günlerindeki getirilere ilişkin t istatistikleri anlamlıdır. Diğer taraftan t-4 gününde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif getirinin varlığı, haberin içeriden öğrenenlerin ticareti şeklinde yorumlanabilmektedir.

Hisse geri alım duyuruları en yüksek pozitif getiri t-8 ve t günlerinde gerçekleşmiştir. Ancak hesaplanan getirilerden hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı değildir. Olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Elde edilen bulgular borçlanma yapılandırmasına ilişkin haberlerin olay günü yatırımcılar tarafından olumlu algılandığını göstermektedir.

Hisse arzı/satışı duyuruları için en yüksek getiri t+4 gününde gerçekleşmiş ve onu t-1 günündeki getiri izlemiştir. Olay günü (t) ise %0,6'lık bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Hesaplanan getirilerden t+1, t+4, t+6, t+8 günlerindeki getirilere ilişkin t istatistikleri anlamlıdır. Olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Olay sonrası ARR'ler incelendiğinde yatırımcıların 10 günlük dönemde haberlere daha çok olumsuz bir tepki verdiği görülmektedir.

Hisse bölünmesi duyuruları için elde edilen getirilerden sadece t+3 gününde hesaplanan getiriye ilişkin t istatistikleri anlamlıdır. Olay öncesi t değerlerinin istatistiksel açıdan anlamsız olması duyuru öncesinde haberin tahmin edilebilir olduğuna ilişkin bir bulgu göstermemektedir. Olay sonrası ARR'ler incelendiğinde ise yatırımcıların 10 günlük dönemde haberlere daha çok olumsuz bir tepki verdiği görülmektedir.

Derecelendirme kuruluşlarınca açıklanan not duyuruları için, en yüksek pozitif getiri t gününde gerçekleşmiş ve onu t+6 günündeki getiri izlemiştir. Ancak hesaplanan getirilerden hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır. Olay günü ARR'ler incelendiğinde yatırımcıların finansal nota ilişkin haberlere olumlu tepki verdiği görülmektedir.

Kazanç duyuruları için, en yüksek pozitif getiri t+2 gününde gerçekleşmiş ve onu t+1 günündeki getiri izlemiştir. Olay günü (t) ise %0,4'lük negatif bir ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Elde edilen getirilerden t+1, t+2 ve t+8 günlerindeki getirilere ilişkin t istatistikleri anlamlıdır.

Bu sonuçlar finansal açıdan yatırımcıların şirketlerde finansal yapının sağlamlığına, mali yükümlülüklerin yerine getirilmesine ve büyüme fırsatlarının değerlendirilmesine önem verdiklerini göstermektedir.

4.2. Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler Açısından Elde Edilen Bulgular

Tablo 2'de ise belirli olay aralıkları için finansal duyurular içerisinde yer alan alt başlıklara ilişkin hesaplanan ACAR'lar gösterilmiştir. Piyasanın etkinliği açısından ise açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın etkin olmadığı biçiminde yorumlanmaktadır (McWilliams ve Siegel, 1997: 634; Vernimmen, 2009: 277). Buna göre her bir haber türü için açıklama öncesi veya sonrası aşırı getirilerin varlığı piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olmadığını göstermiş ve tüm H_0 hipotezleri reddedilmiştir.

Borçlanma duyuruları açısından hesaplanan ACAR'lardan (-5, 5) ve (-5, 0) olay aralıkları hariç bütün olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-10, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Borçlanma haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-10, 0) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından negatif olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilmektedir.

Tablo 10: Finansal Alt Başlıklar Açısından Belirli Olay Aralıkları İçin Hesaplanan Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs)

Olay Aralığı	Ortalama Kümülatif Aşırı Getiriler (ACARs)							
	Borçlanma	Borç Yapılandırma	Temettü	Hisse Geri Alımı	Hisse Arzı/Satışı	Hisse Bölünmesi	Finansal Not	Kazanç Açıklamaları
(-1, +1)	0,017**	0,004***	-0,01	0	-0,017	0,004	0,006	0,02
(-2, +2)	0,029**	0,002	-0,010**	-0,007	-0,024	0,009***	0,011*	0,036
(-3, +3)	0,012	0,001	-0,024***	-0,007**	-0,023	-0,019	0,009	0,048**
(-4, +4)	0,009**	-0,002***	-0,026	-0,011*	-0,004	-0,022*	0,005***	0,039
(-5, +5)	0,002	-0,005*	-0,018	-0,011*	-0,004	-0,012*	0,004	0,034**
(-6, +6)	0,015*	-0,009*	-0,035**	-0,013*	-0,017	-0,018*	0,016*	0,04
(-7, +7)	-0,007*	-0,018*	-0,022**	-0,011*	-0,017	-0,021*	0,007	0,045*
(-8, +8)	-0,008*	-0,021*	-0,009**	-0,007	-0,031	-0,011*	0,01	0,027*
(-9, +9)	-0,019*	-0,026*	-0,024*	-0,009	-0,029	-0,016*	0,018**	0,024*
(-10,+10)	-0,013**	-0,024*	-0,017*	-0,007	-0,032	-0,021*	0,020*	0,021*
(-10, 0)	0,028*	-0,004*	-0,007*	0,007*	0,016*	-0,005	0,011	0,016*
(-5, 0)	0,013	0,000**	0,018*	-0,001**	0,008**	-0,007**	0,01	0,003
(0, +5)	-0,001**	0,000**	-0,040**	-0,003	-0,019*	-0,007	0,004**	0,028**
(0, +10)	-0,032	-0,014	-0,015*	-0,007***	-0,054*	-0,013*	0,019*	0,001*

*0,01; **0,05; ***0,10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Borç yapılandırma duyuruları açısından hesaplanan ACAR'lardan (-2, 2), (-3, 3) ve (0, 10) olay aralıkları hariç diğer bütün olay aralıkları için hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Borç yapılandırma haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-1, 1) aralığında gerçekleşmektedir. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar tarafından negatif algılandığını göstermektedir.

Temettü duyuruları için hesaplanan ACAR'lardan (-1, 1), (-4, 4), (-5, 5) hariç diğer tüm olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-5, 0) olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç, haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Finansal haberlere ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-5, 0) aralığında gerçekleşmiştir. Olay sonrası aralıklara ait ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından negatif olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanmıştır.

Hisse geri alımı duyuruları açısından hesaplanan ACAR'lardan (-1, 1), (-2, 2), (-8, 8), (-9, 9), (-10, 10) ve (0, 5) hariç diğer tüm olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-10, 0) olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Hisse senedi geri alımı haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-10, 0) aralığındadır.

Hisse arzı/satışı duyuruları açısından hesaplanan ACAR'lardan sadece (-10, 0), (-5, 0), (0, 5), (0, 10) olay aralıkları için hesaplananlar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur.

(-10, 0) olay aralığında, haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Hisse senedi geri alımı haberlerine ilişkin en yüksek pozitif ACAR da (-10, 0) aralığında gerçekleşmiştir.

Hisse bölünmesine ilişkin hesaplanan ACAR'lardan ise (-1, 1), (-3, 3), (-10, 0) ve (0, 5) olay aralıkları hariç diğer tüm hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-5, 0) olay aralığı incelendiğinde haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir.

Finansal notlara ilişkin hesaplanan ACAR'lardan ise (-1, 1), (-3, 3), (-5, 5), (-7, 7), (-8, 8), (-10, 0) ve (-5, 0) olay aralıkları hariç diğer tüm hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Olay sonrası aralıklara ait (0, 5) ve (0, 10) ACAR'lar ise haberin yatırımcılar açısından olumlu olarak değerlendirildiği şeklinde yorumlanabilir.

Şirketlerce duyurulan kazanç açıklamalarına ilişkin hesaplanan ACAR'lardan ise (-1, 1), (-2, 2), (-4, 4), (-5, 0) olay aralıkları hariç diğer tüm hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. (-10, 0) olay aralığında haber duyurulmadan önceki dönemde ilgili hisse senetlerinin pozitif ve anlamlı getirileri mevcuttur. Bu sonuç, haberin bu bilgiye ilk sahip olan kişilerce kullanıldığını gösterebilmektedir. Finansal haberlere ilişkin en yüksek pozitif ACAR ise (-3, 3) aralığında gerçekleşmiştir. Olay sonrası aralıklara ait ACAR'lar ise haberin yatırımcılar tarafından olumlu olarak algılandığını ortaya koymuştur.

5. SONUÇ

Ocak 2003-Aralık 2012 dönemini kapsayan çalışma, BİST-30'da işlem gören şirketler tarafından duyurulan 793 finansal haberi kapsamaktadır. Bu haberlerden 145'i borçlanmaya, 44'ü borçların yapılandırılmasına, 152'si temettü ödemelerine, 35'i hisse geri alımına, 62'si hisse arzı/satışına, 49'u hisse bölünmesine, 101'i derecelendirme kuruluşlarınca verilen finansal notlara ve 205'i kazanç açıklamalarına ilişkindir. Söz konusu dönemde BİST-30'da işlem gören hisse senetlerine ait fiyatlar ise isyayırım.com.tr'dan elde edilmiştir. Duyurunun yayınlandığı gün, olay günü (t) olarak kabul edilmiştir. t gününden önceki iş günleri t-1, t-2,...,t-10 ve t gününden sonraki iş günleri t+1, t+2,...,t+10 olarak numaralandırılmış ve her bir iş gününe ait ayrı ayrı hisse senetlerinin günlük getirileri hesaplanmıştır.

Çalışmanın uygulama kısmında, her bir hisse senedi için örnek olay olarak belirlenen finansal duyuru alt başlıkların açıklandığı günün 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasını kapsayan günlük getiri oranları hesaplanmıştır. Bu günlük getirilerden yararlanılarak olay çalışması için gerekli hesaplamalar yapılmış ve bu duyuruların olay penceresi içerisinde ilgili şirketlerin hisse senetlerinde aşırı bir getiri oluşturup oluşturmadığı belirlenmiştir. Açıklanan finansal haberler içerisinde olay günü için hisse senedi üzerinde en fazla etkiye sahip olan haber türü derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu notlara ilişkin haberlerdir. İkinci sırada borçlanmaya ilişkin haberler yer almakta, bu haberleri hisse senedi geri alımına ilişkin haberler izlemektedir. Hisse senedi üzerinde en az etkiye sahip haber türü ise hisse bölünmesine ilişkin yapılan duyurulardır.

Ayrıca tüm haberlere ilişkin olay günü için hesaplanan ortalama aşırı getirilerin (AAR) istatistiksel açıdan anlamlı değildir. Bu sonuçlar, finansal açıdan yatırımcıların şirketlerde finansal yapının sağlamlığına, mali yükümlülüklerin yerine getirilmesine ve büyüme fırsatlarının değerlendirilmesine önem verdiklerini göstermektedir. Diğer taraftan olay öncesi borçlanma ve temettü haberlerine ait istatistiki olarak anlamlı ve pozitif AAR'lerin varlığı, haberin içeriden öğrenenlerin ticareti şeklinde yorumlanabilmektedir. Ancak bu konuda kesin bir yargıya varabilmek için ortalama kümülatif aşırı getirilerin (ACAR) hesaplanması gerekmektedir. Olay öncesi hemen hemen tüm alt haber türleri için hesaplanan ACAR'lar istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitifdir. Bu durum haberler öncesinde bilgi suistimali şüphesi doğurmakta kamuyu aydınlatmanın yetersiz olduğunu düşündürmektedir. Piyasanın etkinliği açısından ise çalışmadan elde edilen sonuçlar literatürde yer alan çalışmalarla örtüşmekte ve Borsa İstanbul'un yarı kuvvetli formda etkin olmadığını göstermektedir. Böylece çalışmada yer alan tüm H_0 hipotezleri reddedilmiştir.

Bilindiği üzere bilgi suistimali piyasada işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliği bozmaktadır. Böyle bir piyasada fiyatların kolaylıkla manipüle edilebilmekte, haksız kazançlar ortaya çıkabilmekte ve dolayısıyla piyasaya olan güven azalabilmektedir. Bu durum sermaye piyasalarından fon sağlayan şirketlerin sermaye maliyetlerini de artırmaktadır. Dolayısıyla piyasadaki etkinliğin artırılması için, piyasada fiyatların rekabet içerisinde oluşması, bilgiye hızlı ve düşük maliyetlerle ulaşılması ve işlem maliyetlerinin çok düşük düzeylerde olmasının sağlanması gerekmektedir. Bu açıdan Sermaye Piyasası Kurulu ve Borsa İstanbul yönetiminin piyasanın etkinliğinin artırılması açısından daha sert tedbirler alması gerekmektedir.

Gelecek dönemde yapılacak olan çalışmalarda ise şirketlerce duyurulan haberler etrafında başka bir şirkete özgü haber ortaya çıktığı durumlarda bu haberlerin analiz dışında tutulması veya haberlerin etkisinin dakikalık olarak ölçülmesi çalışmaya yenilik katacaktır.

KAYNAKÇA

- Affleck-Graves John, Carolyn M. Callahan ve Niranjana Chipalkatti (2002), "Earnings Predictability, Information Asymmetry and Market Liquidity", *Journal of Accounting Research*, 40, p.561-583.
- Antweiler, Werner ve Murray Z. Frank, (2006), "Do U.S. Stock Markets Typically Overreact to Corporate News Stories?" Working Paper, University of British Columbia.
- Aygören, Hakan ve Süleyman Uyar (2007), "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) Denetim Görüşlerinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi", *İMKB Dergisi*, Sayı: 36, Eylül, İstanbul.
- Bajaj, Mukesh ve Anand M. Viji (1995), "Trading Behavior and the Unbiasedness of the Market Reaction to Dividend Announcements", *Journal of Finance*, 50, 255-279.
- Bamber, Linda Smith ve Youngsoo Susan Cheon (1995), "Differential Price and Volume Reactions to Accounting Earnings Announcements", *Accounting Review*, 70, 417-441.
- Bamber, Linda Smith, Ori E. Barron, Thomas L. Stober (1997), "Trading Volume a Different Aspects of Disagreement Coincident with Earnings Announcements", *Accounting Review*, 72, 575-597.
- Bernard, Victor. L., ve Thomas, Jacob, (1990), "Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 13(4), 305-340.

- BİST, (2012), http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/-Borsa_Istanbul_-Kamuyu_-Aydinlatma_-Platformu.pdf
- Chae, Joon (2005), "Trading Volume, Information Asymmetry, and Timing Information", *Journal of Finance*, 60, 413-442.
- Corwin, Shane A. (2003), "The Determinants of Underpricing for Seasoned Equity Offers", *Journal of Finance*, 58, 2249-2279.
- Cybo-Ottone Alberto, Murgia Maurizio, (2000), "Mergers and shareholder wealth in European banking", *Journal of Banking & Finance*, 24.
- Çakır, Hafize Meder ve Zehra Gülcan (2012), "Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi", *Mali Çözüm Dergisi*, 79-108.
- Dubofsky, David A. (1991), "Volatility Increases Subsequent to NYSE and AMEX Stock Splits", *Journal of Finance*, 46, 421-432.
- Garfinkel, Jon ve Jonathan Sokobin (2006), "Volume, Opinion Divergence and Returns: A Study of Post-Earnings Announcement Drift", *Journal of Accounting Research*, 44, 85-112.
- Graham, John R., Jennifer L. Koski, Uri Loewenstein (2006), "Information Own and Liquidity around Anticipated and Unanticipated Dividend Announcements", *Journal of Business*, 79, 2301-2336.
- Greene, Jason T. ve Susan G. Watts (1996), "Price Discovery on the NYSE and the NASDAQ: The Case of Overnight and Daytime News Releases", *Financial Management*, 25, 19-42.
- Grullon, Gustavo ve Roni Michealy (2004), "The Information Content of Share Repurchase Programs", *Journal of Finance*, 59, 651-680.
- <http://www.isyatirim.com.tr/>
- Ikenberry, David.L. ve Sundares. Ramnath, (2002), "Underreaction to self-selected news events: the case of stock splits, *Review of Financial Studies*", 15, 489-526.
- Ikenberry, David L., Graeme Rankie ve Earl K. Stice (1996), "What Do Stock Splits Really Signal?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 357-375.
- Kaderli, Yusuf (2007), "Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü ile İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama", *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 36, Ekim,144-154.
- Kaderli, Yusuf ve Sezgin DEMİR (2009), "Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi", *ISMMMO Mali Çözüm Dergisi*, Sayı 91, 45-65.
- Kandel, Eugene ve Neil D. Pearson (1995), "Differential Interpretation of Public Signals and Trade in Speculative Markets", *Journal of Political Economy*, 103, 831-872.
- Konak, Fatih ve Selçuk Kenderli, (2013), "Kar Payı Politikalarının Hsse Senedi Fiyatı Üzerindeki Etkisi: BİST Banka Endeksi Uygulaması", 17. Finans Sempozyumu, 23-26 Ekim Muğla.
- Koski, Jennifer L. (1998), "Measurement Effects and the Variance of Returns after Stock Splits and Stock Dividends", *Review of Financial Studies*, 11, 143-162.
- Kothari, S.P. ve Warner, J.B. (2007), "Econometrics of Event Studies," *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, 1 (1), Elsevier/North-Holland, Handbooks in Finance Series.
- Lakonishok, Josef, ve Theo Vermaelen, (1990), "Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers", *Journal of Finance*, 45, 455-477.
- Mandacı, Pınar Evrim (2004), "Şirketlerin Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri", *İktisat İşletme ve Finans*, 19 (225), 118-124.
- McWilliams, Abigail ve Siegel, Donald (1997), "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues", *Academy of Management Journal*, 40 (3), 626-657.

Peress, Joel (2011), "The Media and the Diffusion of Information in Financial Markets: Evidence from Newspaper Strikes", INSEAD Working Paper, No. 2012/36/FIN.

Sakarya, Şakir (2011), "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması Yöntemi İle Analizi", ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 7, Sayı 13, 147–162.

Vernimmen, Pierre (2009), "Corporate Finance Theory and Practice (Second Edition)", İngiltere: John Wiley & Sons Ltd.

Yazıcı, Bilgehan ve Gülnur. Muradoğlu (2002), "Dissemination of Stock Recommendations and Small Investors: Who Benefits?" Multinational Finance Journal, Vol. 6, 29-42.

Yoon, Pyung Sig ve Laura T. Starks (1995), "Signaling, investment opportunities, and dividend announcements", Review of Financial Studies, 8, 995-1018.