

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**HİSSELERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN BÜYÜK
ORTAK VE YÖNETİCİLERİNİN HİSSE ALIM SATIM
AÇIKLAMALARININ HİSSE FİYATINA ETKİSİ**

Doktora Tezi

Selma KURTAY

Ankara-2007

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**HİSSELERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN BÜYÜK
ORTAK VE YÖNETİCİLERİNİN HİSSE ALIM SATIM
AÇIKLAMALARININ HİSSE FİYATINA ETKİSİ**

Doktora Tezi

Selma KURTAY

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Yalçın KARATEPE

Ankara-2007

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**HİSSELERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN BÜYÜK
ORTAK VE YÖNETİCİLERİNİN HİSSE ALIM SATIM
AÇIKLAMALARININ HİSSE FİYATINA ETKİSİ**

Doktora Tezi

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Yalçın KARATEPE

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

İmzası

Prof. Dr. Halil SARIASLAN

.....

Doç. Dr. Yalçın KARATEPE

.....

Doç. Dr. A. Argun KARACABEY

.....

Doç. Dr. Güven SAYILGAN

.....

Y. Doç. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU

.....

Tez Sınavı Tarihi 30.06.2008

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	v
KISALTMALAR LİSTESİ	vi
TABLolar LİSTESİ	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ	viii
EKLER LİSTESİ	x
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	
HİSSE SENETLERİ VE KAMUYU AYDINLATMA	7
1.1. HİSSE SENETLERİ VE ORTAKLIK YAPISININ ÖNEMİ	7
1.1.1. Hisse Senetlerinin Özellikleri	7
1.1.2. Ortaklık Yapısının Önemi	15
1.2. KAMUYU AYDINLATMA	19
1.2.1. Kamuyu Aydınlatma Kavramı	19
1.2.2. Kamuyu Aydınlatma Türleri	21
1.2.3. Kamuyu Aydınlatmanın Önemi	26

İKİNCİ BÖLÜM

BÜYÜK ORTAK VE YÖNETİCİLERİN HİSSE ALIM SATIM

AÇIKLAMALARINA İLİŞKİN DÜZENLEMELER 31

2.1.1. ABD DÜZENLEMELERİ 31

2.2. AB DÜZENLEMELERİ 41

2.2.1. Büyük Pay Sahipliğinin Açıklanması 44

2.2.2. İçeriden Öğrenenlerin İşlemlerinin Açıklanması 50

2.2.3. İlgili Diğer Açıklamalar 54

2.3. İNGİLTERE DÜZENLEMELERİ 56

2.4. ÜLKEMİZ DÜZENLEMELERİ 62

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE ALIM SATIM AÇIKLAMALARININ HİSSE FİYATINA

ETKİSİNİN İNCELENMESİ 71

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI 71

3.2. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ 72

3.2.1. Getirilerin Tahmin Edilebilirliği Testleri (Zayıf Form Etkinlik) 74

3.2.2. Olay Çalışmaları (Yarı Güçlü Form Etkinlik) 75

3.2.3. Özel Bilgi Testleri (Güçlü Form Etkinlik)	77
3.3. FİNANS YAZININDA YER ALAN ÇALIŞMALAR	80
3.3.1. Yurt Dışındaki Borsalar Üzerine Yapılan Çalışmalar	80
3.3.2. İMKB Hisse Senetleri Piyasası Üzerine Yapılan Çalışmalar	86
3.3.2.1. İMKB Hisse Senetleri Piyasası	86
3.3.2.2. İMKB Üzerine Yapılan Çalışmalar	95
3.4. ARAŞTIRMADA KULLANILAN VERİLER	106
3.5. ARAŞTIRMADA KULLANILAN YÖNTEM	118
3.6. ARAŞTIRMADA KULLANILAN HİPOTEZLER	124
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	
ARAŞTIRMADA ELDE EDİLEN BULGULAR VE	
DEĞERLENDİRİLMESİ	
4.1. ANALİZ SONUÇLARI VE YORUMLAMASI	127
4.1.1. Şirketlere İlişkin Hipotezlerin Analizi	127
4.1.1.1. Tüm Alım ve Satımların Analizi	127
4.1.1.2. Endekse Dahil Olmanın Farklılığı	132
4.1.1.3. Piyasa Değerinin Etkisi	134
4.1.1.4. Yıllara Göre Aşırı Getiriler	137

4.1.1.5. İşlem Tutarının Büyüklüğü	139
4.1.1.6. Pay Sahipleri ve Yöneticilerin Konumu	143
4.1.1.7. Ele Geçirmeye Konu Hisseler	146
4.1.1.8. Piyasa Yapıcılığı	149
4.1.1.9. Şirketin Finansal Sektörde Bulunması	151
4.1.2. Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Hipotezlerin Analizi	154
4.1.2.1. Tüm Alım ve Satımların Analizi	154
4.1.2.2. Yıllara Göre Aşırı Getiriler	158
4.1.2.3. İşlem Tutarının Büyüklüğü	161
4.1.2.4. Pay Sahipleri ve Yöneticilerin Konumu	165
4.2. BULGULARIN GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLERİ	168
GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	173
ÖZET	185
ABSTRACT	186
EKLER	187
YARARLANILAN KAYNAKLAR	217

ÖNSÖZ

2001 yılında Enron firmasının iflası ile başlayan süreçte öncelikli amacı yatırımcının korunması ve güveninin sağlanması olan sermaye piyasalarında, bilginin yatırımcılar arasında mümkün olduğunca eşit, zamanında, tam ve doğru açıklanmasını sağlayarak bilgisizlik veya eksik bilgilendirmeden kaynaklanan risklerin ortadan kaldırılmasına ve bilgisel etkinliğin artırılmasına katkıda bulunan kamuyu aydınlatmanın önemi artmıştır.

Piyasaya yeni bir bilgi geldiğinde yatırımcıların bu bilgiyi değerlendirerek fiyatlara hemen yansıttığı, dolayısıyla piyasadaki çeşitli bilgilerin kullanılarak işlem maliyetleri çıkarıldıktan sonra sistematik olarak aşırı getiri elde edilemeyeceğini öngören Etkin Piyasalar Hipotezine göre hisse senetleri piyasasında bilgisel etkinliğin üç derecesi vardır. Zayıf form etkinliğin hisse senetleri ve piyasaya ilişkin bütün bilgileri, yarı güçlü form etkinliğin kamuya açıklanmış bütün bilgileri, güçlü form etkinliğin ise henüz kamuya açıklanmamış özel bilgileri veya içeriden öğrenenlerin sahip olduğu bilgileri yansıttığı kabul edilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) işlem gören şirketlerin dar anlamda içeriden öğrenen olarak nitelendirilen büyük ortak ve yöneticilerinin hisse alım satım açıklamalarının hisse fiyatına etkisinin incelenmesi suretiyle İMKB Hisse Senetleri Piyasasının 2004-2006 dönemindeki yarı güçlü formda bilgisel etkinliğini araştırmak ve söz konusu içeriden öğrenenlerin hisse alım satım zamanlamaları ile içeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığı, bir başka deyişle piyasanın güçlü formda etkinliği konusunda görüş oluşturmaktır.

Çalışmayı sonuçlandırma konusunda cesaretlendiren yaklaşımı ile desteğini esirgemeyen tez danışmanım Doç. Dr. Yalçın KARATEPE'ye ve çalışmanın kısa sürede sonuçlandırılması konusunda uygun bir ortam hazırlayan aileme, dostlarıma ve arkadaşlarıma yürekten teşekkür ederim. Onların desteği olmadan bu çalışma tamamlanamazdı.

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
Bkz	: Bakınız
EDGAR	: SEC'nin Elektronik Bilgi Toplama Analiz ve Düzeltme Sistemi
EPH	: Etkin Piyasalar Hipotezi
EPDK	: Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu
FSA	: Financial Services Authority
GVKn	: Gelir Vergisi Kanunu
IOSCO	: International Organization of Securities Commissions
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
Md	: Madde
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
SEC	: Securities and Exchange Commission
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
Takasbank	: İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TTKn	: Türk Ticaret Kanunu
VOBAŞ	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. Açıklamaların ortaklar bazında dağılımı	113
Tablo 2. Açıklamaların yıllar bazında dağılımı	115
Tablo 3. Açıklamaların işlem tutarına göre dağılımı	116
Tablo 4. Şirketlerde hisse alımlarındaki aşırı getiriler	128
Tablo 5. Şirketlerde hisse satımlarındaki aşırı getiriler	130
Tablo 6. Ele geçirme durumuna göre şirket hisse alım satımlarındaki aşırı getiriler	147
Tablo 7. Piyasa yapıcılığına konu hisselerin alım satımlarındaki aşırı getiriler	151
Tablo 8. Yatırım ortaklıklarında hisse alımlarındaki aşırı getiriler	154
Tablo 9. Yatırım ortaklıklarında hisse satımlarındaki aşırı getiriler	157

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Şirketlerde hisse alım satımlarındaki birikimli aşırı getiriler	131
Şekil 2. Endekse dahil olma durumuna göre şirket hisse satımlarındaki birikimli aşırı getiriler	134
Şekil 3. Piyasa değerine göre şirket hisse alımlarındaki birikimli aşırı getiriler	136
Şekil 4. Yıllara göre şirket hisse alımlarındaki birikimli aşırı getiriler	138
Şekil 5. İşlem tutarına göre şirket hisse alımlarındaki birikimli aşırı getiriler	141
Şekil 6. İşlem tutarına göre şirket hisse satımlarındaki birikimli aşırı getiriler	142
Şekil 7. Ortağın konumuna göre hisse alımlarındaki birikimli aşırı getiriler	143
Şekil 8. Ortağın konumuna göre hisse satımlarındaki birikimli aşırı getiriler	145
Şekil 9. Ele geçirmeye konu hisselerin alım satımlarında birikimli aşırı getiriler	148
Şekil 10. Piyasa yapıcılığına konu hisselerin alım satımlarında birikimli aşırı getiriler	150
Şekil 11. Şirketin finans sektöründe yer almasına göre hisse satımlarındaki birikimli aşırı getiriler	153
Şekil 12. Yatırım ortaklıklarında hisse alım satımlarında birikimli aşırı getiriler	158
Şekil 13. Yıllara göre yatırım ortaklıklarında hisse alımlarında birikimli aşırı getiriler	160
Şekil 14. Yıllara göre yatırım ortaklıklarında hisse satımlarında birikimli aşırı getiriler	161
Şekil 15. İşlem tutarına göre yatırım ortaklıklarında hisse alımlarında birikimli aşırı getiriler	163

Şekil 16. İşlem tutarına göre yatırım ortaklıklarında hisse satımlarında	
birikimli aşırı getiriler	164
Şekil 17. Ortağın konumuna göre yatırım ortaklıklarında hisse alımlarında	
birikimli aşırı getiriler	166
Şekil 18. Ortağın konumuna göre yatırım ortaklıklarında hisse satımlarında	
birikimli aşırı getiriler	168

EKLER LİSTESİ

EK 1. Analize Alınan Şirket ve Yatırım Ortaklıkları	187
EK 2. Endekse Dahil Olma Durumuna Göre Şirketlerin Hisse Alım ve Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi	192
EK 3. Piyasa Değerine Göre Şirketlerin Hisse Alım ve Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi	194
EK 4. Yıllara Göre Şirketlerin Hisse Alım ve Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi	196
EK 5. İşlem Tutarının Büyüklüğüne Göre Şirketlerin Hisse Alım ve Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi	198
EK 6. Ortağın Konumuna Göre Şirketlerin Hisse Alım ve Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi	200
EK 7. Ele Geçirme ve Piyasa Yapıcılığı Bulunmayan Şirketlerin Hisse Alım ve Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi	206
EK 8. Şirketlerin Finans Sektöründe Yer Almasına Göre Hisse Alım ve Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi	207
EK 9. Yıllara Göre Yatırım Ortaklıklarının Hisse Alım ve Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi	209
EK 10. İşlem Tutarının Büyüklüğüne Göre Yatırım Ortaklıklarının Hisse Alım ve Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi	211
EK 11. Ortağın Konumuna Göre Yatırım Ortaklıklarının Hisse Alım ve Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi	213

GİRİŞ

2001 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) Enron firmasının iflası ile başlayan ve devamında Tyco International, Peregrine Systems, WorldCom ve MCI firmalarında ortaya çıkan çok sayıdaki şirket ve muhasebe skandalları, yatırımcının şirketlerin muhasebe ve raporlama uygulamalarına güveninin azalmasına neden olmuştur. Yatırımcının güveninin oluşturulması ve korunmasının hayati önem taşıdığı sermaye piyasalarında Enron'un iflası bir dönüm noktasını oluşturmuş ve sermaye piyasalarını düzenleyen otoritelerin çeşitli önlemler almasına neden olarak hisse senetleri herhangi bir borsada işlem gören bütün şirketleri önemli ölçüde etkilemiştir.

Bu skandalları takiben ABD'de 2002 yılının Temmuz ayında "2002 Sarbanes-Oxley Kanunu" (Sarbanes-Oxley Act of 2002) olarak bilinen "2002 Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcının Korunması Kanunu" (Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002) çıkarılarak yürürlüğe konmuştur. Bu Kanun, ABD'de 1930 lu yıllardan beri menkul kıymetler kanunlarında yapılan en önemli değişiklik olarak kabul edilmektedir¹. Sarbanes-Oxley Kanunu ile başlıca halka açık şirketlerin denetçisi olarak muhasebe firmalarını

¹ Sarbanes-Oxley Act, Erişim Tarihi: 03.03.2007, http://en.wikipedia.org/wiki/Sarbanes-Oxley_Act

düzenleme, gözetleme, denetleme ve cezalandırma ile yetkilendirilen 'Halka Açık Şirketler Muhasebe Gözetim Kurulu'nun (Public Company Accounting Oversight Board) kurulması, şirketlerin finansal raporlarının yöneticiler tarafından onaylanması ve bağımsız denetim komitesinin oluşturulması, içeriden öğrenenlerin hisse alım satımlarına ilişkin bildirim sürelerinin kısaltılması ve bildirimlerin elektronik ortamda eşit işlem ilkesine uygun olarak yayımlanması, emeklilik fonu yasak dönemleri boyunca içeriden öğrenenlerin işlem yapmasının yasaklanması, ilave kamuyu aydınlatma yükümlülükleri getirilmesi, menkul kıymetler kanunlarının ihlali halinde uygulanacak cezalarının artırılması, ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu'nun (SEC - Securities and Exchange Commission) yetkilerinin genişletilmesi ve şirket ihlallerini bildiren çalışanların korunması konularında düzenlemeler yapılmıştır.

Bu düzenlemelere paralel olarak diğer gelişmiş ve gelişmekte olan sermaye piyasalarında da çeşitli düzenleme değişiklikleri yürürlüğe konmuştur. Örneğin, Avrupa Birliği'nin (AB) daha önce İzahname Direktifinin içerisinde yer alan şeffaflık ile ilgili hükümleri ayrı bir direktif içerisinde bir bütün olarak ele alınmış; bu düzenleme sırasında halka açık şirketlerin sermayesinin veya oy haklarının belli bir oranına ulaşan ortakları ile büyük pay sahipleri, yönetici ve çalışanları tarafından yapılan hisse alım satım işlemlerinin bildirilme süresi kısaltılmış, bildirilmesi gereken ortaklık payının asgari oranı %10 dan %5 e çekilerek eşikler artırılmış, dolaylı ortaklık payının belirlenmesine ilişkin hükümler detaylandırılmış ve muafiyet koşulları yeniden belirlenmiştir.

Sarbanes-Oxley Kanunu'nun etkileri ülkemize de yansımış, bağımsız denetim konusunda 2002 yılında yapılan düzenlemeleri, 2003 yılında Kurumsal Yönetim İlkelerinin yayımlanması takip etmiştir. Kamuyu aydınlatma sistemine geçilmesi sonrasında ilk kez 1993 yılında yayımlanan ve ortaklık payı ile hisse alım satım bildirimlerine ilişkin hükümleri kapsayan Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği de kapsamı genişletilerek yeniden düzenlenmiş ve 2003 yılının Temmuz ayında yayımlanarak yürürlüğe konmuştur². Yeni düzenleme ile bildirim tabi özel durumların genişletilmesi yanında, halka açık şirketlerin büyük ortak ve yöneticilerinin hisse alım satımlarına ilişkin bildirim süreleri kısaltılmış ve büyük ortaklar için bildirim konu pay sahipliği oranı %10 dan %5 e çekilmiştir.

Ancak, ülkemiz finans yazınında bağımsız denetim ve kurumsal yönetime ilişkin konular en çok tartışılan ve görüş oluşturulan konular arasında yer alırken; halka açık şirketlerin büyük ortak, yönetici ve çalışanlarının hisse alım satımlarına ilişkin çalışmalara rastlanmamıştır. Bu itibarla, çalışmanın konusu olarak, dar anlamda halka açık şirketlerin büyük ortak, yönetici ve çalışanlarından oluşan içeriden öğrenenlerin şirket hisselerinde yaptıkları işlemler ele alınmış, bu işlemlerin bildirilmesine ilişkin düzenlemeler ile bu düzenlemelerin ihlali durumunda uygulanabilecek yaptırımlar hakkında bilgi verildikten sonra, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören hisse senetlerine ilişkin olarak bu bildirimlerin hisse fiyatına etkisi incelenmiştir.

² Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili düzenlemeler için bkz.: Sermaye Piyasası Kurulu, **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, Erişim Tarihi: 25.01.2007 <http://www.spk.gov.tr>

İMKB'nin zayıf formda ve yarı güçlü formda etkinliğinin test edilmesi yönünde finans yazınında birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların çoğundaki ortak nokta, İMKB'nin faaliyete başladığı 1986 yılından beri gelişimini sürdürdüğü ve bilgisel etkinliğini artırdığıdır. Bu bağlamda, içeriden öğrenenlerin işlemlerinin takip edilmesi suretiyle aşırı getiri elde edilip edilemeyeceğinin incelendiği bu çalışmada, hisse senedi piyasasının yarı güçlü formda etkinliği test edilecektir. Bunun yanında, içeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığı konusunda elde edilebilecek bulguların, hisse senedi piyasasının güçlü formda etkin olup olmadığı hususunda da görüş oluşturulmasına yardımcı olması beklenmektedir. Bu özellikleriyle çalışma, tespit edilebildiği kadarıyla, ülkemiz finans yazınında içeriden öğrenenlerin işlemlerinin incelendiği ilk çalışma niteliğindedir.

Çalışmanın temel amacı, içeriden öğrenenlerin işlemlerinin dışarıdaki yatırımcılar tarafından takip edilmesi suretiyle aşırı kazanç elde edilip edilemeyeceğinin ortaya konması suretiyle İMKB Hisse Senetleri Piyasasının yarı güçlü formda etkinliğini ölçmektir. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığının tespiti çalışmanın ikinci amacı olarak ele alınabilir. Ancak, bu amaçlara ulaşılırken, uygulamalar düzenlemelerden bağımsız olmadığından, ülkemiz düzenlemeleri yanında, konuya ilişkin gelişmiş hisse senedi piyasalarına sahip olan ABD ve İngiltere ile AB düzenlemelerine yer verilmesi suretiyle ülkemiz düzenleme ve/veya uygulamalarının eksik yönlerinin ve bu konuda yapılabileceklerin belirlenmesine de yardımcı olduğu düşünülmektedir.

Çalışmanın kapsamı, konuya ilişkin ülkemiz düzenlemesinin 2003 yılında kapsamlı olarak değiştirilmesi nedeniyle, hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin büyük ortak ve yöneticilerinin 2004, 2005 ve 2006 yıllarındaki hisse alım satım işlemlerine ilişkin özel durum açıklamaları ile sınırlandırılmıştır. Çalışma, inceleme dönemi itibariyle de, İMKB hakkında yapılan diğer çalışmalara göre farklılıklar göstermektedir. Finans yazınında İMKB’ye ilişkin yapılan çalışmalarda bu kadar yakın döneme ilişkin bir çalışmaya rastlanmamıştır. Ayrıca, mevcut çalışmaların çoğu global veya ülkemizde yaşanan kriz dönemlerini içeren veya yüksek enflasyon ve yüksek faiz oranlarının olduğu bir ekonomik ortamda İMKB hisse senedi piyasasının özelliklerini incelemiştir. Dolayısıyla, inceleme dönemi, yurt dışındaki yazında yapılan çalışmalar ile karşılaştırıldığında oldukça kısa olmakla birlikte, yüksek tutarlı özelleştirme, halka açılma ve ele geçirmelerin gerçekleştiği, enflasyonun ve faiz oranlarının düştüğü, yabancı yatırımcıların payının önemli ölçüde arttığı, gerek ülkemiz gerekse dünyada likidite bolluğunun da etkisiyle boğa piyasalarının hakim olduğu bir dönem olma özelliğini taşımaktadır.

Çalışmada esas itibariyle ABD ve İngiltere hisse senedi piyasalarında içeriden öğrenenlerin işlemlerine ilişkin açıklamaların hisse fiyatına etkisinin incelendiği Seyhun’un 1986³, Friederich ve diğerlerinin 2002⁴ ve Fidrmuc ve diğerlerinin 2006⁵ yılında yayımlanan makalelerinden yararlanılmıştır. Yöntem olarak söz konusu

³ Seyhun, H. Nejat, “*Insiders’ Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency*”, Journal of Financial Economics, Cilt.16, 1986, ss.189-212.

⁴ Friederich, Sylvain, Gregory, Alan, Matatko, John ve Tonks, Ian, “*Short-run Returns around the Trades of Corporate Insiders on the London Stock Exchange*”, European Financial Management, Cilt.8, No:1, 2002, ss.7-30.

⁵ Fidrmuc, Jana P., Goergen, Marc ve Renneboog, Luc, “*Insider Trading, News Releases, and Ownership Concentration*”, Journal of Finance, Cilt.66, No:6, Aralık 2006, ss.2931-2973.

makalelerde de esas alınan Brown ve Warner'ın 1985⁶ yılında yayımlanan makalesindeki “olay çalışması” (event study) yöntemi kullanılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, çalışmanın konusunu oluşturan hisse senetleri hakkında bilgi verilerek ortaklık yapısının önemi ve kontrolüne ilişkin ülkemiz düzenlemeleri kısaca aktarılmış ve kamuyu aydınlatma kavramı açıklanarak bu kavramın sermaye piyasalarının gelişimi ve etkinliğinin artırılması açısından taşıdığı önem ortaya konmaya çalışılmıştır. Devam eden ikinci bölümde, halka açık şirketlerin büyük ortakları ile yönetici ve çalışanlarının şirket hisselerinde işlem yapmaları halinde uymaları gereken kamuyu aydınlatma düzenlemeleri ABD, AB, İngiltere ve ülkemiz mevzuatları açısından ele alınmış ve bu düzenlemelere aykırı durumlarda oluşan suçlara yer verilmiştir.

Araştırmanın amacı, verileri, yöntemi ve hipotezleri çalışmanın üçüncü bölümünün konusunu oluşturmuştur. Bu bölümde, ayrıca, yurt dışındaki yazında yer alan konuya ilişkin çalışmalar ile İMKB hisse senedi piyasasına ilişkin çalışmalarda elde edilen bulgular ortaya konarak, etkinliğin değerlendirilebilmesi açısından İMKB hisse senedi piyasası ve son gelişmeler ışığında Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH) hakkında bilgi verilmiştir. Yapılan çalışmanın sonuçları ve yorumlanması ile elde edilen bulguların güçlü ve zayıf yönleri çalışmanın dördüncü bölümünde ele alınmıştır. Sonuç bölümünde ise, genel bir değerlendirme yapılarak konuya ilişkin muhtemel araştırma alanları belirtilmiştir.

⁶ Brown, Stephen J. ve Warner, Jerold B., “*Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies*”, *Journal of Financial Economics*, Cilt.14, 1985, ss.3-31.

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENETLERİ VE KAMUYU AYDINLATMA

Büyük pay sahipleri ve yöneticilerin hisse alım satım açıklamalarının öneminin anlaşılabilmesi için hisse senetleri ve kamuyu aydınlatma kavramlarının ortaya konmasında yarar görülmektedir. Bu amaçla, hisse senetlerinin özellikleri ve sağladığı haklar ile şirketlerin ortaklık yapısına getirilen kısıtlamalar çerçevesinde devredilme koşullarına kısaca yer verildikten sonra kamuyu aydınlatma kavramı ve türleri ile bu kavram içerisinde hisseleri borsada işlem gören şirketler açısından sürekli kamuyu aydınlatmanın önemi ve ihlal edilmesi durumunda oluşan suçlar bu bölümün konusunu oluşturmuştur.

1.1. HİSSE SENETLERİ VE ORTAKLIK YAPISININ ÖNEMİ

1.1.1. Hisse Senetlerinin Özellikleri

Hisse senetleri, şirket sermayesini temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve sahibine her türlü ortaklık haklarından yararlanma hakkı veren bir menkul kıymet

olarak tanımlanabilir. Hisse senetlerinin sağladığı ortaklık haklarının kâr payı alma hakkı, yönetime katılma hakkı, oy kullanma hakkı, yeni pay alma hakkı, tasfiyeden pay alma hakkı ve bilgi edinme hakkı olarak sıralanması mümkündür.

Hisse senetleri esas itibariyle 29 Haziran 1956 tarih ve 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTKn)nun Beşinci Kısımında düzenlenmiş olup, bu düzenlemelerin bazı hükümleri 9 Aralık 2004 tarih ve 5274 sayılı Kanun ile değiştirilmiştir⁷. Anılan Kanun ile değişik TTKn'nun 399 uncu maddesine göre, hisse senetlerinin itibari değerinin en az 1 Yeni Kuruş (YKr) olması ve bu tutarın en az birer Yeni Kuruş olarak yükseltilebilmesi gerekmektedir. Türk Lirasından altı sıfırın atılmasından kaynaklanan bu değişiklik nedeniyle hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin itibari değerlerini yeniden düzenlemeleri gerekmiştir. Söz konusu şirketler 2005 yılından itibaren gerçekleştirdikleri esas sözleşme değişiklikleri ile hisse senetlerinin itibari değerini genellikle 1 YKr veya 1 Yeni Türk Lirası (YTL) olarak düzenlemişlerdir.

Hisse senetleri, sağladığı haklara göre adi ve imtiyazlı hisse senetleri şeklinde bölümlenebilir. Buna göre, bir anonim şirketin sermayesini temsil eden hisse senetlerinden bir kısmına TTKn'nun 401 inci maddesi kapsamında esas sözleşme ile kâr payı veya tasfiye halinde şirketlerin varlıklarının dağıtılması ve diğer hususlarda imtiyaz verilmesi mümkündür. Herhangi bir imtiyazı olmayan hisse senetleri adi hisse senetleri; kâr payı dağıtımında, tasfiye bakiyesine katılmada, yönetim ve denetim kurulu üyelerinin seçiminde, oy hakkında gibi çeşitli konularda haklar

⁷Türk Ticaret Kanunu'nun ilgili hükümleri için bkz.: Erişim Tarihi: 19.03.2007, <http://www.mevzuat-adalet.gov.tr/html/997.html>

sağlanan hisse senetleri ise imtiyazlı hisse senetleri olarak sınıflandırılmaktadır. İmtiyazlı hisse senetlerinin bulunması halinde, anonim şirketin sermayesini temsil eden adi hisse senetleri ile imtiyazlı hisse senetlerinin farklı gruplar altında ifade edilmeleri gerekmektedir. Örneğin, XYZ şirketinin herhangi bir imtiyazı olmayan adi hisse senetleri A grubu, oyda imtiyazı olan hisse senetleri ise B grubunu oluşturabilir. Anonim şirkette birden fazla imtiyaz varsa ve bu imtiyazlar paylar arasında farklılaştırılmış ise, imtiyazlarına göre söz konusu hisse senetleri farklı gruplar halinde ifade edilir. Örneğimizdeki XYZ şirketinde sermayeyi temsil eden payların bir kısmında oy hakkı imtiyazı, diğer bir kısım payların yönetim kurulu üyelerinin seçiminde imtiyazı olması halinde, bu imtiyazların 'B' ve 'C' grubu gibi farklı gruplar altında toplanması gerekecektir.

Hisse senetlerinde imtiyaz olup olmadığı İMKB'de işlem görmeleri açısından önem taşımaktadır. Zira, hisse senetlerinin sahip oldukları haklar fiyatlarına yansıtacağından her bir hisse senedi grubu için ayrı işlem sırasının açılması gereklidir. Ancak, imtiyazlı hisse senetlerinin tutarının az olması veya tedavül kriterlerini sağlamamaları nedeniyle İMKB'de işlem görmeleri mümkün olamamaktadır. Bununla birlikte, adi hisse senetleri yanında imtiyazlı hisse senetleri de İMKB'de işlem gören şirketler (Adana Çimento ve İş Bankası gibi) bulunmaktadır. Örneğin, Adana Çimento'da üç grup hisse senedi bulunmaktadır. A, B ve C grubu olarak adlandırılan bu hisse senetlerinden A, B ve C grubuna, B ise C grubuna göre, diğer hususlar yanında, kar payı dağıtımında imtiyazlı olup; dağıtılan temettü tutarının %54 ünü A grubu alırken, B ve C grubu sırasıyla %36 ve %10 unu almaya hak kazanmaktadırlar. Dolayısıyla, sahip oldukları hakların farklılığı

bildirilmesine ilişkin hüküm uygulanmaz. Bu hüküm ve düzenlemelerle, İMKB’de işlem gören nama yazılı hisse senetlerinin devrinin kolaylaştırılması ve şirketler açısından yükümlülüklerin hafifletilmesi amaçlanmıştır.

TTKn hükümlerine göre, hisse senetlerinin basımı zorunlu değildir. Ancak, bedelleri tamamen ödenmeyen paylar için ilmühaber veya hisse senedi çıkarılmayacağı TTKn’nun 409 uncu maddesinde hükme bağlanmıştır. Diğer taraftan, sermaye piyasasında satışa konu araçların satış anında alıcıya teslimi şart olduğundan (SPKn Md.7/4), hisse senetleri Kurul kaydında bulunan anonim şirketlerin hisse senetlerinin fiziken bastırılması zorunludur. Ayrıca, hisse senetlerinin SPK’nın Seri:I, No:5 sayılı “Hisse Senetlerinin Şekil Şartlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ve bu Tebliğin ek ve değişikliklerine uygun olarak basılması gereklidir.

Bununla birlikte, 15 Aralık 1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun⁹ ile SPKn’na eklenen “Sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi” başlıklı 10/A maddesi ile sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin hakların kayden izlenmesi ile görevli özel hukuk tüzel kişiliğini haiz Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) kurulmuş ve faaliyet esasları düzenlenmiştir. Anılan madde uyarınca, kaydı tutulacak hakları, bu hakların bağlı olduğu sermaye piyasası araçlarını, türleri ve ihraççıları itibariyle belirleme yetkisi SPK’na ait olup, MKK sermaye piyasası araçlarının kaydını bilgisayar ortamında ihraççılar, aracı kuruluşlar ve hak sahipleri bazında izleyecektir. Sermaye

⁹ Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılması ile Ticaret ve Sanayi Odaları, Ticaret Odaları, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve Türkiye Ticaret, Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine Dair 15/12/1999 tarihli ve 4487 sayılı Kanun, 18/12/1999 tarihli ve 23910 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde MKK'ya yapılan bildirimler esas alınacaktır.

SPKn'na 4487 sayılı Kanun ile eklenen Geçici Madde 6 da ise, 10/A maddesinin yürürlüğe girmesinden sonra, Kurul tarafından kaydi olarak tutulmasına karar verilen sermaye piyasası araçlarını temsilen senet çıkarılamayacağı hükme bağlanmıştır. Mevcut senetler ise belirlenen süre içerisinde MKK'da toplanarak, iptal ve imha edilecektir. Kaydi sistemde devir açısından nama ve hamiline yazılı paylar arasında bir farklılık bulunmamaktadır. Ayrıca, SPKn'nun 10/A maddesinin son fıkra hükmü uyarınca, hisselerin devrinde, TTKn'nun 417 nci maddesi çerçevesinde şirketler tarafından pay sahipleri defterine kayıta, MKK nezdinde ihraççılar itibariyle tutulan kayıtlar esas alınacağından, şirketlerin pay defterlerini güncellemeleri ve ortakları hakkında bilgi edinmeleri de kolaylaşmıştır.

MKK'nın kurulmasını takiben gerekli düzenlemeler yapılmış ve SPK'nın aldığı kararlar çerçevesinde sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi sürecine başlanmıştır. Bu bağlamda, ilk olarak yatırım fonu katılma belgelerinin kaydileştirilmesini takiben, 28 Ekim 2005 tarih ve 43/1318 sayılı SPK kararı çerçevesinde İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin 28 Kasım 2005 tarihinden itibaren kaydileştirilme süreci başlatılmıştır.

Hisse senetlerinin 31 Aralık 2007 tarihi sonuna kadar ihraç eden şirketlere veya bunların yetkili kıldığı aracı kuruluşlara teslim edilerek sisteme girmesi zorunludur. Bu tarihe kadar teslim edilmeyen hisse senetleri, bu tarihten sonra

borsada işlem göremeyecektir. Bunların yeniden borsada işlem görebilmesi, kaydileştirilmeleri amacıyla teslim edilerek, MKK'da hak sahipliklerine ilişkin kayıtların oluşturulmasına bağlıdır¹⁰. Kaydileşme süreci ile birlikte, İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin basım zorunluluğu ortadan kalktığından, yapılan sermaye artırımlarında fiziki senet basım ve teslimi yapılmamakta, sadece kaydi pay ihracı söz konusu olmaktadır. Bu nedenle, çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde, “hisse senedi” yerine “hisse” terimi de kullanılacaktır.

Kaydi sistemle birlikte, fiziki hisse senedi bastırılması gereği ortadan kalkmasına rağmen, hisse senedinin, ihraç eden şirket, yatırımcı ve ilgili diğer kurumlar açısından sağladığı tüm haklar korunmaktadır. Dolayısıyla, hisse senedinin fiziki olarak bastırılması veya kayden izlenmesi vergi uygulamaları açısından da bir farklılık yaratmamaktadır¹¹. 2003 yılı gelirlerinden itibaren uygulanmak üzere 4842 sayılı Kanun ile Gelir Vergisi Kanunu'nda (GVKn) yapılan değişiklikle, Türkiye'de kurulu menkul kıymetler borsalarında işlem gören hisse senetlerinden elde edilen değer artış kazançlarında muafiyetten yararlanılabilmesi için söz konusu hisse senetlerinin en az üç ay elde tutulma şartı getirilmiştir. 2006 yılından itibaren yürürlüğe giren 5281 sayılı Kanun ile yapılan değişiklikle de, GVKn'nun “Değer Artış Kazançları” başlıklı 80 inci maddesinde yer alan düzenleme tekrar değiştirilmiştir. Bu defa, hisse senetlerinin Türkiye'de kurulu menkul kıymetler borsasında işlem görmesi yanında, üç aylık elde tutma şartı da kaldırılmış ve borsada işlem gören hisse senetleri ile işlem görmeyenler değer artış kazançlarının

¹⁰ Merkezi Kayıt Kuruluşu, Görev ve Yetkiler, **Görev ve Yetkiler**, Erişim Tarihi: 24.06.2007, http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/tr/mkk/tan_gorev.jsp

¹¹ Daha ayrıntılı bilgi için bkz.: Maliye Bakanlığı Gelirler Genel Müdürlüğü'nün 27 Ekim 2004 tarih ve GVK-26/2004-18/Diğer Kazanç ve İratlar-1 sayılı Gelir Vergisi Sirküleri, Erişim Tarihi: 24.06.2007, http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/tr/mkk/mev_ictihatlar.jsp

vergilendirilmesi açısından aynı koşullara tabi kılınmıştır. Hisse senetlerinin değer artış kazançlarının vergilendirilmesi rejimindeki söz konusu değişiklikler özellikle hakim ortak veya büyük ortakların sahibi oldukları şirketlerin hisse senetleri üzerinde yaptıkları işlemlerin azalmasına neden olduğu gibi, “büyük yatırımcı” olarak adlandırılan Türk yatırımcıların yurt dışında kurulan şirketler aracılığıyla alım satım yapmaları suretiyle yatırımcı profilinin de değişmesinde etkili olduğu düşünülmektedir.

Özellikle Anglo-Sakson ülkelerinde anonim şirketlerin kendi hisse senetlerini satın alma ve satmaları konusunda ayrıntılı düzenlemeler bulunmaktadır. Ancak, TTKn'nun 329 uncu maddesi uyarınca, maddede belirtilen koşullar haricinde, anonim şirketlerin kendi hisse senetlerini edinmeleri yasaklanmıştır. Bu nedenle, kuruluş kanununda hüküm bulunması nedeniyle ihraç edilen bir kısım hisse senedine sahip olan Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları A.Ş. dışında, hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin kendi hisse senetlerini alım-satıma konu etmeleri esas itibarıyla mümkün bulunmamaktadır.

YTL'ye geçiş süreci ile birlikte, İMKB Hisse Senetleri Piyasasında 1 Ocak 2005 tarihinden itibaren geçerli olan bazı düzenlemeler yapılmıştır. İMKB'de hisselerin alım-satıma konu edilebilmesi için en az 1 lot ve katları şeklinde olması gerekmektedir. YTL'ye geçiş öncesinde 1.000.000,-TL nominal değerli bir pay 1 lot olarak kabul edilmekteydi. YTL'ye geçiş ile birlikte, 1.000.000,-TL'nin değeri 1,-YTL'ye eşit olduğundan, 1,-YTL nominal değerli hisse 1 lot olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda, İMKB'de işlem gören hisselerin piyasa fiyatları 1,-YTL nominal

değerli bir hissenin piyasa fiyatı olarak Yeni Kuruş hanesi ile birlikte tescil ve ilan edilmektedir.

1.1.2. Ortaklık Yapısının Önemi

Halka açık şirketlere ve bunların hisse senetlerine ilişkin esaslar SPKn ve bu Kanuna dayanılarak çıkarılan SPK Tebliğleri ve ilke kararları ile belirlenmiştir. SPKn’nda halka açık şirketlerin hisse devirleri ve ortakları konusunda sınırlamalar getirilmemiş olmakla birlikte, ortaklıkta azınlık payına sahip ortakların ve belli eşikleri aşan sermaye payına sahip ortakların kamuya açıklanmasının ve ortaklıktaki içeriden öğrenenler olarak nitelendirilebilecek konumda olan kişi ve kurumların hisse alım satımlarının kamuya açıklanması esası kabul edilmiştir.

SPKn’nun 3794 sayılı Kanun¹² ile eklenen “Kamunun aydınlatılmasında özel durumlar” başlıklı 16/A maddesinde, hisseleri borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören şirketlerin yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortaklarının malik oldukları şirketlere ait hisselerle ilgili olarak kamuyu aydınlatma açısından gerekli görülen bilgileri belirlenecek şekil ve esaslar dahilinde SPK’ya ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmekle yükümlü oldukları hükme bağlanmıştır. Aynı maddede, halka açık şirketlerin pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucunu veren hisse senedi el değiştirmeleri, sermaye artırımları, birleşme ve

¹² Sermaye Piyasası Kanunu’nda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunu’nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK’nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair 29/4/1992 tarihli ve 3794 sayılı Kanun, 13/5/1992 tarihli ve 21227 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

devirler ile menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla SPK'ya düzenleme yapma yetkisi verilmiştir. SPK, kendisine verilen bu yetkiye istinaden 1993 yılında Seri:VIII, No:20 sayılı “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği”ni yayımlamıştır. Söz konusu Tebliğ, sermaye piyasasındaki gelişmeler dikkate alınarak 2003 yılında Seri:VIII, No:39 sayı ile yeniden düzenlenmiştir. Halka açık şirketlerin ortaklık yapısı değişiklikleri ile içeriden öğrenenlerinin hisse alım satım işlemlerine ilişkin anılan Tebliğlerde yer alan düzenlemelere, yurt dışındaki uygulamaları ile birlikte çalışmanın İkinci Bölümünde yer verilecektir.

Halka açık şirketlerin hisselerinin devri konusunda sermaye piyasası mevzuatında herhangi bir sınırlama bulunmamakla birlikte, özellik arz eden bazı şirketler için ilgili düzenleyici ve denetleyici kurumlar tarafından çeşitli sınırlamalar getirildiği görülmektedir. Bu sınırlamalar genelde bankalar, sigorta şirketleri, aracı kurumlar ve diğer finansal kuruluşlar ile enerji piyasasında faaliyet gösteren şirketleri kapsamaktadır. Bu şirketlerde, özellikle büyük ortak ve yöneticilerin belli niteliklere sahip olma şartları aranmakta olup, sermayenin veya oy haklarının belli bir kısmının devredilebilmesi için ilgili otoritenin izin veya onayının alınması gerekmektedir.

Bir kişinin, bir bankada doğrudan veya dolaylı pay sahipliği yoluyla sermayenin %10 unu ve daha fazlasını temsil eden payları edinmesi veya bir ortağa ait doğrudan veya dolaylı payların sermayenin %10, %20, %33 veya %50 sini aşması

sonucunu veren pay edinimleri ile bir ortağa ait payların, bu oranların altına düşmesi sonucunu veren pay devirleri, 19 Ekim 2005 tarih ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 18 inci maddesi ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun (BDDK) iznine tâbi kılınmıştır¹³. Yönetim kuruluna veya denetim komitesine üye belirleme imtiyazı veren payların tesisi, devri veya yeni imtiyazlı pay ihracı da söz konusu oransal sınırlara bakılmaksızın BDDK'nın iznine tâbidir. Ayrıca, bankanın ortak sayısının beşten aşağı düşmesine yol açan işlemler ile izin alınmadan yapılan pay devirleri, oy hakkı edinilmesi ve hisseler üzerinde intifa hakkı tesis edilmesi konulu işlemler pay defterine kaydolunamayacağı gibi, kaydolunması halinde de yapılan kayıtlar hükümsüz kabul edilecektir.

Bankaların büyük (nitelikli) paya sahip olan ortaklarının kurucularda aranan nitelikleri taşıması gerekmekte olup, bu niteliklerini kaybeden nitelikli paya sahip ortaklar temettü dışındaki ortaklık haklarından yararlanamazlar. Bu halde, diğer ortaklık hakları BDDK'nın bildirimine üzerine Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu tarafından kullanılır. Bu ortaklar sermayedeki doğrudan ve dolaylı payları %10 un altına düşene kadar yeni pay alma haklarını da kullanamazlar.

Bankalarda, gerçek kişilere ait dolaylı pay sahipliğinin belirlenmesinde, bir gerçek kişi ile eş ve çocuklarına ve bunların sınırsız sorumlulukla katıldıkları ortaklıklara veya bu kişi veya ortaklıkların ayrı ayrı veya birlikte kontrol ettikleri ortaklıklara ait paylar birlikte dikkate alınır. Tüzel kişilere ait dolaylı pay sahipliğinin belirlenmesinde ise, bunlara ait paylar ile bunların kontrol ettikleri ortaklıklara ait

¹³ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **Bankacılık Kanunu**, Erişim Tarihi: 19.03.2007, http://www.bddk.org.tr/turkce/Mevzuat/1582bankacilik_kanunu.pdf

paylar birlikte hesaplanır. Ayrıca, hisseleri borsada işlem gören bankaların hisselerinin borsadan alınması ve bir bankanın hisselerinin 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu hükümlerine göre icra dairesinden satın alınması durumunda da aynı düzenlemeler geçerlidir.

Sigortacılık, finansal kiralama, faktoring, finansman şirketleri, aracı kurumlar ve enerji piyasasında faaliyet gösteren şirketler açısından da benzer düzenlemeler bulunmaktadır. Ancak, enerji piyasasında faaliyet gösterebilecek şirketlerin hisselerinin sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde borsada işlem görmesi halinde nama yazılı olma şartı aranmamaktadır¹⁴. Bunun yanında, lisansı iptal edilen halka açık bir şirkette doğrudan veya dolaylı olarak %5 veya daha fazla pay sahibi olan kişilerin, lisans başvurusunda bulunan şirketlerde %5 ve üzerinde doğrudan veya dolaylı pay sahibi olamayacağı hükme bağlanmıştır.

Ayrıca, bankalar ve diğer finansal kuruluşlardan farklı olarak enerji piyasasında faaliyet gösteren şirketlerin büyük pay sahibi oranının belirlenmesi ve onaya tâbi hisse edinimlerinde %10 yerine %5 sınırı esas alınmıştır. Bu durum, TTKn ile SPKn'nda düzenlenen azınlık haklarının kullanılması için gerekli asgari sermaye payındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. TTKn'nun 366 ncı maddesine göre sermayenin %10 una sahip bir ortak, "azınlık hakkı" olarak ifade edilen bazı haklara sahip olmaktadır. SPKn'nun 11 inci maddesinde ise, TTKn'nun 341, 348, 356, 359, 366, 367 ve 377 nci maddelerinde sermayenin en az %10 unu temsil eden

¹⁴ Ayrıntılı bilgi için Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'nun Kanun, Yönetmelik ve Tebliğlerine bakılabilir: Erişim Tarihi: 19.03.2007, <http://www.epdk.gov.tr/mevzuat>.

pay sahiplerine tanınan hakların kullanılması, ödenmiş sermayenin en az %5 ini temsil eden pay sahiplerine tanınmıştır. Bu haklar, genel kurulu olağanüstü toplantıya davet etme, genel kurul toplantı gündemine madde konulmasını isteme, yönetim kurulu üyeleri aleyhine dava açılmasını talep etme ve bu durumda denetçi dışında bir vekil tayin etme, özel denetçi tayini isteme, yönetim kurulu üyeleri veya müdürleri aleyhine denetçiye başvurulması durumunda denetçinin konuya ilişkin fikir ve düşüncelerini raporunda bildirme zorunluluğu ve bilançonun onaylanmasının ertelenmesini talep etme gibi, gerektiğinde şirketin faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyebilecek haklardır. Dolayısıyla, halka açık şirketlerde sermayenin %5 ine sahip olma ilgili ortağa önemli haklar getirmekte, bu haklara bağlı olarak yükümlülüklerini de artırmaktadır.

1.2. KAMUYU AYDINLATMA

1.2.1. Kamuyu Aydınlatma Kavramı

ABD ve İngiltere hukukunda “disclosure” kelimesinin karşılığı olarak ülkemizde “kamuyu aydınlatma” terimi kullanılmaya başlanmış ve genel kabul görererek benimsenmiş bulunmaktadır. Bu kavram, bildirmenin ve açıklamanın yanında bilgi verme, aydınlatma, hakların bilinçli kullanılmasını sağlayacak biçimde gerçekleri ortaya koyma ve bilgileri gizlemeye olanak bırakmamayı içermektedir¹⁵. Yirminci yüzyılın başından beri bilinen kavramın temel ilkeleri aynı kalmakla birlikte, uygulama alanı genişlemiş ve yeni boyutlar kazanmıştır. Kavram, sermaye

¹⁵ Tekinalp, Ünal, **Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri – Kamuyu Aydınlatma İlkesi ile**, 2. Bası, İstanbul, 1979, s.16.

piyasadaki şirketlerin sadece mevcut ortaklarını değil, potansiyel yatırımcıları, müşterileri, satıcıları, çalışanları ve devlet gibi şirket ile ilgili bütün kesimleri ilgilendirmektedir. Ayrıca, kamuyu aydınlatma ile şirkete ilişkin finansal bilgilerin açıklanmasının ötesinde, sağlanan bilgilendirme ortamı ile yatırımcılara güven verilmesi de amaçlanmaktadır. Bu itibarla, kavramın temelinde yatan erişilmek istenen amaçlar aşağıda gibi özetlenebilir¹⁶:

- Pay sahibine, haklarını bilerek ve bilinçli olarak kullanması için, şirketin durumu, faaliyetleri ve şirkette birbirine girmiş olan menfaatleri göstermek,
- Sermaye piyasasına, şirket tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin alım satımı ile ilgilenen yatırımcılara, kararlarını sunulan bilgi ile şekillendirmelerini sağlamak için gerekli bilgilendirme ortamını gerçekleştirmek ve
- Herhangi bir şirketin durumu hakkında aynı sektördeki diğer şirketlerle karşılaştıracak kadar bilgi sahibi yapmak.

Bu açıklamalar ışığında kamuyu aydınlatma kavramını, şirketin ortakları ve alacaklılarının menfaatlerinin korunmasına ve haklarının bilinçli ve etkili bir şekilde kullanılmasına yardım eden, sermaye piyasasındaki yatırımcıların aldatılmalarını önleyerek kazanılmalarını sağlayan, gerek iç, gerek dış denetimi kapsamı içine alan ilkelerin tümü şeklinde tanımlamak mümkündür¹⁷.

Şirketlerin içinden dışarıya doğru bir bilgi akışı olan kamuyu aydınlatma, piyasadaki riskleri ortadan kaldırarak yatırımcıların riskten tam olarak korunmasını

¹⁶ Tekinalp, Ünal, a.g.e., s.17.

¹⁷ Poroy, Reha; Tekinalp, Ünal ve Çamoğlu, Ersin; **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 1997, s.700.

sağlayan sihirli bir araç değildir. Kamuyu aydınlatma, bilginin yatırımcılar arasında mümkün olduğunca eşit, zamanında, tam ve doğru açıklanmasını sağlayarak bilgisizlik veya eksik bilgilendirmeden kaynaklanan riskleri ortadan kaldırmakta ve bilgisel etkinliğin artırılmasına katkıda bulunmaktadır.

Ancak, ülkemizde 1980 banker krizine bir tepki olarak yayımlanarak yürürlüğe giren SPKn ve alt düzenlemelerinde, sermaye piyasalarında pay sahiplerinin ve yatırımcıların korunması amacı ön plana çıktığından öncelikle “izin sistemi” benimsenmiştir. Sermaye piyasasının belli bir gelişmişlik seviyesine ulaşması ve yatırımcıların bilinçlenmesiyle 1992 yılında yapılan SPKn değişikliği ve bunu takip eden alt düzenleme değişiklikleri ile izin sisteminden “kamuyu aydınlatma sistemi”ne geçilmiştir. Bu sisteme geçiş ile birlikte, kamuyu aydınlatma sisteminin güçlendirilmesi suretiyle şeffaf bir piyasa ortamının yaratılması SPK’nın temel hedeflerinden biri olmuştur.

1.2.2. Kamuyu Aydınlatma Türleri

Kamuyu aydınlatma, yapılan bilgilendirmenin devamlılığına göre dönemsel ve sürekli kamuyu aydınlatma olarak ikiye ayrılabilir. Dönemsel kamuyu aydınlatmada (periodic disclosure), sermaye piyasasında belli aralıklarla yapılması gereken açıklamalar yer almaktadır. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş yıllık ve altı aylık ile bağımsız denetimden geçmemiş 3 ve 9 aylık finansal tablolarının yayımlanması, genel kurul toplantılarının yapılması ve kâr dağıtımına ilişkin kararlarının açıklanması ve sermaye artırımları sırasında

düzenlenen izahname ve duyuruların yayımlanması dönemsel kamuyu aydınlatmaya örnek olarak verilebilir.

Sürekli kamuyu aydınlatma (continuous-ongoing disclosure) ise, açıklama yapılması gereğinin ortaya çıkması üzerine yapılan açıklamalardır. Bu açıklamalar için belirli bir zaman söz konusu olmamakla birlikte, olay ortaya çıktığında veya çıkma olasılığı olduğunda ivedilikle açıklanması zorunludur. Yönetim kurulu üyesinin istifa etmesi ve yerine bir başka kişinin atanması veya şirket hakkında icra takibatına başlanması, sürekli kamuyu aydınlatmanın konusunu teşkil eden olaylardan sadece ikisidir.

Sermaye piyasasında kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümler esas itibariyle SPK'nın Seri:VIII, No:39 sayılı "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği"nde yer almaktadır. Anılan Tebliğin düzenlenme amacına ilişkin maddelerde; kamunun sürekli aydınlatılmasına vurgu yapılmış ve düzenlemenin sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içerisinde çalışmasını sağlamak, tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında bilgilendirilmesini temin etmek için yapıldığı belirtilmiştir. Bu Tebliğ'de belirtilen ve "özel durum" olarak nitelendirilen, sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören şirketler ile ilgili olarak ortaya çıkan önemli olay ve gelişmelerin tam, doğru ve hızlı bir şekilde ilgili borsaya iletilmesi esastır. Bildirimlerin hisse alım satımlarında bu işlemi gerçekleştiren ortak, diğer durumlarda ise sermaye piyasası aracını ihraç eden şirket tarafından yapılması gerekmektedir. Borsaya ulaşmasını takiben, söz konusu bildirim seans sırasında açıklanmakta, bilgi iletim şirketlerine ulaştırılmakta ve aynı gün itibariyle hazırlanan

bülten ile borsanın web sayfasında ilgililerin bilgisine sunulmaktadır. SPK'nın diğer Tebliğlerinde de zaman zaman kamuya açıklanması gereken hususların düzenlendiği görülmekle birlikte, bu hükümler daha çok ilgili konuyla sınırlı olup, genel olarak değerlendirildiğinde anılan Tebliğ kapsamında yer alabilen olaylardır.

Sürekli kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin temel amacı, potansiyel olarak şirketlerin ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını ve işlem hacimlerini etkileyebilecek her türlü bilginin piyasaya gecikmeden açıklanmasıdır. Bu durum, tüm yatırımcıların piyasada gerçekleşen işlemlere güveninin oluşması ve bilginin ilgili tarafların tümüne ve aynı zamanda ulaşmasının sağlanması açısından önemlidir. Fiyatı etkileyebilecek bilgi sadece belirli bir kesime ulaşırsa, bazı yatırımcılar eksik bilgi ile işlem yapacağından sermaye piyasası aracının denge fiyatını bulması zorlaşacak ve oluşan fiyat ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin her türlü bilgiyi yansıtmaktan uzak olacaktır. Bu nedenle, bilginin tam ve doğru açıklanması kadar, ilgili tarafların ulaşabileceği şekilde aynı anda kamuya açıklanması da büyük önem taşımaktadır.

Kamuyu aydınlatma, zorunlu ve gönüllü olmak üzere de ikiye ayrılabilir. Zorunlu kamuyu aydınlatma (mandatory disclosure), sermaye piyasasındaki ilgili otoriteler tarafından belirlenen ve yapılan düzenlemelerde sayılan durumların ortaya çıkması halinde açıklama yapılmasıdır. Bu bağlamda, SPK'nun Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliğ kapsamında yer alan bir hususun açıklanması, zorunlu kamuyu aydınlatma olmaktadır. Zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamasında sermaye piyasalarında üç yaklaşımın uygulandığı görülmektedir: Genel yükümlülük

yaklaşımı, reçete yaklaşımı ve karma yaklaşım¹⁸. Yatırımcıların korunması açısından sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören şirketler tarafından gerekli bilgilerin açıklanmasını garantilemek amacıyla her ülkenin yetkili otoritesi piyasanın özelliklerine göre bu yaklaşımlardan birini tercih edebilmektedir. İlgili piyasanın ihtiyaçları ve özelliklerine göre belirlendiğinden bu yaklaşımların birinin diğerlerine göre daha iyi olduğu ifade edilemez.

Genel yükümlülük yaklaşımında açıklanması gereken bilgiler yetkili otorite tarafından detaylı olarak düzenlenirken; reçete yaklaşımında önemli olduğu varsayılan açıklamalar genel bir kurallar dizisi içerisinde verilir ve bu kuralları sağlayan durumların açıklanması beklenir. ABD ve Japonya’da reçete yaklaşımının benimsendiği görülmekte olup, bu piyasalarda olay türlerinin açıklanmasından ziyade, bir borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının fiyatına hassas bilgilerin açıklanması gerekmektedir. Bu bilgi, fiyata hassas veya önemli ise, ilgili şirket tarafından derhal kamuya açıklanmalıdır. Karma yaklaşım ise, adından da anlaşılacağı üzere genel yükümlülük ve reçete yaklaşımını bir arada içermektedir. Ülkemizde, SPK’nın Seri:VIII, No:20 sayılı Tebliğ ile getirilen açıklamalarda genel yükümlülük yaklaşımı benimsenmiş iken, Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliğ ile karma yaklaşıma geçilmiş ve sayılan unsurların yanında sermaye piyasası aracının fiyat ve işlem hacmini etkileyebilecek bütün bilgilerin açıklanması zorunlu tutulmuştur.

¹⁸ IOSCO, “*Borsada İşlem Gören Firmalar Tarafından Önemli Gelişmelerin Raporlanması ve Sürekli Kamuyu Aydınlatma Esasları (Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities)*”, IOSCO Teknik Komite Raporu, Ekim 2002, ss.4-12.

Yatırımcıların karar almasına yardımcı olmak amacıyla şirketlerin yasal olarak açıklamak zorunda oldukları bilgilere ilaveten, yatırım kararlarının etkinliğini artıracak ilave bilgilerin şirket tarafından açıklanması gönüllü kamuyu aydınlatmanın (voluntary disclosure) konusunu teşkil etmektedir. Bilgilerin gönüllü olarak kamuya açıklanması, şirketlerin faaliyetlerine ilişkin finansal ve finansal olmayan bilgilerin herhangi bir yasal zorunluluk olmadan kamuya açıklanmasını ifade etmektedir¹⁹. Özellikle günümüz ekonomik koşullarındaki hızlı değişim, tarihi nitelikli verilerin potansiyel olarak taşıdıkları sakıncalar, yasal düzenlemelerin piyasaların ihtiyacına geç yanıt vermesi ve geleceğe yönelik bilgilerin daha sağlıklı yatırım kararları alınmasındaki olumlu yönleri dikkate alındığında, gönüllü kamuyu aydınlatma sermaye piyasalarının gelişimi açısından önem kazanmaktadır.

Buna göre, SPK'nın Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliğinde sayılmayan veya açıklanması zorunlu tutulmayan bilgilerin kamuya açıklanması, gönüllü kamuyu aydınlatmayı oluşturmaktadır. Bu bilgiler genellikle şirketlerin finansal durumuna ilişkin detay açıklamaları ve gelecekle ilgili beklentilerini kapsamaktadır. Gönüllü kamuyu aydınlatma, yatırımcılar yanında, şirket ile ilgili diğer tarafların kararlarını verirken daha derinlemesine analiz yapmalarını sağlayacağından, kaynakların etkin dağılımı suretiyle piyasanın etkinliğinin artmasına da katkıda bulunacaktır. Örneğin, bir şirketin yeni faaliyet dönemine ilişkin hazırlanan bütçesi çerçevesinde öngördüğü üretim ve satış rakamları ile yatırım tutarlarının açıklanması bir gönüllü kamuyu aydınlatmadır. Çünkü, söz konusu işlemler öngörü niteliğinde olup, henüz tutar ve içerik olarak netlik kazanmadığından kamuya açıklanması zorunlu değildir. Aynı

¹⁹ ÇELİK, Orhan, “*Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuyu Açıklama*”, Muhasebe ve Denetime Bakış, Şubat 2002, ss. 75-89.

örnekten yola çıkarsak, şirketin yapacağı yatırımın tutarının ve niteliğinin belirlenmesi veya bu yatırıma ilişkin teşvik belgesi alınması halinde, bu husus yapılan düzenlemelerde açıklanması gereken bir özel durum olarak belirtildiğinden, zorunlu kamuyu aydınlatma olarak değerlendirilecektir.

İMKB’de işlem gören 51 şirketin 2003 yılı faaliyet raporlarının incelenmesi suretiyle gönüllü kamuyu aydınlatma düzeylerini etkileyen faktörlerin tespit edildiği bir çalışmada²⁰, işletme büyüklüğü, kaldıraç gücü-etkisi, bağımsız denetçi, ortaklık yapısı, kârlılık ve çok ulusluluk faktörlerinin gönüllü kamuyu aydınlatma seviyesini ne ölçüde etkilediği ölçülmüş, en anlamlı değişkenin bağımsız denetçi olduğu saptanmış ve şirketlerin uluslararası tecrübesi ve kariyeri olan bağımsız denetim firmaları tarafından denetlenmesinin gönüllü olarak kamuya sunulan bilgilerin artmasına neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

1.2.3. Kamuyu Aydınlatmanın Önemi

Sermaye piyasası araçlarının ilk ihraç ve halka arzı sırasında düzenlenen izahname ve duyurular ile yatırımcılar, sermaye piyasasını ihraç eden şirket hakkında detaylı olarak bilgilendirilmektedir. Ancak, şirketler sık sık sermaye piyasası aracı ihraç etmediklerinden, sermaye piyasası aracının ikincil piyasada işlem görmesi aşamasında bu bilgilerin yenilenmesine ve devamlı olarak açıklanmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Bir başka deyişle, şirketlerin sermaye piyasası araçlarının ilk halka

²⁰ Önder, Şerife, “*Türkiye’de Gönüllü Kamuyu Aydınlatma: İMKB’de Yer Alan İşletmeler Üzerine Bir Araştırma*”, Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2006, ss.1-140.

arız aşamasında açıkladıkları bilginin sürekliliğinin sağlanması gereklidir. Bu süreç içerisinde şirket hakkında kolaylıkla ve yeterli düzeyde bilgi edinemeyecek durumda olan özellikle bireysel yatırımcılar açısından konu daha büyük önem taşımaktadır.

Bu bağlamda, İMKB’de işlem gören şirketlerin bütün bildirimlerine elektronik ortamda bilgi güvenliği standartlarına uygun biçimde erişimin sağlanabilmesi amacıyla İMKB ve SPK tarafından 2002 yılında bir proje başlatılmıştır. “Kamuyu Aydınlatma Projesi” veya kısaca KAP olarak adlandırılan bu Proje kapsamında yapılan çalışmalar tamamlanma aşamasına gelmiş ve Projenin şirketlere kurulumu ve kullanıcı eğitimleri tamamlanmıştır. Başta SPK ve İMKB olmak üzere, İMKB’de işlem gören bütün şirketler, İMKB üyesi aracı kurum ve bankalar, Takasbank, MKK ve SPK tarafından yetkilendirilmiş bağımsız denetim firmaları tarafından kullanılacak sistemin genel testleri devam etmekte olup, 2007 yılı sonunda tamamlanarak devreye girmesi beklenmektedir.

Sermaye piyasası kamuyu aydınlatma kavramından ayrı düşünülemeyeceğinden, bu kavramın piyasada yer alan bütün katılımcılara benimsetilmesi ve ihlallerin tespiti ve önlenmesi açısından gerektiğinde yaptırımların uygulanması zorunludur. Zira, yatırımcılar tasarruflarını, ancak inandıkları ve güvendikleri şirketlere yatırarak ortak olur veya borç verirler. Bu nedenle, sermaye piyasasında güvenin oluşturulması ve korunması açısından, sermaye piyasası aracını ihraç eden şirketler ve düzenleyici otoriteler dahil piyasadaki bütün kurumlar tarafından kamuyu aydınlatmanın sağlıklı bir şekilde uygulanarak şeffaflığın sağlanması bir zorunluluk olarak görülmektedir.

Sermaye piyasasının temel unsuru olan yatırımcıların korunmasında, yatırım kararlarını etkileyen bilgilerin tam, eksiksiz, zamanında ve doğru biçimde ilgili tarafların tümüne aynı anda ulaştırılması büyük önem taşımaktadır. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin açıklamaları gereken bilgilerin açıklanmaması veya gerektiği şekilde açıklanmaması piyasanın işleyişini bozacağından bazı kişilerin piyasanın sahip olmadığı bilgilerle işlem yapması suretiyle içeriden öğrenenlerin ticareti veya manipülasyona ortam hazırlayabilecektir.

İçeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading) hisselerin değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisi veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde yarar sağlanması veya bir zarardan kaçınılması olarak tanımlanabilir. Bu bağlamda, şirketin iç ve dış gelişmelerine ilişkin olup, henüz kamuya açıklanmamış bütün bilgiler içeriden bilgi (insider information); şirket ve buna bağlı veya hakim işletmelerin yöneticileri, denetçileri, çalışanları, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevleri itibariyle şirketin içeriden bilgilerini edinebilecek konumda bulunanlar ile bu kişilerle ilişkili kişilerin tümü ise içeriden öğrenendir (insider). Dolayısıyla, içeriden öğrenenler sadece ortaklık yöneticileri veya büyük pay sahipleri ile sınırlı değildir. Bu kişilerle ilişkileri veya görevleri nedeniyle şirket hakkında bilgi edinebilecek konumda olan herkes bu suçun kapsamında yer almaktadır. Hatta, bazı gelişmiş sermaye piyasalarında, bu koşulları sağlamamakla birlikte, söz konusu bilgiyi bir şekilde edinen ve bilinçli bir şekilde bu bilgiyi kullanarak kâr elde eden veya zarardan

kaçınan yatırımcıların da içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu işleyebilecekleri kabul edilmektedir.

Örnek olarak, bir şirketin hakim ortağının sahip olduğu hisselerin bir bölümünü veya tamamını satmak üzere bir başka kişi veya kuruluş ile görüşmelerde bulunduğunu ve görüşmeler sırasında hisselerin şirketin piyasadaki fiyatının oldukça üzerinde bir bedele satışının konuşulduğunu varsayalım. Bu durumda, söz konusu bilgi, hissenin fiyatını olumlu yönde etkileyebilecek ve sonuçlandığında kamuya açıklanması gereken içeriden bilgidir. Bu bilgiye sahip olan bir kişi (içeriden öğrenen), konuya ilişkin açıklamanın kamuya yapılmasından önce bilinçli olarak bu bilgiyi kullanarak düşük fiyattan hisse satın alır ve söz konusu hisselerin satışının gerçekleşmesi akabinde fiyat bilgisinin kamuya açıklanması sonrasında hissenin fiyatı arttığında açıklama öncesi aldığı hisseleri satmak suretiyle kâr elde ederse içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu işlemiş olur. Hisselerin satışında anlaşmaya varılmaması veya piyasa fiyatının altında bir fiyatın belirlenmesi durumlarında ise, açıklama öncesi alım yapan kişi kâr elde edemeyeceğinden içeriden öğrenenlerin ticareti suçu oluşmayacaktır.

Manipülasyon ise, sermaye piyasasında işlem gören hisse senetlerine ilişkin olarak bilinçli şekilde ve yapay yollarla yatırımcılarda yanlış yönlendirici bir izlenim uyandırma veya yanıltıcı bir piyasa yaratmak amacıyla yapılan işlemler olarak tanımlanmakta olup, piyasada yüksek kazanç elde etmek amacıyla hisselerin piyasa fiyatlarının yapay olarak yükseltilmesi, düşürülmesi veya belirli bir seviyede

tutulmasına yönelik (kontrol edilme ve yönlendirme) tüm faaliyetleri kapsamaktadır²¹.

Bu tür ihlaller ikincil piyasaların, birincil piyasalara likidite ve fon sağlama fonksiyonunu zayıflatmakta, sermaye piyasalarına olan güveni sarsmakta ve fiyatların piyasanın olağan koşullarında arz ve talebe göre serbestçe oluşumunu engelleyerek sermaye piyasasının etkinliğini azaltmaktadır. Böyle bir ortamda, yeni yatırımcıların sermaye piyasasına gelmeleri engellenmekte ve mevcut yatırımcılar da piyasadan uzaklaştırılmaktadır. Bu nedenle, sermaye piyasasındaki yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunabilmesi ve piyasaya olan güvenin artırılması amacıyla, manipülatif faaliyetlerin ve içeriden öğrenenlerin ticaretinin hukuki yaptırımlarla yasaklanması ve bunları engelleyici tedbirlerin alınması veya düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

Bu amaçla, gelişmiş ve gelişmekte olan sermaye piyasalarında bu suçların tanımlanarak çeşitli cezalar getirildiği görülmektedir. Diğer taraftan, bu suçları işleyenlerin belirlenmesi ile elde edilen menfaatin hesaplanmasındaki güçlükler birçok manipülasyon ve içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun incelemeye konu olmasını engellemektedir. Ancak, gelişen teknolojinin de yardımıyla yetkili otoriteler kurdukları gözetim ve denetim sistemleri ile bu suçları tespit edebilmek ve yapılan düzenlemelerle suçun işlenmesini asgari düzeylere indirebilmek için gayret göstermektedirler.

²¹ IOSCO, "a.g.e.", ss.4-12.

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE ALIM SATIM AÇIKLAMALARINA İLİŞKİN

DÜZENLEMELER

Bu bölümün konusunu, halka açık şirketlerin büyük pay sahibi ve yöneticileri tarafından şirket hisselerinde alım satım yapılması ve sahip olunan hisselerin şirketin sermayesinin veya oy haklarının belli bir oranına ulaşması halinde yapılması gereken kamuyu aydınlatma düzenlemeleri oluşturmaktadır. Ancak, konuya ilişkin ülkemiz düzenlemelerinden önce, yurt dışındaki uygulamaların da görülebilmesi amacıyla gelişmiş sermaye piyasaları bulunan ABD ve İngiltere düzenlemeleri ile AB'ye aday ülkeler arasında yer alınması nedeniyle AB düzenlemeleri hakkında bilgi verilecektir.

2.1. ABD DÜZENLEMELERİ

ABD'de halka açık şirketlerin büyük pay sahipleri ile yönetici ve memurlarının hisse alım satımlarına ilişkin düzenleme son olarak 30 Temmuz 2002 tarihinde kabul edilen Sarbanoy-Oxley Kanunu'nun 403 üncü maddesi ile değiştirilen 1934 Menkul Kıymetler ve Borsalar Kanunu'nun (1934 Kanunu-

Securities Exchange Act of 1934) 16 ncı Kısımında düzenlenmektedir²². Kısım 16, şirket içeriden öğrenenlerinin menkul kıymet işlemleri ve sahip oldukları hisseler hakkında kamuya bilgi verilmesini ve içeriden öğrenenleri şirketlerinin menkul kıymetlerinde spekülâtif kısa-sürelî işlem yapma ve kamuya açıklanmamış önemli bilgi sahibi iken işlem yapmalarından kaçınmalarını sağlamak amacıyla düzenlenmiştir. Yapılan düzenlemeler ile içeriden öğrenenlerin gerçekleştirdikleri işlemlere ilişkin olarak yapacakları bildirimlerin azami süreleri belirlenmiş olmakla birlikte, kurallarda belirtilen sürelerden önce açıklamaları tavsiye edilmiştir.

Anılan Kısımın (a) maddesinde gerekli kamuyu aydınlatma bildirimleri, bildirim zamanı, içeriği ve iletimi konusunda hükümler yer almaktadır. Bu hükümler çerçevesinde, istisna edilen menkul kıymetler hariç, ulusal bir menkul kıymetler borsasında işlem gören bir menkul kıymetin her grubunun %10 dan fazlasına doğrudan veya dolaylı olarak sahip olan veya bu menkul kıymetleri ihraç edenin bir yöneticisi veya memuru olan herkes bildirimde bulunmak zorundadır. Bunun yanında, 1940 Yatırım Şirketleri Kanunu'nun (1940 Kanunu – Investment Company Act of 1940) Kısım 30 hükümleri uyarınca, kayıtlı kapalı-uçlu bir yatırım şirketinin mevcut menkul kıymetlerinin herhangi bir sınıfının %10 undan fazlasına sahip olan büyük ortağı, yatırım danışmanının yetkilendirilmiş kişisi, yatırım danışmanı, danışmanlar komitesi üyeleri ve memurları yatırım şirketlerindeki işlemleri bazında ilgili bildirimleri yapmakla yükümlüdürler.

²² Securities and Exchange Commission, **Securities Exchange Act of 1934**, Erişim Tarihi: 03.03.2007, <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/sect16.html>

Büyük pay sahipliği açısından ilgili şirketin söz konusu menkul kıymetinin²³ aynı grubu içerisinde asgari %10 paya sahip olma şartı aranmaktadır. Zira, bu ortakların sahip oldukları pay sahipliğinin bir sonucu olarak şirketi etkileyebilecekleri veya kontrol edebilecekleri ve içeriden bilgiye ulaşabilecekleri varsayılmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken bir husus, söz konusu oranın sadece şirketin sermayesi içindeki payı olmadığıdır. Şirketin sermayesini temsil eden hisseler çeşitli gruplara bölündüyse, bu oran her bir grup bazında hesaplanmaktadır. Ayrıca, şirketin ihraç ettiği hisse senedi ile dönüştürülebilir menkul kıymetler ve oydan yoksun hisse senetleri gibi bilançonun “Özsermaye” başlığı altında değerlendirilebilen bütün menkul kıymetlerinin %10 undan fazlasına doğrudan veya dolaylı olarak sahip olan kişiler, istisnalar dışında, büyük pay sahibi olarak bildirim yükümlülüğüne tâbidir. Diğer taraftan, ilgili ortağın aracı kurum, banka, yönetim şirketi, emeklilik fonu veya vakıf gibi farklı nitelik ve amaçlarla kurulmuş oluşumlar olması halinde, bu ortakların bildirim yükümlülüğü konusunda oldukça ayrıntılı düzenlemeler yapılmış olup, çalışmanın amacı kapsamında bu bölümde sadece temel kurallara yer verilmiştir²⁴.

Kısım 16'ya göre, şirket içerisindeki unvanı ne olursa olsun, karar alma sürecinde görevi olan herkes şirketin memuru olarak kabul edilmektedir. Bu bağlamda, şirkete ilişkin karar alma sürecinin fonksiyonu olan ana ortaklığın memurları yanında, söz konusu kişilerin birinci ve ikinci dereceden akrabaları ile benzer ilişkileri içeren kişilerin tümü bu kavram içerisinde değerlendirilmektedir.

²³ Bu bölüm ile sınırlı olarak “menkul kıymet” terimi ile bir şirketin düzenlenmiş bir piyasada işlem gören özsermayeyi temsil eden menkul kıymetleri ile şirket tarafından ihraç edilme şartı aranmaksızın, şirkete ilişkin türev menkul kıymetler ifade edilmektedir.

²⁴ Konuya ilişkin ABD düzenlemesinin ayrıntıları için SEC'in 229, 240, 249, 270 ve 274 numaralı Kuralları incelenebilir.

Ayrıca, bazı koşulların sağlanması şartıyla söz konusu kişilerin bildirim yükümlülükleri görevlerinden veya şirketten ayrılmalarından sonra da devam etmektedir. Örneğin, bir yönetici şirketten ayrılmasından sonra ilgili şirketin menkul kıymetlerinde işlem yaptıysa ve bu işlemde geriye doğru altı ay içerisinde şirketin memuru olarak görev alırken söz konusu menkul kıymet üzerine işlemde bulduysa, yaptığı işleme ilişkin bildirimde bulunma yükümlülüğü devam etmektedir. Bu durumda, kamuya açıklanacak formlarda, bildirim yapanın şirketin büyük ortağı, yönetici veya memuru olunmaması halinde, açıklama yapılmasının gerekçesinin belirtilmesi gerekmektedir.

Bildirimler, ilk bildirim (Menkul Kıymetlerin Sahipliğinin İlk Bildirimi), değişikliğin bildirim (Menkul Kıymetlerin Sahipliğindeki Değişikliklerin Bildirilmesi) ve yıllık bildirim (Menkul Kıymetlerin Sahipliğinin Yıllık Bildirimi) olmak üzere üç grupta düzenlenmiş olup, bildirim türüne göre kullanılacak standart form ve bildirim süreleri farklılık göstermektedir²⁵. Söz konusu bildirimlerde dolaylı ve dolaysız olarak edinilen menkul kıymetlerin ayrı ifade edilmesi gerekmektedir. Birden fazla kişinin sahip olduğu menkul kıymetler olması durumunda, söz konusu kişiler ayrı ayrı veya birlikte raporlama yapabilirler, ancak birlikte raporlama yapılması durumunda bildirim her ortak bazında gerekli bilgileri içermesi gerektiği gibi, bu bildirim yetkili bir kişi belirlenmediği takdirde, ilgili her ortak tarafından da imzalanması zorunludur. Bunun yanında, menkul kıymete ilişkin işlemlerin nakdi bir bedel karşılığı gerçekleştirilmemesi durumunda, ilgili değer belirtilerek konuya ilişkin açıklamada bulunulmalıdır.

²⁵ Securities and Exchange Commission, “Ownership Reports and Trading by Officers, Directors and Principal Security Holders”, Erişim Tarihi: 03.03.2007, <http://www.sec.gov/rules/final/34-46421.html>

İlk bildirim, ilgili menkul kıymetin ulusal bir menkul kıymetler borsasına kaydedildiği tarihte veya kayıt belgesinin yürürlük tarihine kadar veya şirketin büyük ortağı, yöneticisi veya memuru olduğu tarihten itibaren 10 gün içinde SEC tarafından düzenlenen standart forma (Form 3) uygun olarak yapılmalıdır. Bu bildirim yapılması için kişilerin ilgili konumlarda olması yeterli olup, pay sahipliklerinin bulunması veya pay sahipliği oranının %10 u geçmesi aranmamaktadır. Bildirimi yapacak kişinin şirketin büyük pay sahibi olduğu durumda, Form 3 ün içeriğinde ilgili şirketin tüm menkul kıymetlerinin tutarına da yer verilmelidir. Bu bildirim, ilgili şirketin büyük pay sahipleri ile yönetici ve memurlarının pay sahipliğinin kamunun bilgisine sunulması açısından önem taşımaktadır.

Yapılan ilk bildirim güncel tutulabilmesi amacıyla büyük pay sahibi, yönetici veya memurların hisselerindeki değişimlerin de kamuya açıklanması gereklidir. Bu bağlamda, sahip olunan menkul kıymetlerde bir değişiklik olduğunda veya ilgili menkul kıymeti içeren bir menkul kıymete dayalı bir swap anlaşması satın alındığı veya satıldığı durumda, söz konusu işlemin gerçekleştirildiği tarihi izleyen ikinci iş günü sona ermeden değişikliklerin ve son durumun bildirilmesi zorunludur. Bu bildirim SEC tarafından düzenlenen standart Form 4 kullanılarak yapılmalıdır. Bildirime tabi olması açısından buradaki “işlem” kavramı, şirketin hisseleri veya bu hisseler dayalı veya bu hisseleri içeren opsiyon, varant, hisse ile değiştirilebilir menkul kıymetler, hisse değerlendirme hakkı ve bir menkul kıymete ilişkin bir fiyatta ayrıcalıklı değiştirme veya uygulama hakkı veren türev menkul kıymetler gibi çeşitli türev araçlar üzerine yapılan tüm işlemleri kapsamaktadır. Söz konusu kişilerin ilgili

şirket ile karşılıklı olarak yaptıkları şirketin menkul kıymetlerine ilişkin işlemler de ayrıca bildirilmelidir. Aynı gün içerisinde yapılan işlemin alış ve satış tutarları birbirine eşit, bir başka deyişle, net bazda işlem miktarı sıfır olsa bile, bildirimde bulunulmalıdır.

Sarbaney-Oxley Kanunu ile bu düzenlemede yapılan en önemli değişiklik bildirim süresinin kısaltılmasıdır. Daha önce, pay sahipliğindeki değişimler her takvim ayının son gününden itibaren 10 gün içerisinde aylık esasta bildirilmekteyken, yapılan değişiklikle 29 Ağustos 2002 ve sonrasında söz konusu kişilerin yapacağı bildirim süresi iki iş gününe çekilmiştir. Bildirim süresinin kısaltılmasının, bir şirketin menkul kıymetlerinde içeriden öğrenenlere ilişkin bilginin eskisinden çok daha çabuk kamuya açıklanması suretiyle önemli yararlar sağlanması beklenmektedir. Düzenlemeyle içeriden öğrenenlerin bildirimlerinin etkinliğinin yükseltilmesi yanında, daha kısa sürede bütün yatırımcıların bu bilgiye erişmesinin sağlanması suretiyle piyasa şeffaflığının artırılması ve piyasa etkinliği ile likiditesinin geliştirilmesi amaçlanmaktadır.

Diğer taraftan, 1934 Kanunu ile iki işgünü olan bildirim süresinin uygulanabilir olmadığı durumlar için SEC'e kural belirleme yetkisi verilmiştir. SEC bu yetkisini kullanarak 29 Ağustos 2002 tarihinde yürürlüğe girmek üzere kanuni değişikliklerin uygulanmasını kolaylaştıran 'Pay Sahipliği Raporları ve Memurlar, Yöneticiler ve Büyük Pay Sahiplerinin İşlem Yapması' Kuralında düzenlemeler yapmıştır. Bu düzenlemede, SEC, 'işlemin yapıldığı tarih' kavramının belli durumlarda farklı değerlendirilmesini uygun görmüştür. Buna göre, bildirimle

yükümlü kişinin işlemin gerçekleşme tarihini belirleyemediği durumlar için ilgili şirket, aracı kurum veya kuruluşun işlemin gerçekleştirildiğini bildirdiği tarih ‘işlemin yapıldığı tarih’ olarak kabul edilmiş ve kişinin bu bilgiyi aldıktan sonra iki iş günü içerisinde bildirimde bulunması öngörülmüştür. Bu durumlara örnek olarak çalışanları hisse edindirme planları ve anlaşmalar verilebilir. Nitekim, bir hisse edindirme planında hissenin tam olarak hangi tarihte verileceğini veya hangi tarihte verildiğini ilgili çalışanın bilmesi mümkün olmayabilir. Ancak, ilgili kuruluşun kişiye yapacağı bildirim işlemin gerçekleştiği tarihten itibaren üç iş günü içerisinde yapılmaması durumunda, bildirimle yükümlü kişinin iki iş günü olan süresi işlemin fiilen gerçekleştiği tarihten üç iş günü sonra kendisine bildirim yapıldığı varsayımıyla hesaplanmaya başlanmaktadır.

Söz konusu işlemlere ilişkin bildirimlerin gecikmelerini asgariye indirmek amacıyla, aracı kuruluşlar veya plan yöneticilerinin her türlü iletişim aracını kullanarak, sözlü, mektupla veya elektronik araçlarla, bildirim yükümlülüğü bulunan kişiyi işlemin gerçekleştiğinden haberdar etmeleri ve aracı kuruluşların işlem onaylarını ilgili kişiye en kısa sürede sağlamaları gerekmektedir. 2002 Sarbanes-Oxley Kanununun yürürlüğe giriş tarihinden itibaren en geç bir yıl sonra (30 Temmuz 2003) başlamak üzere, bildirimlerin elektronik olarak verilmesi zorunlu tutulmuştur. Bu bağlamda, bildirim yükümlülüğü bulunan kişi ve şirketlerin bu bildirimlerinin, ilgili kişi veya şirketin bildirimini kağıt olarak sunma konusunda istisnası olmadığı takdirde, elektronik formatta SEC’nin Elektronik Bilgi Toplama Analiz ve Düzeltme Sistemine (EDGAR – Commission’s Electronic Data Gathering Analysis and Retrieval System) gönderilmesi zorunludur. Ayrıca menkul kıymetleri

ihraç eden şirketin web sitesi varsa, bildirim SEC'e verildiği tarihi izleyen iş günü içerisinde şirketin web sitesine de konulması gereklidir. En az üç örnek olarak hazırlanacak bu bildirim diğer örnekleri ise ilgili şirkete ve söz konusu menkul kıymetin işlem gördüğü borsa veya borsalara verilir. Bildirim SEC veya ilgili borsa tarafından alındığı tarih, bildirim tarihi olarak kabul edilir.

Kısım 16 hükmü kapsamında piyasa ihlaline olanak sağlamadığından temettü karşılığı alınan hisseler ile hisse bölünmesi nedeniyle edinilen (bedelsiz) hisselerle ilişkin işlemlerin ve eşit koşullarda olmak şartıyla yeni pay alma hakkı edinimlerinin işlem tarihinden itibaren iki iş günü içerisinde raporlanmasına gerek bulunmamaktadır. Bu işlemler, eğer istenirse, ilgili kişiler tarafından Form 5'in kullanılması suretiyle yıllık olarak da raporlanabilmektedir. Bu durumda, ilgili kişinin sahibi olduğu hisselerdeki değişimin nedeninin açıklanması gereklidir. Form 5, esas itibariyle "Küçük Edinimler İstisnası" olarak adlandırılan küçük tutarlı işlemler için kullanılmaktadır. Belirlenen şartların sağlanması halinde, şirketin mali yılı boyunca altı aylık dönemde piyasa değeri 10.000 ABD Dolarını aşmayan menkul kıymet edinimi veya bu menkul kıymeti edinme hakkı işlemleri küçük edinim olarak sınıflandırılmaktadır. Bu Kurala göre, ilgili kişinin son altı aydaki toplam edinimlerinin piyasa değerinin 10.000 ABD Dolarını aşmaması ve bu kişinin devam eden altı ay içerisinde herhangi bir satışta bulunmaması gereklidir. Bu koşullar sağlanmıyorsa, açıklamanın Form 4'e göre söz konusu koşulların kaybedildiği günü takip eden en geç iki iş günü içerisinde yapılması gereklidir. Bunun yanında, Form 3 veya Form 4 ile bildirilmesine gerek görülmeyen işlemler ve şirketin en son mali yılı boyunca 1934 Kanunu'nun Kısım 16 hükümleri uyarınca istisna tutulan bildirimler

için de Form 5 kullanılmaktadır. Bu bildirimlerin şirketin mali yılı boyunca içeriden öğrenen konumundaki herkes tarafından mali yılın bitimini takip eden 45 gün içerisinde raporlanması gerekmektedir.

1934 Kanunu uyarınca, büyük ortaklar, yöneticiler ve memurların şirketle ilgileri nedeniyle içeriden bilgiyi kullanarak şirketin herhangi bir menkul kıymetinin satış ve alış veya alış ve satışıyla veya bu menkul kıymeti içeren bir menkul kıymete dayalı swap anlaşmasından altı aydan daha kısa bir dönem içerisinde elde edecekleri kâr şirketin olacaktır. İlgili şirketin bu kârın geri alınmasına yönelik olarak kârın gerçekleştiği tarihten itibaren 2 yıl içerisinde yetkili mahkemelerde dava açma hakkı vardır.

İçeriden öğrenenlerin ilgili şirketin menkul kıymetini doğrudan veya dolaylı olarak satması, satan kişi veya vekalet veren satılan menkul kıymete sahip değilse veya menkul kıymete sahip olmakla birlikte, bu satış karşılığında satıştan sonraki yirmi gün içerisinde ilgili menkul kıymeti teslim etmemesi veya satıştan sonraki beş gün içinde ulaşım kanallarından birine vermemesi yasa dışı olarak kabul edilmektedir.

Önemli bir gerçeğe ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı bildirimde bulunan veya böyle bir bildirimde sebebiyet veren kişi, bu bildirimde güvenerek söz konusu bildirimden etkilenen bir fiyattan menkul kıymet satın alan veya satan herkese karşı, maruz kaldıkları zararlardan dolayı sorumludur. 1934 Kanunu'nun 20A-a kısmı uyarınca, bu madde veya kurallar veya düzenlemelerin herhangi bir hükmünü kamuya

açıklanmamış önemli bilgilere sahipken bir menkul kıymeti satın alarak veya satarak ihlal eden kişi, söz konusu menkul kıymetlerin alış veya satışı ile aynı grup menkul kıymetleri satın alan veya satan kişilere karşı sorumludur²⁶. Bu hüküm çerçevesinde, karşı tarafın maruz kaldığı zararın toplam tutarı, ihlal konusu işlem veya işlemlerde ilgili kişinin kazandığı kâr veya kaçındığı zarar tutarını geçemez. Düzenlemeyi ihlal eden kişi içeriden bilginin verildiği kişi veya kişiler ile birlikte ve aynı derecede olmak üzere müşterek ve müteselsil sorumludur.

Bunun yanında, 1934 Kanunu ile verilen yetkiyle uyumlu olarak SEC tarafından yürürlüğe konulan 10b-5 Kuralı, içeriden öğrenenlerin ticareti konusunda önemli kurallardan biri olarak kabul edilmektedir. Kural içeriden öğrenenlerin ticareti dahil, herhangi bir menkul kıymetin satın alınması veya satılmasıyla ilgili hile veya dolandırıcılıkla sonuçlanan her eylem veya ihlali yasaklamaktadır. Örneğin, bir kişinin, bir menkul kıymetin satın alınması veya satılması ile ilgili doğrudan veya dolaylı olarak, ulusal menkul kıymetler borsası imkanlarını kullanarak önemli bir gerçeğe ait gerçek dışı bildirimde bulunması veya yanıltıcı olmayacak şekilde yapılması gereken önemli bir gerçeği bildirmemesi düzenlemeye aykırıdır. SEC, bu Kural ile kamuya açıklanmamış önemli bilgiye sahip herkesin, bu bilgiyi açıklaması veya işlem yapmaktan çekinmesini amaçlayarak 'eşit işlem ilkesi'ni gerçekleştirmeye çalışmaktadır.

²⁶ Securities and Exchange Commission, **Securities Exchange Act of 1934**, Erişim Tarihi: 03.03.2007, <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/sect20A.html>

Buna karşılık, Kural, yöneticilerin hisse senedi işlem programlarını yapılandırmaları için yeni olanaklar sunmaktadır²⁷. Şirket içeriden öğrenenlerinin önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye sahip olmadıkları bir zamanda hisse senedinde işlem planlarını oluşturmaları suretiyle önemli ve kamuya açıklanmamış bilgiye sahip oldukları zamanlarda bile plan kapsamında hissede alım satım yapabilmeleri mümkündür.

2.2. AB DÜZENLEMELERİ

Ekonomik açıdan önemli bir rolü bulunan finansal piyasalar AB açısından da hayati bir öneme sahip olup, AB içerisinde finansal piyasaların daha dinamik, yaratıcı ve yatırımları cezbetmesi açısından düzenlemeler yapılmaktadır. AB’de 1973 yılından beri finansal hizmetler için tek bir piyasa oluşturulmaya çalışılmakta olup, özellikle son 15 yılda, finansal piyasaların düzenlenmesi konusunda önemli mesafeler alınmıştır. AB’nin 1999-2005 dönemine ilişkin Finansal Hizmetler Eylem Planı (Financial Services Action Plan) kapsamında yapılan değişikliklerle kuvvetli bir finansal piyasanın temelleri atılmıştır²⁸. Yapılan düzenlemeler ile finans endüstrisinin performansının gelişmesine, likiditenin artmasına, daha yüksek düzeyde rekabet sağlanmasına ve çalkantılı bir global ortama rağmen finansal sağlamlığın artırılmasına katkıda bulunulmuştur.

²⁷ GRANT, Daniel ve DIVER, Michael J., “SEC Rule 10b5-1: Allowing Corporate Insiders More Opportunities to Sell Company Stock”, *Journal of Financial Planning*, Mayıs 2001, ss.58-60.

²⁸ European Union, “Financial Services”, Erişim Tarihi: 23.08.2007, http://ec.europa.eu/internal_market/top_layer/index_24_en.htm

Ancak, AB'deki finansal piyasaların durumu, ABD'deki piyasalar ile karşılaştırıldığında henüz yeterli görülmemektedir. Bu bağlamda, Finansal Hizmetler Eylem Planı'nın bir devamı olarak Avrupa Komisyonu 2005-2010 dönemi için finansal hizmetler politikası alanındaki amaçlarını Finansal Hizmetler Üzerine Beyaz Rapor 2005-2010'da (White Paper on Financial Services 2005-2010) toplayarak kamuya açıklamıştır. Birbirine geçmiş, açık, rekabetçi, her şeyi kapsayan ve ekonomik olarak etkin bir AB finansal piyasasını elde etmek için belirlenen söz konusu amaçlarda²⁹ yatırımcının korunması önemli bir yer tutmaktadır.

AB'de finansal hizmetler sektörü başlıca bankacılık, sigortacılık ve yatırımlar ile menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Benzer politikaların uygulandığı bu alanlardan yatırımlar ile menkul kıymetlerde; etkin, açık ve bütünleşmiş bir piyasa için bu piyasada yer alan şirketler hakkındaki bilginin doğru, tam ve zamanında kamuya açıklanması gereklidir. Bu durum yatırımcıların piyasaya olan güvenini artıracığı gibi şirketlerin ticari durumlarının ve varlıklarının sağlıklı bir değerlendirmesi yoluyla piyasa etkinliğine de katkıda bulunacaktır. Piyasa etkinliğinin artırılması suretiyle sermayenin daha etkin dağılımı sağlanacak, bu da büyümeyi artırarak yeni iş olanakları yaratacaktır.

Bu amaçlara ulaşabilmek için şirketler hakkındaki bilgilerin yatırımcılara düzenli bir akışının sağlanması ve şirketin pay sahipleri tarafından da gerekli

²⁹ Bu amaçlar şöyle özetlenebilir: 1) Mevcut düzenlemeleri sürekli olarak değerlendirmek, uygulamak ve yürütmek, 2) Daha düşük maliyetle finansal hizmetlerin sağlanması, sermayenin serbest hareketinin önündeki engellerin kaldırılması ve yüksek düzeyde finansal sağlamlık yoluyla tüketici çıkarlarını ve tüketicinin korunmasını sağlamak, 3) AB'deki ve diğer global finansal piyasa alanlarıyla işbirliğini artırmak.

bilgilerin şirkete aktarılarak şirketin kamuyu aydınlatabilecek konuma getirilmesi zorunlu görülmektedir. Pay sahipleri tarafından şirkete aktarılacak bu bilgiler, esas itibariyle şirketin oy haklarını elde tutan pay sahiplerinin çoğunluk hisselerindeki değişiklikleri ve hisseleri elde etmekle sonuçlanabilecek finansal (türev) araçlara sahip olanların hisse edinimlerine ilişkin hususları içermektedir. Hisseleri düzenli bir piyasada işlem gören şirketlerin çoğunluk paylarındaki değişimleri kamuya açıklamaları, yatırımcıların oy yapısındaki değişmelerin etkisiyle söz konusu hisseyi alma veya satma kararı almasını mümkün kılar. Bu durum, şirket üzerinde gerçekten kimin etkiye sahip olduğunu açıklıkla ortaya koyduğundan önemli sermaye hareketleri konusunda piyasa şeffaflığının sağlanmasına katkıda bulunur. AB finansal piyasalarında şeffaflığın sağlanmasına ilişkin başlıca üç Direktif bulunmaktadır. Bunlar:

➤ Menkul kıymetlerin borsa resmi kotuna kabulüne ve bu menkul kıymetlerle ilgili olarak yayımlanacak bilgilere ilişkin 28 Mayıs 2001 tarih ve 2001/34/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi,

➤ 2001/34/EC Direktifini değiştiren ve düzenli bir piyasada işlem görmeye kabul edilen menkul kıymetlerin ihraççıları hakkındaki bilgiye ilişkin olarak şeffaflık koşullarının uyumlandırılması konulu 15 Aralık 2004 tarih ve 2004/109/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi ve

➤ Piyasa manipülasyonu ve içeriden öğrenenlerin ticaretine (piyasa ihlali) ilişkin 28 Ocak 2003 tarih ve 2003/6/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifidir.

Söz konusu Direktiflerden birincisi menkul kıymetlerin ihraç ve halka arzı aşamasında yayımlanması gereken bilgileri içermekte olup, birçok maddesi daha sonra yayınlanan çeşitli Direktiflerin konusunu oluşturmuştur. Nitekim, ‘Şeffaflık Direktifi’ olarak da anılan ikinci Direktif 2001/34/EC Direktifinin bir bölümünün yeniden düzenlenmiş halidir. Üçüncü Direktif ise ‘Piyasa İhlali Direktifi’ olarak anılmaktadır. Ayrıca, Şeffaflık ve Piyasa İhlali Direktiflerinin hükümlerinin uygulanmasına ilişkin detay düzenlemeleri içeren Komisyon Direktifleri bulunmaktadır.

Çalışma konusunu oluşturan büyük pay sahiplerinin ve yöneticilerinin hisse alım satım işlemleri kapsamında, söz konusu AB düzenlemeleri aşağıda incelenmektedir.

2.2.1. Büyük Pay Sahipliğinin Açıklanması

28 Mayıs 2001 tarih ve 2001/34/EC sayılı Direktifte yer alan büyük pay sahiplerinin kamuya açıklanmasına ilişkin hükümler, menkul kıymet ihraç edenler ve düzenli bir piyasada işlem gören hisseleri bulunan şirketlerin çoğunluk paylarının elde edilmesi veya elden çıkarılmasında yatırımcılar için mevcut şeffaflık düzeyinin yükseltilmesi amacıyla 15 Aralık 2004 tarih ve 2004/109/EC sayılı Direktif ile yeniden düzenlenmiştir³⁰. 20 Ocak 2007 tarihinde yürürlüğe giren bu Direktif, bir Üye Devlet içerisinde faaliyet gösteren veya yer alan düzenli bir piyasada işlem

³⁰ European Union, “*Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004*”, Erişim Tarihi: 03.03.2007, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004-L0109:EN:HTML>

görmeye kabul edilen menkul kıymet ihraçları hakkında dönemsel ve devamlı bilginin kamuya açıklanmasına ilişkin koşulları düzenlemektedir.

Direktifin “Çoğunluk Paylarının Elde Edilmesi veya Elden Çıkarılmasının Bildirilmesi” başlıklı 9 uncu maddesi uyarınca, bir pay sahibinin oy hakları bulunan ve düzenli bir piyasada işlem gören hisseleri ihraç eden şirketin hisselerini elde etmesi veya elden çıkarması durumunda, bu pay sahibinin elinde bulunan oy haklarının oranı %5, %10, %15, %20, %25, %30, %50 ve %75 sınırlarına ulaşır, geçer veya altına düşerse, elde etme veya elden çıkarma sonucunda sahibi olduğu oy haklarının oranını şirkete bildirmesi gereklidir³¹. Bu bildirimde, oy hakları bütün paylar dikkate alınarak hesaplanır. Ayrıca, oy hakları olan aynı gruptaki hisseler bazında da bilgi verilir. Eğer ilgili Üye Devlette 1/3 ve 2/3 sınırları uygulanıyorsa, yukarıda belirtilen %30 ve %60 sınırlarının uygulanması zorunlu değildir³².

Anılan sınırların hesaplanmasında, oy haklarını elde etmek, elden çıkarmak veya kullanmak amacıyla yetki verilen gerçek kişi veya kanuni kuruluşların sahip oldukları oy haklarının da Direktifin 10 uncu maddesinde belirtilen şartların bir veya birkaçının sağlanması halinde dikkate alınması gerekmektedir. Örnek olarak, hisseleri ihraç eden şirketin yönetimine katılmak amacıyla düzenlenen bir anlaşmaya dayalı olarak bir üçüncü kişinin sahip olduğu oy hakları, geçici transfer sağlayan kişi veya kuruluşlarla yapılan anlaşma kapsamında bir üçüncü şahıs tarafından edinilen

³¹ Bu Direktif ile 2001/34/EC sayılı Direktifin 89 uncu maddesinde düzenlenen sınırlara ek olarak %5, %15 ve %25’lik sınırlara ulaşılması, geçilmesi veya altına düşülmesi durumunda da bildirim zorunluluğu getirilmiş; 1/3 ve 2/3 olarak belirlenen oranlar ise %30 ve %75 olarak ifade edilmiştir.

³² 2001/34/EC sayılı Direktifin 89 uncu maddesinde, %25 sınırını uygulayan Üye Ülkeler için %20 ve 1/3 sınırlarının uygulanmasına gerek görülmezken, yeni Direktif ile bu istisna %30 sınırını uygulayanlar için 1/3 sınırının aranmayacağı şeklinde daraltılmıştır.

oy hakları, ilgili kişi veya kuruluş tarafından kontrol edilen teşebbüsler tarafından sahip olunan oy hakları, pay sahiplerinden özel talimat almaksızın oy haklarını kullanabilecek kişi veya kuruluşlara yatırılan hisselerle ait oy hakları, bir kişi veya kuruluş namına üçüncü bir şahıs tarafından kendi adına elde tutulan oy hakları, anılan sınırların hesaplanmasında dikkate alınmalıdır. Ayrıca, oy hakkı bulunan hisselerle ilişkin opsiyon ve vadeli işlemler gibi her türlü türev araçlar da, bu türev araçları elde tutanların kendi arzusuyla ve resmi bir anlaşma kapsamında elde etmesi şartlarıyla bildirim kapsamı dahilindedir. Dolayısıyla, aynı şirketin oy hakkı bulunan hisselerine ilişkin bütün finansal araçların toplanarak bildirim yapılması gerekmektedir.

Pay sahibinin yapacağı bildirimde asgari olarak aşağıdaki bilgilere yer verilmelidir:

- Oy hakları konusundaki son durum,
- Eğer uygulanabilirse, oy haklarının etkin olarak tutulduğu, kontrol edilen teşebbüsler zinciri,
- Bu sınıra ulaşma veya geçme tarihi,
- Direktifin 10 uncu maddesinde belirtilen koşullar altında oy haklarını kullanmaya yetkili olmasa bile, söz konusu pay sahibinin kimliği ve bu pay sahibi namına oy haklarını kullanmaya yetkili gerçek kişi veya kanuni kuruluşun kimliği.

Pay sahibi tarafından şirkete bildirim mümkün olduğunca çabuk ve her halükarda elde etme, elden çıkarma veya oy haklarını kullanma olasılığının

öğrenildiği veya sermayenin veya oy haklarının dağılımında bir değişiklik olduğu zaman, 4 işlem gününden geç olmamak üzere yapılması gereklidir³³. Pay sahibi veya ilgili kişi veya kuruluşun, işlemin yapılmasını takip eden iki işlem gününü geçmemek üzere, elde etme, elden çıkarma veya oy haklarını kullanma olasılığını öğrendiği kabul edilir. Eğer bildirim pay sahibinin bağlı olduğu ana teşebbüs tarafından yapılmışsa veya ana teşebbüsün kendisi kendi ana teşebbüsünün kontrol edilen bir kuruluşu niteliğinde ise, söz konusu pay sahibi gerekli bildirim yapmaktan muaf tutulabilir. Bunun yanında, yönetim şirketlerinin halka açık şirketlerde sahip oldukları oy haklarını ana teşebbüslerinden bağımsız olarak kullanabilmeleri şartıyla, oy haklarının ana teşebbüsün sahip olduğu oy hakları ile birlikte değerlendirilmesine gerek yoktur. Bir başka deyişle, yönetim şirketinin ana teşebbüsten bağımsız olarak oy haklarını kullanabilmesi durumunda, sınırların hesabında yatırım şirketi ile ana teşebbüsünün sahip olduğu oy haklarının toplanmasına gerek bulunmamaktadır. Benzer şekilde, yetkili yatırım firmalarının müşterileri adına yaptıkları işlemler nedeniyle edinilen oy haklarının müşteri bazında hesaplanması gerekmekte olup, müşterilerin sahip olduğu oy hakları toplanmamaktadır.

Şirket, pay sahibi tarafından kendisine yapılan bildirim alması üzerine, bildirimde yer alan bütün bilgiyi, üç işlem gününden geç olmamak üzere kamuya açıklamalıdır³⁴. Pay sahibinin şirkete, şirketin kamuya yapacağı bildirim için Avrupa Komisyonu tarafından belirlenen uygulama esasları çerçevesinde iki adet standart

³³ Bu süre, 2001/34/EC sayılı Direktifte yedi takvim günü olarak yer almaktaydı.

³⁴ Üç işlem günü olarak belirlenen bu süre, önceki düzenlemede dokuz takvim günüdür. Dolayısıyla, önceki düzenlemede toplam bildirim süresi 16 (7+9=) takvim gününe ulaşırken, yapılan değişiklik ile kamunun daha hızlı aydınlatılmasını teminen 7 (4+3=) işlem gününe çekilmiştir. Böylece bildirim süresi hem işlem günü bazında bir düzenleme yapılarak tatil günlerinin etkisinden arındırılmış, hem de kısaltılmıştır.

form oluşturulmuştur. Bu formlardan “Standard Form TR-1” oy haklarının yukarıda belirtilen sınırlara ulaşılması, geçilmesi veya altına düşülmesi durumunda pay sahipleri veya temsilcileri, “Standard Form TR-2” ise piyasa yapımcılar tarafından yapılacak bildirimlerde kullanılmaktadır. Ayrıca, Direktifte ifade edilen bildirim süresinin hesabında dikkate alınan “işlem günleri” kavramının belirlenmesi, hangi durumlarda pay sahibinin veya ilgili kişinin ayrı veya birlikte bildirimde bulunması gerektiği, elde etme, elden çıkarma veya Direktifin 10 uncu maddesi kapsamındaki durumları açıklığa kavuşturma, yatırım şirketleri ve ana teşebbüsleri tarafından uyulacak bağımsızlık koşullarının netleştirilmesi hususlarında 8 Mart 2007 tarihli 2007/14/EC Komisyon Direktifi ile ayrıntılı düzenlemeler yapılmıştır³⁵.

Düzenli bir piyasada işlem gören hisseleri ihraç eden şirketin kendi hisselerini elde etmesi veya elden çıkarması durumunda, kendi adına veya namına hareket eden bir kişi aracılığıyla, mümkün olduğunca çabuk kendi hisselerinin oranını kamuya açıklaması gereklidir. Bu oran, oy hakları olan toplam hisse sayısı bazında hesaplanır. Şirketin toplam oy haklarının %5 ve %10’una ulaştığı, geçtiği veya altına düştüğü durumlarda, söz konusu elde etme veya elden çıkarma işlemi izleyen dört işlem günü içerisinde bildirilir. Bildirim, ev sahibi Üye Devletin yetkili otoritesi tarafından kabul edilen bir dilde kamuya açıklanmalıdır. İlgili hissenin ev sahibi Üye Devlet yanında, bir veya daha fazla diğer Üye Devletlerin düzenlenen bir piyasasında işlem görmesi halinde, bildirim diğer Üye Devletlerin yetkili otoriteleri tarafından kabul edilen veya uluslararası finasta yaygın bir dilde de kamuya açıklanması gereklidir.

³⁵ European Union, “*Commission Directive 2007/14/EC of 8 March 2007*”, Erişim Tarihi: 03.03.2007, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:069:0027:01:EN.HTML>

Söz konusu oy haklarına sahip hisseleri sadece takas ve ödeme amacıyla elde eden tutanlar ile emanetçilerin bildirim yükümlülüğü bulunmamaktadır. Ayrıca, ilgili hissede işlem yapmaya yetkilendirilmiş piyasa yapıcılarında, hisseyi ihraç eden şirketin yönetimine karışmaması, hisse fiyatını düşürme veya hisseleri satın alma konusunda şirkete baskı uygulamaması koşullarıyla %5'lik sınıra ulaşma, geçme veya altına düşme durumlarında bildirim yükümlülüğü uygulanmayabilir. Ancak, söz konusu piyasa yapıcının anılan sınıra ulaşması halinde, mümkün olduğunca çabuk fakat 4 işlem gününden geç olmamak üzere, ilgili hissede piyasa yapıcılığı yaptığını veya yapmak istediğini yetkili otoriteye bildirmeli, varsa ilgili hissede piyasa yapıcılığı konusunda hisseyi ihraç eden şirket veya hissenin işlem gördüğü borsa ile yapılan sözleşmenin bir örneğini yetkili otoriteye sunmalıdır.

Pay sahipleri tarafından bu kapsamda (Md.9, 10, 12 ve 13) şirkete bildirilen bilgilerin aynı zamanda ev sahibi Üye Devletin yetkili otoritesine de ibraz edilmesi gereklidir. Söz konusu sınırların hesaplanabilmesi amacıyla, oy haklarının ve sermayenin toplam sayısında bir değişiklik olduğunda, Şirket her takvim ayı sonunda en azından oy haklarının ve sermayenin toplam sayısını kamuya açıklamalıdır.

Direktif, kapalı-uçlu dışındaki kolektif yatırım kuruluşları tarafından ihraç edilen katılma belgelerine uygulanmamaktadır. Diğer taraftan, yapılan düzenleme asgari unsurları içermekte olup, bir Üye Devlet, halka açık şirketleri ve bu şirketlerin

çoğunluk pay sahipleri ile oy haklarını elde bulunduran büyük ortaklarını Direktifte belirtilenlerden daha sıkı koşullara tâbi kılabilir.

2.2.2. İçeriden Öğrenenlerin İşlemlerinin Açıklanması

AB'nin 2003/6/EC Direktifinin içeriden öğrenenlerin ilgili menkul kıymet üzerine yaptıkları işlemlere ilişkin düzenlemelerine geçmeden önce, düzenlemede yer alan bazı kavramların açıklanmasında yarar görülmektedir³⁶.

- 'İçeriden bilgi' (inside information) bir veya daha fazla finansal araçla veya finansal araçların bir veya daha fazla ihracıyla ilgili doğrudan veya dolaylı olarak kamuya açıklanmamış ve açıklandığında, bu finansal araçların fiyatlarında veya ilgili türev finansal araçların fiyatlarında önemli bir etkiye sahip olması muhtemel özel nitelikteki bilgidir.

- 'Bir şirketin yönetsel sorumluluklarını taşıyan kişi' şirketin idare, yönetim veya denetleyici birimlerinin bir üyesini ve bu birimlerin üyesi olmamakla beraber dolaylı veya dolaysız olarak şirketle ilgili içeriden bilgiye düzenli ulaşım, bu şirketin ticari beklentileri ve gelecekteki gelişmelerini etkileyen yönetsel kararları alma gücüne sahip olmayan üst düzey yöneticiyi kapsamaktadır.

³⁶ European Union, "Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003", Erişim Tarihi: 03.03.2007, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX-:32003L0006:EN:HTML>

- Aşağıdaki koşullardan bir veya birkaçını sağlayan kişiler ise 'Finansal araçları ihraç eden şirketin yönetsel sorumluluklarını taşıyan kişiyle yakından ilgili kişi' olarak tanımlanmaktadır:

- Yönetsel sorumlulukları taşıyan kişinin eşi veya bu kişinin ulusal kanunla eşine eşit olarak kabul edilen eşleri,
- Ulusal kanuna göre, yönetsel sorumlulukları ifa eden kişinin bakmakla yükümlü olduğu çocukları,
- Yönetsel sorumlulukları ifa eden kişinin ilgili işlem tarihine kadar en az bir yıl içinde aynı evi paylaştığı diğer akrabaları,
- Bir şirketin yönetsel sorumluluklarını taşıyan kişi veya yukarıda belirtilen kişiler tarafından yöneticilik sorumlulukları ifa edilen veya böyle bir kişi tarafından dolaylı veya dolaysız olarak kontrol edilen, böyle bir kişinin faydası için kurulmuş veya aslında böyle bir kişiye ekonomik çıkarlar sağlayan herhangi bir kanuni kişi, vakıf veya ortaklığı.

Anılan kavramlar çerçevesinde, hisseleri düzenli bir piyasada işlem gören şirketler veya onların kendi adlarına veya hesaplarına hareket eden kişilerin, iş sözleşmesi kapsamında veya diğer türlü, içeriden bilgiye ulaşabilen, şirket için çalışan kişilerin bir listesini yetkili otoriteye sunmaları ve bu listenin düzenli olarak yenilenmesi gerekmektedir. Konuya ilişkin ayrıntılı düzenleme "Kabul edilen piyasa uygulamaları, varlıklar üzerine türevlere ilişkin içeriden bilginin tanımı, içeriden öğrenenlerin listelerinin oluşturulması, yöneticilerin işlemlerinin bildirilmesi ve şüpheli işlemlerin bildirimine ilişkin Avrupa Parlamentosu ve Konseyinin 2003/6/EC

Direktifinin uygulanmasına ilişkin 29 Nisan 2004 tarih ve 2004/72/EC sayılı Komisyon Direktifi” ile yapılmıştır³⁷.

Direktife göre, şirketlerle ilgili içeriden bilgiye dolaylı veya dolaysız olarak, düzenli veya sıklıkla ulaşabilen bütün kişilerin “İçeriden Öğrenenler Listesi”nde yer alması gerekmektedir. Listede en azından içeriden bilgiye ulaşabilen kişinin kimliği, bu kişinin neden listede olduğu ve listenin yapıldığı veya yenilendiği tarih belirtilir. Ayrıca, aşağıdaki durumlarda içeriden öğrenenlerin listesinin derhal yenilenmesi zorunludur:

- Herhangi bir kişinin listede olma nedeninde bir değişim olması,
- Herhangi bir kişinin listeye eklenmesinin gerekmesi ve
- Halihazırda listede olan herhangi bir kişinin içeriden bilgiye ulaşmasında değişiklik olması.

İçeriden öğrenenlerin listesi yenilendikten veya iptal edildikten sonra en az beş yıl saklanır. Ayrıca, içeriden öğrenenlerin listesini oluşturması gereken kişilerin, içeriden bilgiye ulaşan herkesin listede olmasını ve bu kişilerin içeriden bilginin uygunsuz dağıtımını veya hatalı kullanımına bağlı kanuni ve yasal düzenlemelerdeki yaptırımlardan haberdar olmalarını sağlaması gereklidir.

Finansal araçları ihraç eden bir şirkette yönetsel sorumluluklar taşıyan kişiler ve uygun olduğunda, yukarıda tanımlanan onlarla yakından ilişkili kişiler, en

³⁷ European Union, “*Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004*”, Erişim Tarihi: 03.03.2007, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0072:EN:HTML>

azından, anılan şirketin hisselerine veya hissesine bağlı türev veya diğer finansal araçlara ilişkin kendi hesaplarına yaptıkları bütün işlemler hakkında yetkili otoriteyi bilgilendirmelidirler. Bu işlemlere ilişkin bilgi, en azından, bireysel bazda kamunun mümkün olduğunca çabuk ve kolaylıkla elde edebileceği şekilde ulaştırılmalıdır. Bu kişiler şirketin kayıtlı olduğu Üye Ülkenin bildirim kurallarına uymakla yükümlüdürler. Bildirim Üye Ülkenin yetkili otoritesine işlem gününden itibaren beş işgünü içerisinde yapılmalıdır. Eğer şirket, bir Üye Ülkede kayıtlı değilse, bu bildirim şirketin hisselerine ilişkin yıllık bilginin ibraz edilmesi³⁸ gereken Üye Ülkenin yetkili otoritesine yapılmalıdır. Üye ülkeler, bir takvim yılı sonuna kadar toplam işlem tutarı 5.000 Avroya ulaşan bildirimlerin yapılmamasına veya söz konusu bildirimlerin izleyen yılın 31 Ocak tarihine kadar geciktirilmesine karar verebilirler. İşlemlerin toplam tutarı hesaplanırken, finansal aracı ihraç eden şirketin yönetsel sorumluluklarını taşıyan kişisi ile bu kişiyle yakından ilgili kişilerin yaptıkları işlemler toplanarak birlikte değerlendirilir.

Anılan kişiler tarafından yapılacak bildirimde aşağıdaki bilgilere yer verilir:

- Şirkette yönetsel sorumlulukları taşıyan kişinin adı veya eğer uygunsa, bu kişiyle yakından ilgili kişinin adı,
- Bildirim için sorumluluğun nedeni,
- İlgili finansal aracı ihraç eden şirketin ticaret unvanı,
- Finansal aracın tanımı,

³⁸ 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifinin 10 uncu maddesi uyarınca, bir veya daha çok Üye Devlette menkul kıymetleri düzenli bir piyasada işlem görmeye kabul edilen şirketlerin, en azından, yıllık olarak geçmiş 12 ay boyunca kamuya açıklanan veya yayınlanan bütün bilgileri kapsayan bir belge sunmaları gereklidir.

- İşlemin niteliği (satın alma veya satma gibi),
- İşlemin tarihi ve yeri,
- İşlemin fiyatı ve hacmi.

Diğer taraftan, ne zaman bir şirket veya onun adına veya hesabına bir kişi, mesleği, görevi veya istihdamı sırasında herhangi bir üçüncü kişiye herhangi bir içeriden bilgiyi açıklarsa, kasıtlı açıklama durumunda birlikte (aynı zamanda), kasıtlı olmayan açıklama durumunda ise derhal, bu bilginin tam ve etkin olarak kamuya açıklanması sağlanmalıdır.

2.2.3. İlgili Diğer Açıklamalar

Yukarıda özetlenmeye çalışılan içeriden bilgiye sahip olduğu kabul edilen kişiler dışında da içeriden öğrenenlerin ticareti veya piyasa manipülasyonu şüphesi oluşturan işlemlerin bildirilmesi konusunda kısaca bilgi verilmesinde yarar görülmektedir. 2003/6/EC Direktifi uyarınca, finansal araçlarda profesyonel olarak işlem yapmaya yetkili herkesin içeriden öğrenenlerin ticareti veya piyasa manipülasyonu oluşturduğu şüphesi doğuran işlemleri gecikmeksizin yetkili otoriteye bildirme yükümlülüğü bulunmaktadır. Finansal araçlarla ilgili emirleri yerine getirmekle görevli bu kişiler açısından ‘içeriden bilgi’, bir müşteri tarafından nakledilen ve müşterinin bekleyen (askıda olan) emirleriyle ilgili, dolaylı veya dolaysız olarak finansal araçları ihraç eden bir veya daha fazla şirketle veya bir veya daha fazla finansal araçla ilgili ve eğer kamuya açıklanırsa, bu finansal araçların

fiyatında veya ilgili türev finansal araçların fiyatında muhtemelen önemli bir etkiye sahip olabilecek özel nitelikteki bilgidir.

Bu kişiler bir işlemin içeriden öğrenenlerin ticareti veya piyasa manipülasyonunu oluşturabileceği şüphesi için makul gerekçeler olup olmadığına söz konusu kavramların tanımları kapsamında olay bazında karar vermelidirler. Bu kişiler kayıtlı oldukları veya merkezlerinin bulunduğu Üye ülkenin veya şube durumunda, şubenin bulunduğu Üye ülkenin bildirim kurallarına tabidirler. Bildirimin bu Üye ülkenin yetkili otoritesine yapılması ve şüpheli işlemlerin bildirimini alan yetkili otoritenin de derhal ilgili piyasanın otoritelerine bu bilgiyi aktarması gerekmektedir.

Yetkili otoriteye yapılacak bildirim posta, elektronik posta, faks veya telefon aracılığıyla yapılabilir, ancak faks veya telefon aracılığıyla yapıldığında yetkili otorite tarafından talep edilmesi halinde yazılı olarak da bildirim sağlanır. Bildirim yükümlülüğüne tabi olan söz konusu kişilerin aşağıdaki bilgileri yetkili otoriteye sunmaları gereklidir:

- Emir türü (sınırlı emir, piyasa emri veya emrin diğer türleri gibi) ve işlem piyasasının türü (toptan satışlar işlemi gibi) içeren işlemlerin tanımı,
- İşlemlerin piyasa ihlalini oluşturabileceğinden şüphelenme nedenleri,
- İşlemlerin adına yapıldığı kişinin ve ilgili işlemlerde bulunan diğer kişilerin belirlenme araçları,

➤ Bildirim yükümlülüğüne tabi kişinin faaliyet kapasitesi (kendi hesabına veya üçüncü kişilerin hesabına gibi).

Yukarıda sayılan bilgilerin tümü bildirim anında elde edilemediği zaman, en azından bildiren kişilerin işlemlerin içeriden öğrenenlerin ticareti veya piyasa manipülasyonunu oluşturmasının nedenlerini açıklamaları beklenmektedir. Kalan diğer bilgilerin ise, elde edilir edilmez yetkili otoriteye sunulur. Yetkili otoriteler, bu işlemleri bildiren kişinin kimliğinin herhangi bir kişiye açıklanmadığını temin etmelidirler.

2.3. İNGİLTERE DÜZENLEMELERİ

AB'nin kurucu bir üyesi olarak İngiltere'nin AB düzenlemelerine uyması doğal bir sonuçtur. Bu bağlamda, yukarıda aktarılan AB düzenlemeleri İngiltere'nin Şirketler Kanunu'nda (Companies Act) ve Finansal Hizmetler Otoritesi'nin (FSA - Financial Services Authority) Kotasyon Kuralları ile Şeffaflık Düzenlemelerinde yapılan değişiklikler ile 20 Ocak 2007 tarihi itibarıyla yürürlüğe konmuştur³⁹. Bu bölümde, tekrardan kaçınmak amacıyla İngiltere'deki konuya ilişkin düzenlemelerin verilmesi yerine AB düzenlemelerinden farklılaşan noktalarına vurgu yapılacaktır.

Kamuyu aydınlatma kurallarına ilişkin olarak İngiltere'de yetkili otorite olan FSA, piyasanın düzenli işleyişini garantilemek ve yatırımcıları korumak amacıyla uygun gördüğünde, her an sermaye piyasası araçları düzenlenmiş bir piyasada işlem

³⁹ United Kingdom Companies Act of 1985, Erişim Tarihi: 03.03.2007, http://www.ukregulation.co.uk/topics/Companies_Act_1985_Extracts_from_/1521?PHPSESSID=221b2258fb33460027b1a23ca4ba31a5

gören bir şirketin bir bilgiyi belirtilen formda ve verilen süre içerisinde yayımlamasını isteyebilir. Eğer, şirket bu bilgiyi talep edilmesine rağmen yayımlamazsa, FSA kendisi yayımlayabilir. Şirketin veri kuruluşlarına (RIS – Regulatory Information Services) aktardığı her bilgi yanıltıcı, yanlış veya hatalı olmamalı ve bilginin değerlendirilmesini etkileyecek muhtemel bir eksiklik içermemelidir.

İngiltere’de, AB düzenlemeleri ile karşılaştırıldığında, çoğunluk paylarının elde edilmesi veya elden çıkarılması konusundaki alt sınırın daha düşük ve sık olduğu görülmektedir. Buna göre, bir pay sahibinin oy hakları bulunan ve düzenli bir piyasada işlem gören hisseleri ihraç eden şirketin hisselerini veya finansal araçlarını dolaylı veya dolaysız olarak elde tutması suretiyle bu şirketin oy haklarının %3, %4, %5, %6, %7, %8, %9, %10 ve %100’e kadarki her %1’lik dilime ulaşıldığı, geçildiği veya altına düşüldüğü zaman ilgili şirkete bildirimde bulunması gerekmektedir⁴⁰. Söz konusu şirketin Birleşik Krallık dışından olması halinde, bu dilimler AB Düzenlemelerinde yer aldığı üzere, %5, %10, %15, %20, %25, %30, %50 ve %75 olarak uygulanacaktır. Oranlardan görülebileceği gibi, merkezi İngiltere veya Birleşik Krallık ülkelerinin birinde yer alan şirketlerin pay sahiplerinin ilk %3 den sonraki her %1 lik dilimde açıklama yapması gereklidir⁴¹. Bu durum, İngiltere’deki sermaye piyasası otoritelerinin gerek piyasada şeffaflığın artırılması suretiyle şirketlere yatırım yapan pay sahiplerinin ilgili şirkete hakim kişileri bilmesini sağlaması gerekse halka açık olan söz konusu şirketlerin oy haklarını gerçekten

⁴⁰ Financial Services Authority, **Full Handbook**, Erişim Tarihi: 22.06.2007, <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/12/6>

⁴¹ London Stock Exchange, Aralık 2006, **RNS and the new Transparency Directive**, Erişim Tarihi: 22.06.2007, <http://www.londonstockexchange.com/NR/rdonlyres/2C2E3E18-BC58-4800-8307-OBA5EDEEAFOD/0/RNSTransparencyDirectiveguide.pdf>.

kimin elde tuttuğunun izlenmesi açısından önemlidir. Dolayısıyla, merkezi İngiltere ve Birleşik Krallık (United Kingdom) ülkeleri dışında olan bir şirketin oy haklarına kimin sahip olduğu konusunda AB düzenlemelerinin esas alınması yeterli görülmektedir.

Şirketin kendi hisselerini satın alması veya satması durumunda ise, toplam oy haklarının %5 ve %10 una ulaşması, geçmesi veya altına düşmesi durumunda, dört iş gününden geç olmamak üzere mümkün olduğunca çabuk, sahip olduğu hisselerle ilişkin oy haklarını kamuya açıklaması gereklidir. Ayrıca, şirket ihraç ettiği her bir hisse grubuna göre sermayesi ve oy haklarının toplam sayısında bir artma veya azalma olduğunda, her takvim ayı sonunda kamuya açıklamada bulunmalıdır. Söz konusu toplam oy haklarının sayısında şirketin sahibi olduğu kendi (Hazine) hisseleri dikkate alınmayacaktır. Şirketin oy haklarında ve sermayesindeki böyle bir değişim nedeniyle yukarıda belirtilen oy haklarının oranlarında bir değişiklik olması halinde, ilgili pay sahiplerinin de ayrıca bildirim yapması gerekecektir.

Çoğunluk oy haklarının yukarıda belirtilen sınırlara ulaşması, geçmesi veya altına düşmesi halinde iki işgününü geçmemek üzere ilgili şirkete bildirimde bulunulması gerekmektedir. Bu süre merkezi Birleşik Krallık dışında bulunan şirketler için, AB düzenlemeleri çerçevesinde belirlenmiş olan 4 işgünüdür. Eğer yapılacak bildirim birden fazla şirketi ilgilendiriyor ise, her şirkete ayrı bildirim yapılmalıdır. Bildirimde aşağıdaki hususlara yer verilmesi gerekmektedir:

- Oy haklarıyla ilgili olarak oluşan durum,

➤ Eğer varsa, oy haklarının elde tutulması yoluyla kontrol edilen teşebbüsler zinciri,

➤ Söz konusu oranlara ulaşıldığı veya aşıldığı tarih ve

➤ Oy haklarının kullanımı konusunda yetkilendirilmemiş olsa dahi ortağın ve bu ortak namına oy haklarını kullanma konusunda yetkilendirilen kişinin kimliği.

Söz konusu varlığın oy haklarıyla ilgili bir finansal araç (örneğin ilgili hisse üzerine bir opsiyon sözleşmesi) olması halinde ise, yukarıda belirtilen ilk üç hususun yanında aşağıdaki bilgilerin de yapılacak bildirimde yer alması zorunludur:

➤ Eğer varsa, kullanım sürecinin (exercise period) söz konusu olduğu araçlar için hisselerin elde edileceği veya elde edilebileceği tarih ya da zaman süreci,

➤ Aracın itfa veya vade tarihi,

➤ Sahibinin kimliği ve

➤ İlgili şirketin unvanı.

Oy haklarının hesabında ilgili şirketin son olarak kamuya açıkladığı oy haklarının sayısı esas alınır. Hisselerle ilgili söz konusu bildirim FSA'nın internet sitesinde elektronik formatta yer alan TR1 Formu kullanılarak yapılması gerekmektedir. Düzenli bir piyasada işlem gören hisselerle ilgili olarak şirkete bildirim yükümlülüğü bulunan kişinin, söz konusu bildirim aynı zamanda elektronik araçlarla FSA'ye de göndermesi zorunludur. FSA'ye gönderilecek bilgilerde bildirim yapan kişinin iletişim bilgileri de yer almalıdır. Ancak, bu bilgi ayrı bir ekte olmalı ve ilgili şirkete gönderilen formda yer almamalıdır. İlgili şirket ise, söz

konusu bildirimini alır almaz mümkün olduğunca çabuk fakat bildirimini almasını izleyen işgünü geçmemek üzere bildirimde yer alan bütün bilgiyi kamuya açıklamalıdır.

İçeriden bilgiye sahip olan yönetsel sorumlulukları bulunan kişiler ve bunlarla bağlantılı kişilerin şirketin hisseleri veya bu hisseleriyle ilgili türev araçları veya diğer finansal araçları üzerinde kendi hesaplarına gerçekleştirdikleri tüm işlemlerin, işlemin gerçekleşmesinden itibaren 4 işgünü içinde şirkete yazılı olarak bildirilmesi gerekmektedir. Şirket ise, kendisine bildirilen bu bilgiyi, bilginin edinilmesini takip eden işgünü geçmemek üzere mümkün olan en kısa sürede ve bildirim kendisine yapıldığı tarihi de belirtmek suretiyle bir RIS firmasına aktarmalıdır. Ayrıca, şirket aynı işleme ilişkin farklı düzenlemeler kapsamında yapılan birden fazla bildirim almış ise, RIS firmasına yapacağı bildirimde söz konusu açıklamaların tek bir işlemi içerdiğini belirtmelidir. Dikkat edileceği üzere, AB düzenlemesinde 3 işlem günü olan süre, İngiltere düzenlemesinde bir işgününe düşürülmüş ve şirketin yapacağı bildirimde açıklamanın kendisine ulaştığı tarihe de yer vermesi istenmiştir.

Şirketin bir RIS firması aracılığıyla açıkladığı bilgi, RIS firması tarafından açıklanmasının ertesi işgünü içerisinde şirketin internet sitesinde de yayımlanır. Şirket, söz konusu bilginin internet sitesinde yayımlanmasıyla eş anlı olarak veya öncesinde bilgiyi bir RIS firmasına bildirmelidir. Şirketin RIS'lerin kapalı olduğu bir anda bilgi aktarması gerektiği durumda, bu bilginin mümkün olduğunca çabuk Birleşik Krallık'ta yayımlanan en az iki ulusal gazetede, Birleşik Krallık'ta faaliyet

gösteren iki kablolu haber iletim firmasına ve açılır açılmaz bir RIS firmasına bildirilmesi gerekmektedir.

RIS firmasına aktarılacak bilgi İngilizce olmalıdır. Ancak, ilgili şirketin merkezinin İngiltere dışında olması, AB ülkeleri dışında olması ve benzeri durumlarda ilgili şirketin tercihine bağlı olarak İngilizce yanında, finans sektöründe kabul edilen bir dilde veya merkezinin bulunduğu ülkenin dilinde de açıklama yapılması mümkündür.

Diğer taraftan, İngiltere’de halka açık şirketlerde yönetsel sorumlulukları bulunan kişilerin “kapalı dönem”lerde (close period) ve şirkete ilişkin içeriden bilginin olduğu herhangi bir olayın varlığı durumunda şirketin menkul kıymetlerinde işlem yapmaları yasaktır. Kapalı dönemler esas itibarıyla şirketin üçer ve altı aylık raporlamaları ile yıllık faaliyet sonuçlarının açıklanmasından önceki 30 veya 60 günlük dönemi içermektedir. Yöneticilerin bu dönemlerde işlem yapabilmeleri şirket içi bildirim ve onay mekanizması yanında, FSA’ye bildirim yükümlülüğü gibi sıkı kurallara bağlanmıştır.

FSA, kamuyu aydınlatma kurallarına uyulmadığı konusunda ciddi şüpheleri olduğunda (Örneğin, içeriden bilgi sızmasına rağmen, şirketin makul bir sürede uygun bir açıklama yapmaması veya piyasanın düzenli işleyişi ve yatırımcıların çıkarlarını etkileyecek bir kamuyu aydınlatma kuralına uyulmadığı zaman), ilgili hissenin işlem görmesinin durdurulmasını isteyebilir. Bu durumda, ilgili şirket, yönetsel sorumlulukları bulunan kişiler ve bunlarla bağlantılı kişilerin bütün kamuyu

aydınlatma yükümlülükleri geçerliliğini korur. FSA, gerek gördüğünde hissenin yeniden işlem görebilmesi için bazı koşullar öne sürebilir. Eğer FSA bir şirketin, yönetsel sorumlulukları bulunan bir kişinin veya bu kişiyle bağlantılı bir kişinin herhangi bir kamuyu aydınlatma kuralına uymadığını tespit ederse, Şirketler Kanunu uyarınca bu kişiye para cezası kesebilir veya bu kişiyi kınayan bir açıklama yayımlayabilir. Bu kişi, eğer şirketin önceki yöneticilerinden biri ise, bu durumda sadece para cezası kesilebilir.

2.4. ÜLKEMİZ DÜZENLEMELERİ

Ülkemiz sermaye piyasasında kamunun sürekli aydınlatılmasına ilişkin ilk düzenlemeler, 2499 sayılı SPKn'nun bazı maddelerini değiştiren 3794 sayılı Kanun ile yapılmıştır. SPKn'nda yapılan bu değişiklikler, esas itibariyle sermaye piyasasında "izin sistemi"nden "kamunun aydınlatılması" sistemine geçilmesine ilişkindir. Kamunun aydınlatılması sistemine geçiş ile birlikte, diğer hususlar yanında, kamunun sürekli aydınlatılmasına ilişkin düzenlemeler SPKn'na eklenen "Kamunun aydınlatılmasında özel durumlar" başlıklı 16/A maddesi ve bu maddenin SPK'na verdiği yetki çerçevesinde yapılan ikincil düzenlemeler ile gerçekleştirilmiştir.

1992 yılında yapılan söz konusu Kanun değişikliğini takiben 6 Temmuz 1993 tarihinden itibaren yürürlüğe girmek üzere SPK'nın Seri:VIII, No:20 sayılı "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği"⁴² yayımlanmıştır.

⁴² Anılan Tebliğ, 6 Temmuz 1993 tarih ve 21629 sayılı Mükerrer Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Kamunun sürekli aydınlatılması temelinde sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini sağlamak ve tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında bilgilendirilmesini temin etmek amacıyla sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde kamuya açıklanacak özel durumlar ile bunların açıklanma esasları anılan Tebliğ ile düzenlenmiştir. Tebliğde, halka açık şirketlerin sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişiklikler; duran varlık alımı, satımı, kiraya verilmesi; faaliyetlerine ilişkin değişiklikler; yatırımlarına ilişkin değişiklikler; mali yapısına ilişkin değişiklikler; iştirak ve iş ortaklıklarına ilişkin değişiklikler; idari konulara ilişkin değişiklikler ve diğer değişiklikler başlıkları altında belirtilen özel durumların gerçekleşmesi halinde, kamuya açıklama yapılması zorunlu tutulmuştur.

Yaklaşık 10 yıl boyunca uygulamada kalan Seri:VIII, No:20 sayılı Tebliği, 2002 yılında ABD’nde çıkarılan Sarbaney-Oxley Kanunu çerçevesinde halka açık şirketlerin pay sahiplerinin bilinmesi ve içeriden öğrenenlerin işlemlerinin önem kazanması ile AB düzenlemelerine uyum amacıyla Türk sermaye piyasasının ulaştığı gelişim ve ihtiyaçları da dikkate alınmak suretiyle SPK’nın Seri:VIII, No:39 sayılı “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile yürürlükten kaldırılmıştır. Yeni Tebliğ 20 Temmuz 2003 tarih ve 25174 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiş olup, eski Tebliğe göre daha ayrıntılı ve kapsamlı düzenlemeler içermesi yanında, özel durum açıklamalarının kapsamı Tebliğde belirtilen durumlarla sınırlandırılmayarak yatırımcıların karar almasını ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin açıklanması zorunlu tutulmuştur. Buna karşılık, sermaye piyasası araçları herhangi bir borsada işlem

gören şirketler açısından özel durum açıklamalarının sadece ilgili borsaya ulaştırılması yeterli görülüş, SPK'ya bildirim yapılmasına gerek görülmemiştir.

Yeni düzenleme, bu çalışmanın konusunu oluşturan belli oranlara ulaşan ortaklık paylarının bildirim ile büyük ortaklar ve içeriden öğrenenlerin işlemlerinin bildirilmesi konusunda önemli değişiklikler getirmiştir. Hisselerin sahip olduğu oy hakları yanında, ana sözleşme ile tanınan diğer haklarda meydana gelen değişiklikler bildirim kapsamına alınırken, daha önce sadece sermayenin veya toplam oy haklarının %10 una ulaşıldığı veya altına düşüldüğü zaman yapılması gereken bildirim 1999 yılında yapılan SPKn değişikliği ile azınlık haklarının %5 e çekilmesi ve AB düzenlemesine paralel olarak %5 oranından başlatılarak belli dilimler halinde artırılmış ve söz konusu sermaye oranlarının hesabında dolaylı ve dolaysız olarak sahip olunan payların da dikkate alınması gerektiği belirtilmiştir. Buna göre, bir gerçek veya tüzel kişinin veya bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişilerin, doğrudan veya dolaylı olarak ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermayenin en az %5, %10, %15, %20, %25, 1/3, %50, 2/3 ve %75 ine veya daha fazlasına sahip olması veya ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermaye payının söz konusu oranların altına düşmesi durumunda aynı Tebliğin 12 nci maddesi çerçevesinde ilgili gerçek veya tüzel kişi tarafından hisselerin işlem gördüğü borsaya en seri haberleşme vasıtasıyla bir özel durum açıklamasının ulaştırılması zorunludur. Söz konusu açıklamanın, en geç izleyen işgünü saat 9:00'a kadar belirtilen oranlara ulaşıldığı, geçildiği veya altına düşüldüğü veya bu durumun öğrenildiği tarih itibariyle ve Tebliğin 2 numaralı ekinde yer verilen standart forma uygun olarak yapılması gerekmektedir.

Bunun yanında, hisse alım-satımlarının bildirilmesine ilişkin düzenlemede daha radikal değişikliklere gidilmiş olup, bu değişiklikleri aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

➤ Hisse alım-satımlarının bildirilmesi sadece hisseleri herhangi bir borsada işlem gören halka açık şirketlerle sınırlandırılmayarak bütün halka açık şirketler düzenleme kapsamına alınmıştır.

➤ Daha önce %10 olan büyük ortaklar için sermaye payı sınırı, azınlık haklarının %5 e çekilmesine ve AB düzenlemesine paralel olarak %5 e düşürülmüştür.

➤ %5 oranının hesabında ilgili kişi veya kişilerin şirket sermayesi içindeki payı yanında toplam oy hakları içerisindeki payı ile doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunan bütün hisselerin dikkate alınacağı belirtilmiştir.

➤ Yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdür ve yardımcılarını yanında ortaklıkta önemli karar ve yetki sorumluluğu taşıyan diğer kişiler de bildirim kapsamına dahil edilmek suretiyle üst düzey yöneticiler dışındaki içeriden öğrenenlerin unvanlarından bağımsız olarak yönetsel etkiye sahip olup olmadıkları esas alınmıştır.

➤ Önceki düzenlemede yer almayan, ancak ABD ve AB düzenlemelerinde gördüğümüz ilgili kişilerle birlikte hareket eden kişiler de yeni düzenleme ile birlikte özel durum açıklaması yapmakla yükümlü kılınmıştır.

➤ Hisse alım veya satımlarının şirketin sermayesinin %1 ine ulaşma şartı kaldırılmıştır.

Ayrıca, Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliğinin 14 üncü maddesine 7 Temmuz 2004 tarih ve 25515 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri:VIII, No:42 sayılı Tebliğ ile eklenen fıkra hükümleri ile yukarıda belirtilen “oy haklarının” hesaplanmasına açıklık getirilmiştir.

Bunun yanında, hisse alım satımına ilişkin bir diğer düzenleme daha önce borsada işlem görmeyen hisselerle ilişkin olup, konuyla ilgili düzenleme SPK'nın Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliği'nin 9 uncu maddesi ile Seri:I, No:26 sayılı “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”nin Ek Madde 2 hükmünde yer almaktadır. Bu düzenlemelere göre, hisseleri borsada işlem gören şirketlerin, SPK kaydında olan ancak borsada işlem görmeyen hisselerinin borsada satış işlemlerinin yapılabilmesi için aracı kurumlar vasıtasıyla satışı talep edilen süre belirtilerek hisse senetlerinin MKK'ya⁴³ depo edilmesi ve konuya ilişkin açıklamaların günlük olarak kamuya duyurulmak üzere MKK tarafından İMKB'ye iletilmesi zorunludur. Söz konusu hisse senetleri depo edildikleri tarihi takip eden üçüncü iş gününden sonra satışa sunulabilmektedirler. Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliğin 1 numaralı ekinde yer alan form aracılığı ile işlemlere ilişkin bilgiler, satışı gerçekleştiren ortak tarafından aynı Tebliğin 12 nci maddesinde belirtilen esaslar çerçevesinde Borsaya bildirilmelidir. Daha önce belirlenen ve kamuya açıklanan sürede işlem tamamlanmamışsa, bu durum süre sonunda gerekçeleri ile birlikte açıklanmalıdır.

⁴³ Seri:I, No:26 sayılı Tebliğin Ek Madde 2 hükmünde Takasbank'ın adı geçmekte olup, konuya ilişkin işlemler öncelikle Takasbank tarafından gerçekleştirilmiş, MKK'nın faaliyete geçmesi ile birlikte bu görev MKK'ya devredilmiştir.

Şirketlerin borsada işlem gören hisse miktarının artması suretiyle halka açıklık oranının yükselmesi sonucunu doğuran bu işlemler ilgili hisselerin fiyatını önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Ancak, sahibi olduğu hisseleri satmayı düşünmemekle birlikte, hisse senetlerinin 2007 yılı sonuna kadar kaydileştirilme işlemlerinin tamamlanması gerektiğini dikkate alan bir çok ortağın veya şirketlerin sermaye artırımları sırasında mevcut hisse senetlerini toplayarak ortaklar adına MKK'ya depo etmesi nedenleriyle son yıllarda bu konuda çok sayıda açıklamalar yapılmıştır. Bunun yanında, açıklamalarda satışı düşünülen süreler oldukça uzun vadeli belirtildiğinden veya satışın tamamlanıp tamamlanmadığı hususunda ilgili ortak tarafından çoğu zaman açıklamalarda bulunulmadığından hisse fiyatına etkisi belirlenememiştir. Bütün bu unsurlar, hisselerde arz miktarını artırması nedeniyle fiyatın düşmesine neden olması beklenen söz konusu açıklamaların, çalışma kapsamında değerlendirilememesine yol açmış, ancak çalışma sonuçlarını kısmen de olsa etkileyen bir unsur olarak varlığını korumuştur. Dolayısıyla, sadece söz konusu hisselerden satışa konu edilen ve Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliğin 5/h-1 maddesi çerçevesinde satış sonuçları açıklananlar çalışma kapsamında değerlendirmeye alınabilmiştir.

Bir ortağın şirket sermayesinde sahip olduğu pay oranı çağrıda bulunma yükümlülüğünün belirlenmesi açısından da önem taşımaktadır. SPK'nın Seri:IV, No:8 sayılı "Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği"nin 19.12.1996 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan Seri: IV, No:21 sayılı Tebliği ile değişik 'Çağrıda bulunma zorunluluğu' başlıklı 17 nci maddesi

uyarınca, çağrı yoluyla hisse senedi toplanması, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın sermayesinin ve oy haklarının %25 ine veya daha fazlasına ya da bu orana bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü sağlayan paylarına sahip olanların, diğer ortaklara ait hisse senetlerini de satın almak üzere çağrıda bulunması zorunludur. Tek başına veya birlikte hareket ettiği kişilerle beraber bir ortaklığın sermayesine ve oy haklarına %25 ile %50 arasında bir oranda sahip olanlar da, herhangi bir on iki aylık süre içerisinde bu oranı, %10 ya da daha fazla artırırlarsa, diğer ortaklara ait hisse senetlerini satın almak üzere çağrıda bulunmakla yükümlüdürler. Söz konusu oranlara ulaşılmasını izleyen on beş gün içerisinde, çağrı yapmak üzere SPK'ya başvurulması gereklidir.

Şirketlerin pay sahipliğinin bilinmesi, SPK'nın Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliği'nin 5/a-2 maddesi çerçevesinde sahip olunan sermaye veya oy haklarının %25 ine ulaşılması veya bu orana bağlı kalınmaksızın yönetim kontrolünü sağlayan (örneğin yönetim kurulu üyelerini seçme imtiyazı olan) paylara sahip olunması şirket ele geçirmelerinin bir sonucu olan çağrıda bulunma yükümlülüğünün yerine getirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Ancak, anılan maddede belirtilen koşulların sağlanması halinde, çağrı yapma zorunluluğuna SPK tarafından muafiyet getirilebilmektedir. Çağrıya konu hisselerin özelleştirme kapsamında yer alan bir şirkete ait olması halinde de, özelleştirme uygulamalarının amacı dikkate alınarak SPK tarafından özelleştirme kapsamındaki hisseleri satın alacak ortağa önceden çağrıdan muafiyet verilmektedir.

Ülkemizdeki tek hisse senedi piyasası İMKB bünyesinde bulunmaktadır. Bu bağlamda, İMKB kendisine seans sırasında ulaşan hisse alım-satımlarına ilişkin özel durum açıklamalarını seans sırasında, açıklamanın önemli kısımlarına yer vermek suretiyle piyasaya anında duyurmaktadır. Gerek seans sırasında gerekse seans dışında mesai saatleri içerisinde gelen özel durum açıklamalarına ilgili olduğu şirket ve ortağın adıyla sınırlı olmak üzere aynı tarihli Günlük Bülten içeriğinde; açıklamanın tümüne ise aynı tarihli Günlük Bülten eklerinde yer vermektedir. Günlük Bülten ve eklerine İMKB'nin web sitesinden ulaşılması mümkündür.

Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki bilgilerin açıklanmaması ve henüz kamuya açıklanmamış bilginin kullanılması suretiyle kâr elde edilmesi veya bir zarardan kaçınılması sermaye piyasalarında bilginin etkin dağılımını olumsuz etkileyerek bilgi asimetrisine yol açtığından SPKn'nun 47 inci maddesinin birinci fıkrasında cezai müeyyidelere bağlanmıştır. Bilgi manipülasyonu olarak sınıflandırılabilir birinci suçun oluşması için açıklamayı yapmakla yükümlü kişilerin bilerek ve isteyerek söz konusu bilgiyi açıklamamaları gerekmektedir.

İçeriden öğrenenlerin ticareti olarak tanımladığımız ikinci suç unsuru ise, sadece ilgili şirketin yönetici ve çalışanları ile sınırlı tutulmamış; halka açık şirketlerle, sermaye piyasası kurumlarının, bunlara bağlı veya hakim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi

olabilecek durumda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişileri kapsayacak şekilde düzenlenmiştir.

Bu suçların cezası diğer kanunlarda daha ağır bir cezayı gerektirmediği takdirde 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 10 milyar liradan 25 milyar liraya kadar ağır para cezasıdır. Para cezası tutarları her yıl enflasyon oranında artırımla birlikte, verilecek ağır para cezası üst sınıra bağlı olmadan suçun işlenmesi suretiyle elde edilen menfaatin üç katından daha az olamaz. Bu suçların sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden şirketlerin, sermaye piyasası kurumlarının yönetim kurulu üyeleri, denetçileri, müdür ve diğer personeli tarafından işlenmesi halinde ise, SPKn'nun 48 inci maddesi uyarınca belirlenen cezalar yarı oranında artırılmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE ALIM SATIM AÇIKLAMALARININ HİSSE FİYATINA ETKİSİNİN İNCELENMESİ

Bu bölümde, araştırmanın amacını takiben hisse senetleri piyasasının analizinde önemli bir yere sahip olan EPH hakkında bilgi verilecek, konuya ilişkin finans yazınında yer alan çalışmalar ülkemiz ve gelişmiş piyasalar açısından ele alınacak ve incelemeye konu İMKB Hisse Senetleri Piyasasının temel özellikleri ve gelişimi aktarılacaktır. Çalışmada kullanılan veriler ve yöntem ile oluşturulan hipotezler bu bölümün diğer konu başlıklarını oluşturmaktadır. Analiz sonucunda elde edilen bulguların yorumlanması ise devam eden bölümde ele alınmaktadır.

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu çalışmada, hisseleri İMKB’de işlem gören şirketlerin büyük ortak ve yöneticilerinin hisse alım satım açıklamalarının hisse fiyatına etkisi incelenmek suretiyle söz konusu işlemlerin yatırımcılar tarafından takip edilmesi halinde aşırı getiri elde edilip edilemeyeceği araştırılmaktadır. Büyük ortak ve yöneticiler olmak üzere dar kapsamda ifade edilebilen içeriden öğrenenlerin işlemlerinin hisse fiyatına etkisinin incelenmesi yoluyla İMKB Hisse Senedi Piyasası’nın bilgiye dayalı

etkinliğinin yarı güçlü formu sınanmaktadır. Ayrıca, içeriden öğrenenlerin hisse alım satım zamanlamaları ile içeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığı hakkında elde edilen bulguların, piyasanın güçlü formda etkinliği konusunda bir fikir vermesi beklenmektedir.

3.2. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ

Hisse senedi piyasalarında arz ve talep eşitlenerek sermaye piyasası doğrusu üzerinde fiyatları oluşturur. Bu doğru piyasadaki tüm yatırımcıların görüş birliğini temsil eden bir denge noktasıdır. Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH - Efficient Markets Hypothesis), bu denge noktasının piyasaya yeni bir bilgi geldiğinde değişebileceğini, piyasada rekabet halinde olan çok sayıdaki yatırımcının bu bilgiyi değerlendirerek hemen fiyatlara yansıtacağını, böylece yeni denge fiyatının kısa sürede oluşacağını öngörmektedir. Buna göre, EPH'nin varsayımları aşağıda özetlenmektedir:

- Piyasada likidite düzeyi oldukça yüksektir.
- Piyasada etkin bir bilgi akışı vardır.
- Piyasaların kurumsal yapıları çok gelişmiştir.
- Piyasada işlem maliyeti yoktur.
- Yatırımcıların risk ve getiri beklentileri homojendir.
- Yatırımcılar beklenen getirilerini en çoklamaya çalışan rasyonel kişilerdir.
- Yatırımcılar birbirlerinin aynı zaman ufkuna sahiptir.

➤ Ekonomik, politik ve sosyal yapıdaki her türlü değişiklik piyasaya derhal yansır.

EPH kapsamındaki etkinlik hisse senedi piyasaları için söz konusu olup⁴⁴, hisse senedi piyasalarında üç tür etkinlik bulunmaktadır:

i) *Bilgisel Etkinlik (Informational Efficiency)*: Bilgisel etkinlik, bir hisse senedinin herhangi bir andaki fiyatının o hisse senedi ile ilgili bütün bilgileri yansıttığının kabul edildiği durumdur. Buna göre, bir bilginin kullanılarak piyasadan aşırı kazanç elde edilmesi mümkün değildir. Finans yazınında “etkinlik” denildiğinde, genellikle bilgisel etkinlik kastedilir. Hisse senedi piyasaları bütün bilgileri yansıtmayabileceğinden, etkinlik üç ayrı dereceye ayrılarak incelenmektedir.

ii) *İşlemsel Etkinlik*: İşlemsel etkinlik, menkul kıymet alım satımlarının mümkün olduğu kadar düşük maliyetle gerçekleştirilmesidir.

iii) *Dağıtımsal Etkinlik (Allocational Efficiency)*: Dağıtımsal etkinlik, kaynakların hisse senetleri aracılığı ile yatırımcılar arasında etkin (en uygun) dağıtımının sağlanmasıdır. Dağıtımsal etkinlik, dağıtımın etkin olması amacına hizmet eden bilgisel ve işlemsel etkinliğin varlığına bağılıdır. Bunlardan herhangi birinin yokluğunda, kaynakların etkin olmayan dağılımı söz konusu olur.

⁴⁴ Kılıç, Sevcan, “Sermaye Artırımlarının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi ve Bedelsiz Hisse Senedi Anomalisinin Test Edilmesi: İMKB’de Bir Uygulama”, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Haziran 2002, ss.44-48.

EPH, etkin olan bir piyasada çeşitli düzeydeki bilgilerin kullanılarak sistematik olarak aşırı getiri elde etmenin mümkün olmadığını belirtir. Fama tarafından 1970 yılında yazılan bir makaleden sonra, bilgisel etkinliğin zayıf form, yarı güçlü form ve güçlü form etkinlik olmak üzere üç dereceye ayrılarak incelenmesi gelenek haline gelmiştir. Ancak, Fama 1991 yılında yayımlanan makalesinde⁴⁵, hisse senedi fiyatlarının mevcut tüm bilgiyi yansıtacağı yönündeki ifadesinin çok güçlü ve genel bir söylem olduğunu belirterek bilgi edinme ve işlem maliyetlerinin olması nedeniyle EPH'nin bu yorumunun yanlış olduğunu kabul etmiş ve özellikle zayıf form etkinlik derecesinin içeriğini genişleterek derecelerin isimlerinde değişiklikler yapmıştır. Buna göre, söz konusu bilgisel etkinlik dereceleri ve bu derecelerin belirlenmesinde kullanılan başlıca testler aşağıda verilmektedir.

3.2.1. Getirilerin Tahmin Edilebilirliği Testleri (Zayıf Form Etkinlik)

Hisse senetlerinin “tarihi” fiyat ve işlem hacmi verileri kullanılarak saf al ve tut yatırım stratejisi ile elde edilebilenin üzerinde kazanç sağlanamayacağını ve fiyatların bu bilgileri zaten içerdiğini ifade etmektedir. Zayıf form etkinliğin (ve diğer iki form etkinliğin) olduğu bir piyasada teknik analiz yapılarak aşırı getiri elde edilemez.

Zayıf etkin piyasalar, geçmişteki fiyat ve işlem hacmi verilerinin piyasa fiyatlarına yansıdığı, dolayısıyla geçmişteki bu verilerin gelecekteki fiyatlar hakkında, saf al ve tut yatırım stratejisi ile elde edilebilenin üzerinde kazanç elde

⁴⁵ Fama, Eugene E., “*Efficiency in Capital Markets*”, *Journal of Finance*, Cilt.46, No:5, Aralık 1991, ss.1575-1617.

edilebilecek şekilde, bir bilgi sağlamadığı piyasalardır. Bu etkinlik, kısa dönemde yatırımcıların asla aşırı getiri elde edemeyeceklerini iddia etmez ama ortalama olarak rastgele hisse senetlerini seçen bir yatırımcıdan daha başarılı olamayacaklarını ifade eder. Piyasaların zayıf formda etkin olup olmadığı, teknik analizde kullanılan yöntemlerle aşırı getiri elde edilip edilemeyeceği incelenerek test edilmektedir⁴⁶. Filtre kuralları, zaman serileri, koşu testleri, getiri dönemselliğine ilişkin anomaliler (hafta sonu etkisi, ocak ayı etkisi, yıl sonu etkisi) gibi teknik analizde kullanılan yöntemlerin geçerli olduğu sonucuna varılırsa, piyasanın zayıf formda etkin olmadığı kabul edilir. Dolayısıyla, bu bilgiyi öğrenip doğru yorumlayan ve piyasaya ulaşabilen yatırımcı piyasa ortalamasının üzerinde getiri elde edebilir. Fama anılan çalışmasında, daha önce yarı güçlü formda etkinlik için kullanılan temettü getirileri ve faiz oranları gibi değişkenlerle getirilerin tahmin edilmesini ve menkul kıymet fiyatlarındaki düzensiz dalgalanmalar testlerini, getiri tahmin edilebilirliği (zayıf formda etkinlik) kapsamına almıştır.

3.2.2. Olay Çalışmaları (Yarı Güçlü Form Etkinlik)

Zayıf formda etkinlikte sadece şirketle ilgili tarihi bilgiler kullanılarak aşırı getiri elde edilemez iken yarı güçlü formda etkinlikte ekonomi, sektör ve ortaklıkla ilgili kamuya açıklanan bütün bilgilerin fiyatlara yansıdığı kabul edildiğinden, bu bilgilerin kullanılması suretiyle işlem maliyetleri çıkarıldıktan sonra aşırı getiri elde edilmesinin mümkün olamayacağı ifade edilmektedir. Yarı güçlü formda etkin piyasada teknik analiz yanında, temel analiz yönteminin kullanılması suretiyle de

⁴⁶ Özçam, Ferhat, **Teknik Analiz ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:32, Ankara, Nisan 1996, ss.114-119.

ortalama olarak aşırı getiri elde edilemez. Ancak, bu piyasalarda içeriden öğrenenlerin veya içeriden öğrenilen bilginin kullanılması suretiyle diğer yatırımcıların aşırı getiri elde etmesi mümkündür.

Bu etkinlik düzeyi zayıf formda etkinliği de kapsadığından, yarı güçlü formda etkin bir piyasa aynı zamanda zayıf formda da etkindir. Piyasaların yarı güçlü formda etkinliğinin test edilmesi, temel analizin test edilmesi anlamına geldiğinden uygulanan testlerde esas itibariyle kamuya açıklanan bilgilerin hisse senedi fiyatlarına yansıyor yansımamış ve yansımamışında bunun ne kadar sürede olduğu incelenmektedir. Hisse bölünmeleri, birleşme veya devralma, sermaye artırımı, aracı kurum önerileri ve düşük fiyat/kazanç oranlı hisse senetleri etkisinin incelendiği anomaliler bu etkinliğin test edilmesinde kullanılan en yaygın yöntemlerdir. Bu testler sonucunda, açıklama öncesinde bilginin fiyata doğru yansıdığı tespit edilirse, iki olasılık söz konusudur. Birincisi, yatırımcıların mevcut bilgileri çok iyi yorumladıkları; ikincisi de bilginin bir veya daha çok piyasa oyuncusuna sızmış olması. Birinci olasılıktan ziyade ikinci olasılık daha mümkün görünmekte olup, içeriden bilginin kamuya açıklanmadan önce kullanılması içeriden öğrenenlerin ticaretini oluşturmaktadır.

Fama⁴⁷, olay çalışmalarının hızla gelişen bir endüstri haline geldiğini belirterek bu çalışmaların piyasa etkinliği ve denge fiyatlandırma konularına yaklaşımı ile getirdiği yorumların etkinlik konusunda daha doğru kanıtlar verdiğine

⁴⁷ Fama, Eugene E., “*a.g.m.*”, ss.1575-1617.

ikna olduğunu ve olay çalışmaları sonucu oluşan kanıtların EPH'ni desteklediğini ifade etmektedir.

3.2.3. Özel Bilgi Testleri (Güçlü Form Etkinlik)

Hisse senedi fiyatlarının henüz kamuya açıklanmamış ama kısa süre içinde kamuya açıklanacak olan özel bilgileri veya içeriden öğrenenlerin sahip olduğu bilgileri yansıttığı kabul edilmektedir. Dolayısıyla, içeriden öğrenenler dahil hiç kimsenin henüz kamuya açıklanmamış bu bilgileri kullanarak sistematik olarak aşırı kazanç sağlaması mümkün değildir. Güçlü formda etkin bir piyasada teknik analiz ve temel analiz geçerli olmadığı gibi, içeriden öğrenilen bilgilerle kazanç sağlama imkanı da bulunmamaktadır. Kamuya açıklanmış veya açıklanmamış her türlü bilginin kullanılması suretiyle aşırı getiri elde edilemeyeceğinden bu piyasaların devamlı dengede olması beklenmektedir.

Güçlü formda etkin piyasaların olabileceğini savunan yazarlar, yasal düzenlemeler nedeniyle, içeriden bilgi edinenlerin bu bilgilere dayanarak ticaret yapmalarının engellendiğini ve ayrıca içeriden bilgi edinen çok sayıda kişi olması nedeniyle fiyatların denge noktasına tekrar çekileceğini ve bu sayede aşırı kazançlarının azalacağını düşünmektedirler. Çünkü, içeriden öğrenenlerin ulaştıkları özel bilgi hızlı bir şekilde kamuya da ulaşır. Diğer piyasa oyuncularının içeriden öğrenenlerin portföylerini ve hisse senedinde yaptıkları işlemleri takip etmeleri ve onların yatırımları yönünde yatırım yapmaları sayesinde içeriden öğrenenlerin bilgisi kısa zamanda özel bilgi olmaktan çıkarak fiyata yansır. Diğer taraftan, kamuya

açıklanmamış bilgilerin kullanılarak kazanç sağlanmasının yasak olduğu gelişmiş piyasaları olan ABD’de bile zaman zaman içeriden öğrenenlerin ticareti davalarına rastlanması güçlü etkin bir piyasa bulunmadığının bir göstergesi olarak kabul edilebilmektedir. Nitekim, Fama anılan makalesinde, çalışmalarda ortaya konan yeni sonuçların içeriden öğrenenlerin bilgilerinin fiyatlara tam yansıtılmadığı konusundaki geçmiş bulguları onaylayıcı nitelikte olduğunu kabul etmektedir.

Güçlü formda etkinliği test etmek için yapılan çalışmaların birçoğunda yatırım fonlarının ve bu fonların özel bilgilere ulaşabilecek nitelikteki yöneticilerinin performansı ölçülmektedir. Bu testlerde, fonlardan elde edilen gelirler herhangi bir modelden elde edilebilecek beklenen getiriler ile karşılaştırılmaktadır. İkinci test türü ise, içeriden öğrenenlerin şirket hisselerinde yaptıkları işlemlerden elde ettikleri kârların karşılaştırılmasıdır. Bu yöntemde, şirket çalışanlarının sahip oldukları içeriden bilgiyi kullanarak aşırı getiri elde edip etmedikleri araştırılmaktadır. Yatırım fonu yöneticileri ile içeriden öğrenenlerin aşırı getiri elde ettiğinin tespit edilmesi, piyasanın güçlü formda etkin olmadığını, dolayısıyla içeriden öğrenenlerin ve içeriden öğrenenlerin işlemlerini takip edenlerin aşırı getiri elde edebileceğini göstermektedir. İçeriden öğrenenlerin bu bilgilerini kullanarak işlem yapmalarının yasal yaptırımlara bağlanmasının ve gelişen teknolojinin kullanımıyla bu işlemlerin kimler tarafından yapıldığının daha kolay kanıtlanabilmesinin, güçlü formda etkinliğin oluşmasını engelleyen unsurları oldukça azaltması beklenmektedir.

Piyasanın etkinliğinin değerlendirilmesinde, fiyatların yeni bilgiye hızla uyum sağlaması ve yeni bilgi ile aynı yön ve büyüklükte olması önemlidir. Örneğin,

bir şirketin satış gelirlerini ciddi olarak artıracak bir buluş yaptığını varsayalım. Bu bilginin ilgili şirketin hisse fiyatını beklenen kârlılık durumuna göre belli bir düzeyde artırması beklenecektir. Bilginin kamuya açıklanması ile birlikte, şirketin hisse fiyatında bir miktar düşüş olursa, bilgi fiyata hızla yansımış olsa bile, beklenen yönde yansımadığından piyasanın etkinliğinden söz edilemeyecektir. Bu gibi durumlarda, yeni bilgiyi yansıtma konusunda piyasanın tepkisi yavaş ve kalitesiz ise, bu bilginin kullanılması suretiyle kolayca aşırı getiri elde edilebilir.

Diğer taraftan, Grossman ve Stiglitz'e göre,⁴⁸ bilgisel anlamda etkin işleyen piyasaların bulunması mümkün değildir. Çünkü eğer fiyatlar bütün bilgiyi taşırsa herkes buna maliyetsiz olarak sahip olabileceğinden, piyasada bilgi üretmenin getirisi kalmaz. Bilgi üretilmeyince de fiyatların bilgi taşıma fonksiyonu sona erer. Ayrıca, EPH'nin varsayımlarından yatırımcıların beklentilerinin aynı olması mümkün değildir. Zira, finansal piyasalarda işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için yatırımcıların beklentilerinin birbirinden farklı olması gereklidir. Aksi takdirde, herkes aynı bilgi setine sahip olmaktan dolayı gelecek hakkında aynı beklenti ve öngörülere sahip olursa, herkes aynı yönde yatırım yapmak isteyeceğinden arz ve talebin karşılaşması mümkün olmayacaktır. Finansal piyasalarda işlem yapılamamasını doğuran bu soruna çözüm olarak, kamunun gerektiğinde özel bilgi üretilmesini sağlaması veya kendisinin bilgi üretmesi suretiyle piyasaya katılması önerilmektedir.

⁴⁸ Grossman, Sanford J. ve Stiglitz, Joseph E., "On The Impossibility of Informationally Efficient Markets", *American Economic Review*, Cilt.70, No:3, Haziran 1980, ss.393-408.

3.3. FİNANS YAZININDA YER ALAN ÇALIŞMALAR

Finans yazınında yer alan çalışmaları yurt dışındaki gelişmiş menkul kıymetler borsaları üzerine yapılmış çalışmalar ve ülkemizde İMKB üzerine yapılan çalışmalar olmak üzere iki başlık altında incelemek mümkündür.

3.3.1. Yurt Dışındaki Borsalar Üzerine Yapılan Çalışmalar

New York Hisse Senetleri Borsası (New York Stock Exchange) ve Londra Hisse Senetleri Borsası'nda (London Stock Exchange) işlem gören şirketlerin içeriden öğrenenleri veya sadece yöneticilerinin yaptıkları hisse alım satımlarına ilişkin açıklamaların hisse fiyatına etkisi, finans yazınında çeşitli açılardan incelemeye konu edilmiş olup, bu çalışmaların başlıcaları aşağıda sunulmaktadır.

Seyhun⁴⁹ 1975-1981 döneminde 769 firmanın içeriden öğrenenlerinin toplam 59.148 alış ve satış işlemini belirleyerek bu işlemleri içeriden öğrenenin konumuna göre ayırmıştır: memurlar, yöneticiler, memur-yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri ve büyük ortaklar. Olay günü öncesindeki 200 ve olay günü sonrasındaki 300 günlük aşırı getirilerin analizi sonucunda, içerideki bilginin içeriden öğrenenlerin firmayla ilişkilerinin bir sonucu olarak arttığını (günlük karar almaya daha yakın olan içeriden öğrenenlerin daha değerli bilgiyle işlem yaptığını), içeriden öğrenenlerin aşırı getirileri ve firma boyutu arasında önemli negatif ilişki olduğunu, bu ilişkinin içeriden öğrenenlerin ticaretinin diğer tanımlayıcıları dikkate alındığında da

⁴⁹ Seyhun, H.Nejat, "a.g.m.", ss.189-212.

azalmadığını ve içeriden öğrenenlerin bilgilerinin değerindeki farklılıkları ayırabildiğini, dolayısıyla daha değerli bilgiye sahipken daha yüksek hacimli işlem yapabildiklerini tespit etmiştir. Ancak, içeriden öğrenenlerin raporlarının SEC tarafından alınır alınmaz dışarıdaki yatırımcıların içeriden öğrenenlerin işlemlerine dayanarak işlem yapması halinde, 100 gün sonra %1,4 ve 300 gün sonra %1,9 kazanabileceği, açıklamanın yayımlanmasının beklenmesi durumunda brüt aşırı getirinin 300 gün için yalnızca %1,1 olduğu; dolayısıyla işlem maliyetleri çıkarıldıktan sonra dışarıdaki yatırımcıların önemli pozitif aşırı getiri elde edemeyecekleri sonucuna ulaşılmıştır.

Lin ve Howe'n ABD tezgah-üstü piyasası (OTC/NASDAQ) verilerini kullanarak içeridekiler ve dışarıdakilerin işlem karlılığını araştırdığı ve aynı zamanda içeriden öğrenenlerin karlarının belirleyicilerini tespit etmeye çalıştığı makalesinde⁵⁰, menkul kıymetleri OTC/NASDAQ'da işlem gören firmaların içeriden öğrenenlerin anormal getiri elde edebildiği tespit edilmekle birlikte, özellikle bu piyasaya özgü yüksek işlem maliyetlerinin (alım satım fiyatları arasındaki fark) diğer yatırımcıların pozitif aşırı getiri potansiyelini yok edebildiği görülmüştür. Bunun yanında, elde edilen bulgular ile şirketin faaliyetlerine daha yakın olan içeriden öğrenenlerinin (Yönetim Kurulu başkanı, yöneticiler, yönetici-memurlar ve memurlar) ortaklıktan uzak olan büyük ortaklara göre daha değerli bilgiyle işlem yapabildikleri tespit edilmiş olup, bu tespit bilgi hiyerarşisi ile de uygun görünmektedir.

⁵⁰ Lin, Ji-Chai ve Howe, John S., "Insider Trading in the OTC Market", Journal of Finance, Cilt.45, No.4, Eylül 1990, ss.1273-1284.

Pope ve diğçerlerinin⁵¹ İngiliz hisse senetleri piyasasında iççeriden öğçrenenlerin ticaretinin kârlılık derecesini ve iççeriden öğçrenenlerin işçlemlerinin öncesi ve sonrası dönemlerde hisse getirilerinin davranışlarını araştırdığı çalışmasında, 1977-1984 yıllarında Londra Hisse Senetleri Borsasında işçlem göçren şirketlerin yöneticileri ve yönetici yakınlarının alım ve satım olmak üzere toplam 564 işçleminin işçlem tarihinden önceki ve sonraki 6 aylık dönemdeki hisse fiyat hareketleri incelenmiştir. Altı ay boyunca birikimli portföy için birikimli aşırı getirilerin arttığı ve pozitif olduğu tespit edilmiş ve bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Alım portföyü için de birikimli aşırı getiriler pozitifdir fakat istatistiksel olarak hipotez red edilememiştir. İstatistiksel olarak anlamlı bulunan satış portföyü için birikimli aşırı getirilerin düzenli olarak negatif olması ve zaman iççerisinde artan negatif ortalama farklar göstermesi sonucunda, alış satış fiyat farkları ve işçlem maliyetleri dikkate alındığında, yöneticilerin hisse işçlemlerinin haberlerini takip edenlerin bu işçlem stratejisinden aşırı getiriler kazanabileceği sonucuna varılmıştır.

Jordan'ın 1989-1993 yılları arasındaki beş yıllık dönemde, 158 halka açık bankanın 2.650 yöneticisinin yönettikleri bankaların hisselerindeki işçlemleri incelediği makalesinde ise⁵², yöneticilerin sadece tazminat komitelerine güvenmedikleri ve bankanın hissesinde kişisel işçlemler yaparak kazanç elde ettikleri tespit edilmiştir. Bankalarda yöneticilerin hisse sahibi olmasının çıkar çatışmasını engellediği düşünölmekle birlikte, yöneticilerin tam zamanında yaptıkları hisse işçlemleri aracılığıyla bankaya özgü bilgileri piyasaya yaydıkları, bu suretle bankanın

⁵¹ Pope, P.F., Morris, R.C. ve Peel, D.A., “*Insider Trading: Some Evidence on Market Efficiency and Directors' Share Dealings in Great Britain*”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Cilt.17(3), Yaz 1990, ss.359-380.

⁵² Jordan, John S. “*Bank Managers' Opportunistic Trading of their Firms' Shares*”, *Financial Management*, Cilt.28, No:4, Kış 1999, ss.36-51.

hissesine yatırım yapanların riskliliğini düşürerek getiri oranını yükselttikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Ersoy ve Lasfer'in Birleşmiş Krallık'taki çok sayıdaki kurumsal yatırımcının işlem kalıplarının incelendiği makalesinde⁵³, olay-sonrası pozitif (negatif) getirilere yol açan alım (satım) işlemlerini zamanlaması beklenen bu yatırımcıların ortalamada, hem büyük tutarlı alım ve satım emirlerinde hem satım emirleri öncesi duyurularında hisse fiyatlarının önemli ölçüde arttığı, dolayısıyla kurumsal yatırımcıların hisseleri satmadan önce hisse fiyatlarındaki artış avantajını yakaladıkları tespit edilmiştir. Bununla birlikte, işlemlerin zamanlaması yönünden kurumsal yatırımcılar arasında farklılıklar olduğu belgelenmiştir. Ancak, kurumsal yatırımcıların stratejilerinin olay sonrası dönemde mutlaka pozitif getirilere yol açmaması nedeniyle elde edilen bulguların az veya hiç bilgiye sahip sürü (herding) davranışıyla açıklanabileceği ifade edilmiştir.

Friederich ve diğerlerinin⁵⁴ makalesinde, Londra Hisse Senetleri Borsasında işlem gören 'orta-ölçekli' şirketlerin yöneticilerinin Ekim 1986 - Kasım 1994 dönemi boyunca şirket hisselerinde yaptıkları işlemlerin bildirim tarihi etrafındaki kısa vadeli aşırı getiriler incelenmiştir. Çalışmada Barclay ve Warner'ın bilgili işlemcilerin büyük tutarlarda işlem yapmaktan kaçındıkları "gizli işlem" hipotezi⁵⁵ ile uyumlu olarak özellikle orta-ölçekli işlemlerin büyüklerden kısa vadeli getiriler için daha

⁵³ Ersoy-Bozcuk, Aslıhan ve Lasfer, Meziane, "The Trading Behaviour of UK Institutional Investors", *EFMA 2001 Lugano Meetings*, 12 Nisan 2001, Erişim Tarihi: 23.02.2007, <http://ssrn.com/abstract>.

⁵⁴ Friederich, Sylvain ve diğerleri, "a.g.m.", ss.7-30.

⁵⁵ İlk kez M. J. Barclay ve J. Warner tarafından 'Journal of Financial Economics' dergisinin 1993 yılı 34 ciltli sayısında yayımlanan "Stealth trading and volatility (which trades move prices?)" isimli makalesinde ortaya atılan bu hipoteze göre, bilgili işlem yapanlar büyük tutarda işlem yapmaktan kaçındıkları için işlemlerini daha makul tutarlarda gerçekleştirirler.

üstün tahmin yeteneği olduğu belirlenmiştir. Örnekleme dönemi boyunca şirket içeriden öğrenenlerinin şirketlerin hisse fiyatındaki düşüşten sonra hisseleri satın aldıkları, hisse fiyatındaki bir yukarı koşudan sonra ise sattıkları ve yöneticilerin işlem sinyallerinden sonraki günlerde ters yönde aşırı hisse fiyat hareketleri olduğu tespit edilmiştir. Bunun yanında, alım işlemlerinin satış işlemlerinden ortalamada daha büyük aşırı getiriler izlediği ve 'kümelenmiş' işlemlerin sinyal gücü bakımından büyük işlemlere göre oldukça baskın olduğu görülmüştür. Piyasanın mikro yapısından kaynaklanan maliyetler (alış satış fiyatları arasındaki farklılık ve işlem maliyetleri gibi) dikkate alındığında, dışarıdakilerin elde edebileceği kısa vadeli potansiyel aşırı getirilerin sıfır veya sıfıra çok yakın olduğu anlaşılmıştır. Dolayısıyla, yöneticilerin işlemlerinden sonra hisse fiyatındaki hareketler istatistiksel olarak anlamlı olsa da, ekonomik olarak önemli görülmemiştir.

Hillier ve Marshall⁵⁶ Eylül 1991-Mart 1997 döneminde 1.350 şirketin 7.796 yönetici işleminden oluşan bir örneklem kullanarak olay gününden önceki ve sonraki 120 gündeki aşırı getirileri incelemiştir. Ayrıca olay gününden 60, 40, 20 ve 5 gün önceden olay günü öncesine kadarki dönemler için de birikimli aşırı getirileri hesaplamıştır. Çalışma sonucunda, diğer çalışmaların çoğunluğuyla uyumlu olarak, ortalamada yöneticilerin piyasanın üstünde getiri elde edebildikleri ve işlemlerinin zamanlamasında mükemmel göründüklerini belirtmiştir. Bununla birlikte, araştırma üzerine bütün yöneticilerin işlemlerinin yaklaşık olarak %50 sinin ya sıfır ya da beklenenin tersine performans sergilediği bulunmuştur. Ayrıca, aşırı getiri gösteren işlemlerde bazı ortak özellikler tespit edilmiştir: Yöneticilerin şirketlerinin hisselerini

⁵⁶ Hillier, David ve Marshall, Andrew P., "The Market Evaluation of Information in Directors' Trades", Journal of Business Finance & Accounting, Cilt.29(1)&(2), Ocak/Mart 2002, ss.77-110.

satın alırken daha küçük miktarda işlem yapar görünmelerine rağmen, diğer yöneticilerle birlikte hareket etmeleri ve bu işlemin devamında görülen aşırı getirilerin yöneticilerin işlem tutarlarıyla ilgili olması gibi. Bunun yanında, yöneticinin büyük tutarlı alım işlemlerine işlem gününde tepki gösterilmesi piyasa yapısının incelenmesini gerektiren bir bulgu olarak ortaya konmuştur. Çünkü, bu durum piyasanın işlemi bilgili bir yönetici işlemi olarak algıladığını ve bilgiyi hızla kullandığını veya piyasaya bir sinyal verdiğini işaret etmektedir.

Collett⁵⁷ boğa piyasasının geçerli olduğu 1995 yılından 2001 başına kadarki dönemde Londra Hisse Senetleri Borsasında işlem gören şirketlerin yöneticilerinin şirket hisselerinde yaptıkları toplam 3.332 işlemin kârlılığını inceleyerek bu işlemlerin şirket ile ilgili olumlu veya olumsuz haberlerin açıklanmasının öncesi ve sonrasındaki durumlarını araştırmıştır. Yönetici işleminin açıklanmasından önceki 5 gün ve açıklanmasından sonraki 10 gün için aşırı ve birikimli aşırı getiriler hesaplanarak negatif işlem bildirimlerinin pozitif işlem bildirimlerini %50 geçtiği ve aşırı getiriler ile ölçülen piyasa tepkisinin negatif bildirimler için oldukça büyük olduğu çalışmada tespit edilen başlıca bulgulardır.

Fidrmuc ve diğerleri⁵⁸ tarafından yapılan araştırmada ise hisse sahipliği ve şirketi kontrol etme unsurları dikkate alınarak Londra hisse senedi piyasasında 1991 - 1998 döneminde işlem gören 1.492 hisse senedinde, şirket yöneticileri tarafından yapılan 2.188 alım ve 2.347 satış işleminin taşıdığı bilgi incelenmiştir. Bir bütün

⁵⁷ Collett, Nick, “*Reactions of the London Stock Exchange to Company Trading Statement Announcements*”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Cilt.31(1)&(2), Ocak/Mart 2004, ss.3-35.

⁵⁸ Fidrmuc, Jana P. ve diğerleri, “a.g.m.”, ss.2931-2973.

olarak ele alındığında, bu çalışma piyasanın yöneticiler tarafından yapılan hisse alım satımlarına tepki verirken şirketi kontrol eden hissedar yapısını, yöneticilerin artan hisse payı nedeni ile yerinin sağlamaştırılması ve korunaklı hale gelme seviyesini ve birçok yöneticinin aynı gün alım satım yapıp yapmadığına dikkate ettiği ve göz önünde tuttuğu yönünde güçlü kanıtlar sunmaktadır.

3.3.2. İMKB Hisse Senetleri Piyasası Üzerine Yapılan Çalışmalar

İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin fiyat hareketlerinin daha iyi değerlendirilebilmesi açısından İMKB ve özellikle hisse senedi piyasalarının işleyişi, gelişimi ve bugünkü durumunun bilinmesinde yarar görülmektedir. Bu itibarla, bu bölümde ilk olarak hisse senedi piyasaları ağırlıklı olmak üzere İMKB’nin gelişimi, daha sonra İMKB üzerine yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular hakkında bilgi verilecektir.

3.3.2.1. İMKB Hisse Senetleri Piyasası⁵⁹

Modern anlamda ülkemizdeki ilk hisse senedi piyasası olan İMKB, 6 Ekim 1983 tarih ve KHK/91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile kurulmuş tüzel kişiliğe haiz bir kamu kurumudur. Borsaların hukuki alt yapısını oluşturmak amacıyla anılan KHK’ye dayanarak SPK

⁵⁹ Bu bölümün hazırlanmasında İMKB’nin 2005 ve SPK’nın 2006 yıllarına ilişkin Faaliyet Raporlarından yararlanılmış olup, ayrıntılı bilgi için bkz.: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Yıllık Rapor 2005**, Erişim Tarihi: 24.06.2007, <http://www.imkb.gov.tr/donemselbulten/veri/yillikraporpdf.zip> ve Sermaye Piyasası Kurulu, **2006 Yılı Faaliyet Raporu**, Erişim Tarihi: 24.06.2007, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=96&fn=96.zip>

tarafından 1984 yılında “Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” çıkarılmıştır. Bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde 19 Ekim 1984 tarihinde İMKB'nin kurulması kararlaştırılmıştır. İMKB'nin kuruluş, çalışma esas ve kuralları hakkındaki yönetmeliğin de 18 Aralık 1985 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmesini takiben ilk hisse senedi alım satım işlemi 3 Ocak 1986 tarihinde gerçekleştirilmiştir. İMKB'de, 2006 yılı itibariyle esas olarak⁶⁰ hisse senetleri piyasası ile tahvil ve bono piyasası faaliyet göstermekte olup, bu piyasalar da kendi içlerinde alt pazarlara ayrılmaktadır.

Dünya Borsalar Federasyonu (WFE – World Federation of Exchanges) ve Avrasya Borsalar Federasyonu (FEAS - Federation of Euro-Asian Stock Exchanges) üyesi olan İMKB, yirmi yılı aşan geçmişinde çok hızlı bir gelişme göstermiş ve birçok defa gelişmekte olan piyasalar arasında işlem hacmi ve getiri artışı bazında yapılan karşılaştırmalarda ilk sıraları almıştır.

İMKB'de hisse senetleri işlem gören şirket sayısı 1986 yılı sonu itibariyle 80 iken, 2006 yılı sonu itibariyle 8 i Gözaltı Pazarı, 3 ü Yeni Ekonomi Pazarı, 15 i İkinci Ulusal Pazar ve 290 1 Ulusal Pazar olmak üzere toplam 316 ya yükselmiştir. Bu şirketlerin 30 u menkul kıymetler yatırım ortaklığı, 11 i gayrimenkul yatırım ortaklığı, 6 sı borsa yatırım fonu ve 2 si girişim sermayesi yatırım ortaklığıdır. Piyasa değerleri açısından söz konusu pazarların içerisinde en yüksek pay 2006 yılında %99,24 ile Ulusal Pazara ait olup, onu %0,69 ile İkinci Ulusal Pazar izlemektedir.

⁶⁰ İzmir'de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin faaliyete geçmesi nedeniyle, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası bünyesinde faaliyet gösteren Döviz Dayalı Vadeli İşlem Piyasası 28 Ocak 2005 tarihinde kapatılmıştır.

Gözaltı ve Yeni Ekonomi Pazarlarının payı ise sırasıyla %0,04 ve %0,03 düzeyindedir. İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin 1986 yılı sonunda 0,7 milyon YTL (938 milyon ABD Doları) olan piyasa değerleri 31 Aralık 2006 tarihi itibariyle 230.038 milyon YTL’ye (163.775 milyon ABD Doları) ulaşmıştır.

İMKB’de hisse senetlerinin toplam işlem miktarı 1986 yılında 3 bin YTL iken 2006 yılında 91.634.552 bin YTL’ye yükselmiş, günlük işlem hacmi ise 1993 yılında ulaştığı 1 milyon YTL düzeyini takiben her yıl artarak 2004 yılında 837 milyon YTL, 2005 yılında 1.063 milyon YTL ve 2006 yılında 1.301 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir. Yıllık bazda 1986 yılında 9.000 YTL (13 milyon ABD Doları) olan işlem hacmi 2000 yılında 111,2 milyar YTL (181,9 milyar ABD Doları) ile rekor düzeye çıktıktan sonra 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin etkisiyle 2001 ve 2002 yıllarında azalmış, 2003 yılından itibaren tekrar istikrarlı bir artış hızı yakalayarak 2006 yılında 325,1 milyar YTL (229,6 milyar ABD Doları) seviyesine ulaşmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak sözleşme sayıları da artmış ve 2006 yılında İMKB Hisse Senetleri Piyasasında toplam 45.491 bin adet sözleşme düzenlenmiştir.

İMKB Hisse Senetleri Piyasasında 2000 yılı sonu itibariyle %40,9 olan yabancıların payı, 2001-2003 döneminde işlem tutarlarındaki azalmaya bağlı olarak dalgalanmalar göstermiş, 2004 yılından itibaren özelleştirmeler ve şirket ele geçirmeleri nedeniyle artarak 2005 yılı sonunda %66,3 e yükselmiş, 2006 yılı sonunda ise %65,3 düzeyinde gerçekleşmiştir. Yabancıların net bazda yaptıkları işlemler incelendiğinde, 2000 yılında 3.134 milyon ABD Doları satım, 2001 yılında 509 milyon ABD Doları alım, 2002 yılında 15 milyon ABD Doları satım, 2003,

2004, 2005 ve 2006 yıllarında ise sırasıyla 1.010 milyon ABD Doları, 1.426 milyon ABD Doları, 4.086 milyon ABD Doları ve 1.143 milyon ABD Doları alım yaptıkları görülmektedir.

Zaman içerisinde İMKB hisse senedi piyasasında hesaplanan endekslerin içeriğinde çeşitli değişiklikler yapılmış ve endekslerin sayısı artırılmıştır. 2006 yılı itibariyle hisse senetlerinin fiyat ve getirilerinin bütünsel ve sektörel bazda performanslarının ölçülmesi amacıyla İMKB’de başlıca yedi endeks hesaplanmaktadır. Bu endeksler; İMKB Ulusal-100, İMKB Ulusal-50, İMKB Ulusal-30, İMKB Ulusal Tüm, İMKB Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları, İMKB İkinci Ulusal ve İMKB Yeni Ekonomi endeksleridir. Söz konusu endekslerin hepsi seans sırasında ve seans sonunda, kapanış fiyatları ve getiriler bazında hesaplanmaktadır. İMKB Ulusal-100 Endeksi Ulusal Pazar için temel endeks olarak kullanılmakta olup, tüm endeksler tam sayıdan sonra iki haneli olarak gösterilip ilan edilmektedir. İMKB Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksi, Ulusal Pazarda işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden oluşmakta olup, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları diğer endeksler kapsamında yer almamaktadır.

İMKB Ulusal-Tüm Endeksi, Ulusal Pazarda işlem gören hisse senetlerini kapsamakta olup, bu endeksin altında Sektör Endeksleri ve Alt Sektör Endeksleri hesaplanmaktadır. İMKB Ulusal-Sınai, İMKB Ulusal-Hizmetler, İMKB Ulusal-Mali ve İMKB Ulusal-Teknoloji sektör endekslerinin altında bankalar, tekstil, bilişim gibi her sektör için alt sektör endeksleri yer almaktadır. İMKB Ulusal-100 endeksi, 1986 yılında 40 şirketin hisse senedi ile başlayarak zamanla sayısı 100 şirketin hisse

senedi ile sınırlanan Bileşik Endeksin devamı niteliğindedir. Ulusal Pazarda işlem gören menkul kıymetler yatırım ortaklıkları hariç, belirlenen şartlara göre seçilmiş hisse senetlerinden oluşmakta olup, İMKB Ulusal-30 ve İMKB Ulusal-50 hisse senetlerini otomatik olarak kapsamaktadır. Ulusal Pazarda işlem gören şirketlerden belirlenen şartlara göre seçilen 50 hisse senedinden oluşan İMKB Ulusal-50 Endeksi, doğal olarak İMKB Ulusal-30 hisse senetlerini de kapsamaktadır. İMKB Ulusal-30 Endeksi ise Vadeli İşlemler Piyasasında kullanılmak üzere, Ulusal Pazarda işlem gören ve belirlenen şartları taşıyan 30 hisseden oluşmaktadır. İMKB Ulusal Pazarda işlem görme niteliklerine sahip olmayan hisseler için de, işlem gördükleri pazarların ismini alan İMKB İkinci Ulusal Pazar Endeksi ve İMKB Yeni Ekonomi Pazarı Endeksleri hesaplanmaktadır.

Piyasanın gelişimine ve ekonomideki gelişmelere paralel olarak 2000 yılında 9.437 ve 2001 yılında 13.782 düzeyinde bulunan İMKB Ulusal-100 Endeksi, 2002 yılında 10.369 düzeyine gerilemiş, 2003 yılının başından itibaren sürekli artarak 2004 yılı sonunda 24.972, 2005 yılı sonunda 39.778 ve 2006 yılı Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanmanın etkisiyle 2006 yılı sonunda bir önceki yıla göre YTL bazında %1,7 ve ABD Doları bazında %6 değer kaybederek 39.117 seviyesinden kapanmıştır.

İMKB Endeksleri'nin kapsamındaki dönemsel değişiklikler İMKB Ulusal-30, İMKB Ulusal-50 ve İMKB Ulusal-100 Endekslerinde Ocak-Mart, Nisan-Haziran, Temmuz-Eylül, Ekim-Aralık dönemleri için yılda 4 kez yapılmakta olup, endeks değişiklikleri 15 gün önceden açıklanmaktadır. Fiyat endeksleri nakit karşılığı

sermaye artırımını, endekse yeni hisse alınması veya çıkarılması, MKK saklama oranının değişmesi, şirketlerin bölünmesi veya birleşmesi ve çağrı yoluyla hisse toplanması aşamalarında düzeltilmektedir. Getiri endeksleri ise, bu durumlara ilave olarak nakit temettü ödemesinde de düzeltilmektedir. Pazarları kesin olarak kapatılan hisse senetleri tüm endekslerden, kesintisiz 5 iş gününden fazla süre için kapatılan hisse senetleri ise kapsamında oldukları endekslerden çıkarılmaktadır. İşlem gördüğü pazardan başka bir pazara alınan hisse senetleri, eski endekslerinden çıkarılarak yeni alındığı pazara ait endekslere dahil edilmekte; her durumda endekslerden çıkarılan hisse senetlerinin yerine yedek hisse senetleri alınmaktadır.

2006 yılı sonu itibariyle İMKB Hisse Senetleri Piyasasında alım satım aracılığı yetki belgesi olan 105 aracı kurum bulunmaktadır⁶¹. Merkez ve merkez dışı örgütleri vasıtasıyla ülke çapında faaliyet gösteren aracı kurumlar 2006 yılı itibariyle 244 şube, 68 irtibat bürosu ve bankalarla tesis edilen 30 acentede hizmet vermektedirler. Yatırım ve ticari bankalardan oluşan 40 aracı kuruluşun ise anılan piyasada işlem yapma yetkisi olmayıp, sadece borsa dışında alım satım yetkileri vardır. Hisse senedi işlemlerinde sabit bir komisyon oranı olmamakla birlikte, üyelerin müşterilerinden alabilecekleri minimum komisyon oranı %0,2, maksimum komisyon oranı ise % 1 (yüzde bir) olarak uygulanmakta olup, çok yüksek tutarda işlemi bulunan müşteriler için komisyon iadesi yapılabilmektedir.

Hisse senedi devir ve teslimleri 1989 yılına kadar üyeden üyeye fiziki teslim şeklinde gerçekleştirilen İMKB'de, takas ve saklama merkezinin kurulması

⁶¹ Bu kurumlardan 7'sinin faaliyetleri geçici olarak durdurulmuştur.

sonrasında işlemler bu merkezde gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Takas ve saklama merkezi 1995 yılında mevduat kabul etmeyen bir banka olarak İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) adını almıştır. Türkiye’deki tek yetkili takas ve merkezi saklama kuruluşu olan Takasbank, İMKB Hisse Senetleri Piyasası ile Tahvil ve Bono Piyasası, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ile yatırım fonu ve ortaklıklarının portföy varlıklarına yönelik olarak takas ve/veya saklama hizmetleri yanında; aracı kuruluşlara para piyasası hizmeti ile menkul kıymet kredisi ve ödünç menkul kıymet kredisi hizmetleri vermektedir. Ancak, 28 Kasım 2005 tarihinde İMKB’de işlem gören hisse senetlerinde kaydi sisteme geçilmesi ile birlikte, Takasbank’ta mislen saklanmakta olan hisse senetleri MKK’da izlenmeye ve hisse senetlerinin kaydi takasının MKK’da yapılmasına başlanmıştır. İMKB Hisse Senetleri Piyasasında zaman içerisinde değişiklikler olmakla birlikte takas süresi genellikle işlem günü artı iki işgünü (t+2) olarak uygulanmıştır. Mevcut durum itibariyle de takas süresi iki işgünü olup, takas işleminde çoklu netleştirme sistemi uygulanmakta ve ödemeler aynı gün hesaplarda biriken fonlarla yapılmaktadır.

İMKB’de hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde, kuruluş yıllarında “Tek Fiyat” ve “Çok Fiyat” yöntemleri kullanılmış; bu yöntemlerin olumsuz etkileri nedeniyle Kasım 1987 den itibaren denenmeye başlanan “Pano Sistemi” veya “Kara Tahta Sistemi” olarak adlandırılan yöntem kullanılmaya başlanmıştır. Ancak, emirlerin girilmesi ve karşılaşmasına ilişkin işlemlerin elle yapılmasının getirdiği işlem hızı ve denetim güçlüğü nedeniyle 1993 yılının sonunda kısmen “Elektronik Alım-Satım Sistemi”ne geçilmiş, Aralık 1994 itibariyle de tüm hisse senetleri elektronik ortamda işlem görmeye başlamıştır. Hisse Senetleri Piyasasında fiyatlar,

alım ve satım emirlerini fiyat ve zaman önceliği esaslarına göre otomatik olarak eşleştiren bu Sistem aracılığıyla “Çoklu Fiyat-Sürekli Müzayede” yöntemine göre oluşmaktadır. Temsilciler, alıcı ve satıcıların emirlerini İMKB’de ve Üye merkez ofislerinde bulunan işlem terminalleri aracılığıyla Sisteme girmektedirler. Son durum itibariyle İMKB binasında yaklaşık 1000 işlem terminali üye temsilcileri tarafından kullanılmakta olup, bu terminallere ilave olarak her aracı kurumun merkez ofisinde Sisteme erişim imkanı olan terminaller bulunmaktadır.

2001 yılından itibaren üyelerin uzaktan erişimde elektronik ortamda emir göndermelerine olanak sağlayan ExAPI uygulamasına başlanmıştır. 2004 sonu itibariyle üyelerin tamamına yakını bu uygulamayı kullanmaya başlamış olup, tüm üyeler tarafından ExAPI üzerinden piyasaya iletilen emir sayısı toplam emir sayısının %85 ine ulaşmıştır.

YTL’ye geçiş ile birlikte, İMKB’de işlem gören şirketler için standart işlem birimi veya standart “lot” büyüklüğü, 1 YTL nominal değerli hisse senedi olarak belirlenmiştir. Sistem üyelerin “limit”, “limit değerli”, “özel limit fiyatlı”, “kalanı iptal et”, “özel emir” ve “tarihli emir” gibi farklı emir çeşitlerini kullanmalarına imkan sağlamaktadır. Üyeler alış satış emirlerini en çok 1 işlem günü geçerli olabilecek şekilde girmekte, belirli bir geçerlilik tarihi olmayan işlem görmemiş emirler seans sonunda otomatik olarak iptal edilmektedir. Standart lot miktarından daha düşük miktardaki emirler, bir başka deyişle küsurat emir işlemleri, YTL’ye geçişi takiben Borsa dışında lot altı işlem yapmaya yetkili üyelerce gerçekleştirilmektedir. Bir hisse senedine bir seferde girilebilecek “maksimum lot

miktarı” 250, 500, 1.000, 2.500, 5.000, 10.000 veya 25.000 lot olmak üzere her hisse senedi için her ay yeniden belirlenmektedir. Belirlenen bu miktarların üzerindeki emirler “Özel Emir” şeklinde verilmektedir. Özel emir miktarı en fazla “blok emir” sınırı olan ödenmiş sermayenin % 10 una kadar olup, kısmi olarak eşleştirilememektedir.

İMKB’de hisse senetleri piyasası işlemleri kuruluşundan 1994 yılında kadar genellikle her işgünü 2 saatlik tek seanslarla yürütülmüş, seans sayısı ve süresi Temmuz 1994 den itibaren sabah ve öğleden sonra ikişer saatlik seanslar (10.00-12.00 ile 14.00-16.00) olmak üzere artırılmıştır. Daha sonra işlem saatlerinin artırılması amacıyla seans süreleri yarım saat daha uzatılmıştır (09.30-12.00 ile 14.00-16.30). Hisse Senedi Piyasasında seans başında gözlenen yükün hafifletilmesi, aracı kurumların operasyon yüklerinin azaltılması, piyasa oluşumu ve fiyat istikrarına katkıda bulunulması amacıyla ilk seansın 30 dakikasında “Açılış Seansı” uygulamasına başlanmıştır. Ancak, bu gelişmeler de yeterli görülmemiş ve diğer ülke borsaları ile seansların çakışması suretiyle işlem miktarı ile piyasanın etkinliğinin artırılması amacıyla seans süresinin daha da uzatılması yönünde çalışmalar tamamlanarak 2007 Eylül ayından itibaren ikinci seans saat 17.00’ye kadar uzatılmış ve birinci seans başlangıcındaki açılış seansı 30 dakikadan 15 dakikaya indirilmiştir.

Bir hisse senedi için seans içinde önerilebilecek en düşük ve en yüksek fiyatlar o hisse senedinin "Fiyat Marjı /Fiyat Aralığı"nı oluşturmaktadır. Bir hisse senedi her seans baz fiyatına göre %10 artıp, azalabilir. Hisse senedinin işlem görebileceği en alt ve en üst fiyat limitlerinin belirlenmesine esas teşkil eden “Baz

Fiyat” bir önceki seans “Ağırlıklı Ortalama Fiyat”ının en yakın fiyat adımına yuvarlanması ile elde edilmektedir.

İMKB her seans sonunda, her temsilci, üye ve hisse senedi bazında günlük işlem raporları hazırlamakta ve bu raporları üyelerinin İMKB’deki ofislerine elektronik ortamda İnternet aracılığıyla ulaştırmaktadır. Yayınlarında piyasa verileri yanında istatistiki bilgiler de sunan İMKB, günlük, haftalık, aylık ve üç aylık bültenlerini Türkçe ve İngilizce dillerinde yayınlamaktadır. İMKB’deki günlük pazar bilgileri ile işlemlere ilişkin veriler ve çeşitli istatistikler yerel ve uluslararası veri dağıtım firmaları aracılığıyla gerçek zamanlı olarak yayınlanmakta olup, yatırımcılar, yetkili veri dağıtım kuruluşları aracılığıyla hisse senetlerinde gerçekleşen tüm işlemler ile piyasa derinlik bilgilerine (en iyi beş fiyat seviyesi ile sınırlı kalmak kaydıyla) eşanlı olarak erişebilmektedir. Bilgiler aynı zamanda, Türk Radyo Televizyonu, NTV ve Kanal-E aracılığıyla gün içerisinde teleteks vasıtasıyla da izlenebilmektedir.

3.3.2.2. İMKB Üzerine Yapılan Çalışmalar

İMKB’de işlem gören ortaklıkların büyük pay sahipleri ile yöneticilerinin yaptıkları hisse alım satım işlemlerine ilişkin açıklamaların hisse fiyatına etkisinin değerlendirildiği bir çalışma tespit edilememiştir. Bu bağlamda, bu çalışma bir ilk olma özelliğine sahiptir. Bununla birlikte, İMKB’nin zayıf ve yarı güçlü formda etkin olup olmadığının incelenmesine yönelik birçok çalışma bulunmakta olup, bu

çalışmalardan özellikle son dönemde yapılanlar ile bu çalışmalarda elde edilen bulgular aşağıda verilmektedir.

Balaban ve diğerlerinin Ocak 1989-Temmuz 1995 dönemini kapsayan çalışmasında⁶², esas itibariyle gecelik faiz oranları, ABD Doları, Alman markı, döviz sepeti, bankaların serbest rezervleri, dolaşımdaki döviz, M1 ve M2 olarak tanımlanan para arzı göstergeleri, rezerv para, parasal taban ve Merkez Bankası parası gibi değişkenlerdeki günlük değişmelere karşılık Türk hisse senedi piyasasının bilgisel etkinliği test edilmiştir. Ocak 1989 dan Temmuz 1995 dönemine kadar Türk hisse senedi piyasasında etkin piyasalar hipotezinden önemli sapmaların raporlandığı çalışmada, elde edilen bulguların kullanılması suretiyle bütün bilgi değişkenleri düşük maliyetli ve kolaylıkla ulaşılabilir olduğundan Türkiye’de işlem görebilen hisselerin yaklaşık %25 ini elde tutan yabancı yatırımcılar kadar yerli yatırımcıların da kârlı işlem stratejileri geliştirebilecekleri ve piyasada dağıtımsal etkinliğin elde edilemediği sonuçlarına ulaşılmıştır.

Odabaşı ve diğerleri Ocak 1988 – Aralık 1999 dönemi için İMKB’deki hisse getirilerinin istatistiksel özelliklerini belgeleyen ve bu zaman dönemi boyunca mevcut stokastik yapının gelişimini değerlendiren çalışmada⁶³, son on yıl boyunca piyasanın hızlı gelişiminin oldukça etkin bir piyasa olmasına neden olup olmadığını araştırmışlardır. Ağırlıklı ortalama İMKB Ulusal-100 Endeks serilerinin günlük, haftalık ve aylık gözlemleri kullanılarak rassal yürüyüş (random walk) hipotezinin

⁶² Balaban, Ercan, Candemir, H. Baturalp ve Kunter, Kürşat, “*Stock Market Efficiency in a Developing Economy: Evidence From Turkey*”, The Central Bank of the Republic of Turkey, Research Department, Discussion Paper No:9612, Mart 1996, ss.1-22.

⁶³ Odabaşı, Atilla; Aksu, Celal ve Akgiray, Vedat, “*The statistical evolution of prices on the Istanbul Stock Exchange*”, *European Journal of Finance*, Cilt.10, Aralık 2004, ss.510-525.

birçok parametrik ve parametrik olmayan testleri uygulanmış ve fiyat oluşumunun değerlendirilmesine vurgu yapılan çalışmada İMKB'deki fiyat mekanizmasının on yıldan biraz fazla bir dönemde bilgisel olarak daha etkin bir sürece ulaştığı sonucuna varılmıştır.

Aydoğan ve Muradoğlu'nun 1988-1993 yıllarında, 109 kâr payı dağıtım duyurusu üzerinde, kâr payı dağıtım duyurularının hisse fiyatlarında anomaliye yol açıp açmadığının incelendiği makalesinde⁶⁴, piyasa geliştikçe, ne yönetim kurulu toplantısı ne de hisse temettüleri-nakit sermaye artırımlarının uygulanmasının önemli fiyat tepkilerine yol açmadığı belirlenmiştir. Olay gününden önceki ve sonraki 30 günün incelendiği geleneksel olay çalışması yöntemi yanında, işaret ve derecelendirme testlerini içeren parametrik olmayan testler de kullanılmış fakat bu özellikli durum için uygun olmadığı tespit edilmiştir.

Tatari'nin 1995-1997 döneminde 181 şirketin 391 açıklaması üzerine yaptığı çalışmada⁶⁵, kâr payı ödeme yöntemlerinin, hisse fiyatları üzerindeki etkisi araştırılmış ve kâr payı dağıtım duyurusunun öncesi ve sonrasındaki 40 günlük fiyatlar ve ortalama hisse senedi getirileri kullanılarak nakit kâr payı dağıtım duyurularının hisse fiyatları üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Ancak, kâr paylarının hisse olarak verilmesinin yatırımcılarının servetinde bir artışa neden olmadığı için hiçbir etkisinin olmadığı ileri sürülmüştür.

⁶⁴ Aydoğan, Kürşat ve Muradoğlu, Gülnur, "Do markets learn from experience? Price reaction to stock dividends in the Turkish market", *Applied Financial Economics*, Cilt.8, 1998, ss.41-49.

⁶⁵ Tatari, Mehmet Fatih, "Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcements: Efeect on Stock Prices in the Istanbul Stock Exchange" Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1999.

Akkuş'un 1992-2003 döneminde 171 şirketin 339 kar payı duyurusu üzerine yapılan çalışmasında⁶⁶ ise, İMKB'de kar payı dağıtım başlama duyurusu yapan şirketlerin hisseleri üzerinde kısa ve uzun dönem getiri performansı ve piyasanın bilgi içerikli bu habere gösterdiği tepki incelenmiştir. Kısa dönem 3 günlük ortalama aşırı getiri verilerine bakıldığı zaman hisselerin %53 ünün pozitif getiriye %47 sinin negatif getiriye sahip oldukları ve yatırımcıların 3 günlük ortalama birikimli aşırı getiri değerlerinden kâr payı dağıtım başlama duyurularına hisse getiri değerlerinden aşırı fiyat tepkileri gösterdiğine dair kanıtlar bulunmuştur. Analiz sonucunda, piyasa değeri yüksek olan şirketlerin ortalama birikimli aşırı getiri değerlerinin de pozitif ve yüksek değerler çıktığı ve bunun yatırımcıların fiyat/kazanç oranı yüksek olan şirketlere daha fazla ilgili göstererek endekse göre hisse senedi getirilerinde pozitif aşırı tepki oluşturdukları ifade edilmiştir. Ayrıca, şirketlerin hisse verilmesi veya nakit ödenmesi şeklindeki kâr payı dağıtım yöntemlerine göre, performansları değerlendirilerek nakit kâr payı dağıtım kararı alan şirketler için 3 günlük getiri değerinin negatif (%-0,049), hisse verilmesi şeklindeki kâr payı dağıtımlarında ise pozitif (%2,369) bulunmuştur.

Özmen'in çalışmasında⁶⁷, 4 Ocak 1988-7 Haziran 1996 dönemi İMKB Bileşik endeksi günlük kapanış değerleri kullanılarak anomali testleri aracılığıyla İMKB'nin zayıf formda etkin olup olmadığı araştırılmıştır. Bu amaçla, bileşik endeks getirilerinin haftanın belli bir gününde veya günlerinde (haftanın günü ve

⁶⁶ Akkuş, Murat, "Kâr Payı Dağıtım Başlama Duyurusuna Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Tepkileri: İMKB'den Bulgular", Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Ankara, Mayıs 2004.

⁶⁷ Özmen, Tahsin, **Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:61, Ankara, Ocak 1997, ss.131-138.

hafta sonu etkisi), yılın belli bir ayında veya aylarında (Ocak ayı etkisi ve ay sonu etkisi), herhangi bir seansta veya seanslarda veya herhangi bir zaman diliminde sistematik olarak mevsimsel bir eğilim gösterip göstermediği sınınanmıştır. Elde edilen bulgulara göre, endeks belli dönemlerde mevsimsel eğilimler gösterdiğinden, geçmiş fiyat hareketlerinin kullanılarak gelecekteki fiyatların kısmen öngörülebilir olduğu, bu nedenle de İMKB'nin zayıf formda etkin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

İMKB'de 1988-1999 yılları için haftanın etkisi anomalisinin varlığının araştırıldığı Oğuzsoy ve Güven'in çalışmasında⁶⁸, İMKB Ulusal-100 Endeksi ve İMKB Ulusal-30 Endeksi incelenerek haftanın günü anomalileri tespit edilmiştir. Çalışmada, İMKB Ulusal-100 Endeksine göre Cuma günleri en düşük getiri varyansı ve dikkat çekici şekilde düşük Salı ve hakim olarak yüksek Cuma getirilerinin; İMKB Ulusal-30 Endeksine göre de Pazartesi günleri en yüksek seviyede getiri varyansı ile en çok getirinin Cuma, en az getirinin ya Pazartesi ya da Salı günleri olduğu gözlemlenmiştir.

Haftanın günü etkisinin araştırıldığı bir başka çalışma da Demirer ve Karan'a aittir⁶⁹. Bu çalışmada, 4 Ocak 1988-29 Mart 1996 dönemindeki İMKB kapanış endekslerinin incelenmesi suretiyle haftanın günü etkisinin varlığı araştırılmış ve yüksek enflasyon yaşayan ve dalgalı piyasaları bulunan Türk ekonomisinde, haftaya pozitif getiri ile başlanmasının bütün bir hafta için gösterge olabildiği, piyasanın

⁶⁸ Oğuzsoy, Cemal Berk ve Güven, Sibel, “*Stock returns and the day-of-the-week effect in İstanbul Stock Exchange*”, *Applied Economics*, Cilt.35, 2003, ss.959-971.

⁶⁹ Demirer, Rıza ve Karan, M. Baha, “*An Investigation of the Day-of-the-Week Efeect on Stock Returns in Turkey*”, *Emerging Markets Finance and Trade*, Cilt.38, No:6, Kasım-Aralık 2002, ss.47-77.

beklenen getiriler bazında etkin görüldüğü, ancak getirilerin beklenen değişkenliği ve yatırımcıların beklentileri bazında etkin olmadığı tespit edilmiştir.

Kılıç'ın 1998-2000 döneminde 55 şirketin sermaye artırımlarının hisse fiyatına etkisi ve bedelsiz hisse anomalisinin test edildiği çalışmasında⁷⁰, İMKB'de bedelsiz hisse senedi artırımı duyurusunun etrafında pozitif aşırı getiriler elde edilebildiği saptanmıştır. İstatistiksel olarak anlamlı bulunan sonuçların çoğunda, aşırı getirilerin genellikle olay gününden önceki 10 uncu günden başlayarak yükseldiği, duyurudan birkaç gün öncesinde düşmeye başladığı ve duyuru günü veya duyurudan bir gün önce tekrar yükselişe geçtiği görülmüştür. Bu sonuçlar, bedelsiz sermaye artırımı yapacak şirketlerin hisselerinin duyurudan önce alınıp, duyuru tarihi yaklaşınca satılması suretiyle aşırı getiri elde edildiğini ve bu getirilerin duyuru sonrası maksimuma ulaştığını göstermektedir. Bu bulgu İMKB'de bedelsiz hisse senedi anomalisinin geçerli olduğunu, dolayısıyla İMKB'nin yarı güçlü formda etkin olmayacağını ve buna göre izlenecek yatırım stratejisi ile aşırı getiri elde edilebileceğini göstermektedir.

İMKB Ulusal-100 Endeksine ait günlük getirilerin rassal yürüyüş gösterip göstermediğinin Markov zincirleri yöntemi ile test edildiği Kılıç'ın 23 Ekim 1987-2 Kasım 2004 dönemini kapsayan çalışmasında⁷¹, hisse fiyatlarının bütün elde edilebilir tarihi bilgiyi tamamen yansıttığı, dolayısıyla verilen herhangi bir zamanda zayıf formda etkinliğin sağlandığı ifade edilmektedir. Bu nedenle, hisse fiyatı ve

⁷⁰ Kılıç, Sevcin, "a.g.e.", ss.115-119.

⁷¹ Kılıç, Süleyman Bilgin, "Test of the Weak Form Efficiency market Hypothesis for the Istanbul Stock Exchange by Markov Chains Methodology", Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı:1, Cilt:14, 2005, ss. 333-342.

işlem hacmine ilişkin tarihsel verilerin kullanılmasıyla gelecekteki hisse getirisini tahmin ederek aşırı getiri elde edilemeyeceği belirtilerek bir sonraki aşama olarak yüksek getiri sıklığı ve seans içi alım satım stratejilerinin incelenmesi önerilmiştir.

İMKB'deki yabancı portföy yatırımcılarının yatırım stratejilerinin ve onların 1999-2001 yılları arasındaki, borsada büyük bir yükselişi ve onu izleyen iki krizi içeren dalgalı dönemde borsa üzerindeki etkilerinin incelendiği Tükel'in çalışmasında⁷², günlük yabancı yatırımlar ile borsa getirisi arasında güçlü bir doğrusal ilişki olduğu, ancak bu etkinin aynı günle sınırlı olduğu belirlenmiştir. Kriz dönemlerinde ise bu ilişki değişmektedir. Kasım 2000 krizi sırasında, yabancı yatırımcı satışları daha uzun sürmüş ve borsa endeksi üzerinde istikrarı bozan bir etki yapmıştır. Şubat 2001 krizi sırasında ise, bu etki tersine dönmüş ve yabancı yatırımcılar borsa endeksinin seviyesinin korunmasına destek olmuştur. Yabancı yatırımcılar borsa endeksinin düştüğü günlerin ertesinde satmakta ve borsa endeksinin üzerinde bir getiri elde edememektedirler. Buna karşılık, yabancı yatırım oranı yüksekliği ile söz konusu hisse senedinin değişkenliği doğru orantılıdır.

Çelik ve diğerlerinin çalışmasında⁷³, İMKB'de işlem gören yatırım ortaklıkları hariç 253 şirketin 15 Mayıs 2004-15 Haziran 2004 tarihleri arasında web siteleri üç kez kontrol edilmek suretiyle web'e dayalı iş raporlama uygulamalarında firma özelliklerinin etkisi analiz edilmiştir. Web'e dayalı bilginin kamuyu

⁷² Tükel, Ali, "Foreign Investors' Role In A Stock Market Boom and Bust Cycle: Turkey's Experience in 1999-2001" Boğaziçi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Haziran 2006, ss.1-140.

⁷³ Çelik, Orhan; Ecer, Alaattin ve Karabacak, Hakan, "Impact of Firm Specific Characteristics on the Web Based Business Reporting: Evidence from the Companies Listed in Turkey", Problems and Perspectives in Management, Cilt.4, No:3, 2006, ss.100-133.

aydınlatma düzeyini belirlemek için toplam ve finansal kamuyu aydınlatma endeksleri oluşturulmuş ve web sitelerinde İMKB firmaları tarafından yayınlanan bilginin boyutundaki potansiyel etkileri ölçmek için firma özellikleri belirlenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, boyut, endüstri sınıflandırması ve içsellik şirketler tarafından açıklanan bilginin düzeyini açıklamada kullanılabilir. Teknoloji, risk ve kârlılık toplam kamuyu aydınlatma endeksi için önemli unsurlardır fakat finansal kamuyu aydınlatma endeksi için değildir. Pay sahipliği yapısı, kurumsal yatırımcılar ve maddi olmayan duran varlıklar, web'e dayalı kamuyu aydınlatma davranışıyla herhangi bir önemli ilişkiye sahip olmayan bağımsız değişkenlerdir.

Fiyat baskısı ve boyut etkisine ilişkin olarak İMKB'de işlem gören hisselerin fiyatlarında Temmuz 1996-Ağustos 1997 dönemindeki hisse senedi piyasası dedikodu/söylentilerinin etkilerinin araştırıldığı Kıymaz'ın çalışmasında⁷⁴ ise, ampirik bulguların yayım tarihinin civarında istatistiksel olarak önemli aşırı getiriler olduğu; yayınlanma günü öncesindeki günlerde pozitif aşırı getiriler gözlenirken yayın sonrası dönemde negatif önemsiz aşırı getiriler bulunduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle, fiyat hareketinin açıklama ile yaratılan fiyat baskısından kaynaklandığı, tek başına desteklenmemiştir. Ayrıca, şirketin boyutuna göre hisse fiyat tepkisinde farklılıklar bulunmaktadır. Küçük firmalar daha spekülâtif görünmekte ve yayın sonrası dönemde negatif getiriler daha çok bildirilmektedir. Dolayısıyla, yayın sonrası dönemdeki bulgular yayınlanmış dedikodulara dayalı yatırım kararlarından yatırımcıların yararlanamayacağını gösterirken yayın-öncesi dönemdeki bulgular piyasa etkinliğinin kuvvetli formunu red etmektedir.

⁷⁴ Kıymaz, Halil, "The stock market rumours and stock prices: a test of price pressure and size effect in an emerging market", *Applied Financial Economics*, Cilt.12, 2002, ss. 469-474.

2003 yılında İMKB Ulusal-30 ve 100 Endekslerini içeren hisse senetlerinin günlük alım satım verisine dayanan hisse senedi fiyat değişkenliği ve işlem hacmi bileşenleri arasındaki ilişkiyi inceleyen Tüzüntürk'ün çalışmasında⁷⁵, NASDAQ ve Londra Borsalarında belgelenmiş günlük değişkenlik bulgularına benzer olarak, kapanıştan kapanışa değişkenliğin işlem sıklığı ve ortalama işlem hacmi ile açıklanmasında, sadece işlem sıklığının parametresinin işaretinin pozitif olduğu, ortalama işlem hacminin parametresinin işaretinin ise negatif olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgu, İMKB'de işlem yapanların ters seçim etkisine maruz kaldığını; dolayısıyla 2003 yılında İMKB'de içeridekiler tarafından içeriden öğrenenlerin ticaretinin yapıldığına işaret etmektedir .

Yazıcı ve Muradoğlu'nun 5 Aralık 1993-28 Aralık 1998 dönemindeki 206 hisse tavsiyesini ele aldığı makalesinde⁷⁶, yayımlanan yatırım tavsiyelerinin yatırımcılar için daha yüksek getiriler sağlayıp sağlamadığı araştırılmıştır. Haftalık popüler ekonomi dergisi Moneymatik'in Yatırımcı Ali köşesinin tavsiyelerinin örnekleme oluşturduğu çalışmada, bu köşede yayınlanan yatırım tavsiyesinin küçük yatırımcıların aşırı kârlar kazanmasına yardım etmediği görülmüştür. Aksine, bu "ayrıcalıklı yatırımcılara" hisselerin seçiminde, eğer varsa, değerli bir anlaşma sağlamaktadır. Eğer birisi beş gün önce bu köşedeki tavsiyeleri uygulayabilirse, Endeks getirisinin üzerinde haftada %5 den fazla kazanabilmektedir. Ayrıcalıklı

⁷⁵ Tüzüntürk, Selim, "İşlem Sıklığı ve Hacmi ile Fiyat Volatilitesi İlişkisi: İMKB Örneği", Uludağ Üniversitesi, Ekonometri Ana Bilim Dalı, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bursa 2005, ss.1-170.

⁷⁶ Yazıcı, Bilgehan ve Muradoğlu, Gülnur, "Dissemination of Stock Recommendations and Small Investors: Who Benefits?", Multinational Finance Journal, Cilt.6, No:1, 2002, ss.29-42.

yatırımcının aşırı getirisinin ulaşacağı yıllık bileşik getiri oranının %1.500 gibi hayret verici bir oranı geçebildiği hesaplanmıştır.

Yılmaz ve Gülay'ın çalışmasında ise⁷⁷, İMKB Hisse Senedi Piyasasındaki hisse getirileri ve işlem hacimlerinde nakit temettü ödemelerinin etkisi incelenmiş ve 1995 yılından 2003 yılına kadar İMKB'deki temettü ödeme oranı ve boyutu konusunda yatırımcıların davranışlarında herhangi bir farklılık olup olmadığı araştırılmıştır. Fiyatların nakit temettü ödemeleri öncesindeki birkaç seansta yükselmeye başladığı ve temettüsüz günde ve ödemeyi izleyen seansta düştüğü, ancak bu düşüşün temettü tutarından düşük olduğu; işlem hacminin temettü ödeme tarihinden önce dikkat çekici bir yukarı değişim gösterdiği fakat sonrasında durağanlaştığı tespit edilmiştir. Özellikle temettüsüz gün civarında bazı kârlı aktif işlem stratejisi olanaklarının sunulması nedeniyle çalışmada elde edilen bulguların temettü ödemelerinde fiyat-hacim tepki tartışmalarını ve hisse senedi piyasasındaki nakit temettülerin önemli etkisini desteklediği ifade edilmiştir.

Gürsoy ve Aydoğan'ın 1992-1998 dönemini içeren çalışmasında da⁷⁸, İMKB'de işlem gören finansal olmayan Türk firmalarının ortaklık yapısının ana özellikleri açıklanmakta ve Türk firmalarının performans ve davranışında ortaklık yapılarının etkisi incelenmektedir. Türk şirketleri oldukça merkezi, genellikle bir grup aile veya aynı aile tarafından sahip olunan bir şirketler grubuna bağlı aile

⁷⁷ Yılmaz, Mustafa Kemal ve Gülay, Güzhan, "Dividend Policies and Price, Volume Reactions to Cash Dividends on the Stock Market: Evidence from the Istanbul Stock Exchange", Emerging Markets Finance and Trade, Cilt.42, No:4, Temmuz-Ağustos 2006, ss.19-49.

⁷⁸ Gürsoy, Güner ve Aydoğan, Kürşat, "Equity Ownership Structure, Risk Taking, and Performance", An Empirical Investigation in Turkish Listed Companies", Emerging Markets Finance and Trade, Cilt.38, No:6, Kasım-Aralık 2002, ss.6-25.

ortaklığı niteliğinde firmalar olduğundan ortaklık yapıları iki özellikle tanımlanmıştır: merkezileşme ve sahip(ler)in kimliği. İncelenen firmaların performans ve risk alma davranışının ikisinde de –ortaklık merkezileşmesi ve ortaklık içeriği- ortaklık yapısının önemli bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Daha yüksek merkezileşme daha iyi piyasa performansına yol açmakla birlikte, daha düşük muhasebe performansı getirmektedir. Aile sahipliğindeki firmalar, holding iştiraklerinin tersine, daha düşük riskle daha düşük performansa sahip görünmektedir. Devlet sahipliğindeki firmalar ise daha düşük muhasebe fakat daha yüksek risk ile daha yüksek piyasa performansına sahiplerdir.

Muradoğlu ve Aydoğan'ın 2003 yılında yayımlanan makalesinde ise⁷⁹, İMKB Hisse Senedi Piyasasının zaman içerisindeki gelişiminin ve yatırımcı kompozisyonunun değişmesinin hisse temettüleri ve nakit sermaye artırımlarındaki fiyat tepkilerinin varlığı incelenmiştir. Bu amaçla, 1988-1994 döneminde İMKB'de işlem gören 169 şirketin 513 olayı, hisselerin işlem hacimleri ve yatırımcı portreleri ile İMKB'nin kurumsal çerçevesi bazında tanımlanan piyasanın farklı gelişmişlik aşamalarını gösteren üç alt dönem belirlenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, piyasanın gelişimi içerisinde yatırımcıların değişen kompozisyonu hisse temettüleri ve nakit sermaye artırımlarının fiyat tepkisinin zamanlamasının duyurulardan uygulamaya geçtiğini göstermiştir. Ayrıca, bireysel yatırımcıların zamanlamada hızlı olmaları beklenmediğinden, aşırı getirilerin artan işlem hacmi ile birlikte daha uzun sürdüğü tespit edilmiştir.

⁷⁹ Muradoğlu, Gülnur ve Aydoğan, Kürşat, “Trends in market reactions: stock dividends and rights offerings at Istanbul Stock Exchange”, *European Journal of Finance*, Cilt.9, 2003, ss.41-60.

3.4. ARAŞTIRMADA KULLANILAN VERİLER

Çalışmada kullanılan hisse fiyatları ile piyasa göstergesi olarak alınan İMKB Ulusal-100 Getiri Endeksinin değerleri İMKB'den temin edilmiştir. Hisselerin fiyatları temettü dağıtımları ile sermaye artırımlarına göre düzeltilmiş olup, bu fiyatlar ile İMKB Ulusal-100 Endeksinin bir önceki güne göre artış veya azalış oranları tespit edilmek suretiyle ilgili hisselerin 2004, 2005 ve 2006 yıllarındaki günlük getiri oranları bulunmuştur. Bu veri tabanı, ileride açıklanacağı üzere, hisselerin beta değerlerinin hesaplanması ve aşırı getiri değerlerinin bulunması aşamasında kullanılmıştır.

2004, 2005 ve 2006 yıllarında İMKB'de işlem gören hisselerle ilişkin büyük ortak ve yöneticilerin hisse alım satımı ile ilgili özel durum açıklamaları, esas itibarıyla İMKB'nin internet sitesinden veya basılı İMKB Günlük Bülten eklerinden temin edilmiştir. SPK'nın Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliğ ile getirilen değişiklikler kapsamında söz konusu özel durum açıklamalarının İMKB Günlük Bülten içeriğinde yer alıp almayacağı veya nasıl yer alması gerektiği konularında uygulamanın ilk aylarında belirsizlikler ortaya çıkmıştır. Bu nedenle, 2004 yılının dördüncü ayına kadar söz konusu özel durum açıklamalarının içeriğine (işlemi yapan ortağın adı soyadı/ticaret unvanı, işleme konu hisse ve hisse miktarı, belirtilmiş ise işlem sonucunda ilgili ortağın sermayedeki payı ve işlem fiyatı gibi) ilgili şirketin özel durum açıklamaları kapsamında İMKB Günlük Bülteninde yer verilmiştir.

2004 yılının Nisan ayından itibaren söz konusu açıklamalara İMKB Günlük Bülten'inin "Özel Durum Açıklamaları" bölümünde yer almaksızın "*SPK'nın Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliği'nin 5/h-1 ve 14 üncü maddeleri kapsamında hisse senedi alış-satış işlemlerine ilişkin yapılan açıklamalar*" başlıklı ayrı bir bölümde, ilgili hissenin koduna, hissenin ait olduğu şirketin unvanına ve hissede işlem yapan ortağın ad ve soyadı veya ticaret unvanına yer verilmiştir. 25 Ocak 2005 tarihinden itibaren ise, bu tarihten itibaren yapılan konuya ilişkin özel durum açıklamaları İMKB'nin web sitesinin "Günlük Bülten" kısmının "Şirket Haberleri Ekleri" bölümünde tarihler itibariyle aynen yayınlanmaya başlanmıştır.

Açıklamaların kamuya duyurulmasına ilişkin bu gelişmeler çalışmanın veri tabanını önemli ölçüde etkilemiştir. 2003 yılı ile 2004 yılının ilk üç ayındaki bir çok açıklama, Günlük Bültende yer alan açıklamanın eksik bilgi içerdiği veya açıklamanın kendisine ulaşamaması durumlarında incelemeye alınamamıştır. Bu nedenle, düzenlemenin Temmuz 2003'te yapıldığı dikkate alınarak 2003 yılı inceleme kapsamından tamamen çıkarılmış, 2004 yılının ilk üç aylık dönemine ilişkin veriler ise Günlük Bülten metinlerinin eklerinden ulaşılarak tamamlanmaya çalışılmıştır. Dolayısıyla, içeriğine ulaşamayanlar yanında, söz konusu açıklamalardan açıklıkla okunmayanlar, işlem bilgilerini içermeyip sadece sermaye payı hakkında bilgi verenler ve açıklamanın düzeltilmesi veya ilgili şirket tarafından da yapılması suretiyle tekrarlananlar analiz kapsamına alınmamıştır. Böylece, 2004, 2005 ve 2006 yıllarında büyük ortak ve yöneticilerin hisse alım satımlarına ilişkin tespit edilebilen yaklaşık 9.400 özel durum açıklamasından %13 ünü oluşturan 1.200 açıklama inceleme dışında bırakılmıştır.

Hatırlanacağı üzere, YTL'ye geçiş ile birlikte, 1.000.000,-TL'nin değeri 1,- YTL'ye eşit olduğundan, 1,-YTL nominal değerli hisse 1 lot olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda, İMKB'de işlem gören hisselerin piyasa fiyatları 1,-YTL nominal değerli bir hissenin piyasa fiyatı olarak Yeni Kuruş (YKr) hanesi ile birlikte tescil ve ilan edilmektedir. Ancak, YTL'ye geçiş öncesinde yatırımcıların hesaplarında bulunan küsurat miktarlarındaki hisse senetlerinin tasfiye ya da tama iblağ edilmesi sırasında yılın son günlerinde çok sayıda küsurat alış ve satışı oluşmuştur. İlgili dönemde büyük pay sahipleri ve yöneticiler tarafından yapılan söz konusu işlemlere ilişkin bildirimler hukuki bir zorunluluktan kaynaklanması nedeniyle çalışmanın kapsamı dışında tutulmuştur.

TTKn'nun 313 üncü maddesi uyarınca, yönetim kurulu üyelerinin her birinin belirlenen miktarda hisse senedini, genel kurul tarafından ibrasına kadar görevinden doğan sorumluluğa karşı tutulmak üzere, şirkete vermesi zorunludur. Bu nedenle, yönetim kuruluna atanan kişilerin en az belirtilen tutarda hisse senedini ortaklığa tevdi etmesi gerekmektedir. Tüzel kişi ortakların temsilcisi olarak seçilen kişilerde, bu yükümlülük tüzel kişi ortak tarafından yerine getirilmektedir. Ancak, hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin yönetim kuruluna atanan ve temsilci niteliğinde olmayan kişilerin bu yükümlülüğü yerine getirebilmesi için İMKB'den hisse satın almaları gerekebilmektedir. Bu bağlamda, yönetim kurulu üyesi olarak atanmalarını takiben İMKB'den 1 lot hisse alımında bulunan yöneticilerin özel durum açıklamaları, bildirim içeriğinde konuya ilişkin açıklamaya yer verildiği

durumlarda, yapılan işlemin hukuki bir gereklilikten kaynaklanıyor olması nedeniyle çalışma kapsamına alınmamıştır.

Bunun yanında, satışa ilişkin açıklamanın belli bir süre önce yapılması, satıcı ve alıcı tarafların önceden belli olması ve İMKB'nin Genelgesi çerçevesinde farklı bir özel durum açıklaması sisteminin uygulandığı Toptan Satışlar Pazarında işleme konu edilen hisse satışları incelemeye alınmamış, ancak özel emirler inceleme kapsamında değerlendirilmiştir.

İlk aşamada, söz konusu özel durum açıklamalarından işlem yapanın adı soyadı/ticaret unvanı, alım veya satım konu hisse miktarı ve işlemin yapıldığı tarihi içerenler analize alınmıştır. Açıklamanın yapılmasından önceki son 2 işgünüde yapılan işlemleri içeren açıklamalar, işlem tarihinin üzerinden uzun süre geçmediği dikkate alınarak analiz kapsamında bırakılmıştır. Ancak, işlemin yapıldığı tarihten çok sonra veya bir hafta/bir ay gibi belli dönemler itibarıyla yapılan ve esas itibarıyla SPK'nın konuya ilişkin Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliği'nin 14 üncü maddesine aykırı olarak zamanında yapılmayan açıklamalar kapsamdan çıkarılmıştır. Ayrıca, ilgili hisselerin hesaplanan betalarının en az altı aylık dönemi içermesini sağlamak amacıyla altı aydan daha kısa süreli işlem gören hisselerle ilişkin açıklamalar ile aynı gün içerisinde yapılan işlemlerin net miktarı sıfıra eşit olanlar analize alınmamıştır.

Çalışmada, birlikte hareket ettiklerini ifade eden ortakların açıklamaları tek bir açıklama olarak ele alınmıştır. Birlikte hareket edildiği daha sonraki tarihlerde açıklanan veya işlem yapanların alım satım işlemlerinin niteliğinden birlikte hareket

ettikleri izlenimi edinilenler tek bir açıklama olarak birleştirilmiştir. Bu birleştirme işlemi ve yukarıda açıklanan analize alınmayan açıklamalar sonucunda açıklama sayısı yaklaşık 7.200 işleme düşmüştür. Analizde, olay günü olarak alınan açıklama tarihinin yirmi işlem günü öncesi ve sonrasına ilişkin hisse fiyatlarına ihtiyaç duyulduğundan hemen hemen 2004 yılının Ocak ayı ile 2006 yılının Aralık ayında ve bir hissenin ilk işlem görmeye başladığı ay içerisinde yapılan açıklamalar da kapsamdan çıkarılmak zorunda kalmıştır. Bu şekilde de yaklaşık 300 açıklama analiz dışında kalmıştır.

Çalışma kapsamındaki yatırım ortaklıkları menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarından oluşmaktadır. Yatırım ortaklıkları faaliyet konularına bağlı olarak menkul ve/veya gayrimenkul portföyleri işletmekte olup, bu ortaklıkların hisselerinin alınması suretiyle portföylerindeki araçlara dolaylı olarak yatırım yapılmış olmaktadır. Bu itibarla, çalışmada, yatırım ortaklıklarının diğer ortaklıklardan ayrı olarak incelenmesi tercih edilmiştir. Bu ortaklıklardan girişim sermayesi ile gayrimenkul yatırım ortaklıkları, menkul kıymetler yatırım ortaklıklarından farklı olarak İMKB Ulusal Pazarda işlem görmekte ve Ulusal Pazar kapsamındaki endekslerde yer alabilmektedirler. Ancak, söz konusu ortaklıkların tümünün SPK düzenlemeleri çerçevesinde yatırım ortaklığı olarak kabul edilmesi, sadece yatırım yaptıkları araçlar bazında ayrılmaları ve bazılarının inceleme dönemi içerisinde menkul kıymetler yatırım ortaklığından gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmesi nedenleriyle şirketlerle birlikte değerlendirilmeleri uygun görülmemiştir.

Sonuç itibarıyla 2004-2006 döneminde 190 ortaklığın 5.882 ve 39 yatırım ortaklığının 3.477 olmak üzere toplam 9.359 özel durum açıklamasından 169 şirkete ait 4.142 ve 38 yatırım ortaklığına ait 2.508 olmak üzere toplam 6.650 adet işlem incelemeye alınmış olup, incelemeye alınan şirketlerin listesi Ek 1 de verilmektedir. İnceleme kapsamından çıkarılan açıklamaların toplam açıklamalar içerisindeki payı yaklaşık %29 olup, çalışmada ulaşılabilecek sonuçları etkileyebilecek önemde görünmektedir.

İncelemede yapılan açıklamaların etkisinin yöneticiler bazında değişip değişmediğinin görülebilmesi amacıyla açıklamayı yapanlar konumuna göre alt gruplara ayrılmıştır. Şirketin sermayesinin çoğunluğuna sahip olan ve yönetimde etkili olan firmalar “Hakim Ortak” olarak tanımlanmış, sermaye payından bağımsız olarak aynı Gruba dahil tüzel kişi ortakların açıklamaları da bu başlık altında değerlendirilmiştir. Şirketin yönetiminde etkili olmamakla birlikte, %5 den fazla paya sahip olan ortaklar “Büyük Ortak”, özellikle yabancı yatırım fon ve ortaklıklarından oluşan kurumsal ortaklar ise “Kurumsal Ortak” grubunda yer almıştır. Ortaklığın Yönetim Kurulu üyesinin aynı zamanda hakim ortak olduğu, bir başka deyişle bir gerçek kişi olan hakim ortağın aynı zamanda Yönetim Kurulu üyesi olduğu durumlar “Hakim Ortak-Yönetim Kurulu” adı altında diğer yöneticilerden farklı bir grup olarak değerlendirilmiştir. Ortaklığın sermayesinin %5 inden fazlasına sahip olmamakla birlikte, görevi nedeniyle açıklama yapma yükümlülüğü bulunan çalışanlar ise görevlerine göre iki gruba bölünmüş; Yönetim Kurulu üyesi olanlar “Yönetim Kurulu”, genel müdür, genel müdür yardımcısı, koordinatör veya müdür gibi yönetsel görevde olanlar ise “Yönetici” başlığı altında toplanmıştır. Anılan

gruplardan hiçbirine girmeyen açıklamalar ise “Diğer” başlığı altında değerlendirilmiş olup, bu gruptaki açıklamaların çoğunu Yönetim Kurulu üyesi veya yönetici yakınları ile sermaye payı %5 den düşük olmakla birlikte yönetici olduğu tespit edilemeyen ortaklar oluşturmuştur. Yatırım ortaklıklarında “Diğer” başlığı altında değerlendirmeye alınabilecek özel durum açıklaması oluşmamıştır. Hatta, yatırım ortaklıklarının satış işlemlerinde sadece 2 yöneticinin açıklaması yer aldığından, analiz aşamasında söz konusu açıklamalar “Yönetim Kurulu Üyeleri” grubuna alınmıştır.

Buna göre, çalışmada ele alınan hisse alım satım açıklamalarının ortaklar bazında dağılımı Tablo 1’de verilmektedir. Tablodan görülebileceği gibi, yatırım ortaklıklarına ilişkin toplam açıklamaların %55,1 i hakim ortaklara ait iken, bu oran diğer ortaklıklarda %39,2 ye düşmesine rağmen, diğer ortaklara göre yine ilk sırada bulunmaktadır. Şirketler kesiminde hakim ortağı %23,8 ile büyük ortaklar, %11,4 ile Yönetim Kurulu üyeleri takip etmekte iken, büyük ortak ve Yönetim Kurulu üyelerinin yatırım ortaklıklarındaki payı sırasıyla %19,3 ve %1,8 seviyesindedir. Kurumsal yatırımcıların gerçekleştirdikleri işlemler ise ilk sıralarda yer almamasına rağmen, azımsanmayacak bir değerdedir (şirketler için %12,4, yatırım ortaklıkları için %15,3). Şirketlerin hisselerinde gerçekleştirilen işlemlerin %50,4 ü alış, kalan %49,6 sı satış olup, alış ve satış açıklamalarının sayısı yaklaşık aynıdır. Yatırım ortaklıklarında ise açıklamaların %60,1 i alış, %39,9 u satış işlemidir. Dolayısıyla, yatırım ortaklıklarında daha yoğun alış işlemleri yapıldığı, satışa ilişkin açıklamaların sınırlı düzeyde kaldığı görülmektedir.

Tablo 1. Açıklamaların ortaklar bazında dağılımı.

<i>İşlemin Niteliğine Göre Ortağın Konumu</i>	<i>Şirketler</i>			<i>Yatırım Ortaklıkları</i>		
	<i>Alım</i>	<i>Satım</i>	<i>Toplam</i>	<i>Alım</i>	<i>Satım</i>	<i>Toplam</i>
Hakim Ortak	734	889	1.623	780	603	1.383
HO-Yönetim Kurulu Üyesi	181	167	348	113	99	212
Büyük Ortak	560	427	987	282	203	485
Kurumsal Ortak	301	214	515	312	72	384
Yönetim Kurulu Üyesi	217	254	471	21	23*	44
Yönetici	43	50	93	0	0*	0
Diğer	53	52	105	0	0	0
Toplam	2.089	2.053	4.142	1.508	1.000	2.508

(*) Yönetici işlem sayısı 2 olduğundan, bu açıklamalar “Yönetim Kurulu Üyesi” kısmına alınmıştır.

Ortaklar bazında hisselerde yapılan işlemlerin hisse fiyatına etkisinin incelenmesi sırasında, söz konusu açıklamalar farklı unsurlara göre de bölümlenmek suretiyle hisse fiyatına muhtemel etkilerin nedenleri araştırılmaya çalışılmıştır. Bu amaçla, ilgili hissenin İMKB Ulusal-100 Endeksinde yer alıp almadığının hisse fiyatına etkisinin görülebilmesi için şirketlere ilişkin alım satım açıklamaları endekste yer alma durumuna göre ikiye ayrılmıştır. Şirketlerde, 82 ortaklığın 837 alım ve 807 satım olmak üzere toplam 1.644 açıklaması ilgili hisse İMKB Ulusal-100 Endeksi kapsamında iken yapılmış olup, bu değer hem alım hem satım açıklamalarının yaklaşık %38 inin endeks kapsamında yer alan hisselerle ilişkin olduğunu göstermektedir. Bu ayırım, ilgili hissenin işlem görme yoğunluğu ile piyasa değerinin yüksekliğinin bir göstergesi olarak anlamlı bulunmaktadır. Ancak, yatırım ortaklıklarından esas itibarıyla gayrimenkul yatırım ortaklıkları endekse dahil olduğundan, sadece 3 yatırım ortaklığına ait 69 alım ve 23 satım olmak üzere toplam

92 açıklamanın endeks kapsamında yer alabildiği tespit edilmiştir. Bu değer, yatırım ortaklıklarına ilişkin açıklama sayısı ile karşılaştırıldığında, oldukça düşük kaldığından (toplam bazında yaklaşık %3) yatırım ortaklıkları için söz konusu grupta yapılmamıştır.

Yurtdışındaki yazında, banka yöneticilerinin işlemlerinin incelenmesine ilişkin çalışmalar dışında, büyük ortak ve yöneticilerin hisse alım satımlarının hisse fiyatına etkisi incelenirken finansal şirketlerin inceleme kapsamından çıkarıldığı görülmektedir. Bu durumun finansal şirketlerin piyasa değerinin yüksekliğinden ve bunun sonucu olarak yapılan hisse alım satım miktarının ilgili şirketin sermayesine göre oldukça düşük kalmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Bu itibarla, şirketlere ilişkin açıklamalar, ilgili şirketin bir banka, sigorta şirketi, finansal kiralama şirketi veya faktoring şirketi gibi finansal sektörde yer alıp almadığına göre de alt gruba ayrılmıştır. Buna göre, 2.089 alım açıklamasının 263 ü, 2.053 satım açıklamasının ise 455 i finansal şirketlere aittir.

Bu ayrımların yanında, şirketlere ilişkin açıklamalar inceleme dönemini içeren yıllar itibarıyla de alt gruplara ayrılmıştır. Böylece, yıllar bazında açıklamaların ilgili hissenin fiyatına etkisinin olup olmadığı yanında, İMKB'nin gelişmişlik düzeyi konusunda da fikir edinilmeye çalışılmıştır. Örneğin, 2004 yılındaki işlemlerde açıklamaların hisse fiyatına etkisi 2006 yılındaki açıklamalara göre daha yüksek kalıyorsa, inceleme dönemi içerisinde İMKB'nin bilgisel anlamda daha etkinleştiğini söylemek mümkün olabilecektir. Buna göre, yatırım ortaklıkları

ile şirketlerin yıllar bazında alım satım açıklamalarının dağılımı Tablo 2’de verilmektedir.

Tablo 2. Açıklamaların yıllar bazında dağılımı.

<i>Yıllar</i>	<i>Şirketler</i>			<i>Yatırım Ortaklıkları</i>		
	<i>Alım</i>	<i>Satım</i>	<i>Toplam</i>	<i>Alım</i>	<i>Satım</i>	<i>Toplam</i>
2004	366	528	894	171	208	379
2005	779	877	1.656	514	442	956
2006	944	648	1.592	823	350	1.173
TOPLAM	2.089	2.053	4.142	1.508	1.000	2.508

Genel olarak 2004 yılındaki açıklamaların daha az olduğu görülmektedir. Bu durum, SPK’nın Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliği’nin 2003 yılı Temmuz ayında yürürlüğe girmesi nedeniyle ortakların yeni Tebliğ hükümlerine henüz uyum sağlayamaması kadar, 2004 yılındaki bazı açıklamalara ulaşılamaması veya açıklamaların analizde dikkate alınamaz nitelikte olmasından da kaynaklanmıştır. Bunun yanında, 2005 ve 2006 yıllarında açıklamaların sayısındaki artışta, ortaklık ele geçirmeleri nedeniyle bazı kurumsal ve/veya büyük ortakların yoğunlaşan alım satımlarının da etkili olduğu düşünülmektedir.

Yurt dışındaki yazında, genellikle küçük tutarlı işlemlerin incelemiden çıkarıldığı veya alt gruplar bazında ayrıca değerlendirildiği görülmektedir. Örneğin, Seyhun⁸⁰ 1986 yılındaki çalışmasında ilgili şirketin sermayesinin %1 inden düşük tutarlı işlemler ile bu oranın üzerindeki işlemleri ayrı değerlendirerek karşılaştırmalarda bulunmuştur. Ülkemiz sermaye piyasasının ABD’deki hisse

⁸⁰ Seyhun H. Nejat, “a.g.m.”, ss.189-212.

senetleri piyasasından ve şirketlerimizin boyutunun ABD şirketlerine göre daha küçük olduğu hususları dikkate alındığında, %1 yerine %0,1 oranının kullanılması uygun görülmüştür. Ancak, ideal oranın bilinmemesi nedeniyle %0,1 yanında %0,5 ve %1 lik oranlar da kullanılmak suretiyle üç grup oluşturulmuştur. İşlem miktarının sermaye içindeki payının elde edilecek sonuçları etkileyebilecek bir unsur olduğu düşünülmekte olup, şirketler ve yatırım ortaklıklarındaki işlem tutarlarının sermayeye oranına göre dağılımı Tablo 3'te verilmektedir.

Tablo 3. Açıklamaların işlem tutarına göre dağılımı.

<i>İşlemler</i>	<i>Şirketler</i>			<i>Yatırım Ortaklıkları</i>		
	<i>Alım</i>	<i>Satım</i>	<i>Toplam</i>	<i>Alım</i>	<i>Satım</i>	<i>Toplam</i>
>%0,1	884	1.149	2.033	1.114	856	1.970
>%0,5	273	433	706	523	489	1.012
>%1	124	239	363	272	312	584

Tablo 3 ün incelenmesinden görülebileceği gibi, işlem tutarının sermaye içindeki payı %0,1 den küçük olan açıklamalar toplam açıklamaların şirketler kesiminde %49 ile yaklaşık yarısını, yatırım ortaklıklarında ise %78,5 ile çoğunluğunu oluşturmaktadır. Bu durum, ülkemizdeki büyük ortak ve yönetici hisse alım satımlarının yarısından fazlasının düşük tutarlarda gerçekleştiğini göstermesi açısından anlamlıdır. Nitekim, %0,5 ve %1 sınırları uygulandığında açıklamaların sayısı yarı yarıya azalmaya devam etmektedir.

İşlem tutarı yanında, şirketlerin piyasa değerlerinin de açıklamaların hisse fiyatına yön verebileceği dikkate alınarak, söz konusu açıklamalar şirketlerin piyasa

değerleri bazında da sınıflandırılmıştır. Bunun için öncelikle şirketlerin her yılın başındaki piyasa değerleri (sermaye * yılın ilk günündeki piyasa fiyatı) hesaplanmış ve piyasa değeri 100 bin YTL'nin altında, 100 bin YTL'den büyük ama 500 bin YTL'den küçük ve 500 bin YTL'den büyük şirketler belirlenerek üç gruba ayrılmıştır. Gerek alım gerekse satım açıklamalarının yaklaşık yarısı ilk dilime giren şirketlere ilişkin olup, piyasa değeri 500 bin YTL'nin üzerinde olan ve büyük şirket olarak tanımlanabilecek şirketlerdeki alım ve satım açıklamalarının toplam içerisindeki payı sırasıyla %15,9 ve %13,8 oranında gerçekleşmiştir.

Bir kişinin bir şirketin sermayesinin veya oy haklarının %20 veya 25 ini elde etmesinin yatırımcıların çağrı beklentisi ile hisseye yönelmelerini sağlayarak hissenin fiyatında yukarı yönlü baskı yaratması beklenmektedir. Buna karşılık, beklentiye rağmen çağrının gerçekleşmemesi veya SPK tarafından muafiyet verilmesi, talebin azalması ve beklentinin kalmaması nedeniyle satış baskısı yaratabileceğinden hissede ters yönlü etki yaparak fiyatın düşmesine neden olabilecektir. Bu nedenle, büyük ortak ve yöneticilerin hisse alım satım işlemlerinin hissenin fiyatına etkisinin incelenmesi kapsamında İMKB'de işlem gören şirketlerden ele geçirmeye konu olanların hisseleri ayrıca incelemeye konu edilmiştir. Toplam 2.089 alım açıklamasının 173 ü ele geçirme, 2.053 satım açıklamasının ise 34 ü ele geçirme niteliğinde görülmüştür.

Bunun yanında, şirketlere ilişkin hisse alım satım açıklamaları ilgili şirketin inceleme dönemi içerisinde hakim ortak veya büyük ortağının piyasa yapıcı gibi küçük tutarlı da olsa devamlı işlem yapması bazında da incelemeye konu edilmiştir. Toplam 2.089 alım açıklamasının 809 unun piyasa yapıcılığı, 2.053 satım

açıklamasının ise 539 unun piyasa yapıcılığı niteliğinde olduğu tespit edilmiştir. Beklendiği üzere hem ele geçirme hem piyasa yapıcılığı uygulamalarında alım işlemlerinin sayısı satım işlemlerine göre oldukça fazladır.

Diğer taraftan, incelemeye alınabilen girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sayısının sınırlı olması ve özellikle menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının sermayeleri ve piyasa değerlerinin düşük olması nedenleriyle yatırım ortaklıklarının büyük ortak ve yöneticilerinin hisse alım satım açıklamaları piyasa değeri veya işlemlerin niteliğine göre de alt gruplar bazında incelemeye konu edilememiştir.

3.5. ARAŞTIRMADA KULLANILAN YÖNTEM

Çalışmada, ilgili hisselerin düzeltilmiş kapanış fiyatları üzerinden günlük getiri oranları aşağıdaki eşitliğe dayalı olarak hesaplanmıştır:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

$R_{i,t}$ = t zamanında i hisse senedinin getiri oranı,

$P_{i,t}$ = t zamanında i hisse senedinin kapanış fiyatı ve

$P_{i,t-1}$ = $t-1$ zamanında i hisse senedinin kapanış fiyatı.

Hisse senedi getirileri seans içi belli aralıklarla, günlük, haftalık veya aylık olarak ölçülebilir. Finans yazınında, daha kısa ölçüm aralığının bilginin etkisinin

ortaya konulmasında daha yararlı olduğu ve günlük getirilerin haftalık ve aylık getirilere oranla daha iyi belirlemeler yapılmasını sağladığı ifade edilmektedir⁸¹. Bu çalışmada, olay günlerinin tarih olarak belirlenebilmesi ve günlük verilere ulaşılabilmesi nedeniyle günlük verilerin kullanılması tercih edilmiştir.

Daha sonra, hisselerin beklenen getirileri (ER - Expected Return) hesaplanmıştır. Beklenen getiriyi ölçmek için genellikle piyasa modeli yöntemi veya sermaye varlıklarını fiyatlama modelinin kullanıldığı görülmektedir. Finans yazınında sermaye varlıklarını fiyatlama modelinde yer alan risksiz getiri oranının hatalı sonuçlara yol açtığı tartışıldığından, çalışmada kullanılması uygun görülmemiştir. Bu nedenle, yazında da tercih edildiği üzere piyasa modeli kullanılmıştır. Piyasa modeli eşitliği aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$ER_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + e_{i,t}$$

Bu eşitlikte;

$ER_{i,t}$: i hissesinin t dönemindeki beklenen getiri oranını,

$R_{m,t}$: piyasa portföyünün t dönemindeki getiri oranını,

α_i : piyasa durağan olduğunda i hissesinin getiri oranını,

β_i : beta katsayısını,

$e_{i,t}$: tesadüfi hata terimini,

göstermektedir.

⁸¹ Bu konuda ayrıntılı açıklama için bkz. Brown, Stephen J. ve Warner, Jerold B., “a.g.m.”, s.3-31 ve Fama, Eugene F., “a.g.m.”, ss.1575-1617.

Beta katsayısı (β_i), i hissesinin getiri oranının piyasanın getirisinin doğrusal bir fonksiyonu olduğu varsayımıyla hissenin sistematik riskini göstermektedir. Sistematik risk, piyasada yer alan bütün hisseleri aynı şekilde etkileyeceğinden beta, piyasanın bütün getirisine göre hissenin getirisinin değişimi olarak da tanımlanabilir. Betanın işaretinin negatif olması hissenin fiyatının piyasa ile ters yönlü hareket ettiğini gösterir. Betanın 1 e yaklaşması hissenin getirisinin piyasa getirisine yakın olduğunu, 0 a yaklaşması ise piyasa getirisinden bağımsız hareket ettiğini, bir başka deyişle, piyasanın getirisi ile zayıf bir ilişkisi olduğunu gösterir. Örneğin, bir hissenin beta katsayısı 0,5 ise, piyasadaki getiri %10 olduğunda, bu hissenin getiri oranının %5 te kalması beklenir. Katsayısı pozitif yerine negatif olursa, piyasa %10 getiri elde ederken, hissenin %5 zarar etmesi beklenecektir. Dolayısıyla, hissenin getirisini ile piyasanın getiri oranı arasında kuvvetli pozitif ilişki varsa, hissenin beta katsayısı pozitif ve 1'e yakın, aksi takdirde negatif ve 0'a yakın çıkacaktır.

Beta katsayılarından hareket ederek hisse senetleri arasındaki gerçekleşen ve tahmin edilen korelasyonun incelendiği Beyazıt'ın çalışmasında, hisse senetlerinin dönemler itibariyle risk sınıflarının sıklıkla değiştiği tespit edilmiştir⁸². Bu nedenle, inceleme dönemi içerisinde her bir şirket için tek bir beta değerinin kullanılması tercih edilmemiş ve çalışmada hisselerin beta katsayıları her bir yıl için ayrıca hesaplanmıştır. Hissenin beklenen getirilerinin belirlenmesinde ilgili yıla ilişkin beta katsayısı kullanılmış olup, beta katsayılarının hesaplanmasında Microsoft Excel'de yer alan fonksiyonlardan yararlanılmıştır.

⁸² BEYAZIT, Mehmet Fuat, “*İMKB Betaları, Korelasyon Tahmini ve Değişkenlik*”, Doğuş Üniversitesi Dergisi, 6 (1) 2005, ss.28-34.

Bu aşamada, piyasa portföyü olarak hangi büyüklüğün alınacağını belirlenmesi gerekmektedir. İdeal olan, piyasadaki bütün varlıkları eşit ağırlıkta içeren bir endeksin esas alınmasıdır. Ancak, böyle bir endeksin hesaplanması pratikte mümkün değildir. Finans yazınında, genellikle bazı kurumlar tarafından hesaplanarak yayınlanan endeksler dikkate alınmaktadır. Endekslerin hangisinin seçileceği çalışmanın sonucunu etkileyebileceğinden, en uygun endeksin belirlenmesi önem kazanmaktadır. Çalışmada, İMKB konusunda yapılan diğer çoğu araştırmalarda olduğu gibi, gerek şirketler gerekse yatırım ortaklıkları için İMKB Ulusal-100 endeksinin kullanılması tercih edilmiştir. İMKB, yatırım ortaklıkları için ayrı bir endeks hesaplamaktadır, ancak bu endeks sadece menkul kıymetler yatırım ortaklıklarını kapsamaktadır. Girişim sermayesi ile gayrimenkul yatırım ortaklıkları İMKB Ulusal endeksleri içerisinde değerlendirilmektedir. Ayrıca, yatırım ortaklıkları için İMKB yatırım ortaklıkları endeksinin alınması halinde, endekste ağırlığı bulunan piyasa değeri yüksek yatırım ortaklıklarının endeks ile korelasyon göstermesi ve otokorelasyonun yüksek çıkması muhtemeldir. Bu nedenlerle, hem şirketler hem de yatırım ortaklıkları için İMKB Ulusal-100 Endeksinin piyasa portföyü olarak kullanılması tercih edilmiştir. İMKB Ulusal-100 Endeksi fiyat ve getiri endeksi olarak ayrı hesaplanıp ilan edildiğinden, piyasa getiri oranı olarak İMKB Ulusal-100 Getiri Endeksi esas alınmıştır.

Beklenen getirilerin hesaplanmasından sonra hisselerin günlük aşırı getirileri⁸³ tespit edilmiştir. Aşırı getiri terimi, getirileri sermaye piyasası doğrusu üzerinde olmayan, hatalı fiyatlandırılmış i hisse senedinin t dönemindeki beklenen

⁸³ İngilizce'deki "excess return" veya "abnormal return" terimlerine karşılık olarak Türkçe finans yazınında "anormal verim", "olağanüstü getiri" veya "artık verim" terimlerinin de kullanıldığı görülmekle birlikte, bu çalışmada "aşırı getiri" teriminin kullanılması uygun görülmüştür.

getirisi ile t döneminde gerçekleşen getirisi arasındaki farkı ifade etmek amacıyla kullanılmaktadır. Daha basit bir ifadeyle, beklenen getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki fark aşırı getiridir. Bu durumda, i firmasının t dönemindeki aşırı getirisi ($AR_{i,t}$) aşağıdaki eşitlik yardımıyla belirlenebilir:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$$

Bu eşitlikte, $R_{i,t}$ i hissesinin t döneminde gerçekleşen getiri oranını, parantez içerisindeki ifade ise hissenin hata terimi sıfır kabul edildiğinde beklenen getirisini göstermektedir. Hissenin beklenen getirisi gerçekleşen getiri oranından büyük ise negatif, küçük ise pozitif aşırı getiri elde edilmesi söz konusudur.

Getiriler ile açıklamalar arasındaki ilişkinin aşırı getirilere dayalı olarak belirlenebilmesi için, öncelikle tanımlanan belli zaman aralığında hesaplanmış olan aşırı getirilerin biriktirilmesi gerekmektedir. Aşırı getirilerin biriktirilmesi konusunda da bazı alternatif yöntemler vardır. Çalışmada, aşırı getirilerin biriktirilmesinde kullanılan en yaygın yöntem olan Fama ve diğerlerinin⁸⁴ “Birikimli Aşırı Getiri” yönteminin kullanılması tercih edilmiş olup, bu yönteme alternatif olarak Ball ve Brown’un⁸⁵ “Aşırı Performans Endeksi”nin de kullanıldığı görülmektedir. Birikimli aşırı getiri ($CAR_{i,T}$ - Cumulative Abnormal Return) aşağıdaki gibi formüle edilebilir:

⁸⁴ Fama, Eugene F., Fisher, L., Jensen, M.C. ve Roll, R., “*The Adjustment of Stock Prices to New Information*”, *International Economic Review*, Şubat 1969, ss.1-21.

⁸⁵ Bu yöntem hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Pettit, Richardson ve Westerfield, Randolph, “*Using the Capital Asset Pricing Model and the Market Model to Predict Security Returns*”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Eylül 1974, ss.594-597

$$CAR_{i,T} = \sum_{t=1}^T AR_{i,t}$$

Birikimli aşırı getiri, i şirketinin aşırı getirilerinin belli bir zaman aralığı için toplanmasını ifade etmektedir. Getirilerin biriktirilme aralığı, açıklama ile getiriler arasındaki ilişkiyi etkileyebilen bir unsurdur. Dar bir getiri aralığı, bu aralığın dışında açıklamalara bağlı gecikmiş fiyat tepkisi gibi unsurlardan kaynaklanabilecek fiyat değişimlerini göstermeyebilir. Finans yazınında, benzer nitelikteki çalışmalarda açıklamanın etkisinin uzun dönemde tespiti amacıyla 100 gün öncesi ve 300 gün sonrasının da kullanılabilirdiği görülmektedir⁸⁶. Ancak, bu çalışmalar daha çok açıklamaların aylık bazda yapıldığı ABD'ye ilişkin olup; açıklamaların kısa vadeli etkilerinin ölçüldüğü İngiltere örneğinde açıklama gününün etrafındaki 20 günün dikkate alınması yeterli bulunmuştur. Bu itibarla, çalışmada, hisselerin günlük aşırı getirileri hesaplandıktan sonra, açıklamanın hisse fiyatına etkisinin tespit edilebilmesi amacıyla açıklama gününün 20 işlem günü öncesi ve sonrasını içeren toplam 41 günlük aşırı getiriler belirlenmiştir. Aynı şekilde, olay günü sonrasındaki fiyat hareketlerinin incelenmesi amacıyla da (1, 20) dönemine ilişkin birikimli aşırı getiriler hesaplanmıştır. Buna göre, i şirketinin açıklama yapıldığı günün 20 gün öncesi ve sonrası günleri kapsayan 41 günlük bir dönemdeki (T) birikimli aşırı getirisi aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$CAR_{i,(-20,20)} = \sum_{t=-20}^{20} AR_{i,t}$$

⁸⁶ Seyhun, "a.g.m.", ss.189-212.

Olay günü ve etrafındaki olmak üzere 41 günlük (-20, 20) aşırı getirilerin tespitinden sonra, bu getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığı %90 güvenilirlik düzeyinde t test istatistiği ile test edilmiştir. İMKB ile ilgili olarak böyle bir araştırmanın ilk kez yapılması nedeniyle hipotezin red sınırının 0,10 anlamlılık düzeyi ve altındaki alan olarak belirlenmesi yeterli görülmüştür. Ayrıca, aşırı getirinin veya birikimli aşırı getirinin sıfır olması halinde hipotezler kabul edileceğinden çalışmada istatistiksel anlamlığın ölçülmesinde çift taraflı t test istatistiği kullanılmıştır. Söz konusu hesaplamalar, Microsoft Excel'in fonksiyonlarının kullanılması suretiyle yapılmıştır. T test değeri 0,10 dan küçük olunca, %90 güven aralığında hipotez (H_0) istatistiksel olarak red edilecektir. Aksi takdirde, %90 güven aralığında hipotezin kabul edilebileceği anlaşılabilecektir.

3.6. ARAŞTIRMADA KULLANILAN HİPOTEZLER

İçeriden öğrenenlerin hisse alımı, piyasalar tarafından söz konusu hisselerin fiyatını artıracak bilgiler bulunduğu şeklinde algılanmaktadır. Bu nedenle, söz konusu hisseye ilişkin talebin artması suretiyle fiyatının yükselmesi, böylece dışarıdaki yatırımcıların aşırı getiri elde etmesi beklenmektedir. Ancak, EPH'nin bilgilendirme etkinliğinin yarı güçlü formuna göre, içeriden öğrenenlerin yaptıkları işlemlerin takip edilmesi yoluyla aşırı getiri elde edilemeyeceğinden hipotezler aşırı getirinin sıfıra eşit olacağı esas alınarak oluşturulmaktadır. Benzer şekilde, açıklama ve öncesindeki aşırı getiriler bulunmuyorsa, içeriden öğrenenlerin de yaptıkları işlemlerle aşırı getiri elde edemedikleri, dolayısıyla piyasanın güçlü formda etkin olduğu söylenebilecektir.

Yatırım ortaklıkları kendilerine özgü özellikleri nedeniyle şirketlerden ayrı incelemeye alınmışlardır. Bu nedenle, İMKB’de işlem gören şirketler açısından oluşturulan bazı hipotezler yatırım ortaklıklarına uygulanamamıştır. Şirketlere ilişkin hipotezler aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

Hipotez 1: İçeriden öğrenenlerin hisse alım satımlarında aşırı getiriler (birikimli aşırı getiriler dahil) sıfırdır.

Hipotez 2: Aşırı getiriler hissenin İMKB Ulusal-100 Endeksinde yer almasından bağımsız olarak sıfırdır.

Hipotez 3: Aşırı getirilerin varlığı şirketlerin piyasa değerlerinden bağımsız olup, piyasa değeri yüksek olan hisselerin içeriden öğrenenler tarafından alım satımında aşırı getiri sıfırdır.

Hipotez 4: Piyasanın gelişmişlik seviyesinin artması nedeniyle incelenen 2004, 2005 ve 2006 yıllarında gözlenen aşırı getirilerde zaman içerisinde azalma olmuştur.

Hipotez 5: İşlem tutarının büyüklüğünden (işlem tutarının ilgili şirketin sermayesine oranı) bağımsız olarak aşırı getiri sıfırdır.

Hipotez 6: Bilgi hiyerarşisi söz konusu olmayıp, şirketin pay sahipleri ve yöneticilerinin konumu aşırı getiriyi belirleyici bir unsur değildir.

Hipotez 7: İnceleme dönemi içerisinde ele geçirmeye konu şirketlerde aşırı getiri oluşmamaktadır.

Hipotez 8: İnceleme dönemi içerisinde piyasa yapıcılığı işlemde bulunan şirketlerde aşırı getiri mevcut değildir.

Hipotez 9: Finansal Şirketler ile finansal olmayanlar aÇısından aşırı getiri oluşumunda bir farklılık bulunmamaktadır.

Şirketler aÇısından oluşturulan bu hipotezlerden 1, 4, 5 ve 6 numaralı hipotezler yatırım ortaklıkları iÇin de 6ng6r6lm6Ő olup, elde edilen bulgular 2er2evesinde s6z konusu hipotezlerin ge2erliliği devam eden b6l6mde incelenmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMADA ELDE EDİLEN BULGULAR VE

DEĞERLENDİRİLMESİ

Bu bölümün konusunu yapılan analiz sonucunda elde edilen bulguların şirketler ve yatırım ortaklıkları açısından değerlendirilmesi ve çalışmanın güçlü ve zayıf yönlerinin ortaya konulması oluşturmaktadır.

4.1. ANALİZ SONUÇLARI VE YORUMLANMASI

Analiz sonuçları şirketler ve yatırım ortaklıkları açısından aşağıda ayrı ayrı ele alınarak değerlendirilmektedir.

4.1.1. Şirketlere İlişkin Hipotezlerin Analizi

4.1.1.1. Tüm Alım ve Satımların Analizi

İçeriden öğrenenlerin hisse alım satımlarında birikimli aşırı getiriler dahil aşırı getiri oluşmadığı, dolayısıyla aşırı getirilerin sıfıra eşit olması gerektiği birinci hipotezde ileri sürülmektedir. Bu durumda, alım ve satımlarda aşırı getirinin sıfırdan farklı çıkması halinde hipotez kabul edilmeyebilecektir. Ancak, aşırı getirinin

sıfırdan farklı çıkması durumunda, bir hipotez daha kurulması mümkündür: İçeriden öğrenenlerin hisse alımları (satımları) sonrasında pozitif (negatif) aşırı getiri bulunmamaktadır. Dolayısıyla, içeriden öğrenenlerin hisse işlemlerinin sinyal niteliği taşıyıp taşımadığı ve bu sinyalin doğru algılanıp algılanmadığı da değerlendirilebilecektir.

Şirketlerin hisselerinde yapılan tüm alım işlemlerine ilişkin veriler Tablo 4 te verilmektedir.

Tablo 4. Şirketlerde hisse alımlarındaki aşırı getiriler.

<i>Günler</i>	<i>AR (%)</i>	<i>T İstatistiği</i>	<i>CAR (%)</i> <i>(-20,20)</i>	<i>CAR (%)</i> <i>(1,20)</i>
-20	0,192	3,106*	0,192	-
-15	0,152	2,404*	0,791	-
-10	0,234	3,126	1,561	-
-5	0,021	0,361	1,922	-
-4	0,116	1,894*	2,039	-
-3	0,162	2,656*	2,201	-
-2	0,206	3,274*	2,406	-
-1	0,233	3,576*	2,640	-
0	0,367	5,669*	3,007	-
1	0,244	3,995*	3,251	0,244
2	0,060	0,993	3,311	0,304
3	0,138	2,258*	3,449	0,442
4	0,162	2,691*	3,610	0,603
5	0,125	2,104*	3,735	0,728
10	0,046	0,845	4,140	1,133
15	-0,015	-0,261	4,364	1,357
20	0,111	1,941*	4,754	1,747

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablonun incelenmesinden görülebileceği gibi, içeriden öğrenenlerin alım günü etrafında aşırı getiriler artmaya başlamakta fakat açıklamanın yayımlanmasının ikinci gününden itibaren azalmaktadır. Nitekim, birikimli aşırı getiri açıklama gününde %3,007 ye ulaşmakta ve bu tarihten sonra yavaş da olsa artışına devam etmektedir. Günlük aşırı getirilerin çoğu gününde elde edilen veri istatistiksel olarak %90 güven aralığında anlamlı görülmektedir. Bu durumda, içeriden öğrenenlerin hisse alımlarında aşırı getirinin sıfır olduğu hipotezi kabul edilmeyebilecektir.

Dışarıdakilerin içeriden öğrenenleri takip ederek açıklamanın ertesi günü hisse almaları halinde açıklama sonrası ilk 5 gün içerisinde %0,728, 20 gün içerisinde ise %1,747 aşırı kazanç elde etmeleri mümkün görünmektedir. Bununla birlikte, açıklama gününün hemen öncesindeki günlerde de getirinin yüksek olması, içeriden öğrenenlerin işleminden daha önce bilgilenen yatırımcıların bulunmuş olabileceğini işaret etmektedir. Örneğin, dışarıdakilerin -2 nci günde alım yapmaları halinde, aşırı getirileri olay gününden sonraki 5 inci günde %0,728 yerine %1,234 e yükselmektedir. Bu durum özel durum açıklamasının işlemin yapıldığı günden sonra yayımlanmasından, analize alınan açıklamalarda açıklamanın yapıldığı tarihten önceki 2 işgününde yapılan işlemlerin dikkate alınmasından veya ilgili ortakların işlemi yaptıkları gün yerine işlemin gerçekleşmesinden (t + 2) sonra açıklama yapmalarından kaynaklanmış olabilir. Her üç durumda da, içeriden öğrenenin işlem bilgisinin kamuya açıklanmadan önce bilgili yatırımcılar tarafından kullanılmış olabileceği anlaşılmaktadır.

İçeriden öğrenenlerin şirket hisselerindeki satım işlemlerine ilişkin veriler

Tablo 5 te yer almaktadır.

Tablo 5. Şirketlerde hisse satımlarındaki aşırı getiriler.

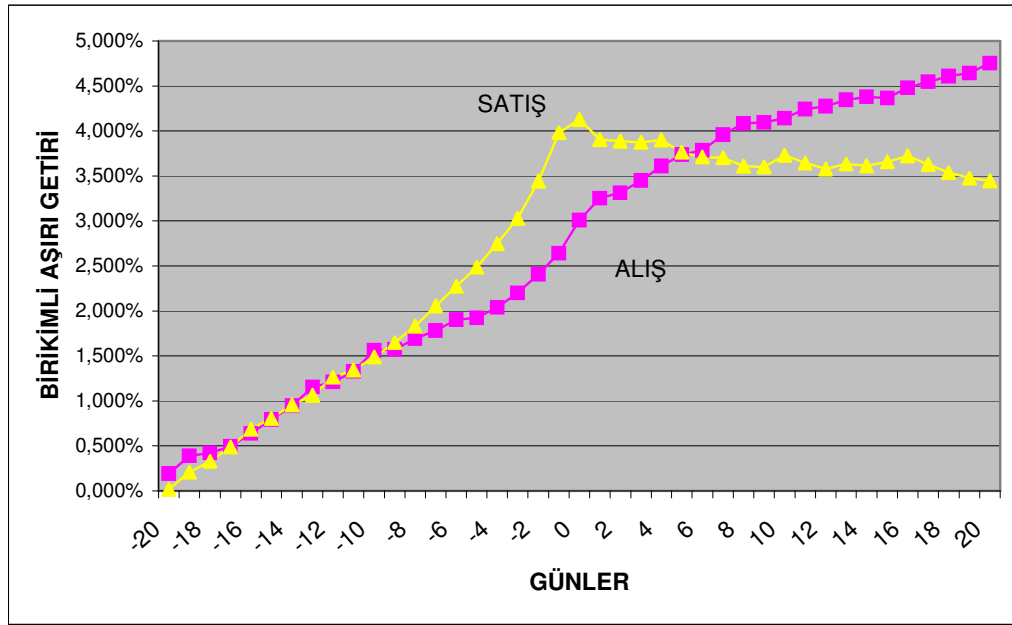
<i>Günler</i>	<i>AR (%)</i>	<i>T İstatistiği</i>	<i>CAR (%)</i> <i>(-20,20)</i>	<i>CAR (%)</i> <i>(1,20)</i>
-20	0,017	0,291	0,017	-
-15	0,122	1,877*	0,807	-
-10	0,141	2,154*	1,486	-
-5	0,214	3,137*	2,487	-
-4	0,262	3,035*	2,749	-
-3	0,278	3,670*	3,027	-
-2	0,414	4,592*	3,441	-
-1	0,538	5,841*	3,979	-
0	0,147	1,887*	4,126	-
1	-0,223	-3,228*	3,903	-0,223
2	-0,017	-0,250	3,886	-0,240
3	-0,013	-0,201	3,873	-0,253
4	0,026	0,333	3,899	-0,227
5	-0,136	-2,124*	3,763	-0,363
10	0,131	1,970*	3,731	-0,396
15	0,044	0,681	3,655	-0,471
20	-0,031	-0,499	3,446	-0,680

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

İçeriden öğrenenin açıklama günü öncesine kadar günlük aşırı getiriler elde edilmekte olup, bu getirilerin -20 nci günden itibaren toplamı %4,126 ya ulaşmaktadır. Devam eden günlerde ise, aşırı getirilerin çok düşük tutarlarda ve/veya negatif değerler aldığı görülmektedir. Nitekim, açıklama sonrası günlerde birikimli aşırı getiri değeri düşmekte ve 20 nci günde elde edilen birikimli aşırı getiri %3,446

ile açıklama günündeki %4,126 düzeyinden %0,68 düşük gerçekleşmektedir. Açıklama günü ve etrafındaki çoğu gün için elde edilen aşırı getiriler %90 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı bulunduğundan, içeriden öğrenenlerin hisse satışlarında aşırı getirinin sıfır olduğu hipotezi red edilebilecektir. İçeriden öğrenenlerin satışını takiben dışarıdaki yatırımcıların da satışa geçmesi halinde devam eden 20 günde oluşan %0,68 oranındaki zarardan korunmaları mümkün olabilir. Bu veriler bize içeriden öğrenenlerin satış işlemlerini zamanlama konusunda iyi olabildiklerini göstermesi açısından dikkat çekicidir.

Bu değerlendirmeler birikimli aşırı getirilerin karşılaştırıldığı Şekil 1 den daha net anlaşılabilir.



Şekil 1. Şirketlerde hisse alım satımlarındaki birikimli aşırı getiriler.

Şekil bir durumu daha açığa çıkarmaktadır. Genelde, yurt dışındaki yazında içeriden öğrenenlerin satış için hisse fiyatının yükseldiği anı beklmeleri, alış için ise

düştüğü anda alım yapmaları beklenmektedir. Hisse satışları için bu durum ülkemiz açısından da doğrulanmaktadır. Zira, içeriden öğrenenlerin hisse satışını takiben hisse fiyatı az da olsa bir düşüş yaşamaktadır. Düşüşün az olması, piyasanın ilgili dönemde boğa piyasası özelliklerini göstermesi, dolayısıyla olumsuz haberlerin pek satın alınmamasından kaynaklanabilir. Alımlar için beklentilerin tam karşılandığını söylemek biraz zordur. İçeriden öğrenenler hisselerin hızla yükselmeye başladığı bir sırada alım yapmaktadırlar. Dolayısıyla, alım yaptıkları seviye hisselerin fiyatının düştüğü bir nokta değildir. Ancak, alımdan sonra hisselerin fiyatının artmaya devam etmesi söz konusu alımın piyasada bir sinyal olarak algılanıp ilgili hisseye talebin artmasından kaynaklanabilir.

4.1.1.2. Endekse Dahil Olmanın Farklılığı

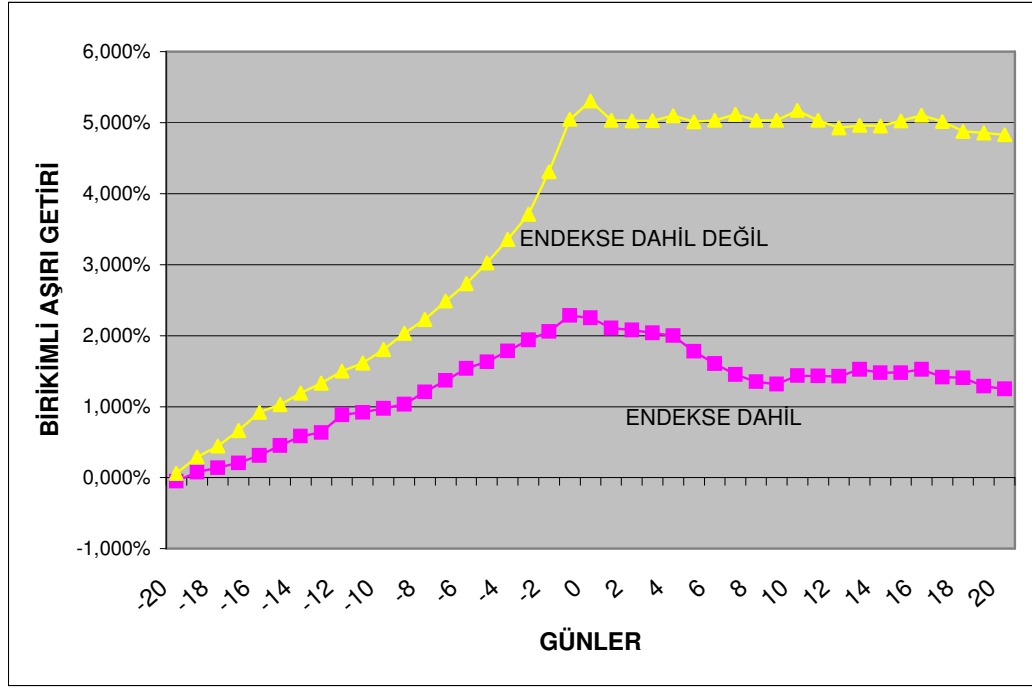
İkinci hipotezde, hisselerin İMKB Ulusal-100 endeksinde yer almasından bağımsız aşırı getirilerin sıfır olduğu ileri sürülmüştü. Buna göre şirketlerin hisselerinde yapılan alımların 801 i endekse dahil, kalan 1.288 i endekse dahil olmayan hisselerde gerçekleşmiştir. Satımlar için ise bu rakamlar sırasıyla 793 ve 1.260 dır. Hisselerin alım ve satımların endekse dahil olma durumuna göre elde edilen aşırı getiriler ve anlamlılık testi Ek 2 de yer alan tablolardan incelenebilir⁸⁷.

Endeks kapsamındaki hisselerin alımlarındaki aşırı getirilerin, endeks kapsamında olmayan şirketlere göre özellikle açıklama sonrası daha fazla olduğu görülmektedir. Açıklamanın yapılmasının etrafındaki günlerde aşırı getiri

⁸⁷ Bu hipotezde olduğu gibi verilerin çok olması halinde, aşırı getiri tabloları çalışmanın ekinde verilecektir.

yükselmekle birlikte, sonrasında bir miktar gerilemektedir. Örneğin, endekse dahil hisselerin açıklamadan 20 işlem günü önce alınması ve 20 işlem günü sonra satılması halinde %6,216 aşırı getiri elde edilirken bu değer endeks kapsamında olmayan hisseler için %3,850 seviyesinde kalmaktadır. Her iki durumda da açıklama öncesi ve etrafındaki dönemde aşırı getiriler çoğunlukla %90 güven aralığında anlamlı bulunduğundan aşırı getirilerin sıfır olduğu hipotezi kabul edilemeyecektir. Ancak, açıklama sonrası söz konusu hisselerle yatırım yapan dışarıdaki bir yatırımcının endekse dahil olmayan hisselerde %1,148, dahil olanlarda ise %2,713 aşırı getiri elde edebildiği dikkate alındığında, özellikle endeks kapsamında olmayan şirketler için aşırı getiri ekonomik olarak önemli görünmemektedir.

Konu hisse satımları açısından değerlendirildiğinde ise, özellikle endeks kapsamında olmayan hisselerde açıklama sonrası güne kadar, endeks kapsamında olan hisselerde ise bazı günler için elde edilen aşırı getirilerin %90 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Alımların tersine, satımlarda endeks kapsamında olmayan şirketlerde içeriden öğrenenlerin hisselerin en yüksek birikimli getiriyi (%5,306) elde ettiği açıklama gününde satışa geçtiği, dolayısıyla satış için en uygun zamanı seçmede oldukça başarılı oldukları görülmektedir (Şekil 2). Ancak, açıklama sonrası hissedeki aşırı getirilerin endeks kapsamında olan hisselerle karşılaştırıldığında daha yavaş gerilediği, bir başka deyişle negatif aşırı getirinin daha düşük olduğu izlenmektedir.



Şekil 2. Endekse dahil olma durumuna göre şirket hisse satımlarındaki birikimli aşırı getiriler.

Diğer taraftan, endeks kapsamındaki şirketlerin belli bir işlem hacmi ve derinliği olduğu dikkate alındığında, elde edilen bulgular büyüklük etkisi ile uyumlu görünmemektedir.

4.1.1.3. Piyasa Değerinin Etkisi

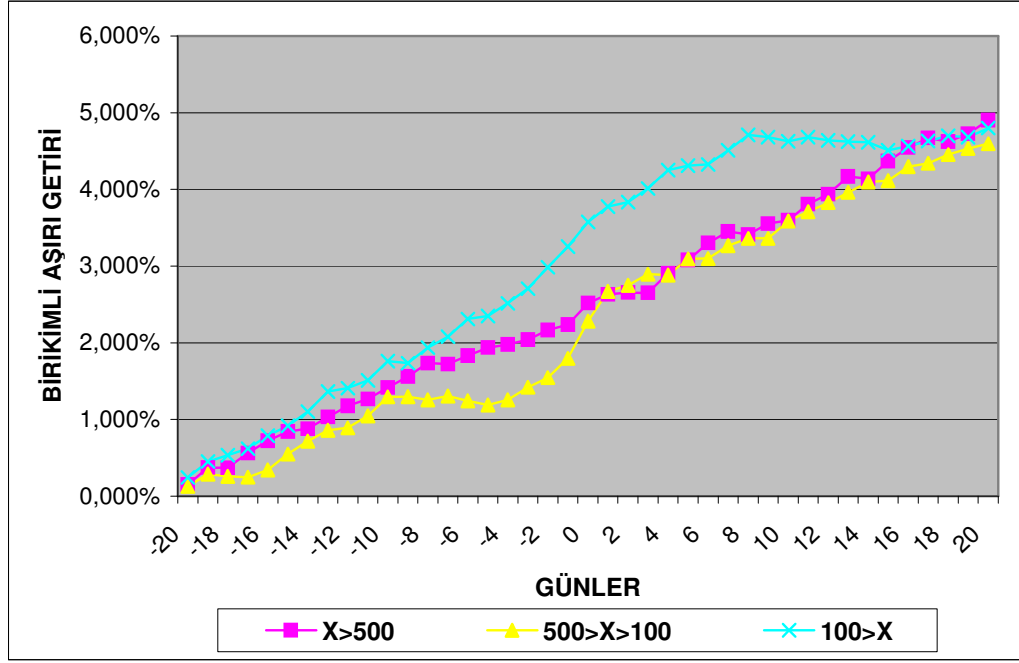
Aşırı getirilerin varlığının, şirketlerin piyasa değerinden bağımsız olarak, piyasa değeri yüksek olan hisselerin içeriden öğrenenler tarafından alım satımında aşırı getirinin sıfır olduğu üçüncü hipotezin konusunu oluşturmaktadır. Burada, endekste olduğu gibi, şirketlerin piyasa değerinin aşırı getirilerin oluşumunda etkili olup olmadığı incelenmekte olup, büyüklük etkisinin aşırı getirileri yok etmesi

beklenmektedir. Bu hipoteze ilişkin aşırı getiriler ve anlamlılık düzeyi Ek 3 te sunulmaktadır.

İncelenen alım açıklamalarından 1.108 i piyasa değeri 100 bin YTL'nin altında, 648 i 100 bin YTL ile 500 bin YTL arasında, 333 ü ise 500 bin YTL'nin üzerinde olan şirketlere aittir. Dolayısıyla, alım işlemlerinde düşük değerli şirketlerin ciddi bir hakimiyeti vardır. Buna rağmen, piyasa değeri 100 bin YTL'nin altında olan şirketlerin içeriden öğrenenlerinin hisse alımlarının açıklanması öncesindeki aşırı getiriler daha yüksektir ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Ancak, açıklama sonrası dönem incelendiğinde, 20 günlük birikimli getirinin 100 bin YTL'nin altındaki grup için %1,223 düzeyinde kalmasına rağmen, diğer gruplarda sırasıyla %2,315 ve %2,385 seviyesinde olduğu görülmektedir. Bu durum, endekse dahil olma durumunda da görüldüğü üzere, büyük şirketlerde içeriden öğrenenlerin alım işleminin zamanlaması konusunda diğerlerine göre çok iyi durumda olmamalarına rağmen, yaptıkları işlem yoluyla piyasaya verdiklerin sinyalin doğru algılanarak hissede yükselişe yol açtığını söylemek mümkündür.

Ancak, bu yükselişin açıklama öncesi dönemden çok az yüksek olduğu dikkate alındığında, söz konusu hisselerin genel olarak bir yükseliş seyrinde bulunmasından kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Bu yorumu, özellikle piyasa değeri 500 bin YTL'nin üzerinde olan şirket hisse alımlarındaki günlük aşırı getirilerin sadece üç gün için istatistiksel olarak anlamlı olması da desteklemektedir. Nitekim, bütün hisselerin genel olarak bir yükseliş yaşadığı, ancak piyasa değeri olarak alt grupta yer alan şirketlerde alım yapılmasının hisselerin sağladığı aşırı

getiride sıçramaya yol açabildiği Şekil 3 den görülmektedir. Dolayısıyla, piyasa değeri yüksek şirketler için aşırı getiri özellikle açıklama sonrası daha yüksek olmasına rağmen, bu veriler istatistiksel olarak doğrulanamadığından hipotez kabul edilebilecektir.



Şekil 3. Piyasa değerine göre şirket hisse alımlarındaki birikimli aşırı getiriler.

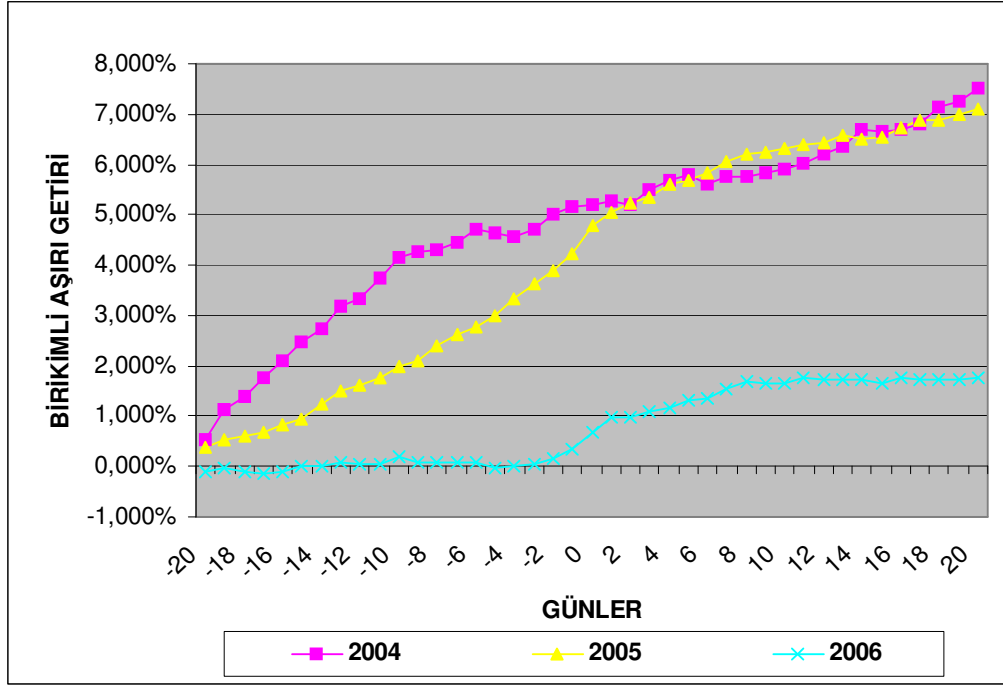
Konu hisse satışları açısından incelendiğinde ise, bu defa endekse dahil hisselerden farklı olarak genelde açıklama öncesinde yüksek birikimli aşırı getiri elde edildiği görülmektedir. Bu getiri oranı piyasa değeri 100 bin YTL'nin altındaki 1.208 şirketin hisse satışlarında %3,629 iken 100 bin YTL ile 500 bin YTL arasında olan 561 şirketin hisselerinde %4,528 e, 500 bin YTL üzerinde olan 284 şirketin hisselerinde ise %5,448 e yükselmektedir. Açıklama sonrası dönemde de, alt grup satış açıklamasından en olumsuz etkilenen grup olurken, üst grup düşük de olsa pozitif aşırı getiri sağlayabilmektedir. Bu durum, büyük şirketlerin alımlarının bir sinyal olarak algılanırken, satımlarının aynı yönde değerlendirilmediğini veya

değerlendirmeye alınmadığını göstermektedir. Sonuç itibariyle satım açıklaması öncesinde her üç grupta da yüksek ve istatistiksel olarak anlamlı görünen aşırı getiriler bulunmakta olup, açıklama sonrası negatif getiri alt grupta oluşmamaktadır.

4.1.1.4. Yıllara Göre Aşırı Getiriler

Dördüncü hipotez, piyasanın gelişmişlik seviyesinin artması beklentisiyle incelenen 2004, 2005 ve 2006 yıllarında gözlenen aşırı getirilerde zaman içerisinde azalma olmasıdır. Bu hipoteze ilişkin veriler Ek 4 te verilmektedir.

2004 yılında 366, 2005 yılında 779 ve 2006 yılında 944 hisse alım açıklaması olduğu görülmektedir. Bu açıklamaların sayısının incelenen dönem içerisinde artması açıklamaların yapılması konusundaki bilgilenmenin artmasından kaynaklanabileceği gibi, ilgili yıllarda yaşanan ele geçirmeler ve yabancı alımlarından da kaynaklanmış olabilir. Elde edilen bulgular incelendiğinde, alım açıklaması öncesinde her üç yılda da aşırı getiriler olduğu, ancak 2006 yılındaki aşırı pozitif getirinin %1 in altında olması nedeniyle ihmal edilebileceği; 2004 ve 2005 yıllarında açıklama öncesi dönemde sırasıyla %5,218 ve %4,792 aşırı getiri oluşabileceği ve bu getirilerin özellikle 2005 yılındakilerden istatistiksel olarak %90 düzeyinde anlamlı bulunduğu görülmektedir (Şekil 4).



Şekil 4. Yıllara göre şirket hisse alımlarındaki birikimli aşırı getiriler.

Alım sonrasında ise, 2004 ve 2005 yıllarında yaklaşık %2, 2006 yılında ise %1 aşırı getiri elde edilmesi mümkün olup, içeriden öğrenenlerin alım açıklaması ile hisse fiyatlarında artış beklendiğinden, açıklama öncesi dönem ile karşılaştırıldığında elde edilen aşırı getiriler tatminkar bulunmamaktadır. Bunun yanında, 2006 yılında sadece açıklama günü ve etrafındaki -1 ve +1 günler için elde edilen aşırı getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olması ve sadece açıklama gününde %0,677 oranında aşırı getiri oluşması nedeniyle açıklamanın piyasa tarafından fiyatlara hızlı ve doğru yönde yansdığı söylenebilir.

Satım açıklamaları 2004, 2005 ve 2006 yıllarında sırasıyla 528, 877 ve 648 adettir. Dolayısıyla, piyasanın daha dalgalı olduğu 2006 yılında içeriden öğrenenlerin daha az satım işlemi yapmayı tercih ettiği veya satım için piyasayı uygun bulmadığı

ifade edilebilir. 2004 yılında satım açıklaması öncesindeki 20 günde %5,699 oranında aşırı getiri oluşurken 2005 ve 2006 yıllarında bu oran sırasıyla %2,538 ve %4,528 düzeyinde kalmıştır. 2005 ve 2006 yıllarında elde edilen bulgular istatistiksel olarak çoğu günde anlamlı olurken, 2006 yılında açıklama öncesi elde edilen aşırı getirinin yüksekliği dikkat çekicidir. Açıklama sonrası 2005 ve 2006 yıllarında negatif aşırı getiri; 2004 yılında ise düşük oranda da olsa pozitif aşırı getiri söz konusudur. Bu durum, piyasanın yükselişte olduğu 2004 yılında içeriden öğrenenlerin hisse satışı gibi olumsuz haberlere çok itibar edilmediğinin bir işareti olarak algılanabilir. Diğer taraftan, hisse satım öncesi aşırı getirilerin açıklama sonrasındaki negatif getirilere kıyasla oldukça yüksek olduğu dikkate alındığında, içeriden öğrenenlerin satım zamanlaması konusunda gerek piyasanın yükseldiği, gerekse az da olsa dalgalı bir seyir izlediği 2006 yılında bile zamanlama konusunda oldukça iyi olduklarını işaret etmektedir.

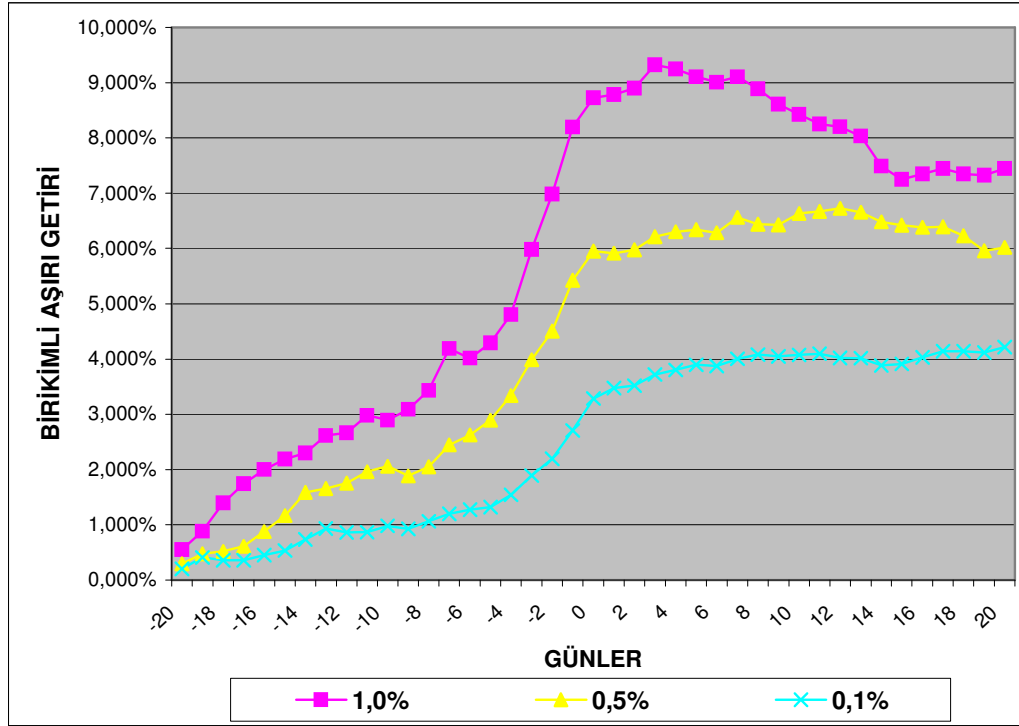
4.1.1.5. İşlem Tutarının Büyüklüğü

Beşinci hipotez, işlem tutarının ilgili şirketin sermayesine oranından bağımsız olarak aşırı getirinin sıfır olduğudur. Bu hipotezi test etmek için alım ve satım açıklamalarından öncelikle net işlem tutarı ilgili dönemdeki şirket sermayesinin %0,1 inin altında olduğu işlemler çıkarılarak %0,1 grubu elde edilmiştir. Daha sonra kalan açıklamalardan net işlem tutarı sermayenin %0,5 inin altında olduğu işlemler de çıkarılmıştır. Son olarak ilgili şirketin sermayesinin %1 inin altındaki işlemler çıkarılarak %1 grubu elde edilmiştir. Bu şekilde %0,1, %0,5 ve %1 gruplarında alım açıklamalarının sayısı sırasıyla 884, 273 ve 124; satım açıklamalarının sayısı ise

sırasıyla 1.149, 433 ve 239 işleme düşmüş olup, aşırı getiri ve anlamlılık düzeyi verileri Ek 5 te verilmektedir.

Bu noktada, alım ve satıma konu açıklamalardaki işlem tutarının sermaye içindeki payı dikkat çekmektedir. İşlem tutarının sermaye içindeki payı %1 den büyük olan açıklamalardan satım işlemlerinin kendi grubu içindeki payı alım işlemlerine göre en az 2 kat fazla olup, büyük ortak ve yöneticilerin satım aşamasında daha yüksek tutarlı işlemler gerçekleştirdiğinin bir göstergesi olarak alınabilir. Bir başka deyişle, büyük ortak ve yöneticilerin alım işlemlerini küçük tutarlar halinde geniş bir zamana yayarken, satım işlemlerini kısa sürede gerçekleştirebilmek amacıyla yüksek tutarlarda işlem yaptıkları söylenebilir.

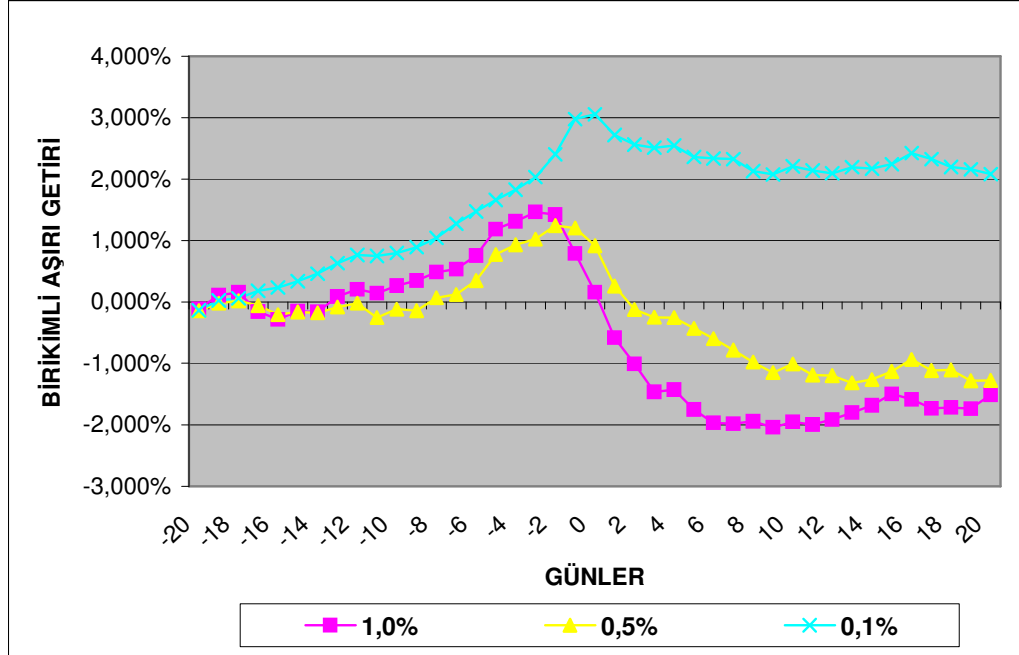
İşlem tutarının alım açıklamalarındaki etkisi oldukça çarpıcı olup birikimli aşırı getiri değerleri Şekil 5 te sunulmaktadır. Şeklin incelenmesinden görüleceği üzere, açıklama öncesi dönemdeki aşırı getiri her üç grupta da mevcuttur, ancak işlem tutarı arttıkça aşırı getiriler katlanarak artmaktadır. Açıklama tarihi itibarıyla birikimli aşırı getiri %0,1 grubu için %3,285 iken bu oran %0,5 grubunda %5,951 ve %1 grubunda %8,725 e çıkmakta olup, bu getirinin büyük bir bölümü açıklama öncesindeki 3 günde oluşmaktadır. Bunun yanında, açıklama öncesi günlerde oldukça hızlanan birikimli aşırı getiri artışı, açıklama sonrasında bir miktar artmakla birlikte yatay seyretmektedir. Alım açıklaması sonrası beklenen getiri oldukça düşük düzeyde olup, bu durum açıklamanın etkisinin piyasaya önceden yansımından kaynaklanmış olabilir.



Şekil 5. İşlem tutarına göre şirket hisse alımlarındaki birikimli aşırı getiriler.

Bu bulgular, işlem tutarının büyüklüğünün aşırı tepkilere yol açtığı hususundaki yurt dışındaki yazında elde edilen tespitleri kısmen doğrularken, ülkemiz açısından “gizli işlem” hipotezinin geçerli olmadığını göstermektedir. Gizli işlem hipotezi, muhtemelen içeriden öğrenenlerin ticareti endişesiyle dikkat çekici olabilecek yüksek tutarlı hisse işlemlerinin zamana yayılarak ve parçalara bölünerek gerçekleştirilmesidir. Ülkemiz örneğinde aşırı getiri işlem tutarının yüksekliğine bağlı doğrusal olarak artmaktadır. Ayrıca, açıklama tarihi öncesinde aşırı getirilerde hızlı bir yükseliş görülmesi bilgili yatırımcıların işlem yapmasından kaynaklanabileceği gibi, fiilen yapılan işlemin açıklama öncesi 2 günde gerçekleştirilmiş olması halinde bilginin piyasaya sızmasından da kaynaklanmış

olabilir. Bu da yatırımcılar arasındaki eşitliğin bozulduğu ve bazılarının içeriden öğrenilen bu bilgiyle aşırı kazanç elde edebileceğini göstermektedir.

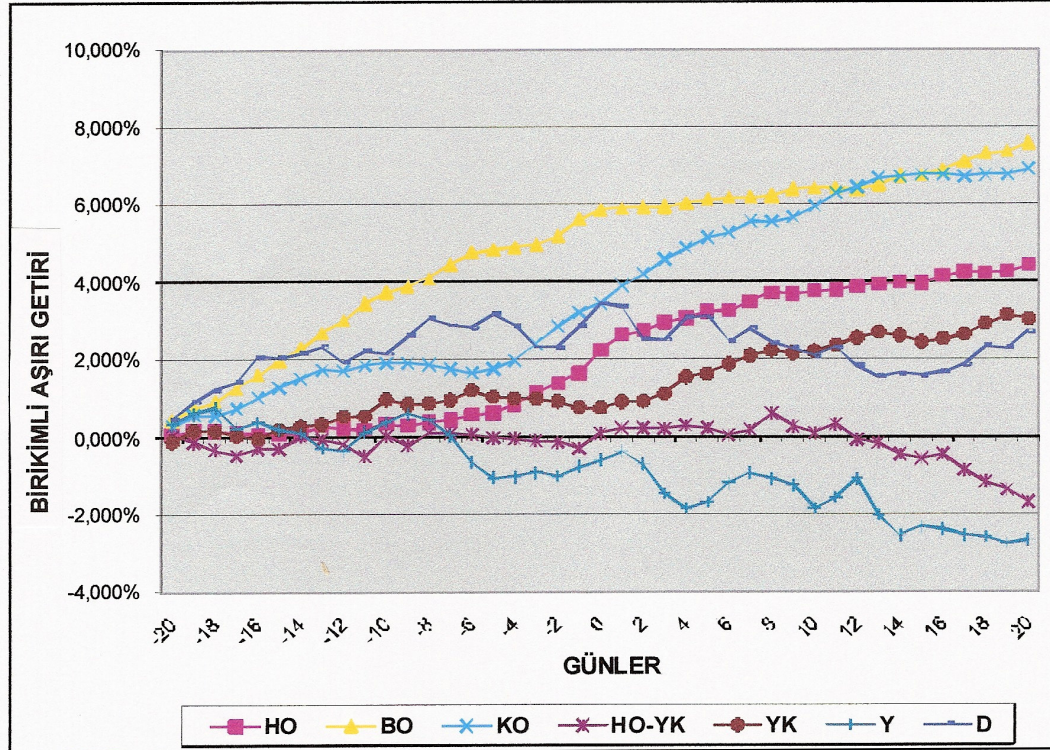


Şekil 6. İşlem tutarına göre şirket hisse satımlarındaki birikimli aşırı getiriler.

Diğer taraftan, hisse satımlarında da işlem tutarının büyüklüğü aşırı getirilerin belirlenmesinde önemli bir rol oynamakta, satış açıklamasından sonra her üç grupta da negatif aşırı getiriler elde edilirken, bu getiriler %0,5 ve %1 grubu için daha yüksek gerçekleşmektedir. Ancak, negatif getirilerin %0,5 grubunda açıklama öncesi, %1 grubunda ise açıklamadan önceki ikinci günde başlıyor olması, satış işleminin geç açıklanma olasılığı yanında içeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığını işaret etmesi açısından da ilgi çekicidir.

4.1.1.6. Pay Sahipleri ve Yöneticilerin Konumu

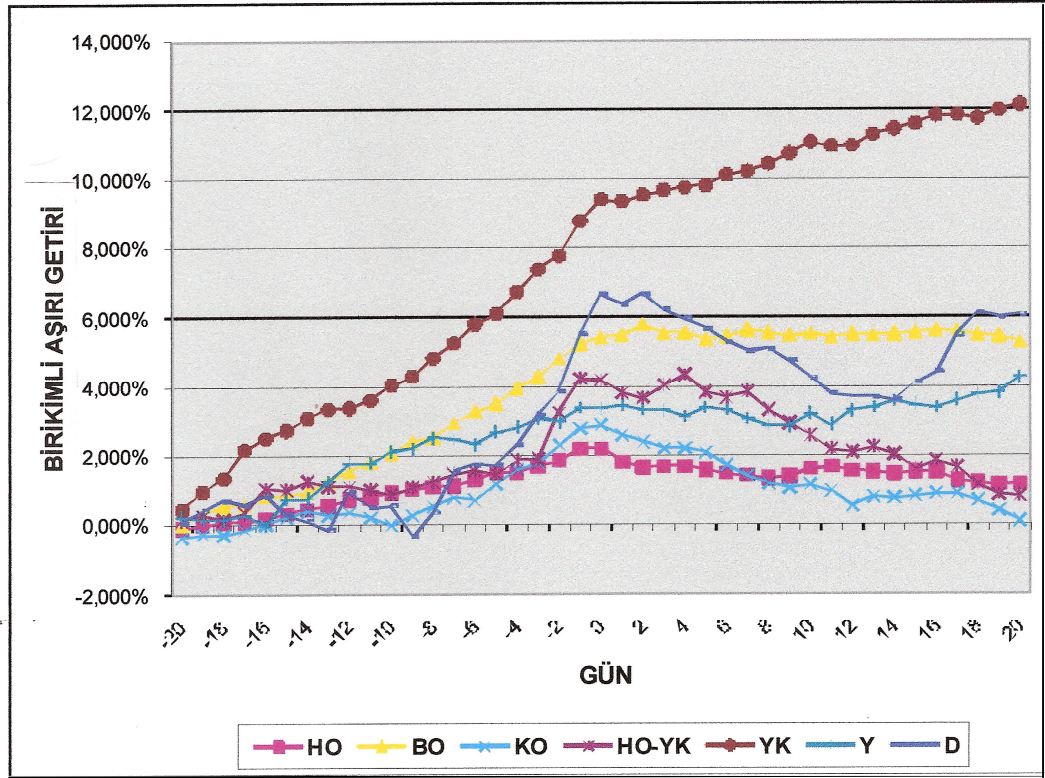
Şirketin pay sahipleri ve yöneticilerinin konumunun aşırı getiriye belirleyici bir unsur olmadığı, dolayısıyla bilgi hiyerarşisinin bulunmadığı altıncı hipotezde ele alınmaktadır. Yurt dışındaki yazında yönetime bire bir daha yakın olan kişilerin daha iyi alım ve satım stratejileri oluşturabildikleri ve zamanlama konusunda mükemmel oldukları, buna karşılık şirketin dışında kalan ve yönetimle bire bir ilgilenmeyen büyük ortakların aynı başarıyı gösteremediği tespit edilmiştir. Bu bölümde, benzer bir durumun ülkemiz için de söz konusu olup olmadığı incelenmektedir. İncelemeye konu olan açıklamaların pay sahibi ve ortaklara göre dağılımı Tablo 1 de verildiğinden, burada ayrıca anılmayacaktır, ancak hesaplanan aşırı getiri değerleri ile anlamlılık testi Ek 6 da sunulmaktadır.



Şekil 7. Ortağın konumuna göre hisse alımlarındaki birikimli aşırı getiriler.

Ekte yer verilen tablolardan incelenebileceği ve Şekil 7 den görülebileceği gibi özellikle hakim ortak, büyük ortak ve kurumsal ortağın hisse alımları istatistiksel olarak anlamlı olup, diğer ortaklar için elde edilen değerler çoğu günlerde anlamsız bulunmuştur. Bunun yanında, açıklama öncesi dönemde büyük ortak, kurumsal ortak ve diğer ortaklarda yüksek birikimli aşırı getiri söz konusu olup, özellikle hakim ortak ve yönetim kurulu yesi olan ortak ile hakim ortağın alımları öncesindeki aşırı getiriler oldukça düşüktür. Dolayısıyla, Şirketlerdeki hisse alım açıklamaları açısından bilgi hiyerarşisinin ülkemizde geçerli olmadığı görülmektedir. Bu durum, Şirketlerin hakim ortağı niteliğindeki ortaklarının farklı saiklerle alım yapmalarından kaynaklanabilir. Piyasa yapıcılığı veya hissenin bulunduğu pazarda işlem görmeye devam etmesinin sağlanması amacıyla işlem hacminin yükseltilmeye çalıŐılması bu saiklerden birkaçı olabilir.

Açıklama sonrası dönemde kurumsal ortağın alımları sonrasında daha yüksek (%3,469) aşırı getiri elde edildiği ve bu getirinin büyük bölümünün ilk 10 gün içerisinde sağlandığı görülmektedir. Yöneticilerin alımları sonrasında hissede negatif aşırı getiriler oluşması, bilgisel etkinliğin önemli bir unsuru olan bilginin piyasada doğru yönde algılanmayabildiğini işaret etmektedir.



Şekil 8. Ortağın konumuna göre hisse satımlarındaki birikimli aşırı getiriler.

Hisse satımları incelendiğinde ise, bu defa büyük ortak ve kurumsal ortak yanında, yönetim kurulu üyelerinin açıklamalarının etrafındaki günlerde de istatistiksel olarak anlamlı düzeyde aşırı getirilerin oluştuğu, kurumsal ortakların satışı sonrasındaki negatif aşırı getirilerin daha yüksek olduğu (%2,764), buna karşılık yönetim kurulu üyelerinin satışı sonrasında getirilerin artmaya devam edebildiği görülmektedir (Şekil 8). Bu durum, yöneticilerin hisse satımlarında zamanlama konusunda iyi olmadıklarının bir göstergesi olarak alınabileceği gibi, incelenen dönemde yabancıların İMKB'deki payının artması nedeniyle yabancı yatırımcıların alım ve satım işlemlerine piyasanın daha hassas olmasından da kaynaklanmış olabilir. Alım açıklamalarında olduğu gibi, satım açıklamalarında da özellikle açıklama öncesi pozitif yüksek tutarda aşırı getiri olup, bu getiri %9,404 ile

en yüksek yönetim kurulu üyelerindedir. Bu getiri %5,396 ile büyük ortaklar ve %4,176 ile hakim ortak-yönetim kurulu üyeleri izlemektedir. Dolayısıyla alım işlemlerinde olmasa bile, satım işlemleri konusunda bilgi hiyerarşisinin geçerli olabildiği, şirkete yakın olan ortakların aşırı getiri elde edilmesinde ilk sıraları aldığı ve yönetim kurulu üyelerinin zamanlama konusunda daha başarılı oldukları söylenebilir.

4.1.1.7. Ele Geçirmeye Konu Hisseler

İnceleme dönemi içerisinde ele geçirmeye konu şirketlerde aşırı getiri oluşmadığı çalışmanın bir diğer hipotezini oluşturmaktadır. Bir şirketin büyük pay sahipleri ve yöneticileri dışındaki bir grup tarafından şirketin yönetimde etkili olmak amacıyla İMKB’de işlem gören hisselerinin toplandığı durumlar ele geçirme olarak dikkate alınmıştır. Bu durumda, belli bir grubun ilgili hissede yoğun miktarlarda alım yapması ve bu alımlar sonucunda sermayedeki payının %25 e ulaşması halinde yüksek fiyattan çağrıda bulunacağı beklentisinin hisselerin fiyatını yükseltmesi beklendiğinden, bu hisselerde piyasa getirisinin üzerinde bir getiri elde edilmesi öngörülmektedir. İncelenen dönemde ele geçirmeye konu 173 alım, 34 satım işlemi tespit edilmiş olup, hesaplanan aşırı getiri değerleri Tablo 6 da, birikimli aşırı getiriler ise Şekil 9 da verilmektedir.

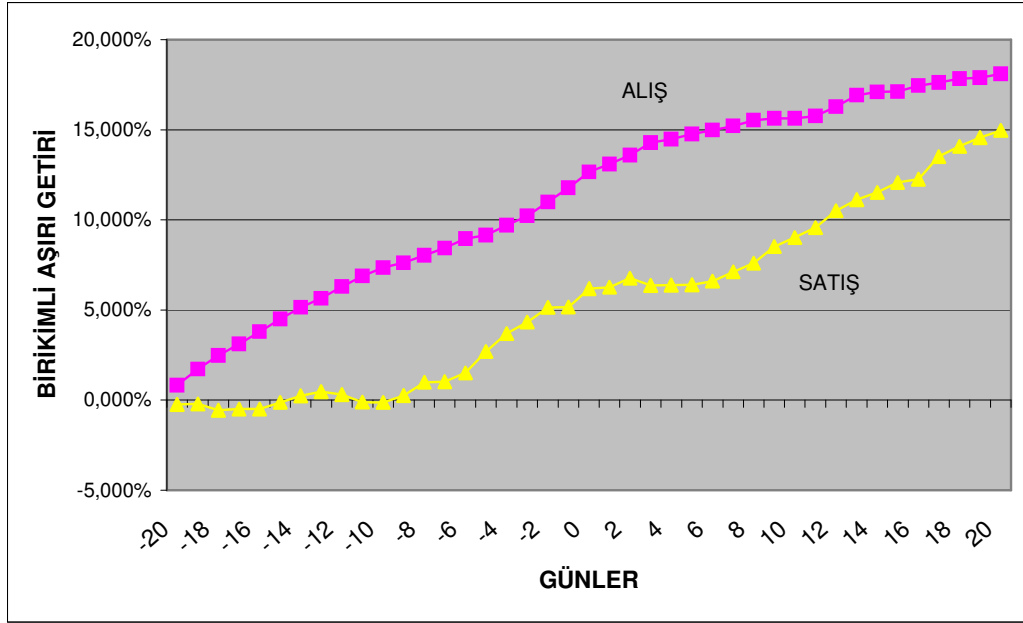
Tablo 6. Ele geçirme durumuna göre şirket hisse alım satımlarındaki aşırı getiriler.

<i>Günler</i>	<i>Alım</i>				<i>Satım</i>			
	<i>AR (%)</i>	<i>T-Test</i>	<i>CAR (%) (-20,20)</i>	<i>CAR (%) (1,20)</i>	<i>AR (%)</i>	<i>T-Test</i>	<i>CAR (%) (-20,20)</i>	<i>CAR (%) (1,20)</i>
-20	0,823	3,358*	0,823	-	-0,242	-1,015	-0,242	-
-15	0,713	2,936*	4,503	-	0,368	0,807	-0,131	-
-10	0,474	2,091*	7,355	-	-0,020	-0,032	-0,122	-
-5	0,198	0,930	9,152	-	1,186	1,909*	2,689	-
-4	0,550	2,106*	9,703	-	0,998	1,967*	3,687	-
-3	0,513	2,070*	10,215	-	0,645	1,773*	4,332	-
-2	0,775	3,037*	10,990	-	0,816	1,168	5,148	-
-1	0,782	2,737*	11,773	-	0,019	0,050	5,168	-
0	0,885	3,438*	12,658	-	1,007	1,785*	6,175	-
1	0,430	1,761*	13,088	0,430	0,090	0,335	6,265	0,090
2	0,496	2,108*	13,584	0,926	0,506	1,358	6,771	0,596
3	0,699	2,743*	14,283	1,625	-0,410	-1,005	6,361	0,186
4	0,190	0,744	14,472	1,815	0,018	0,058	6,379	0,204
5	0,286	1,194	14,758	2,101	0,017	0,047	6,396	0,221
10	0,001	0,006	15,633	2,975	0,494	1,266	9,015	2,840
15	0,009	0,042	17,105	4,448	0,541	2,405*	12,068	5,892
20	0,216	1,154	18,101	5,443	0,408	0,853	14,960	8,785

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablonun incelenmesinden görülebileceği gibi, alım işlemlerine ilişkin açıklama öncesi 4 ve açıklama sonrası 3 günde elde edilen aşırı getiri değerleri %90 güven aralığında anlamlı iken, satım işlemlerinde biri açıklama günü olmakla beraber sadece 5 günde anlamlı bulunmaktadır. Satım işlemlerindeki bu durumun açıklama sayısının azlığından kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir. Bunun yanında, beklendiği üzere ele geçirmeye konu şirketlerde aşırı getiri oldukça yüksek olup açıklama günü itibariyle alım işlemlerinde %12,658, satım işlemlerinde %6,175;

açıklama sonrası ise alım işlemlerinde %5,443, satım işlemlerinde %8,785 e ulaşabildiği görülmektedir. Dolayısıyla, ele geçirmeye konu bir şirketin hisselerinin satın alınması yoluyla dışarıdakilerin aşırı getiri elde etmeleri mümkün görünmektedir. İçeriden öğrenenlerin bu aşamada kârlı işlem yaptıklarını veya zamanlama konusunda iyi olduklarını söylemek biraz zordur ama işlemin niteliği dikkate alındığında piyasadaki yükselişin işlem yapmasından bağımsız olarak içeriden öğrenene artı getiri olarak yansıtacağı kuşkusuzdur.



Şekil 9. Ele geçirmeye konu hisselerin alım satımlarında birikimli aşırı getiriler.

Ele geçirmeye konu hisselerin durumu, ele geçirmeye ve piyasa yapıcılığına konu olmayan hisseler ile karşılaştırıldığında (Ek 7), açıklama öncesi birikimli aşırı getirinin diğer hisselerde oldukça düşük olduğu, açıklama sonrası beklendiği üzere alım işlemlerinde pozitif, satım işlemlerinde ise negatif aşırı getiriler olduğu görülmektedir. Ancak, açıklama sonrası oluşan aşırı getiriler açıklamanın hemen sonrasında günlerde yoğunlaşmakta olup sadece %1-2 civarında olduğundan

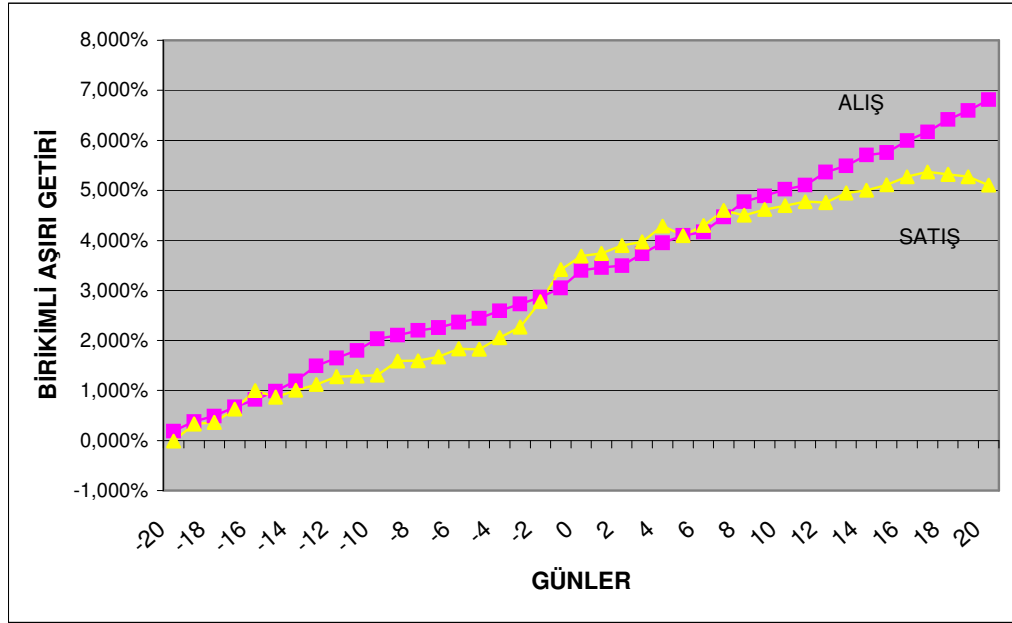
ekonomik olarak anlamlı bir yatırım stratejisi oluşturulması için yeterli görünmemektedir.

4.1.1.8. Piyasa Yapıcılığı

Bu hipotezde, hisse senedinde piyasa yapıcılığı işleminde bulunan ortak ve yöneticilerin aşırı getiri elde etmesinin söz konusu olmayacağı varsayılmıştır. Piyasa yapıcılığı ülkemizde yasal olarak düzenlenen bir işlem değildir. Dolayısıyla, burada ele alınan piyasa yapıcılığı işlemi, finans literatüründe bilinenden biraz farklı olarak, şirket büyük ortak veya yöneticilerinin ilgili şirketin hissesinde az tutarlarda fakat sıklıkla devamlı işlem yapmaları için kullanılmaktadır. Bu işlem sıklığının, piyasaya ilgili hissenin arkasında birinin olduğu, bu nedenle hissenin fiyatının çok düşmesine izin vermeyebileceği sinyalini gönderdiği düşünülmektedir. Belirtilen bu duruma uygun şirketlerin hisselerinde 809 alım, 539 satım işlemi tespit edilmiştir. Alım işlemlerinin daha fazla olması beklenti ile uyumlu olup, piyasa yapıcılığı bulunan hisselerin alım satımlarındaki aşırı getiriler Tablo 7, birikimli aşırı getiriler ise Şekil 10 da verilmektedir.

Alım işlemlerinde istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiriler yoğunlukta olup, bu getiriler açıklama öncesi ve sonrası günleri kapsayabilmektedir. Satımlarda ise, açıklama günü dahil geriye doğru 3 günde elde edilen aşırı getiriler %90 güven aralığında anlamlıdır. Gerek alım gerekse satım işlemlerinde açıklama öncesi birikimli aşırı getiri oranı birbirine yakın olmasına rağmen, açıklama sonrası eğilimde değişiklik olmakta ve alım işlemleriyle sağlanabilecek birikimli aşırı getiri

%3,415 oranında gerçekleşirken satım işlemlerinde bu oran %1,417 düzeyinde kalmaktadır. Ayrıca, satım sonrası hissenin fiyatında düşme beklenmesine rağmen, yükselmeye devam ediyor olması büyük pay sahiplerinin söz konusu satış açıklamalarının piyasa yapıcılığı beklentisi nedeniyle olumsuz karşılanmadığını göstermektedir. Dolayısıyla, piyasa yapıcılığı olan hisselerde satış sonrası negatif aşırı getiri yerine az da olsa pozitif aşırı getiri oluşması nedeniyle bu şirketlerin hisselerinde düşüş eğiliminin kuvvetli olmadığı, dolayısıyla bu hisseler yatırım yapmak suretiyle portföy riskinin düşürülebileceği ve zararlardan kaçınılabileceği ileri sürülebilir.



Şekil 10. Piyasa yapıcılığına konu hisselerin alım satımlarında birikimli aşırı getiriler.

Tablo 7. Piyasa yapıcılığına konu hisselerin alım satımlarındaki aşırı getiriler.

<i>Günler</i>	<i>Alım</i>				<i>Satım</i>			
	<i>AR</i> <i>(%)</i>	<i>T-Test</i>	<i>CAR</i> <i>(%)</i> <i>(-20,20)</i>	<i>CAR</i> <i>(%)</i> <i>(1,20)</i>	<i>AR (%)</i>	<i>T-Test</i>	<i>CAR</i> <i>(%)</i> <i>(-20,20)</i>	<i>CAR</i> <i>(%)</i> <i>(1,20)</i>
-20	0,192	2,045*	0,192	-	-0,010	-0,078	-0,010	-
-15	0,170	1,733*	0,990	-	-0,130	-0,981	0,869	-
-10	0,236	2,348*	2,036	-	0,016	0,123	1,306	-
-5	0,077	0,846	2,444	-	-0,015	-0,118	1,822	-
-4	0,151	1,546	2,595	-	0,235	1,107	2,057	-
-3	0,134	1,412	2,728	-	0,213	1,648*	2,270	-
-2	0,136	1,385	2,864	-	0,508	2,357*	2,778	-
-1	0,187	2,060*	3,051	-	0,638	2,883*	3,416	-
0	0,347	3,438*	3,398	-	0,270	1,797*	3,686	-
1	0,058	0,630	3,456	0,058	0,055	0,362	3,740	0,055
2	0,039	0,419	3,495	0,097	0,155	1,180	3,895	0,210
3	0,241	2,380*	3,736	0,338	0,074	0,548	3,969	0,283
4	0,216	2,293*	3,953	0,555	0,320	1,453	4,289	0,604
5	0,147	1,670*	4,100	0,702	-0,197	-1,535	4,092	0,407
10	0,133	1,527	5,022	1,624	0,078	0,601	4,694	1,008
15	0,046	0,504	5,750	2,352	0,107	0,790	5,110	1,424
20	0,217	2,196*	6,813	3,415	-0,169	-1,429	5,103	1,417

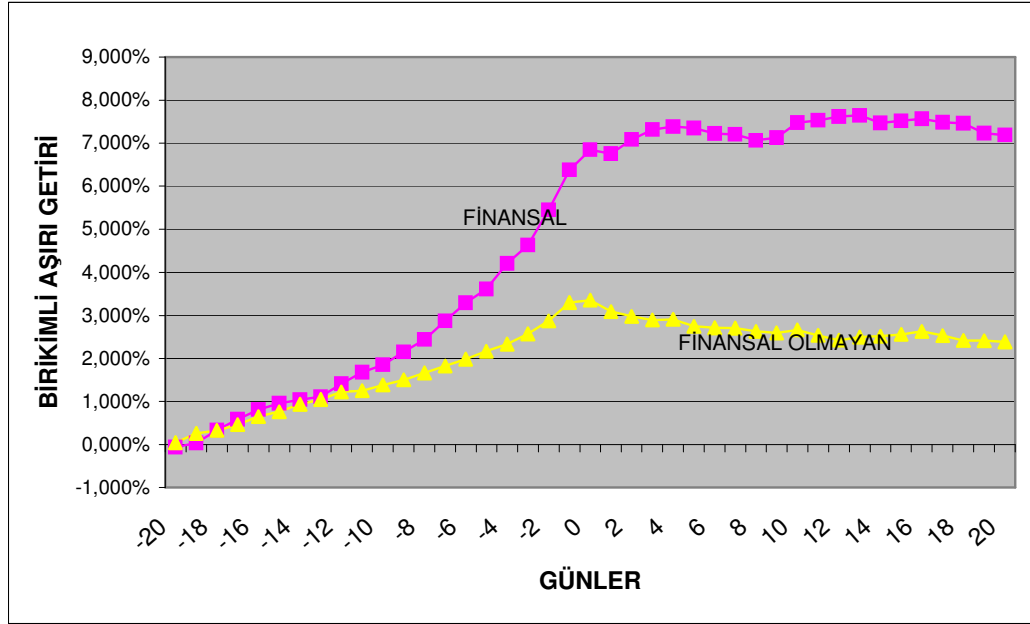
(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

4.1.1.9.Şirketin Finansal Sektörde Bulunması

Yurtdışındaki yazında içeriden öğrenenlerin alım satımlarında finansal şirketlerin çıkarılması veya finansal şirketlerdeki alım satımların ayrıca konu edilmesi nedeniyle bu hipotez oluşturularak şirketin finans sektöründe yer almasının aşırı getirilere etkisinin görülmesi amaçlanmıştır. Buna göre, hipotez şirketin finans sektöründe bulunmasının aşırı getiride farklılığa yol açmayacağı iddiası üzerine

kurulmuştur. Alım işlemlerinin 263 ü finansal, 1.826 sı finansal olmayan; satım işlemlerinin ise 455 i finansal, 1.598 i finansal olmayan şirketlere aittir. Finansal şirketlerdeki satım açıklamalarının daha fazla olmasının özellikle bankacılık sektöründeki hisse devirlerinden kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir.

Bu analize ilişkin aşırı getiri ve anlamlılık testleri Ek 8 de verilmektedir. Hisse alımları bazında, açıklama öncesi birikimli aşırı getiri finansal olmayan şirketlerde daha yüksek (%2,456 ya karşılık %3,086) olmasına rağmen, açıklama sonra birikimli aşırı getiriler finans sektöründe yer alan şirketlerde daha yüksektir (%1,518 e karşılık %3,333). Hesaplanan günlük aşırı getirilerin finansal olmayan şirketlerde çoğunluğu, finansal şirketlerde ise açıklama öncesi ve sonrası bazı günlerde %90 güven aralığında anlamlıdır. Finans sektöründe yer alan şirketlerin hisselerindeki aşırı getiriler özellikle açıklama sonrası dönemde diğer şirketlerden ayrılmaktadır. Finans sektöründe yer alan şirketlerin büyük ortak ve yöneticilerinin alım işlemlerinin takip edilmesi suretiyle bu sektörde yer almayan şirketlere göre daha yüksek aşırı getiri elde edilebilmesinin mümkün olabileceği söylenebilir. Bu nedenle, hipotez kabul edilememektedir.



Şekil 11. Şirketin finans sektöründe yer almasına göre hisse satımlarındaki birikimli aşırı getiriler.

Satım işlemlerinde ise özellikle açıklama öncesi günler olmak üzere birçok günde elde edilen günlük aşırı getirilerin istatistiksel olarak anlamlı bulunduğu görülmektedir (Şekil 11). Finans sektöründe yer alan şirketlerde açıklama günü itibariyle birikimli aşırı getiri %6,846 iken bu oran diğerlerinde %3,352 oranında kalmaktadır. Açıklama sonrasında ise ilk gün finans sektöründeki şirketlerde bir tepki satışı olmakla birlikte, sıfıra yakın olmasına rağmen aşırı pozitif getiri elde edilebildiği, diğer şirketlerde ise açıklama sonrası beklendiği gibi aşırı negatif getiri elde edilebildiği anlaşılmaktadır. Finans sektöründeki şirketlerde içeriden öğrenenlerin satım işlemlerinin beklenen tepkiyi göstermemesi, incelenen dönemde bankacılık sektörü ve bunların bağlı ortaklıkları olan diğer finans kuruluşlarında yaşanan hisse devirleri nedeniyle piyasada oluşan beklentilerden kaynaklanmış olabilir.

4.1.2. Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Hipotezlerin Analizi

4.1.2.1. Tüm Alım ve Satımların Analizi

Yatırım ortaklıklarında içeriden öğrenenlerin ortaklık hisselerinde yaptıkları alım ve satımlarda aşırı getiri bulunmadığı birinci hipotezi oluşturmaktadır. İncelemeye konu yatırım ortaklıklarında 1.508 alış işleminde elde edilen aşırı getiriler ile anlamlılık testi Tablo 8 de sunulmaktadır.

Tablo 8. Yatırım ortaklıklarında hisse alımlarındaki aşırı getiriler.

<i>Günler</i>	<i>AR (%)</i>	<i>T İstatistiği</i>	<i>CAR (%)</i> <i>(-20,20)</i>	<i>CAR (%)</i> <i>(1,20)</i>
-20	-0,018	-0,217	-0,018	-
-15	-0,076	-1,092	-0,117	-
-10	-0,054	-0,761	-0,482	-
-5	-0,069	-0,919	-0,725	-
-4	-0,049	-0,693	-0,775	-
-3	0,002	0,024	-0,773	-
-2	-0,026	-0,369	-0,798	-
-1	0,197	2,498*	-0,601	-
0	0,212	2,745*	-0,390	-
1	-0,020	-0,269	-0,410	-0,020
2	-0,007	-0,094	-0,417	-0,027
3	-0,010	-0,135	-0,427	-0,038
4	0,030	0,416	-0,397	-0,007
5	-0,089	-1,198	-0,486	-0,096
10	-0,051	-0,743	-0,566	-0,176
15	0,068	0,909	-0,473	-0,083
20	0,028	0,392	-0,380	0,010

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablodan da görüldüğü üzere, günlük aşırı getiriler bulunmakla birlikte, yüksek görünmemektedir. Nitekim, sadece açıklama günü ve öncesindeki gün için elde edilen veriler istatistiksel olarak anlamlı bulunmuş olup, hipotezin kabul edilmemesi sadece bu günler için söz konusu olabilecektir. Bu durum, piyasanın yatırım ortaklıklarında içeriden öğrenenin alımına anında tepki gösterdiği ve bu tepkinin açıklamanın devamında yok olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Diğer taraftan, açıklama öncesindeki birikimli alımlar incelendiğinde, hissenin fiyatının devamlı düşmekte olduğu, açıklama gününün öncesindeki ikinci günde düşüşün zirve yaparak açıklama gününe kadar yükselmeye devam ettiği, ancak açıklama günü ile birlikte düşüşün yeniden başladığı görülmektedir. Hisse alım işleminin açıklamadan önceki iki gün içerisinde yapılmış olması halinde, yatırım ortaklıklarında içeriden öğrenenlerin, şirketlerle karşılaştırıldığında alım için zamanlamada daha mükemmel olabildikleri söylenebilir. Bunun yanında, alım işleminin açıklanması sonrasındaki 20 gündeki birikimli aşırı getiriler incelendiğinde, söz konusu getirilerin sifıra yakın fakat genellikle negatif olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, yatırım ortaklıklarında içeriden öğrenenlerin alım işlemini takiben hissedeki düşüş baskısının azaldığı fakat artışa geçmesi için yeterli olmadığı ileri sürülebilir.

Yatırım ortaklığı hisselerinin birçoğunun net aktif değerlerinin altında iskontolu olarak işlem gördükleri dikkate alındığında, içeriden öğrenenlerin ortaklık hissesinde alım yapmak suretiyle iskonto oranını düşürebildikleri veya en azından daha da yükselmesine engel olabildikleri düşünülmektedir. Yatırım ortaklıklarında

hisse satımlarında gözlenen aşırı getiriler ve aşırı getirinin anlamlılık testi Tablo 9 da yer almaktadır.

Yatırım ortaklığı hisselerinin alışının tersine satışlardaki aşırı getirilerin daha yüksek olduğu, hatta şirketlerde gözlenen aşırı getirilerin yaklaşık iki katına ulaşabildiği görülmektedir. Günlük aşırı getiriler satış öncesi günlerde pozitif olup, açıklama tarihi itibarıyla birikimli değerleri %7,45 i bulmaktadır. Bu durum, yatırım ortaklığındaki içeriden öğrenenlerin satışlar konusunda daha iyi zamanlama yapabildiklerini, bir başka deyişle, hissenin fiyatındaki yükselişin zirveye ulaştığı noktada satış yapabildiklerini göstermektedir. Nitekim, satış açıklamasını takiben hissede negatif aşırı getiriler elde edilmekte ve açıklama öncesi elde edilen getirinin bir bölümü bırakılmaktadır. Dışarıdakilerin içeriden öğrenenlerin satış işlemlerini takip etmesi halinde, açıklama sonrası 20 işlem gününde oluşan %2,148 oranındaki zarardan korunmaları mümkün olabilir. Yatırım ortaklıklarındaki hisse alım ve satımlarında oluşan aşırı getiriler Şekil 12 de gösterilmektedir.

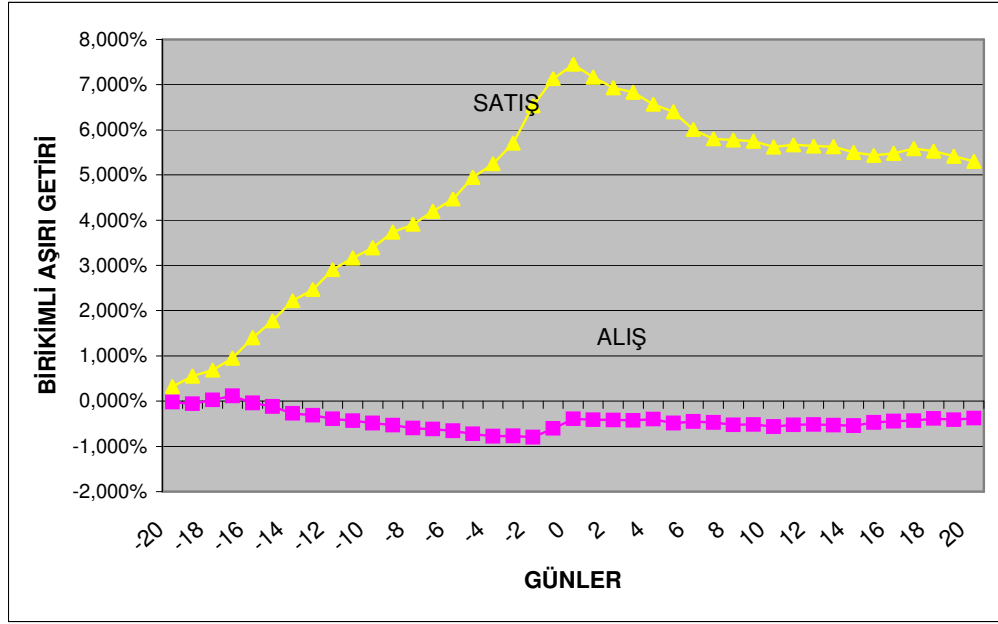
Yatırım ortaklıklarında içeriden öğrenenlerin hisse alımlarında aşırı getiriler ihmal edilebilecek düzeydedir. Piyasanın mikro yapısından kaynaklanan fiyat farklılıkları, işlem maliyetleri ve bilgilenme maliyetleri dikkate alındığında, istatistiksel olarak çoğu günler anlamlı bulunmamakla birlikte, yatırım ortaklıklarındaki alım işlemlerinin dışarıdakiler tarafından takip edilmesi suretiyle aşırı getiri elde edilmesi mümkün olmayabilir. Buna karşılık, satış işlemlerinde içeriden öğrenenlerin zamanlaması mükemmel görünmekte olup, bu işlemlerin takip edilmesi halinde %2 seviyesinde de olsa zarardan kaçınılabılır. Diğer taraftan,

yatırım ortaklığındaki büyük pay sahipleri ve yöneticilerin hisse fiyatının zirve yaptığı noktada satışa geçmeleri içeriden öğrenenlerin ticaretinin yapıldığının bir işareti olabilir.

Tablo 9. Yatırım ortaklıklarında hisse satımlarındaki aşırı getiriler.

<i>Günler</i>	<i>AR (%)</i>	<i>T İstatistiği</i>	<i>CAR (%)</i> <i>(-20,20)</i>	<i>CAR (%)</i> <i>(1,20)</i>
-20	0,321	2,522*	0,321	-
-15	0,370	2,779*	1,778	-
-10	0,221	1,707*	3,390	-
-5	0,474	3,534*	4,945	-
-4	0,304	2,254*	5,250	-
-3	0,454	3,090*	5,704	-
-2	0,829	5,048*	6,533	-
-1	0,593	3,594*	7,126	-
0	0,323	2,006*	7,450	-
1	-0,290	-2,1115*	7,159	-0,290
2	-0,233	-1,728*	6,926	-0,523
3	-0,094	-0,710	6,832	-0,617
4	-0,268	-2,077*	6,565	-0,885
5	-0,169	-1,466	6,396	-1,054
10	-0,124	-1,057	5,621	-1,829
15	-0,070	-0,693	5,432	-2,017
20	-0,111	-1,034	5,302	-2,148

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.



Şekil 12. Yatırım ortaklıklarında hisse alım satımlarında birikimli aşırı getiriler.

4.1.2.2. Yıllara Göre Aşırı Getiriler

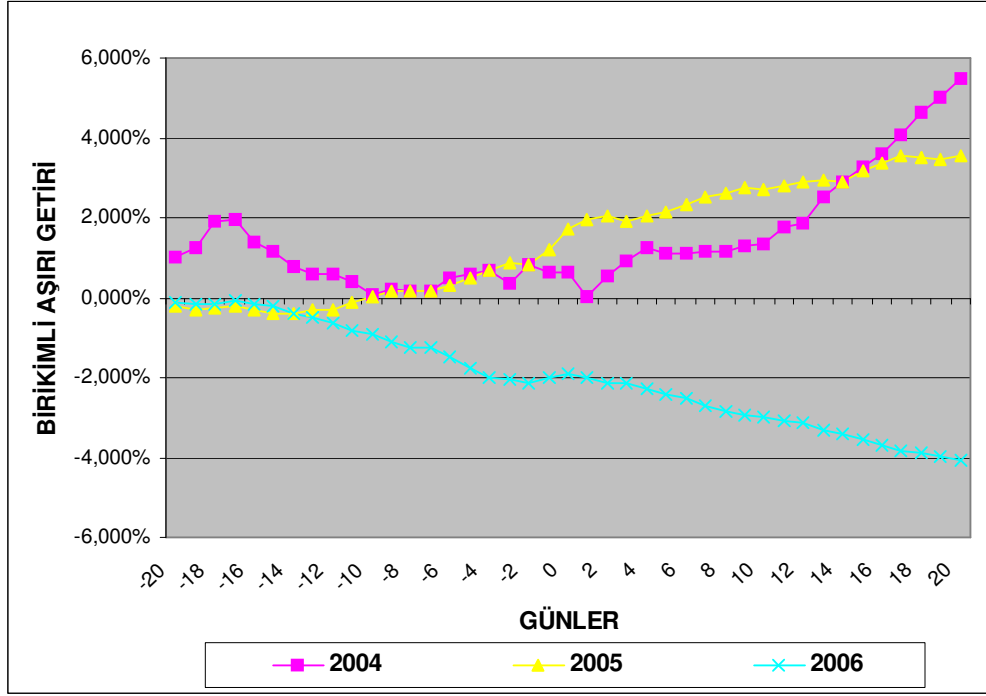
Şirketlerde olduğu gibi, yatırım ortaklıkları açısından da inceleme dönemi olan 2004-2006 yıllarında piyasadaki bilgisel etkinlik düzeyinde olumlu bir gelişme olup olmadığı test edilmektedir. Piyasanın gelişmişlik seviyesinin artması nedeniyle incelenen 2004, 2005 ve 2006 yıllarında gözlenen aşırı getirilerde azalma olması öngörülmektedir.

Yatırım ortaklıklarında alım açıklamalarının sayısı incelenen dönemde sırasıyla 171, 514 ve 823; satım açıklamalarının sayısı ise 208, 442 ve 350 dir. Alım açıklamalarında sayının hızla arttığı, satım açıklamalarında ise 2006 yılında düştüğü görülmektedir. Satım açıklamalarındaki bu düşüş, 2006 yılında kısmen de olsa yaşanan dalgalanmalar nedeniyle büyük ortakların hisse üzerindeki baskıyı

artırmamak için satıŖa geçmemesinden kaynaklanmış olabilir. Alım açıklamalarında özellikle 2005 yılında görülen artıŖın bazı yatırım ortaklıklarında görülen ele geirmelerden etkilenmiŖ olabileceği dŖnlmektedir. Ancak, ele geçirmeye konu yatırım ortaklıklarının sayısının az olması nedeniyle sağlıklı bir sonuç elde edilemeyebileceği dikkate alınarak, söz konusu açıklamalar ayrıca değerlendirmeye alınmamıŖtır.

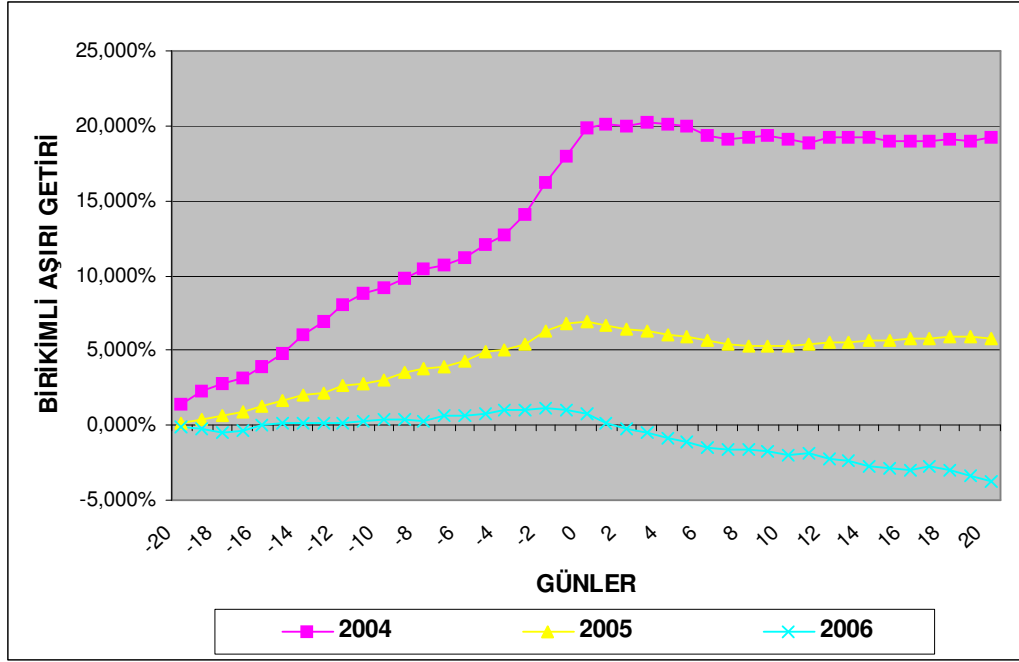
Yatırım ortaklıklarında içeriden öğrenenlerin alım ve satım açıklamaları etrafında oluŖan aŖırı getiriler ve bu getirilerin anlamlılık düzeyi Ek 9 da sunulmaktadır. Tabloların incelenmesinden görülebileceği gibi, muhtemelen açıklama sayısının dŖk olması nedeniyle 2004 yılındaki alım açıklamalarında açıklamayı takip eden gün ve açıklama öncesindeki 20 nci gün dıŖında elde edilen aŖırı getiriler istatistiksel olarak anlamlı görünmemektedir. Buna karŖılık, gerek diğer alım gerekse satım açıklamaları etrafındaki günlerin birçoğunda %90 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı aŖırı getiriler tespit edilmiŖ; ancak bu tespitlerden 2006 yılına iliŖkin alım açıklamalarının fiyata etkisinin beklenenin tersine negatif olduğu grlmŖtir.

Ŗekil 13 ten daha iyi izlenebilen bu durum, 2006 yılında yatırım ortaklıkları için özellikle olumlu bir beklentinin bulunmaması ve piyasada görülen kk dalgalanmalar nedeniyle alımlara rağmen hisselerde dŖŖin etkisinin azaltılabildiği ama engellenemediği Ŗeklinde yorumlanabilir. Nitekim, 2006 yılındaki satım iŖlemlerinin açıklanması sonrasındaki 20 günde %4,505 oranında negatif aŖırı getiri oluŖurken, alım sonrası bu oran negatif %2,128 düzeyinde kalmaktadır.



Şekil 13. Yıllara göre yatırım ortaklıklarında hisse alımlarında birikimli aşırı getiriler.

Diğer taraftan, açıklama öncesi oluşan birikimli aşırı getiriler incelendiğinde, alım öncesinde ekonomik olarak önemli oranda aşırı getiri oluşmazken, satım açıklamaları öncesinde oldukça yüksek ve yıllara göre değişen bir getiri farklılığı gözlemlenmiştir. Örneğin 2004 yılında açıklama tarihi itibariyle 2004 yılında %19,808 oranında aşırı getiri elde edilirken bu oran 2005 yılında %6,902, 2006 yılında ise sadece %0,796 düzeyinde kalmıştır. 2004 yılındaki değerlerin açıklama günü dahil geriye doğru 5 günün tümünde istatistiksel olarak anlamlı değerlere ulaşması dikkat çekicidir. Açıklama sonrasında az da olsa hissede düşüş yaşandığı dikkate alındığında, yatırım ortaklıklarında içeriden öğrenenlerin satış konusundaki zamanlamalarının mükemmel olduğunu veya bilgili yatırımcıların bulunduğunu söylemek zor olmayacaktır (Şekil 14).



Şekil 14. Yıllara göre yatırım ortaklıklarında hisse satımlarında birikimli aşırı getiriler.

2004 ve 2005 yıllarında aşırı getirilerde genelde düşüş olması, 2006 yılında ise açıklama öncesinde önemli tutarda aşırı getiri oluşmaması İMKB'nin incelenen dönemde bilgisel etkinliğinin arttığı yönünde yorumlanabilir, ancak özellikle 2006 yılındaki alım ve satım açıklamalarında istatistiksel olarak çoğu günde anlamlı bir değer elde edilememesi bu yorumu zayıflatmaktadır.

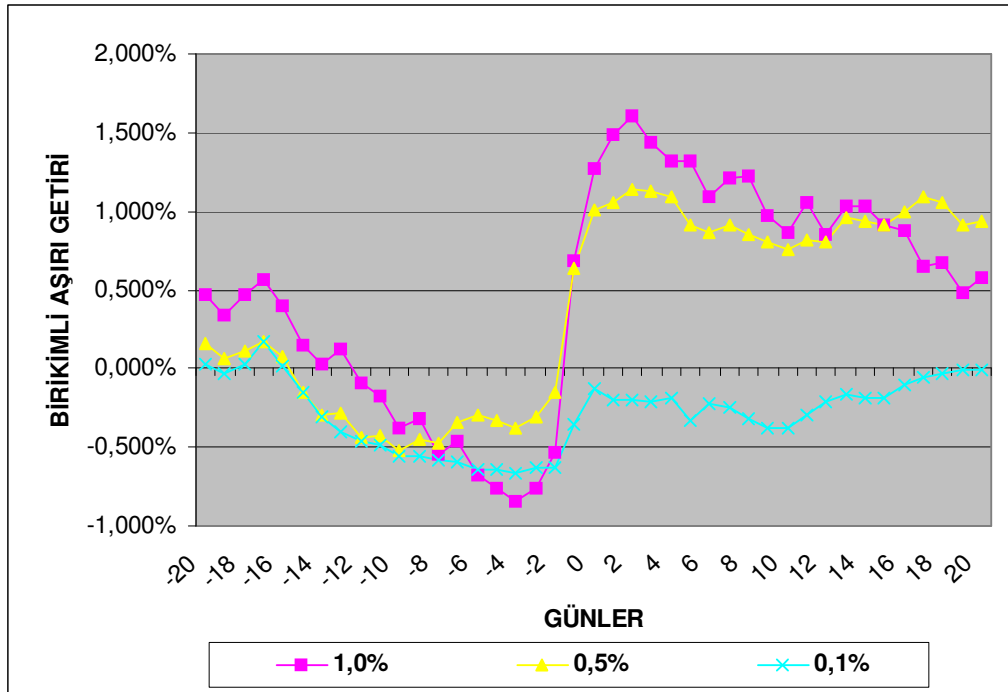
4.1.2.3. İşlem Tutarının Büyüklüğü

İşlem tutarının ilgili şirketin sermayesine oranına bağlı olarak aşırı getirinin sıfır olduğu varsayılmaktadır. Bu analizde, şirketlerde olduğu gibi, işlem tutarının sermayeye oranı %0,1, %0,5 ve %1 oranındaki işlemler dikkate alınmaksızın üç ayrı

grup oluşturulmuştur. Gruplardaki açıklama sayısı alım işlemleri için sırasıyla 1.114, 523 ve 272; satım açıklamaları için ise 856, 489 ve 312 dir. Açıklama sayılarında dikkat çeken bir husus özellikle 2006 yılındaki satım açıklamalarının sayısının alım açıklamalarına göre ve toplam satım açıklamaları içindeki payının yüksek olmasıdır. Bu durum, içeriden öğrenenlerin yatırım ortaklıklarında hisse alımlarında daha küçük işlem tutarlarını tercih ederken satış zamanında piyasadan bir an önce çıkma veya zamanlama endişesiyle yüksek tutarlı işlemler yaptıkları şeklinde yorumlanabilir. Dolayısıyla, böyle bir satış stratejisinin hisselerdeki düşüşü hızlandırması kaçınılmaz görünmektedir.

Analize ilişkin aşırı getiri değerleri ve anlamlılık düzeyleri Ek 10 da verilmektedir. Alım işlemlerinde özellikle açıklama ve açıklama öncesi günde elde edilen aşırı getirilerin istatistiksel olarak %90 güven aralığında anlamlı olduğu görülmektedir. Alım işlemlerinde açıklama öncesi günlerde aşırı getirilerin negatif olması ve açıklamanın öncesindeki günden itibaren pozitif aşırı getiri elde edilmesi suretiyle birikimli aşırı getirinin pozitif dönmeye dönüşmesi hisselerin fiyatlarının düştüğü zamanlarda içeriden öğrenenlerin alım yapmak suretiyle hisseyi desteklediği, böylece en azından açıklama öncesi günden başlamak üzere 6-7 günde pozitif aşırı getiri sağlandığı ifade edilebilir. Şekil 15 ten izlenebileceği gibi, %1 grubunda açıklama sonrası oluşan pozitif aşırı getiriler özellikle açıklamanın sonrasındaki 3 günde diğer gruplara göre yüksek kalmaktadır. İşlem tutarı %0,1 oranının altında kalan açıklamaların dikkate alınmadığı grupta, alım açıklaması sonrasında bile aşırı getirilerin düşük fakat negatif olması piyasanın küçük tutarlı işlemlere çok fazla tepki göstermediğini işaret etmesi açısından anlamlıdır. Dolayısıyla, işlem tutarının

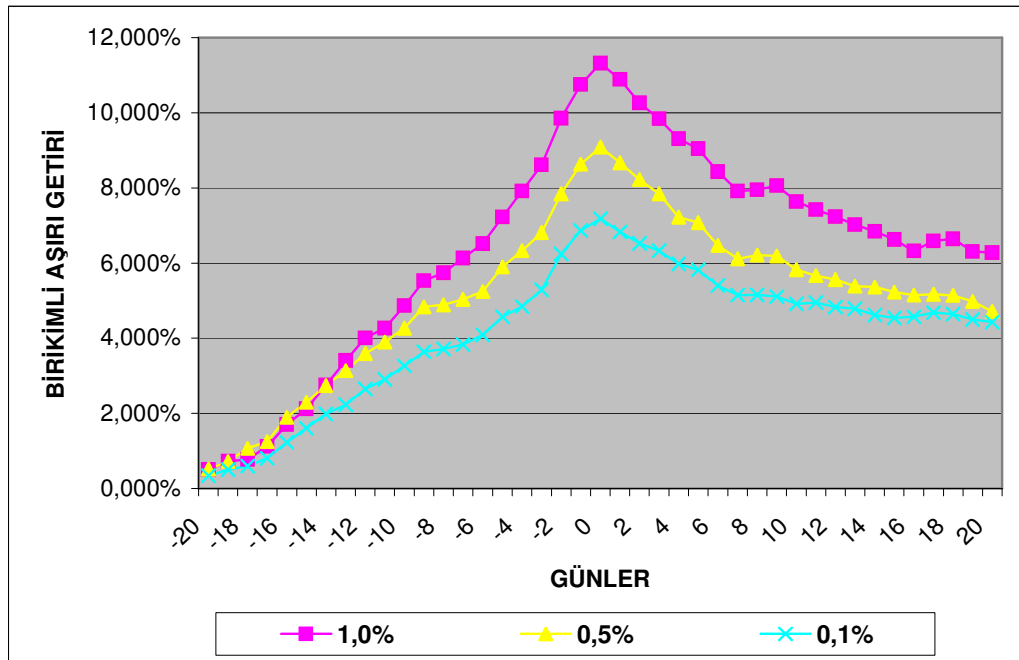
büyükliğünün fiyatlara daha fazla etki yaptığı iddia edilebilir. Ancak, sağlanan pozitif aşırı getirilerin önemli bir kısmının açıklama ve açıklama öncesi günde fiyatlara yansması nedeniyle içeriden öğrenenleri takip ederek kârlı bir yatırım stratejisi izlenmesi zor görünmektedir. İşlem maliyetleri de dikkate alındığında, yatırım ortaklıkları açısından piyasanın bilgisel anlamda yarı güçlü formda etkin olduğu ve açıklamaların fiyatlara yansımış olduğu veya hızla yansıdığı söylenebilir. Buna karşılık, bilginin fiyata yansmasının açıklama öncesinde başlaması, içeriden öğrenenlerin ticaretinin yapıldığını veya bilgili yatırımcıların bulunduğunu işaret etmekte olup, güçlü formda bilgisel etkinliğin olmadığını göstermektedir.



Şekil 15. İşlem tutarına göre yatırım ortaklıklarında hisse alımlarında birikimli aşırı getiriler.

Satım açıklamalarında, her üç grupta da açıklama öncesi 20 nci günden başlayan aşırı getirilerin tümünün istatistiksel olarak %90 güven aralığında anlamlı olması dikkat çekicidir. Dolayısıyla, aşırı getirilerin sıfır olduğu yönündeki hipotez

red edilmektedir. Bunun yanında, işlem tutarının sermaye içindeki payı arttıkça fiyat tepkisinin de arttığı ve içeriden öğrenenlerin satış konusundaki zamanlamalarının mükemmelere yakın olduğu söylenebilir. Şekil 16 da verilen birikimli aşırı getirilerden de görüleceği üzere, %1 grubunda açıklama öncesi birikimli aşırı getiri %11,317 ile diğer gruplardan yüksektir. Onu %9,082 ile %0,5 grubu takip etmektedir. Her üç grupta da açıklama sonrasında negatif aşırı getiriler oluşmakta olup, açıklama sonrası 20 gündeki birikimli aşırı getiri oranı en yüksek %1 (%5,045) grubundadır. Bunu açıklama öncesindeki aşırı getirilerde olduğu gibi %4,366 ile %0,5 ve %2,756 ile %0,1 grubu izlemektedir. Sonuç olarak işlem tutarının sermaye içindeki payı alım işlemlerinden ziyade satım işlemlerinde oldukça etkili olup, içeriden öğrenenlerin açıklamalarının takip edilmesi suretiyle zarardan kaçınılabileceğini göstermesi nedeniyle bilgisel etkinliğin yarı güçlü formunun varlığının kabul edilmesini zorlaştırmaktadır.



Şekil 16. İşlem tutarına göre yatırım ortaklıklarında hisse satımlarında birikimli aşırı getiriler.

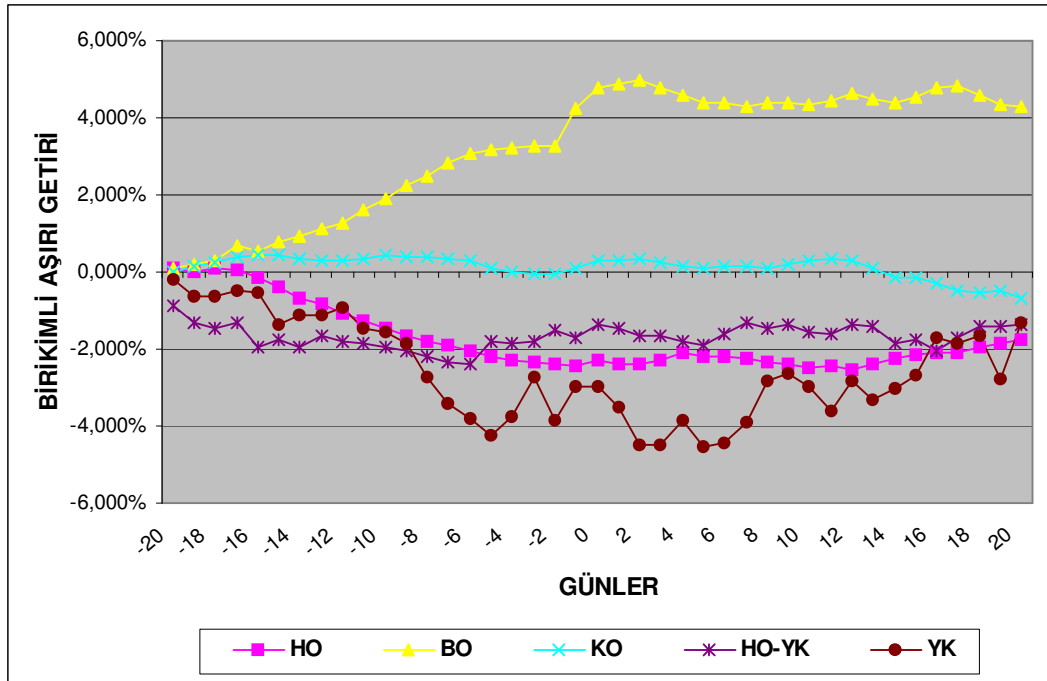
4.1.2.4. Pay Sahipleri ve Yöneticilerin Konumu

Yatırım ortaklığı pay sahipleri ve yöneticilerinin konumunun (bilgi hiyerarşisi) aşırı getiriye belirleyici bir unsur olmadığı bu hipotezin konusunu teşkil etmektedir. Hatırlanacağı üzere, şirketlerden farklı olarak yatırım ortaklıklarında “yönetici” ve “diğer” grupları oluşmadığından, sadece hakim ortak, büyük ortak, kurumsal ortak, hakim ortak ve yönetim kurulu üyesi ile yönetim kurulu üyesi sınıflandırmaları yapılmıştır. Bu sınıflandırmalara göre şirketin günlük faaliyetleri içerisinde aktif rol alan yönetim kurulu üyeleri ile yönetim kurulu üyeliği yapan hakim ortaklarının daha kârlı yatırım stratejileri oluşturmaları beklenmektedir. Şirketin dışarısında kalan büyük ortaklar ile kurumsal ortakların ise yapılacak bu sıralamada son sıraları paylaşması öngörülmektedir.

Elde edilen bulgular çerçevesinde alım ve satım açıklamaları için hesaplanan aşırı getiri değerleri ve anlamlılık düzeyi Ek 11 de sunulmaktadır. Bulguların daha iyi görülebilmesi açısından birikimli aşırı getiriler alım işlemleri için Şekil 17, satım işlemleri için Şekil 18 de sunulmaktadır.

Alım işlemleri incelendiğinde, hakim ortakların alım açıklaması öncesinde hissede negatif aşırı getirilerin bulunduğu, açıklama sonrası günlerin çoğunda elde edilen pozitif aşırı getiriler ile mevcut durumun korunduğu, bir başka deyişle hissedeki düşüşün durdurulabildiği söylenebilir. Büyük ortaklar açısından bakıldığında ise farklı bir durum söz konusudur. Büyük ortağın alım açıklaması itibarıyla %4,774 oranında birikimli aşırı getiri elde edilmiş iken, açıklama sonrası

ilk 2 günde elde edilen pozitif aşırı getiri devam eden günlerde düşük oranda da olsa negatif aşırı getiriye dönüşmektedir. Açıklama günündeki birikimli aşırı getirisi sadece %0,279 olan kurumsal ortaklarda da büyük ortağın işlemlerinde görülen açıklama sonrası eğilim bulunmaktadır. Buna karşılık, hakim ortaklara benzer şekilde, yönetim kurulu üyesi olan hakim ortaklar ile yönetim kurulu üyelerinde de açıklama günü öncesi ve sonrasında birikimli aşırı getiriler negatif fakat düşüktür.



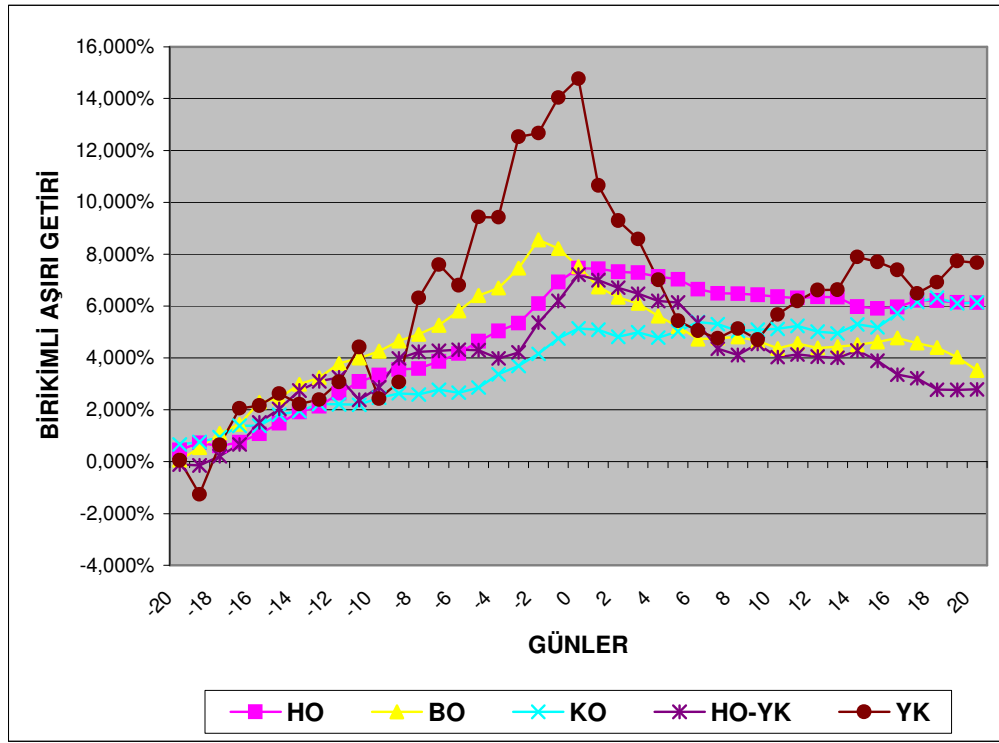
Şekil 17. Ortağın konumuna göre yatırım ortaklıklarında hisse alımlarında birikimli aşırı getiriler.

Dolayısıyla, işlem ve bilgi edinme maliyetleri dikkate alındığında aşırı getiriler ekonomik olarak önemli oranda değildir. Ayrıca, büyük ortağın açıklama günü ve bu günün öncesinde elde edilen aşırı getiriler dışında elde edilen bulguların çoğu istatistiksel olarak anlamlı bulunmamaktadır. Bu durum, hipotezin kabul edilmesini, bir başka deyişle, aşırı getirilerin sıfır olduğunun ve yöneticilerin konumu

açısından aşırı getirilerde bir farklılığın bulunmadığının kabul edilmesini gerektirmektedir. Ancak, büyük ortağın açıklaması dışında açıklama sonrası beklendiği gibi pozitif aşırı getiri yerine negatif aşırı getiri oluşması, bilgisel etkinlikte açıklamanın fiyatlara hızla yansması kadar kalitesi, bir başka ifadeyle bilginin beklenen yansıma yönünün de doğru olmasını gerektirdiğinden bilgisel etkinliğin yarı güçlü formda varlığından söz edilmesi mümkün görünmemektedir.

Satım işlemlerinde, yönetim kurulu üyesi olan hakim ortak dışındaki ortaklarda elde edilen bulgular ve özellikle hakim ortağın açıklama günü ve öncesindeki 10 ncu gün dışında tabloda verilen bütün günlerde %90 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiriler olduğu görülmektedir. Ayrıca, satım açıklaması öncesi bütün ortaklarda yüksek birikimli aşırı getiri bulunmaktadır. Açıklama sonrası oluşan negatif aşırı getiriler ile bu getirilerin bir kısmı geri verilmektedir. Açıklama sonrası negatif getirilerin oluşması bilginin piyasaya doğru yönde yansıdığını göstermesi açısından önemlidir. Dolayısıyla, işlem tutarlarının payında olduğu gibi, yatırım ortaklığındaki içeriden öğrenenlerin hisse satışı konusunda zamanlamalarının çok iyi olduğunu söylemek mümkündür. Yöneticilerin konumu açısından ele alındığında, yönetim kurulu üyelerinin açıklama günü itibarıyla %14,767 oranındaki birikimli aşırı getiri ile en iyi zamanlamayı yaptıkları, onları %7 civarındaki aşırı getiriler ile büyük ortak, hakim ortak ve yönetim kurulu üyesi olan hakim ortakların izlediği, kurumsal ortaklardaki birikimli aşırı getirinin ise %5,141 düzeyinde kaldığı görülmektedir. Açıklama sonrası birikimli negatif getiri de en yüksek yönetim kurulu üyesindedir. Dolayısıyla, şirketin günlük faaliyetlerine en yakın olan yönetim kurulu üyesinin ilk sırada, faaliyetlere en uzak olması beklenen

kurumsal ortağın ise son sırada olması yazında elde edilen sonuçlar ve bilgi hiyerarşisi ile uyumludur. Burada, büyük ortağın birikimli aşırı getirisinin de yüksek olması muhtemelen ortağın konumunun belirlenmesindeki bir sınıflandırma hatasından kaynaklanmış olabilir. Sonuç itibariyle satım açıklamaları yönünden yöneticilerin konumunun aşırı getirilerin elde edilmesinde belirleyici olduğunu söylemek mümkün görünmektedir.



Şekil 18. Ortağın konumuna göre yatırım ortaklıklarında hisse satımlarında birikimli aşırı getiriler.

4.2. BULGULARIN GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLERİ

Açıklama sayısının sınırlı olduğu çalışmalarda elde edilen bulgular istatistiksel olarak anlamlı olmayabileceğinden, çalışmanın oldukça geniş bir

örneklem üzerinde uygulanmasının en önemli güçlü yanlarından biri olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, incelemeye alınan açıklama sayısının fazlalığı, veri setinin kendi içerisinde farklı gruplara bölünmesi suretiyle daha detaylı analizler yapılmasına da imkan sağlamıştır.

Ülkemizde içeriden öğrenenlerin hisse alım satımları üzerinde ilk çalışma olma özelliği taşıyan bu çalışmanın bir başka güçlü yanı, 2006 yılındaki küçük dalgalanma dışında verilerin krizlerin olmadığı ve piyasanın genelde yukarı yönlü boğa piyasası özelliği gösterdiği yakın bir dönemi içermesidir. Bu durum yıllar bazında verilerin karşılaştırılmasını kolaylaştırdığı gibi, uzun yıllar yüksek enflasyon ve faiz sarmalında bulunan ekonomiden farklı bir ortamda İMKB'nin bilgisel etkinliği test edilmiştir.

Finans yazınında olay analizleri açısından günlük fiyatların kullanılması yeterli görülmekte, hatta günlük fiyatların kullanılması nedeniyle beklenen getirinin tespitinde kullanılan yöntemin olumsuz bir etkisinin bulunmayacağı ifade edilmektedir. Bu bağlamda, çalışmada günlük fiyatların kullanılması suretiyle elde edilen bulguların beklenen fiyat ve dolayısıyla aşırı getirinin hesaplanmasında kullanılan yöntemden kaynaklanabilecek riskleri ortadan kaldırdığı, en azından azalttığı düşünülmektedir. Ancak, günlük kapanış fiyatları yerine, her seans için ayrı ayrı hesaplanan ağırlıklı ortalama fiyatların esas alınması, içeriden öğrenenlerin hisse alım satımlarının fiyata etkisinin incelenmesinde daha sağlıklı sonuçlar oluşturabilir.

Çalışmanın gerek veri tabanı gerekse uygulanan yöntemden kaynaklanan kısıtlarının zayıf yönlerini oluşturduğu söylenebilir. Veri tabanından kaynaklanan kısıtların başında mevcut açıklamaların yaklaşık %30 unu oluşturan tespit edilebilen ancak uygun olmadığı için analize alınamayan açıklamalar gelmektedir. Bu oran oldukça önemli olup, sonuçları etkileyebileceği düşünülmektedir. Veri tabanından kaynaklanan bir diğer kısıt, SPK'nın Seri:I, No:26 sayılı Tebliği'nin Ek Madde 2 ve Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliği'nin 9 uncu maddesinde düzenlenen borsada tedavüle konu olmayan hisse senetlerinin teslimi nedeniyle yapılan açıklamaların etkisinin dikkate alınamamasıdır. Söz konusu hisse senetleri depo edildikten sonraki üç işgününden sonra satışa konu edilebilmektedirler. Dolayısıyla, bir şirketin büyük ortak veya yöneticisinin daha önce borsada tedavüle çıkmayan hisse senetlerini satmak istemesi halinde, hisse senetlerinin teslimi aşamasında açıklama yapılmakta, satış tamamlandıktan sonra tekrar açıklama yapılmaktadır. Bu çalışmada, varsa, hisse senetlerinin teslim anında yapılan açıklamalar dikkate alınamamıştır. Bu durum, açıklama günü olarak alınan olay gününün değişmesini gerektirebileceğinden analizde gözlemlenen açıklama günü öncesi aşırı getirileri etkileyebilecektir.

Ayrıca, açıklamaların yapıldığı tarihlerde şirket ile ilgili pozitif veya negatif haberlerin varlığı analize dahil edilememiştir. Dolayısıyla, açıklamanın etkisinin tümüyle hisse alım veya satımından kaynaklanabileceğini ileri sürmek zordur. Bunun için daha ayrıntılı bir inceleme yapılması ve açıklamaların şirket ile ilgili çıkan haberlere göre sınıflandırılarak tekrar değerlendirilmesi uygun olabilir. İlgili şirketin ortaklık yapısı özellikleri de açıklamanın piyasa tarafından algılanmasını etkileyebilir. İMKB'de işlem gören şirketlerin çoğu belli bir gruba dahil olmakla

birlikte, şirketlerin ortaklık yapısı ve kurumsallaşma düzeyi konusunda yapılacak sınıflandırma çerçevesinde hisse alım satım açıklamalarının fiyata etkisi değerlendirilebilir.

Bunun yanında, analizde hisse senetlerinin kapanış değerleri yerine ağırlıklı ortalama fiyatları alınabilir, kullanılan piyasa yöntemi yerine farklı yöntemler denenebilir, İMKB Ulusal-100 Endeksi yerine yeni bir endeks oluşturulabilir veya yatırım ortaklıkları için ilgili endeks alınabilir veya “Birikimli Aşırı Getiri” yöntemi yerine “Aşırı Performans Endeksi” kullanılabilir. Yapılan bütün seçimler elde edilen bulguları ciddi ölçüde olmasa da etkileyebilecek unsurlar olup, çalışmanın kısıtlarını oluşturmaktadır.

Ayrıca, daha sağlıklı değerlendirme yapılabilmesini teminen, alım satım açıklamalarının sadece fiyata değil, işlem hacmine de etkisi incelenebilir veya işlem miktarının hissenin o günkü toplam işlem hacmi içindeki payına göre analiz yapılabilirdi. Gerçekte, çalışmada işlem hacminin etkisi de incelenmek istenmiş, ancak bazı açıklamalarda verilen işlem tutarı bilgilerinin ilgili hissede o gün gerçekleşen toplam işlem hacmini aşması gibi mantıksız durumlarla karşılaşıldığından uygulanması mümkün olamamıştır.

Corrado'nun olay çalışmalarında aşırı getirilerin belirlenmesi için iki parametrik yöntem ile yeni bir parametrik olmayan rank testinin performansını karşılaştırdığı çalışmasında⁸⁸, günlük hisse senedi fiyatları gibi kısa vadeli getirilerde

⁸⁸ Corrado, Charles J., “A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies”, *Journal of Financial Economics*, Cilt.23, 1989, ss.385-395.

parametrik testlerin yerine parametrik olmayan rank testlerinin daha güçlü olduğunu ortaya koymuştur. Bu bağlamda, veri seti ve yukarıda açıklanan yöntem farklılıkları yanında, çalışmada elde edilen bulguların parametrik olmayan rank testinin de kullanılması suretiyle iki yönlü test edilmesi mümkün olabilirdi.

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Bu çalışmada, hisseleri İMKB’de işlem gören şirketlerin büyük ortak ve yöneticilerinin hisse alım satım açıklamalarının hisse fiyatına etkisi incelenmek suretiyle söz konusu işlemlerin yatırımcılar tarafından takip edilmesi halinde aşırı getiri elde edilip edilemeyeceği araştırılmıştır. Büyük ortak ve yöneticiler olmak üzere dar kapsamda ifade edilebilen içeriden öğrenenlerin işlemlerinin hisse fiyatına etkisinin incelenmesi yoluyla İMKB Hisse Senedi Piyasası’nın bilgiye dayalı etkinliğinin yarı güçlü formu sınanmıştır. Ayrıca, içeriden öğrenenlerin hisse alım satım zamanlamaları ile içeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığı hakkında elde edilen bulguların, piyasanın güçlü formda etkinliği konusunda fikir vermesi beklenmiştir.

Piyasaya yeni bir bilgi geldiğinde yatırımcıların bu bilgiyi değerlendirerek fiyatlara hemen yansıttığı, dolayısıyla piyasadaki çeşitli bilgilerin kullanılarak işlem maliyetleri çıkarıldıktan sonra sistematik olarak aşırı getiri elde edilemeyeceğini öngören EPH’na göre, hisse senetleri piyasasında bilgisel etkinliğin üç derecesi vardır. Zayıf form etkinliğin (getirilerin tahmin edilebilirliği testleri) hisse senetleri ve piyasaya ilişkin bütün bilgileri, yarı güçlü form etkinliğin (olay çalışmaları) henüz kamuya açıklanmamış bütün bilgileri, güçlü form etkinliğin (özel bilgi testleri) ise henüz kamuya açıklanmamış özel bilgileri veya içeriden öğrenenlerin sahip olduğu bilgileri yansıttığı kabul edilmektedir. Bu bağlamda, piyasa güçlü formda etkinse, içeriden öğrenenlerin gerçekleştirdikleri işlemler ile yarı güçlü formda etkinse,

açıklamanın yapıldığı tarih itibariyle bilginin fiyata hızla ve doğru yönde yansımaları gerektiğinden, olay günü olarak tanımladığımız açıklama tarihinden sonra içeriden öğrenenlerin işlemlerinin takip edilmesi suretiyle aşırı getiri elde edilemeyecektir.

Çalışmada, beklenen getirinin ölçülmesinde “Piyasa Modeli” yöntemi kullanılmış, piyasa portföyü olarak İMKB Ulusal-100 Endeksi kabul edilmiş ve günlük aşırı getirilerin biriktirilmesinde Fama ve diğerlerinin⁸⁹ “Birikimli Aşırı Getiri” yöntemi kullanılmıştır. Hisse senedi alım veya satım açıklamasının tarihi olay günü olarak alınmış ve olay gününün etrafındaki 20 gün olmak üzere toplam 41 günlük (-20, 20) aşırı getiriler tespit edilerek bu getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığı %90 güvenilirlik düzeyinde t test istatistiği ile test edilmiştir. Çalışmada, 2004-2006 döneminde tespit edilebilen 190 ortaklığın 5.882 ve 39 yatırım ortaklığının 3.477 olmak üzere toplam 9.359 özel durum açıklamasından 169 şirkete ait 4.142 ve 38 yatırım ortaklığına ait 2.508 olmak üzere toplam 6.650 adedi incelemeye alınabilmektedir.

İçeriden öğrenenlerin hisse alımı, piyasalar tarafından söz konusu hisselerin fiyatını artıracak bilgiler bulunduğu şeklinde algılanmaktadır. Bu nedenle, söz konusu hisseye ilişkin talebin artması suretiyle fiyatının yükselmesi, böylece dışarıdaki yatırımcıların aşırı getiri elde etmesi beklenmektedir. Ancak, EPH'nin bilgilendirme etkinliğinin yarı güçlü formuna göre, içeriden öğrenenlerin yaptıkları işlemlerin takip edilmesi yoluyla aşırı getiri elde edilemeyeceğinden aşırı getirilerin sıfıra eşit olacağı varsayılarak şirketler ve yatırım ortaklıkları için ayrı hipotezler

⁸⁹ Fama, Eugene F. ve diğerleri, “a.g.m.”, ss.1-21.

oluşturulmuştur. Böylece, veri setinin alt gruplara bölünmesi suretiyle olay günü etrafında hisse fiyatındaki hareketlerin nedenlerinin de tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Yapılan analiz sonucunda, genel olarak olay günü ve etrafındaki günlerde %90 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiriler bulunmuştur. Bu getiriler alım açıklamalarında çoğunlukla düşük oranda olmasına rağmen, satım açıklamalarında oldukça yüksek oranlara ulaşabilmiştir. Ayrıca, olay öncesi ve sonrası günlerdeki birikimli aşırı getirilerin alım ve satım açıklamalarına göre farklılaştığı görülmüştür. Olay günü öncesinde aşırı getiriler artmaya başlamakta fakat açıklamanın yayımlanmasının ikinci gününden itibaren azalmaktadır. Dolayısıyla, açıklamanın geç yapılması veya hisselerin satışının gerçekleştiği sırada bu bilgiyi edinen bazı yatırımcıların alıma geçmesi nedeniyle açıklamanın etkisi hisselerin fiyatına önceden yansımakta ve muhtemelen kısa vadeli elde edilen aşırı getiri sonrasında hisse senetlerinin elden çıkarılması nedeniyle olay gününden sonraki üçüncü günden itibaren açıklamanın etkisi kalmamaktadır.

Alım açıklamalarının etkisinin kısa sürmesinin bir açıklamasının da ülkemizde hisse senedi yatırımının kısa vadeli görülmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Hisse senetlerinin elde tutma süresinin ABD’de yaklaşık 3 yıl, ülkemizde yabancı yatırımcılar için 164 gün, yerli yatırımcılar için ise 21 gün olması; bu nedenle yurt dışındaki fon yöneticilerinin ülkemizdeki yerli yatırımcıları

aşağıdaki gibi tanımlaması üzerinde düşünülmesi gereken doğru bir tespit olarak görülmektedir⁹⁰:

“Yerli yatırımcılar ile ilgili yurt dışındaki fon yöneticilerinin kullandığı bir mizahsal tanım var:

- *Türkler için kısa vadeli seans içi alım satımdır,*
- *Orta vadeli gün sonuna kadar tutmak ve*
- *Uzun vadeli krize yakalanıp satamamaktır.”*

Ne yazık ki, çalışmada elde edilen bulgular bu yorumları doğrular nitelikte görünmektedir. İçeriden öğrenenlerin olay gününden önceki 2-3 işlem gününde başlayan hissedeki yükselişin açıklama sonrasındaki yaklaşık 2 günde sona ermesi açıklamaların kısa vadeli spekülatif bir kazanç olarak değerlendirildiğini düşündürmektedir. Zira, yurt dışındaki yazında açıklama sonrasındaki 20 işlem günü kısa vadeli aşırı getirilerin hesaplanmasında kullanılmakta olup, bu açıklamaların 6 ay, 100 gün gibi uzun vadeli incelemeleri de bulunmaktadır.

Hisse senedi satım açıklamaları öncesinde yüksek pozitif aşırı getiriler oluşmakta ve bu getirilerin bir kısmı olay günü sonrasında oluşan negatif aşırı getiriler sonucunda bırakılmaktadır. Ancak, alım işlemlerinin olay günü sonrasında oluşan pozitif getiriler düşük oranda olduğundan, seans içi fiyat farkları ile işlem ve bilgilendirme maliyetleri dikkate alındığında, ekonomik olarak anlamlı görünmemektedir. Benzer bir değerlendirme iki farkla yatırım ortaklıkları için de söz

⁹⁰ Boran, Afa, “Uzun Vadeli Yatırımcı Gözüyle İMKB ve Türk Şirketleri”, DYH Kurumsal Yönetim Konferansı 2006: Kurumsal Yönetimde Trendleri Konuşmak, Doğan Yayın Holding, 1. Bası, İstanbul, Ağustos 2006, ss.170-173.

konusudur: Birincisi, satım öncesi elde edilen birikimli getiriler şirketlerde %3-4 civarında iken, yatırım ortaklıklarında %7-8 lere ulaşabilmektedir. Dolayısıyla, özellikle yatırım ortaklıklarında olmak üzere içeriden öğrenenlerin özellikle satım işlemlerinin zamanlamasında mükemmelere yakın oldukları ve kârlı stratejiler uyguladıkları söylenebilir. İkincisi ise, alım işleminin açıklanması sonrasındaki 20 günde yatırım ortaklıklarında sifıra yakın fakat genellikle negatif aşırı getiri gözlenmesidir. Bu durumun genellikle net aktif değerinden %20 iskontolu işlem gören yatırım ortaklıklarında içeriden öğrenenlerin alım işlemini takiben hissedeki düşüş baskısının azaltılabildiği fakat piyasa tarafından artışa geçmesi için yeterli bulunmadığı şeklinde yorumlanabilir.

İçeriden öğrenenlerin satım için hisse fiyatının yükseldiği anı beklemeleri, alım için ise düştüğü anda alım yapmaları beklenmektedir. Hisse satışları için bu beklenti karşılanmakta, ancak hisse satışlarını takiben görülen negatif aşırı getirilerin düşük oranda olması piyasanın ilgili dönemde boğa piyasası özelliklerini göstermesi, dolayısıyla olumsuz haberlerin pek satın alınmamasından kaynaklanabilir. Alımlar için beklentilerin tam karşılandığını söylemek ise biraz zordur. İçeriden öğrenenler hisselerin hızla yükselmeye başladığı bir sırada alım yapmaktadırlar. Dolayısıyla, alım yaptıkları seviye hisselerin fiyatının düşük olduğu veya düştüğü bir nokta değildir. Ancak, alımdan sonra hisselerin fiyatının bir süre daha artmaya devam etmesi söz konusu alımın piyasada bir sinyal olarak algılanıp ilgili hisseye talebin artmasından kaynaklanabilir.

Endeks kapsamında yer alan hisselerin alımlarındaki aşırı getiriler, endeks kapsamında olmayan şirketlere göre özellikle olay günü sonrası daha yüksektir, ancak olay günü sonrasında söz konusu hisselerle yatırım yapan dışarıdaki bir yatırımcının endekse dahil olmayan hisselerde %1,148, dahil olanlarda ise %2,713 aşırı getiri elde edebildiği dikkate alındığında, özellikle endeks kapsamında olmayan şirketler için elde edilen aşırı getiri oranı ekonomik olarak önemli görünmemektedir. Alımların tersine, satımlarda endeks kapsamında olmayan şirketlerde içeriden öğrenenlerin hissenin en yüksek birikimli getiriye (%5,306) elde ettiği olay gününde satışa geçtiği ve açıklama sonrası hissedeki aşırı getirilerin endeks kapsamında olan hisselerle karşılaştırıldığında daha yavaş gerilediği, bir başka deyişle negatif aşırı getirinin daha düşük olduğu izlenmektedir.

Bunun yanında, özellikle 2004 ve 2005 yıllarında piyasa değeri büyük şirketlerdeki alımlar bir sinyal olarak algılanırken, satımlar aynı yönde değerlendirilmemekte veya değerlendirmeye alınmamaktadır. Bu durum piyasanın yükselişte olduğu 2004 yılında içeriden öğrenenlerin hisse satışı gibi olumsuz haberlere çok itibar etmediğinin bir işareti olarak algılanabilir. Diğer taraftan, hisse satım öncesi aşırı getirilerin açıklama sonrasındaki negatif getirilere kıyasla oldukça yüksek olduğu dikkate alındığında, içeriden öğrenenlerin satım zamanlaması konusunda gerek piyasanın yükseldiği, gerekse az da olsa dalgalı bir seyir izlediği 2006 yılında bile oldukça iyi olduklarına işaret etmektedir.

İşlem tutarının sermaye içindeki payına göre yapılan incelemede, büyük ortak ve yöneticilerinin %1 in üzerindeki satım açıklamalarının sayısının alım

açıklamalarına göre 2 kat fazla olduğu tespit edilmiş olup, bu durum içeriden öğrenenlerin satım aşamasında alım aşamasına göre daha yüksek tutarlı işlemler gerçekleştirdiklerinin bir göstergesi olarak alınabilir. Bir başka deyişle, büyük ortak ve yöneticilerin alım işlemlerini küçük tutarlar halinde geniş bir zamana yayarken, satım işlemlerini kısa sürede gerçekleştirebilmek amacıyla yüksek tutarlarda işlem yaptıkları söylenebilir. İşlem tutarının alım açıklamalarındaki etkisi oldukça çarpıcıdır. Olay günü öncesi dönemde aşırı getiri her üç grupta da mevcut olmasına rağmen, işlem tutarı arttıkça aşırı getiriler katlanarak artmakta, olay günü itibariyle birikimli aşırı getiri %0,1 grubu için %3,285 iken bu oran %0,5 grubunda %5,951 ve %1 grubunda %8,725 e çıkmakta ve bu getirinin büyük bir bölümü açıklama öncesindeki 3 günde oluşmaktadır. Bunun yanında, açıklama öncesi günlerde oldukça hızlanan birikimli aşırı getiri artışı, açıklama sonrasında bir miktar artmakla birlikte yatay seyretmektedir. Aynı eğilim biraz daha yüksek birikimli aşırı getiri oranları ile yatırım ortaklıklarında da gözlenmektedir.

Bu bulgular, ülkemiz açısından “gizli işlem” hipotezinin geçerli olmadığını göstermektedir. Gizli işlem hipotezi, muhtemelen içeriden öğrenenlerin ticareti endişesiyle dikkat çekici olabilecek yüksek tutarlı hisse işlemlerinin zamana yayılarak ve parçalara bölünerek gerçekleştirilmesi olup, Friederich ve diğerlerinin çalışmasında⁹¹ orta ölçekli işlemlerin büyüklerden daha üstün tahmin yeteneği olduğu saptanmıştır. Ülkemiz örneğinde ise, aşırı getiri işlem tutarının yüksekliğine bağlı olarak doğrusal artmaktadır. Ayrıca, olay günü öncesinde aşırı getirilerde hızlı bir yükseliş görülmesi bilgili yatırımcıların işlem yapmasından kaynaklanabileceği

⁹¹ Friederich, Sylvain ve diğerleri, “a.g.m.”, ss.7-30.

gibi, fiilen yapılan işlemin açıklama öncesi 2 günde gerçekleştirilmiş olması halinde bilginin piyasaya sızmasından da kaynaklanmış olabilir. Bu da yatırımcılar arasındaki eşitliğin bozulduğu ve bazılarının içeriden öğrenilen bu bilgiyle aşırı kazanç elde edebileceğini göstermektedir.

Şirketler ve yatırım ortaklıklarının hisse alım açıklamaları açısından “bilgi hiyerarşisi”nin ülkemizde geçerli olmadığı görülmektedir. Bu durum, şirketlerin hakim ortağı niteliğindeki ortaklarının ve yöneticilerinin farklı Saiklerle alım yapmalarından kaynaklanabilir. Bunun yanında, olay günü sonrası dönemde kurumsal ortağın alımları (satımları) sonrasında daha yüksek pozitif (negatif) aşırı getiri elde edildiği ve bu getirinin büyük bölümünün ilk 10 gün içerisinde kazanıldığı görülmektedir. İncelenen dönemde yabancıların İMKB’deki payının artması nedeniyle yabancı yatırımcıların alım ve satım işlemlerine piyasanın daha hassas olmasının bu sonucu tetiklediği düşünülmektedir. Hisse satım açıklamalarında ise, beklendiği üzere şirketin günlük faaliyetlerine daha yakın olan yönetim kurulu üyesi veya yönetim kurulu üyesi olan hakim ortaklar ve büyük ortağın daha yüksek birikimli aşırı getirinin oluştuğu anda satım yapabildikleri ve yönetim kurulu üyelerinin zamanlama konusunda daha başarılı oldukları söylenebilir.

Ele geçirmeye konu şirketler ile hakim ortak veya büyük ortaklar tarafından piyasa yapıcılığının gerçekleştirilmeye çalışıldığı hisselerin alım ve satım açıklamalarındaki eğilimler genelde diğer hipotezlere göre bariz farklılıklar göstermiştir. Örneğin, ele geçirmeye konu şirketlerin hisselerinde aşırı getiri oldukça yüksek olup açıklama günü itibariyle alım işlemlerinde %12,658, satım işlemlerinde

%6,175; açıklama sonrası ise alım işlemlerinde %5,443, satım işlemlerinde %8,785 e ulaşabilmektedir. Dolayısıyla, ele geçirmeye konu bir şirketin hisselerinin satın alınması yoluyla dışarıdakilerin aşırı getiri elde etmeleri mümkün görünmektedir. İçeriden öğrenenlerin bu aşamada kârlı işlem yaptıklarını veya zamanlama konusunda iyi olduklarını söylemek biraz zordur ama işlemin niteliği dikkate alındığında piyasadaki yükselişin işlem yapmasından bağımsız olarak içeriden öğrenene artı getiri olarak yansıtacağı kuşkusuzdur. Piyasa yapıcılığı olan hisselerde ise satım açıklaması sonrası beklenenin tersine düşük de olsa pozitif aşırı getiri oluşması, piyasa yapıcılığı yapan ortağın hissenin arkasında durduğu sinyalinin piyasa tarafından alınması nedeniyle satım açıklamalarına olumsuz tepki verilmediği düşünülmektedir.

Finans sektöründe yer alan şirketlerde olay günü itibariyle birikimli aşırı getiri gerek alım gerekse satım açıklamalarında diğer şirketlere göre daha yüksek gerçekleşmektedir. Finans sektöründe yer alan şirketlerin hisselerindeki aşırı getiriler özellikle açıklama sonrası dönemde diğer şirketlerden ayrılmaktadır. Olay günü sonrası birikimli aşırı getiriler finans sektöründe yer alan şirketlerde alımlarda daha yüksek, satımlarda ise sifıra yakın fakat negatif ve diğer şirketlerden daha düşüktür. Finans sektöründe yer alan şirketlerin büyük ortak ve yöneticilerinin alım işlemlerinin takip edilmesi suretiyle bu sektörde yer almayan şirketlere göre daha yüksek aşırı getiri elde edilebilmesinin mümkün olabileceği söylenebilir. Diğer taraftan, finans sektöründeki şirketlerde içeriden öğrenenlerin satım işlemlerinin beklenen tepkiyi göstermemesi, incelenen dönemde bankacılık sektörü ve bunların

bağlı ortaklıkları olan diğer finans kuruluşlarında yaşanan hisse devirleri nedeniyle piyasada oluşan beklentilerden kaynaklanmış olabilir.

Yatırım ortaklıklarında içeriden öğrenenlerin hisse alımları öncesi ve sonrasında oluşan aşırı getiriler ihmal edilebilecek düzeydedir, ancak olay günü öncesi oluşan birikimli aşırı getiriler satım açıklamaları öncesinde oldukça yüksek olup, yıllara göre değişmektedir. Örneğin olay günü itibarıyla 2004 yılında %19,808 oranında aşırı getiri elde edilirken bu oran 2005 yılında %6,902, 2006 yılında ise sadece %0,796 düzeyinde kalmaktadır. Piyasanın mikro yapısından kaynaklanan fiyat farklılıkları ile işlem ve bilgilenme maliyetleri dikkate alındığında, yatırım ortaklıklarındaki alım işlemlerinin dışarıdakiler tarafından takip edilmesi suretiyle aşırı getiri elde edilmesi mümkün olmayabilir. Buna karşılık, satış işlemlerinde içeriden öğrenenlerin zamanlaması mükemmel görünmekte olup, bu işlemlerin takip edilmesi halinde zarardan kaçınılabılır. Yatırım ortaklığındaki büyük pay sahipleri ve yöneticilerin hisse fiyatının zirve yaptığı noktada satışa geçmeleri ise içeriden öğrenenlerin ticaretinin yapıldığının bir işareti olabilir.

Genel olarak değerlendirildiğinde ise, 2004 ve 2005 yıllarında aşırı getirilerde düşüş olması, 2006 yılında ise açıklama öncesinde önemli tutarda aşırı getiri oluşmaması İMKB'nin incelenen dönemde bilgilendirilmesinin arttığı yönünde yorumlanabilir, ancak özellikle 2006 yılındaki alım ve satım açıklamalarında istatistiksel olarak çoğu günde anlamlı bir değer elde edilememesi bu yorumu zayıflatmaktadır.

Bunun yanında, genel olarak değerlendirildiğinde çoğunlukla alım işlemlerinin öncesi ve sonrasında oluşan aşırı getirilerin düşük oranda olduğu, işlem ve bilgi edinme maliyetleri ile fiyat farkları dikkate alındığında aşırı getirilerin ekonomik olarak önemli oranda olmadığı; dolayısıyla İMKB'nin yarı güçlü formda etkin olduğu söylenebilir. Ancak, gerek ele geçirme ve piyasa yapıcılığına konu hisselerde gerekse hisse satım açıklamaları etrafında oluşan aşırı getiriler nedeniyle bu yorumun tamamıyla kabul edilmesi mümkün görünmemektedir.

Sonuç itibarıyla içeriden öğrenenlerin özellikle satım açıklamalarının zamanlaması konusunda çok başarılı oldukları ve alım açıklamalarının etkisinin olay gününün 3 gün öncesinden fiyata yansımaya başlaması nedeniyle piyasada bilgili yatırımcıların bulunduğu veya içeriden öğrenenlerin ticareti yapıldığı; buna karşılık içeriden öğrenenlerin açıklamalarının dışarıdaki yatırımcılar tarafından takip edilmesi suretiyle aşırı getiri elde edilebilmesinin şirketin faaliyetleri, büyüklüğü, ortaklık yapısı, büyük ortaklarının hisselerin performansına bakış açısı, piyasanın boğa veya ayı piyasalarında olması, işlem tutarı, işlemi yapanın konumu ve amacı gibi işlem bazında değerlendirilmesine bağlı olduğu anlaşılmaktadır.

Ülkemizde hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin büyük ortak ve yöneticilerinin şirket hisselerinde yaptıkları alım ve satım açıklamalarının, tespit edilebildiği kadarıyla, daha önce incelemeye konu edilmediği belirlenmiştir. Bu bağlamda, ülkemiz finans yazınında bir ilk olan bu çalışmada elde edilen bulguların tartışılması ve daha ileriye götürülmesi konusunda bundan sonraki çalışmalara ışık tutması beklenmektedir.

Diğer taraftan, uygulamalar düzenlemelerden ayrı düşünölmeyeceğinden konuya ilişkin ölkemiz düzenlemeleri ile ilgili birkaç hususun vurgulanmasında yarar görölmektedir. İçeriden öğrenenlerin hisse alım satımlarına ilişkin ölkemiz düzenlemeleri, AB ve ABD’de yürürlükte bulunan düzenlemeler ile karşılaştırıldığında, önemli bir kısmı konuya ilişkin kurum veya işlemlerin ölkemizde henüz düzenlenmemesinden veya fiilen var olmamasından kaynaklanan farklılıklar bulunduğu anlaşılmaktadır. Şirketlerin kendi hisselerini satın alması, piyasa yapıcılığı, hisse senetlerine dayalı opsiyon, vadeli işlem gibi türev araçlar, çalışanları hisse edindirme planları ve içeriden öğrenenlerin listesinin düzenlenmesi bu farklılıklardan bazılarıdır. Dolayısıyla, söz konusu düzenlemelerin yapılmasını takiben bu işlemlerin de bildirim kapsamına alınması gerekebilecektir.

Bunun yanında, ölkemiz düzenlemesinde söz konusu bildirimler için herhangi bir muafiyet getirilmediği görölmektedir. Piyasada bilgi kirliliği yaratmaması açısından hisse senedi fiyatına etki yapmayabilecek alım satım işlemlerinin günlük yerine 6 ay veya bir yıl gibi belli dönemler itibariyle bildirilmesi uygun olabilir. İçeriden öğrenenlerin kamuya açıklanmamış önemli bir bilgiye sahipken, işlem yapmalarının kurallara bağlanması veya en azından İngiltere’de olduğu gibi mali tablo açıklama dönemlerinde işlem yasağı getirilmesi, yapılan işlemlerin içeriden öğrenenlerin ticareti şüphesini azaltabilecek ve açıklamaların hisse fiyatına etkisi daha sağlıklı gözlenebilecektir. Bu itibarla, içeriden öğrenenlerin ticareti konusundaki esasların ayrıntılı düzenlenmesine ihtiyaç olduğu düşünölmektedir.

ÖZET

Dar kapsamda büyük ortak ve yöneticiler olarak tanımlanan içeriden öğrenenlerin şirket hisselerindeki alım ve satım açıklamalarının takip edilmesi suretiyle dışarıdakiler tarafından aşırı getiri elde edilip edilemeyeceğinin incelendiği çalışmada, İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın yarı güçlü formda etkinliği test edilmiştir. Ayrıca, içeriden öğrenenlerin hisse alım satım zamanlamaları ile içeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığı hakkında elde edilen bulguların, piyasanın güçlü formda etkinliği konusunda fikir vermesi beklenmiştir. Tespit edilebildiği kadarıyla, ülkemiz finans yazınında içeriden öğrenenlerin işlemlerinin incelendiği başka bir çalışma bulunmamaktadır.

Çalışmada, 2004-2006 döneminde 169 şirkete ait 4.142 ve 38 yatırım ortaklığına ait 2.508 olmak üzere toplam 6.650 adet hisse alım satım açıklaması incelemeye alınmış, açıklama tarihi etrafındaki 20 gün olmak üzere toplam 41 günlük (-20, 20) aşırı getiriler tespit edilerek bu getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığı test edilmiştir.

Çalışmanın sonuçları içeriden öğrenenlerin özellikle satım açıklamalarının zamanlaması konusunda çok başarılı olduğunu, alım açıklamalarının etkisinin olay gününden önce fiyata yansımalarının piyasada bilgili yatırımcıların bulunduğu veya içeriden öğrenenlerin ticaretini işaret ettiği, içeriden öğrenenlerin açıklamalarının yatırımcılar tarafından takip edilmesi suretiyle aşırı getiri elde edilebilmesinin şirketin faaliyetleri, büyüklüğü, ortaklık yapısı, büyük ortaklarının hissenin performansına bakış açısı, piyasanın boğa veya ayı piyasalarında olması, işlem tutarı, işlemi yapanın konumu ve amacı gibi hisse bazında değerlendirilmesinin uygun olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgular çerçevesinde, İMKB Hisse Senedi Piyasası'nın yarı güçlü formda etkin olduğu hipotezi genelde kabul edilememiştir.

Anahtar Kelimeler: Hisse fiyatı, piyasa etkinliği, şirket içeriden öğrenenleri, içeriden öğrenenlerin ticareti, İMKB.

ABSTRACT

This thesis aims to test the semi strong form of efficiency in the ISE Stock Market assuming that any investor can earn abnormal profits by imitating principal shareholders and managers', who are called corporate insiders, statements in company share transactions. Furthermore, by analyzing share transactions' timing of insiders and the existence of insider trading, the findings are expected to give some opinion about the strong form of the ISE Stock Market efficiency. To the best of our knowledge, no other study analyses insiders' transactions in company shares in Turkey finance literature.

In this study, the abnormal returns of 20 days around the event day which equals to 41 days (-20, 20) are tested whether they are different from zero or not by using 6.650 insiders' share transaction statements from 2004 to 2006, of which 4.142 statements are related with 169 companies while 2.508 belongs to 38 mutual funds.

The findings of the study document that insiders seem to be very much successful on their timing of transactions especially the sell ones, it signals the existence of some informed investors or insider trading since the share prices of especially the buy transaction's are increased before the announcements are made, and the availability of abnormal profits to investors by imitating insiders may depend on the firm size, line of business, shareholder structure, point of view of principal shareholders about the share performance, existence of bear or bull markets, traded values of shares, the position of insiders and their aim for trade. According to the evidence presented in this study the semi strong form of efficiency could not be accepted for the ISE Stock Market.

Key Words: Price of share, market efficiency, corporate insiders, insider trading, ISE.

EK 1
ANALİZE ALINAN ŞİRKET VE YATIRIM ORTAKLIKLARI

1A) Analize Alınan Şirketler

Hisse Kodu	Şirketin Ticaret Unvanı
ABANA	Abana Elektromekanik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ACIBD	Acıbadem Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.
ADANA	Adana Çimento Sanayii A.Ş. (A Grubu)
AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.
AFMAS	Afm Uluslar arası Film Prodüksiyon Tic. ve San. A.Ş
AKALT	Ak-Al Tekstil Sanayii A.Ş.
AKBNK	Akbank Türk A.Ş.
ALARK	Alarko Holding A.Ş.
ALKA	Alkim Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ALKIM	Alkim Alkali Kimya A.Ş.
ALNTF	Alternatifbank A.Ş.
ALYAG	Altınyag Kombinaları A.Ş.
ANACM	Anadolu Cam Sanayii A.Ş.
ANSGR	Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi
ARAT	Arat Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ARCLK	Arçelik A.Ş.
ARENA	Arena Bilgisayar Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ARMDA	Armada Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ASELS	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ASUZU	Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ASYAB	Asya Katılım Bankası A.Ş.
AYEN	Ayen Enerji A.Ş.
AYGAZ	Aygaz A.Ş.
BAKAB	Bak Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.
BANVT	Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii A.Ş.
BEKO	Beko Elektronik A.Ş.
BIMAS	BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.
BJKAS	Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.
BOLUC	Bolu Çimento Sanayii A.Ş.
BOYNR	Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.
BSHEV	BSH Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
BTCIM	Batiçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş.
BUCIM	Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.
BURCE	Burçelik Bursa Çelik Döküm Sanayii A.Ş.
BURVA	Burçelik Vana Sanayii ve Ticaret A.Ş.
BYSAN	Boyasan Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
CBSBO	ÇBS Boya Kimya Sanayii ve Ticareti A.Ş.
COLLA	Coca Cola İçecek A.Ş.

CEMETS	Çemtaş Çelik Makina Sanayi ve Ticaret A.Ş.
CIMSA	Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
CLEBI	Çelebi Hava Servisi A.Ş.
CMENT	Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası T.A.Ş.
DARDL	Dardanel Önentaş Gıda Sanayi A.Ş.
DENCM	Denizli Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş.
DENIZ	Denizbank A.Ş.
DEVA	Deva Holding A.Ş.
DGZTE	Doğan Gazetecilik A.Ş.
DMSAS	Demisaş Döküm Emaye Mamulleri Sanayi A.Ş.
DOBUR	Doğan Burda Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş.
DOGUB	Doğusan Boru San. ve Tic. A.Ş.
DOHOL	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.
DOKTS	Döktaş Dökümcülük Ticaret ve Sanayi A.Ş.
DURDO	Duran Doğan Basım ve Ambalaj San. A.Ş.
DYHOL	Doğan Yayın Holding A.Ş.
DYOBY	Dyo Boya Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ECYAP	Eczacıbaşı Yapı Gereçleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
EGEEN	Ege Endüstri ve Ticaret A.Ş.
EGSER	Ege Seramik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
EMKEL	Emek Elektrik Endüstrisi A.Ş.
ENKAI	Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.
EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.
ERSU	Ersu Meyve ve Gıda Sanayi A.Ş.
FFKRL	Finans Finansal Kiralama A.Ş.
FINBN	Finans Bank A.Ş.
FMIZP	Federal Mogul İzmit Piston ve Pim Üretim Tesisleri A.Ş.
FONFK	FFK Fon Finansal Kiralama A.Ş.
FORTS	Fortis Bank A.Ş.
FRIGO	Frigo Pak Gıda Maddeleri San. ve Tic. A.Ş.
FROTO	Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.
GARAN	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.
GENTS	Gentaş Genel Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.
GEREL	Gersan Elektrik Ticaret ve Sanayi A.Ş.
GLYHO	Global Yatırım Holding A.Ş.
GOLDS	Goldaş Kuyumculuk Sanayi İthalat İhracat A.Ş.
GOLTS	Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
GOODY	Goodyear Lastikleri Türk A.Ş.
GSDHO	GSD Holding A.Ş.
GSRAY	Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş.
HURGZ	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.
IDAS	İdaş İstanbul Döşeme San. A.Ş.
IHEVA	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi Ticaret A.Ş.
IHLAS	İhlas Holding A.Ş.
INDES	İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
INTEM	İntema İnşaat ve Tesisat Malzemeleri Yatırım ve Pazarlama A.Ş.

ISAMB	Işıklar Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ISCTR	T. İş Bankası A.Ş. (C Grubu)
ISFIN	İş Finansal Kiralama A.Ş.
IZMDC	İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.
KARSN	Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.
KARTN	Kartonsan Karton Sanayi ve Ticaret A.Ş.
KAVPA	Kav Danışmanlık Pazarlama ve Ticaret A.Ş.
KCHOL	Koç Holding A.Ş.
KERVT	Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
KIPA	Tesco Kipa Kitle Pazarlama Ticaret ve Gıda Sanayi A.Ş.
KLMSN	Klimasan Klima Sanayi ve Ticaret A.Ş.
KNFRT	Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
KONYA	Konya Çimento Sanayii A.Ş.
KORDS	Kordsa Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş.
KOTKS	Koniteks Konfeksiyon Endüstri ve Ticaret A.Ş.
KRDMD	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (D Grubu)
KRSTL	Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.
LOGO	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
MAALT	Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş.
MAKTK	Makina Takım Endüstrisi A.Ş.
MEMSA	Mensa Mensucat Sanayi ve Ticaret A.Ş.
MERKO	Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
MIGRS	Migros Türk T.A.Ş.
MMART	Marmaris Martı Otel İşletmeleri A.Ş.
MRDIN	Mardin Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.
MRTGG	Mert Gıda Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
MTEKS	Metemteks Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
NTHOL	Net Holding A.Ş.
NTTUR	Net Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş.
OKANT	Okan Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
OTKAR	Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.
OYSAC	Oysa-Niğde Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.
OZFIN	Öz Finans Factoring Hizmetleri A.Ş.
PARSN	Parsan Makina Parçaları Sanayii A.Ş.
PENGD	Penguen Gıda Sanayi A.Ş.
PETUN	Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.
PINSU	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.
PKART	Plastikkart Akıllı Kart İletişim Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.
PNSUT	Pınar Süt Mamülleri Sanayii A.Ş.
PRKAB	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.
PRKTE	Park Elektrik Madencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
PTOFS	Petrol Ofisi A.Ş.
RAYSG	Ray Sigorta A.Ş.
RYSAS	Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.
SAHOL	Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.
SANKO	Sanko Pazarlama İthalat İhracat A.Ş.

SARKY	Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş.
SASA	Advansa Sasa Polyester Sanayi A.Ş.
SEKFK	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.
SELEC	Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.
SERVE	Serve Kırtasiye Sanayi ve Ticaret A.Ş.
SISE	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
SKBNK	Şekerbank T.A.Ş.
SKPLC	Şeker Piliç ve Yem Sanayi Ticaret A.Ş.
SKTAS	Söktaş Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
TATKS	Tat Konserve Sanayii A.Ş.
TCELL	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.
TEBNK	Türk Ekonomi Bankası A.Ş.
TEKFK	Tekstil Finansal Kiralama A.Ş.
TEKTU	Tek-Art Turizm Zigana A.Ş.
TIRE	Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt Sanayi A.Ş.
TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
TRCAS	Turcas Petrol A.Ş.
TRKCM	Trakya Cam Sanayii A.Ş.
TRNSK	Transtürk Holding A.Ş.
TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
TSPOR	Trabzonspor Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş.
TTRAK	Türk Traktör ve Ziraat Makinaları A.Ş.
TUDDF	Türk Demir Döküm Fabrikaları A.Ş.
TUPRS	Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
UCAK	Usaş Uçak Servisi A.Ş.
UKIM	Uki Uluslararası Konfeksiyon İmalat ve Ticaret A.Ş.
ULKER	Ülker Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
UNTAR	Ünal Tarım Ürünleri İhracat ve Sanayi A.Ş.
UNYEC	Ünye Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
USAK	Uşak Seramik Sanayii A.Ş.
UZEL	Uzel Makine Sanayi A.Ş.
VAKKO	Vakko Tekstil ve Hazır Giyim Sanayi İşletmeleri A.Ş.
VANET	Van-Et Entegre Et Sanayi ve Ticaret A.Ş.
VESBE	Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş.
VESTL	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
VKFRS	Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.
VKING	Viking Kağıt ve Selüloz A.Ş.
YAZIC	Yazıcılar Holding A.Ş.
YKBNK	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.
YUNSA	Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ZOREN	Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.

1B) Analize Alınan Yatırım Ortaklıkları

Hisse Kodu	Yatırım Ortaklığının Ticaret Unvanı
AGYO	Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
AKMGY	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
AKYO	Ak Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ALGYO	Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ARFYO	Alternatif Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ATAYO	Ata Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ATLAS	Atlas Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ATSYO	Atlantis Yatırım Ortaklığı A.Ş.
AVRSY	Avrasya Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
BSKYO	Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
BUMYO	Bumerang Yatırım Ortaklığı A.Ş.
DNZYO	Deniz Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ECBYO	Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı A.Ş.
EGCYO	Egeli & Co. Yatırım Ortaklığı A.Ş.
EGYO	Egs Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
EURYO	Euro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
EVNYO	EVG Yatırım Ortaklığı A.Ş.
EVREN	Evren Yatırım Ortaklığı A.Ş.
FNSYO	Finans Yatırım Ortaklığı A.Ş.
GDKYO	Gedik Yatırım Ortaklığı A.Ş.
GRNYO	Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.
HDFYO	Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
IBTYO	İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
IHGYO	İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
INFYO	İfo Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ISGSY	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ISGYO	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ISYAT	İş Yatırım Ortaklığı A.Ş.
MYZYO	Mustafa Yılmaz Yatırım Ortaklığı A.Ş.
PERYO	Pera Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
TACYO	Taç Yatırım Ortaklığı A.Ş.
TCRYO	Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
TSKYO	TSKB Yatırım Ortaklığı A.Ş.
VARYO	Varlık Yatırım Ortaklığı A.Ş.
VKGYO	Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
YKGYO	Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
YKRYO	Yapı Kredi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
YTFYO	Yatırım Finansman Yatırım Ortaklığı A.Ş.

EK 2

ENDEKSE DAHİL OLMA DURUMUNA GÖRE ŞİRKETLERİN HİSSE ALIM VE SATIMLARINDAKİ AŞIRI GETİRİLER VE ANLAMLILIK TESTİ

2A) Hisse Alımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	Endeks kapsamında				Endeks kapsamında değil			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,254	2,796*	0,254	-	0,153	1,846*	0,153	-
-15	0,051	0,561	0,938	-	0,216	2,501*	0,701	-
-10	0,209	2,260*	1,429	-	0,249	2,328*	1,643	-
-5	0,207	2,357*	1,762	-	-0,093	-1,224	2,022	-
-4	0,307	3,340*	2,070	-	-0,003	-0,035	2,019	-
-3	0,412	4,107*	2,482	-	0,008	0,103	2,027	-
-2	0,268	2,792*	2,750	-	0,167	2,021*	2,194	-
-1	0,227	2,361*	2,977	-	0,238	2,725*	2,432	-
0	0,525	5,193*	3,503	-	0,270	3,206*	2,702	-
1	0,246	2,520*	3,749	0,246	0,244	3,107*	2,946	0,244
2	0,136	1,462	3,885	0,382	0,014	0,172	2,960	0,258
3	0,300	2,981*	4,185	0,683	0,037	0,482	2,996	0,294
4	0,292	2,962*	4,477	0,974	0,079	1,043	3,075	0,373
5	0,123	1,379	4,600	1,097	0,124	1,575	3,199	0,497
10	0,128	1,458	5,099	1,596	-0,003	-0,044	3,550	0,848
15	0,086	0,992	5,691	2,188	-0,079	-1,089	3,541	0,839
20	0,185	2,184*	6,216	2,713	0,065	0,858	3,850	1,148

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

2B) Hisse Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	Endeks kapsamında				Endeks kapsamında değil			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	-0,052	-0,699	-0,052	-	0,061	0,722	0,061	-
-15	0,141	1,516	0,452	-	0,111	1,249	1,030	-
-10	0,057	0,688	0,976	-	0,194	2,083*	1,807	-
-5	0,093	1,066	1,631	-	0,290	3,004*	3,025	-
-4	0,154	1,700*	1,785	-	0,330	2,566*	3,356	-
-3	0,156	1,732*	1,941	-	0,355	3,236*	3,711	-
-2	0,121	1,284	2,061	-	0,599	4,460*	4,309	-
-1	0,222	2,163*	2,283	-	0,737	5,449*	5,047	-
0	-0,032	-0,352	2,251	-	0,260	2,294*	5,306	-
1	-0,144	-1,650*	2,107	-0,144	-0,273	-2,775*	5,033	-0,273
2	-0,029	-0,333	2,079	-0,172	-0,010	-0,100	5,023	-0,283
3	-0,042	-0,489	2,037	-0,214	0,005	0,056	5,028	-0,278
4	-0,038	-0,433	1,998	-0,252	0,067	0,575	5,096	-0,211
5	-0,219	-2,573*	1,779	-0,471	-0,084	-0,935	5,096	-0,294
10	0,116	1,198	1,436	-0,815	0,140	1,567	5,012	-0,131
15	0,001	0,009	1,479	-0,772	0,071	0,823	5,175	-0,281
20	-0,040	-0,445	1,250	-1,001	-0,025	-0,302	5,025	-0,478

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

EK 3

PİYASA DEĞERİNE GÖRE ŞİRKETLERİN HİSSE ALIM VE SATIMLARINDAKİ AŞIRI GETİRİLER VE ANLAMLILIK TESTİ

3A) Hisse Alımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	Piyasa Değeri>500 bin YTL				500 bin YTL>Piyasa Değeri>100 bin YTL				Piyasa Değeri<100 bin YTL			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,149	1,161	0,149	-	0,214	1,334	0,124	-	0,244	2,557*	0,244	-
-15	0,123	1,031	0,844	-	0,207	2,115*	0,549	-	0,129	1,309	0,917	-
-10	0,151	1,170	1,417	-	0,243	2,552*	1,292	-	0,253	2,045*	1,761	-
-5	0,107	0,844	1,937	-	-0,054	-0,613	1,188	-	0,039	0,439	2,347	-
-4	0,038	0,333	1,975	-	0,068	0,741	1,256	-	0,168	1,737*	2,516	-
-3	0,066	0,533	2,041	-	0,165	1,824*	1,421	-	0,189	1,987*	2,705	-
-2	0,122	1,038	2,163	-	0,123	1,309	1,544	-	0,279	2,825*	2,984	-
-1	0,073	0,611	2,236	-	0,252	2,439*	1,796	-	0,270	2,678*	3,254	-
0	0,282	2,231*	2,517	-	0,486	4,589*	2,282	-	0,324	3,292*	3,578	-
1	0,115	0,892	2,632	0,115	0,388	4,000*	2,670	0,388	0,199	2,151*	3,77	0,199
2	0,023	0,192	2,656	0,138	0,081	0,889	2,751	0,469	0,058	0,624	3,836	0,258
3	-0,005	-0,037	2,651	0,134	0,142	1,526	2,893	0,611	0,178	1,891*	4,013	0,435
4	0,253	2,140*	2,904	0,387	-0,012	-0,140	2,881	0,599	0,236	2,499*	4,249	0,0671
5	0,173	1,529	3,077	0,560	0,212	2,362*	3,093	0,811	0,059	0,638	4,308	0,730
10	0,045	0,382	3,597	1,079	0,225	2,562*	3,587	1,305	-0,058	-0,697	4,627	1,049
15	0,232	1,979*	4,597	1,851	0,016	0,185	4,115	1,833	-0,107	-1,249	4,508	0,930
20	0,178	1,592	4,369	2,385	0,064	0,760	4,597	2,315	0,117	1,314	4,801	1,223

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

3B) Hisse Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	Piyasa Değeri>500 bin YTL				500 bin YTL>Piyasa Değeri>100 bin YTL				Piyasa Değeri<100 bin YTL			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,044	0,401	0,044	-	0,143	1,384	0,143	-	-0,048	-0,559	-0,048	-
-15	0,118	0,880	0,904	-	0,287	2,426*	1,328	-	0,047	0,517	0,542	-
-10	0,169	1,318	1,871	-	0,112	0,994	2,527	-	0,148	1,582	0,912	-
-5	0,240	2,025*	2,854	-	0,290	2,217*	3,623	-	0,173	1,823*	1,873	-
-4	0,444	3,251*	3,299	-	0,154	1,250	3,777	-	0,270	2,053*	2,142	-
-3	0,556	3,910*	3,855	-	0,095	0,752	3,872	-	0,298	2,716*	2,440	-
-2	0,426	2,839*	4,280	-	0,140	1,167	4,012	-	0,538	3,897*	2,979	-
-1	0,865	5,041*	5,146	-	0,346	2,552*	4,358	-	0,551	4,004*	3,529	-
0	0,303	2,093*	5,448	-	0,171	1,267	4,528	-	0,099	0,889	3,629	-
1	0,009	0,063	5,457	0,009	-0,269	-2,401*	4,260	-0,269	-0,256	-2,557*	3,372	-0,256
2	0,347	2,355*	5,804	0,356	-0,041	-0,366	4,219	-0,310	-0,092	-0,936	3,280	-0,348
3	0,149	1,050	5,953	0,505	-0,152	-1,445	4,067	-0,461	0,013	0,146	3,294	-0,335
4	0,137	1,004	6,090	0,642	-0,150	-1,346	3,917	-0,611	0,082	0,683	3,376	-0,252
5	0,188	1,351	6,279	0,830	-0,353	-3,437*	3,564	-0,965	-0,111	-1,211	3,265	-0,364
10	0,009	0,055	6,302	0,854	0,174	1,559	3,514	-1,015	0,139	1,503	3,227	-0,402
15	0,061	0,374	6,236	0,787	0,097	0,897	4,191	-0,337	0,015	0,170	2,800	-0,829
20	-0,113	-0,771	5,785	0,337	0,194	1,757*	4,388	-0,140	-0,116	-1,357	2,459	-1,169

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

EK 4

**YILLARAGÖRE ŞİRKETLERİN HİSSE ALIM VE SATIMLARINDAKİ
AŞIRI GETİRİLER VE ANLAMLILIK TESTİ**

4A) Hisse Alımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	2004				2005				2006			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,537	3,305*	0,537	-	0,391	3,545*	0,391	-	-0,107	-1,346	-0,107	-
-15	0,382	2,078*	2,480	-	0,114	1,165	0,945	-	0,095	1,056	0,010	-
-10	0,398	2,262*	4,157	-	0,219	2,184*	1,978	-	0,182	1,444	0,210	-
-5	0,074	0,473	4,652	-	0,222	2,431*	3,003	-	-0,108	-1,304	-0,028	-
-4	0,096	-0,568	4,555	-	0,311	2,965*	3,314	-	0,038	0,471	0,011	-
-3	0,145	0,931	4,700	-	0,322	2,904*	3,635	-	0,037	0,467	0,048	-
-2	0,298	1,732*	4,998	-	0,258	2,396*	3,893	-	0,127	1,515	0,174	-
-1	0,148	0,923	5,146	-	0,344	3,013*	4,237	-	0,175	1,943*	0,349	-
0	0,071	0,446	5,218	-	0,555	4,934*	4,792	-	0,328	3,642*	0,677	-
1	0,074	0,475	5,292	0,074	0,275	2,649*	5,066	0,275	0,285	3,335*	0,962	0,285
2	-0,109	-0,694	5,183	-0,035	0,180	1,726*	5,246	0,455	0,026	0,320	0,989	0,311
3	0,302	1,678*	5,485	0,267	0,111	1,090	5,358	0,566	0,096	1,212	1,084	0,407
4	0,211	1,137	5,696	0,478	0,253	2,324*	5,611	0,819	0,067	0,882	1,151	0,474
5	0,117	0,772	5,813	0,595	0,092	0,879	5,703	0,911	0,155	1,943*	1,306	0,629
10	0,068	0,485	5,897	0,680	0,072	0,465	6,323	1,531	0,017	0,223	1,657	0,980
15	-0,030	-0,198	6,664	1,446	0,049	0,493	6,550	1,758	-0,061	-0,871	1,668	0,991
20	0,262	1,479	7,507	2,290	0,128	1,320	7,105	2,313	0,038	0,543	1,746	1,069

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

4B) Hisse Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	2004				2005				2006			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,167	1,282	0,167	-	0,011	0,120	0,011	-	-0,095	-0,961	-0,095	-
-15	0,115	0,818	1,247	-	0,130	1,330	0,481	-	0,118	1,075	0,891	-
-10	0,391	2,711*	3,246	-	0,003	0,032	0,592	-	0,125	1,048	1,262	-
-5	0,115	0,831	4,696	-	0,179	1,717*	1,294	-	0,343	2,869	2,301	-
-4	0,290	1,554	4,986	-	0,194	1,956*	1,487	-	0,332	1,805*	2,634	-
-3	0,076	0,416	5,062	-	0,305	2,973*	1,792	-	0,406	3,201*	3,040	-
-2	0,209	1,114	5,271	-	0,348	3,171*	2,140	-	0,670	3,530*	3,710	-
-1	0,428	2,521*	5,699	-	0,398	3,439*	2,538	-	0,818	4,015*	4,528	-
0	0,331	1,874*	6,030	-	0,133	1,200	2,671	-	0,016	0,119	4,544	-
1	-0,017	-0,110	6,013	-0,017	-0,313	-3,328*	2,358	-0,313	-0,269	-2,154*	4,275	-0,269
2	0,081	0,539	6,094	0,064	-0,073	-0,748	2,285	-0,386	-0,021	-0,178	4,253	-0,291
3	0,108	0,781	6,202	0,172	-0,020	-0,219	2,266	-0,406	-0,102	-0,854	4,151	-0,393
4	0,316	2,071*	6,517	0,487	-0,218	-2,302*	2,047	-0,624	0,122	0,689	4,273	-0,271
5	-0,021	-0,146	6,496	0,467	-0,168	-1,866*	1,879	-0,792	-0,186	-1,634	4,087	-0,458
10	0,241	1,714*	7,021	0,992	0,049	0,554	1,334	-1,338	0,151	1,171	4,293	-0,251
15	0,064	0,516	6,713	0,683	-0,079	-0,832	1,478	-1,194	0,193	1,575	4,111	-0,433
20	-0,193	-1,646	6,201	0,171	-0,085	-0,899	1,338	-1,333	0,174	1,522	4,055	-0,489

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

EK 5

İŞLEM TUTARINA GÖRE ŞİRKETLERİN HİSSE ALIM VE SATIMLARINDAKİ
AŞIRI GETİRİLER VE ANLAMLILIK TESTİ

5A) Hisse Alımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	%1				%0,5				%0,1			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,552	2,474*	0,552	-	0,296	1,952*	0,296	-	0,199	2,061*	0,199	-
-15	0,186	0,592	2,187	-	0,288	1,442	1,164	-	0,081	0,805	0,531	-
-10	-0,088	-0,343	2,891	-	0,103	0,605	2,061	-	0,115	1,331	0,980	-
-5	0,278	1,056	4,293	-	0,268	1,592	2,891	-	0,042	0,454	1,318	-
-4	0,509	1,501	4,801	-	0,445	2,022*	3,336	-	0,224	2,195*	1,542	-
-3	1,178	3,316*	5,980	-	0,650	3,044*	3,986	-	0,350	3,462*	1,892	-
-2	1,003	2,655*	6,983	-	0,520	2,330*	4,506	-	0,304	2,838*	2,196	-
-1	1,213	2,588*	8,196	-	0,921	3,542*	5,427	-	0,509	4,313*	2,705	-
0	0,529	1,322	8,725	-	0,524	2,369*	5,951	-	0,580	5,223*	3,285	-
1	0,063	0,216	8,788	0,063	-0,036	-0,204	5,915	-0,036	0,189	1,911*	3,473	0,189
2	0,113	0,416	8,901	0,176	0,059	0,364	5,975	0,023	0,047	0,486	3,520	0,236
3	0,426	1,389	9,327	0,602	0,242	1,377	6,216	0,265	0,199	2,008*	3,720	0,435
4	-0,078	-0,276	9,248	0,524	0,084	0,478	6,300	0,346	0,080	0,843	3,800	0,515
5	-0,144	-0,471	9,105	0,380	0,038	0,217	6,338	0,387	0,097	0,998	3,897	0,612
10	-0,182	-0,546	8,428	-0,297	0,208	1,115	6,634	0,682	0,031	0,354	4,076	0,791
15	-0,242	-1,131	7,248	-0,477	-0,062	-0,466	6,421	0,470	0,028	0,338	3,913	0,628
20	0,122	0,561	7,446	-1,279	0,059	0,445	6,017	0,065	0,095	1,160	4,215	0,931

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

5B) Hisse Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	%1				%0,5				%0,1			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	-0,111	-0,691	-0,111	-	-0,142	-1,107	-0,142	-	-0,134	-1,708*	-0,134	-
-15	0,134	0,753	-0,149	-	0,043	0,319	-0,162	-	0,100	1,177	0,338	-
-10	0,121	0,563	0,263	-	0,138	0,936	-0,118	-	0,046	0,512	0,796	-
-5	0,431	1,710*	1,186	-	0,423	2,417*	0,773	-	0,186	1,996*	1,658	-
-4	0,128	0,374	1,314	-	0,160	0,742	0,933	-	0,170	1,580	1,828	-
-3	0,151	0,433	1,465	-	0,090	0,417	1,022	-	0,206	1,864*	2,034	-
-2	-0,046	-0,125	1,419	-	0,221	0,962	1,244	-	0,368	3,083*	2,402	-
-1	-0,632	-2,063*	0,788	-	-0,039	-0,176	1,205	-	0,574	4,006*	2,976	-
0	-0,631	-2,107*	0,157	-	-0,286	-1,382	0,919	-	0,081	0,698	3,057	-
1	-0,741	-3,199*	-0,584	-0,741	-0,657	-4,205*	0,261	-0,657	-0,341	-3,485*	2,716	-0,341
2	-0,426	-1,915*	-1,010	-1,167	-0,383	-2,503*	-0,121	-1,040	-0,155	-1,630	2,561	-0,496
3	-0,454	-2,192*	-1,464	-1,621	-0,129	-0,841	-0,251	-1,169	-0,049	-0,547	2,512	-0,545
4	0,036	0,185	-1,428	-1,585	-0,002	-0,012	-0,252	-1,171	0,036	0,301	2,548	-0,509
5	-0,323	-1,400	-1,751	-1,908	-0,176	-1,125	-0,428	-1,347	-0,186	-2,199*	2,362	-0,695
10	0,084	0,381	-1,954	-2,111	0,143	0,948	-1,009	-1,927	0,133	1,460	2,210	-0,918
15	0,183	0,996	-1,498	-1,655	0,135	0,965	-1,129	-2,048	0,069	0,780	2,240	-0,816
20	0,222	1,193	-1,513	-1,671	0,005	0,035	-1,287	-2,197	-0,077	-0,878	2,081	-0,976

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

EK 6**ORTAĞIN KONUMUNA GÖRE ŞİRKETLERİN HİSSE ALIM VE SATIMLARINDAKİ
AŞIRI GETİRİLER VE ANLAMLILIK TESTİ****6A) Hisse Alımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.**

Gün	HO				BO				KO			
	AR	T-Test	CAR(-20,20)	CAR(1,20)	AR	T-Test	CAR(-20,20)	CAR(1,20)	AR	T-Test	CAR(-20,20)	CAR(1,20)
-20	0,066	0,776	0,066	-	0,438	3,142*	0,438	-	0,284	1,56	0,284	-
-15	0,000	0,003	0,084	-	0,367	2,528*	1,964	-	0,251	1,414	1,287	-
-10	0,156	1,734*	0,349	-	0,291	2,034*	3,733	-	0,057	0,356	1,894	-
-5	0,043	0,499	0,612	-	0,064	0,512	4,823	-	0,094	0,588	1,743	-
-4	0,229	2,304*	0,840	-	0,071	0,537	4,893	-	0,215	1,327	1,958	-
-3	0,275	2,782*	1,115	-	0,073	0,599	4,966	-	0,438	2,510*	2,395	-
-2	0,275	2,773*	1,390	-	0,219	1,672*	5,185	-	0,433	2,389*	2,828	-
-1	0,232	2,341*	1,623	-	0,415	3,055*	5,600	-	0,367	1,846*	3,195	-
0	0,612	5,942*	2,235	-	0,254	1,921*	5,855	-	0,228	1,325	3,422	-
1	0,377	3,649*	2,612	0,377	0,046	0,394	5,901	0,046	0,474	2,653*	3,896	0,474
2	0,113	1,162	2,725	0,490	0,020	0,166	5,920	0,066	0,301	1,868*	4,197	0,775
3	0,220	2,247*	2,945	0,710	0,011	0,091	5,932	0,077	0,371	2,168*	4,568	1,146
4	0,106	1,125	3,052	0,817	0,090	0,750	6,021	0,167	0,301	1,776*	4,869	1,447
5	0,156	1,710*	3,208	0,973	0,090	0,735	6,112	0,257	0,265	1,601	5,134	1,711
10	0,073	0,834	3,740	1,506	0,032	0,272	6,421	0,566	0,271	1,714*	5,936	2,513
15	-0,017	-0,191	3,952	1,718	0,026	0,206	6,748	0,894	0,054	0,343	6,751	3,328
20	0,172	1,970*	4,421	2,187	0,211	1,532	7,565	1,710	0,137	1,002	6,891	3,469

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

6A) Hisse Alımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Gün	HO-YK				YK				Y			
	AR	T-Test	CAR(-20,20)	CAR(1,20)	AR	T-Test	CAR(-20,20)	CAR(1,20)	AR	T-Test	CAR(-20,20)	CAR(1,20)
-20	0,044	0,186	0,044	-	-0,116	-0,730	-0,116	-	0,317	0,912	0,317	-
-15	-0,011	-0,047	-0,299	-	0,226	1,458	0,190	-	-0,190	-0,715	0,192	-
-10	0,517	0,975	0,024	-	0,425	2,206*	0,963	-	0,273	0,978	0,395	-
-5	-0,094	-0,495	-0,023	-	-0,168	-1,046	1,027	-	-0,402	-1,318	-1,056	-
-4	-0,021	-0,093	-0,043	-	-0,042	-0,237	0,985	-	0,010	0,040	-1,046	-
-3	-0,061	-0,308	-0,104	-	-0,005	-0,025	0,980	-	0,126	0,408	-0,920	-
-2	-0,022	-0,115	-0,126	-	-0,073	-0,403	0,907	-	-0,099	-0,274	-1,019	-
-1	-0,173	-0,728	-0,299	-	-0,158	-0,974	0,750	-	0,250	0,607	-0,769	-
0	0,390	1,714*	0,091	-	-0,014	-0,071	0,736	-	0,168	0,456	-0,601	-
1	0,129	0,606	0,221	0,129	0,165	0,95	0,901	0,165	0,227	0,600	-0,374	0,227
2	-0,003	-0,014	0,217	0,126	0,006	0,030	0,907	0,171	-0,339	-1,035	-0,713	-0,112
3	-0,009	-0,044	0,208	0,117	0,197	1,011	1,104	0,368	-0,748	-2,465*	-1,461	-0,860
4	0,078	0,346	0,286	0,195	0,419	2,253*	1,523	0,787	-0,408	-1,216	-1,869	-1,268
5	-0,063	-0,265	0,223	0,131	0,089	0,509	1,612	0,876	0,169	0,458	-1,699	-1,098
10	-0,166	-0,947	0,091	-0,001	0,048	0,345	2,186	1,450	-0,594	-1,934*	-1,862	-1,262
15	-0,106	-0,608	-0,561	-0,653	-0,166	-1,111	2,415	1,679	0,227	0,686	-2,346	-1,745
20	-0,322	-1,849*	-1,702	-1,794	-0,102	-0,718	3,023	2,287	0,087	0,292	-2,683	-2,082

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

6A) Hisse Alımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Gün	D			
	AR	T-Test	CAR(-20,20)	CAR(1,20)
-20	0,473	1,263	0,473	-
-15	-0,26	-0,074	2,038	-
-10	-0,074	-0,266	2,137	-
-5	0,356	0,988	3,169	-
-4	-0,312	-1,044	2,857	-
-3	-0,551	-1,935*	2,306	-
-2	-0,015	-0,031	2,291	-
-1	0,531	1,333	2,823	-
0	0,612	1,235	3,434	-
1	-0,073	-0,251	3,361	-0,073
2	-0,854	-2,703*	2,506	-0,928
3	-0,025	-0,086	2,481	-0,953
4	0,584	1,715*	3,065	-0,369
5	0,022	0,094	3,088	-0,346
10	-0,201	-0,530	2,072	-1,362
15	-0,061	-0,311	1,552	-1,882
20	0,415	1,270	2,691	-0,743

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

6B) Hisse Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	HO				BO				KO			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	-0,081	-0,907	-0,081	-	0,044	0,347	0,044	-	-0,350	-2,337*	-0,350	-
-15	0,138	1,420	0,340	-	0,063	0,418	0,905	-	0,198	1,224	0,230	-
-10	0,121	1,308	0,940	-	0,285	1,904*	2,108	-	-0,220	-1,238	0,010	-
-5	0,181	1,779*	1,501	-	0,243	1,482	3,516	-	0,454	2,298*	1,179	-
-4	-0,009	-0,078	1,491	-	0,435	2,740*	3,951	-	0,423	1,924*	1,602	-
-3	0,191	1,536	1,682	-	0,327	2,038*	4,279	-	0,183	0,819	1,785	-
-2	0,179	1,394	1,862	-	0,534	3,040*	4,812	-	0,519	2,516*	2,304	-
-1	0,332	2,595*	2,193	-	0,428	2,315*	5,241	-	0,468	1,930*	2,772	-
0	0,002	0,018	2,195	-	0,155	0,857	5,396	-	0,105	0,537	2,876	-
1	-0,375	-3,967*	1,821	-0,375	0,068	0,405	5,464	0,068	-0,298	-1,610*	2,579	-0,298
2	-0,173	-1,798*	1,648	-0,547	0,294	1,747*	5,758	0,362	-0,199	-1,205	2,380	-0,496
3	0,043	0,454	1,691	-0,504	-0,221	-1,449	5,537	0,141	-0,191	-1,230	2,189	-0,688
4	0,002	0,026	1,694	-0,501	-0,006	-0,038	5,531	0,135	0,026	0,137	2,215	-0,661
5	-0,116	-1,253	1,578	-0,617	-0,169	-1,104	5,362	-0,034	-0,147	-0,805	2,068	-0,808
10	0,219	2,005*	1,617	-0,579	0,067	0,463	5,516	0,120	0,117	0,725	1,161	-1,716
15	0,055	0,540	1,519	-0,677	0,076	0,524	5,560	0,164	0,072	0,469	0,837	-2,039
20	0,012	0,125	1,181	-1,014	-0,146	-1,049	5,283	-0,113	-0,308	-1,876*	0,112	-2,764

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

6B) Hisse Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	HO-YK				YK				Y			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,150	0,745	0,150	-	0,472	2,151*	0,472	-	0,266	0,983	0,266	-
-15	-0,044	-0,219	1,015	-	0,220	0,973	2,737	-	0,782	2,975*	0,757	-
-10	-0,135	-0,523	0,899	-	0,436	1,971*	4,045	-	0,336	1,024	2,123	-
-5	-0,088	-0,407	1,475	-	0,300	1,430	6,091	-	0,360	1,262	2,686	-
-4	0,394	0,685	1,869	-	0,654	2,828*	6,745	-	0,140	0,542	2,827	-
-3	0,027	0,127	1,895	-	0,635	3,104*	7,380	-	0,259	1,059	3,086	-
-2	1,335	2,231*	3,231	-	0,390	1,851*	7,770	-	-0,124	-0,584	2,962	-
-1	0,992	1,670*	4,223	-	1,005	4,462*	8,775	-	0,414	1,354	3,376	-
0	-0,047	-0,159	4,176	-	0,629	2,720*	9,404	-	-0,021	-0,073	3,355	-
1	-0,377	-1,308	3,799	-0,377	-0,062	-0,270	9,342	-0,062	0,077	0,326	3,432	0,077
2	-0,143	-0,636	3,656	-0,520	0,188	0,822	9,530	0,126	-0,114	-0,547	3,318	-0,037
3	0,368	1,724*	4,024	-0,152	0,137	0,607	9,668	0,263	-0,028	-0,130	3,290	-0,064
4	0,304	0,519	4,328	0,152	0,083	0,373	9,750	0,346	-0,181	-0,757	3,109	-0,246
5	-0,505	-2,062*	3,823	-0,353	0,055	0,278	9,806	0,401	0,272	0,915	3,381	0,026
10	-0,351	-1,452	2,569	-1,608	0,335	1,941*	11,054	1,650	0,355	1,191	3,194	-0,160
15	-0,421	-1,842*	1,608	-2,568	0,171	0,831	11,600	2,196	-0,116	-0,495	3,450	0,095
20	-0,043	-0,213	0,828	-3,348	0,141	0,724	12,125	2,721	0,445	1,763*	4,244	0,890

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

6B) Hisse Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	D			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,104	0,372	0,104	-
-15	-0,545	-1,223	0,322	-
-10	0,042	0,102	0,565	-
-5	-0,040	-0,105	1,733	-
-4	0,601	1,908*	2,335	-
-3	0,836	1,444	3,170	-
-2	0,683	1,580	3,854	-
-1	1,644	3,773*	5,497	-
0	1,156	2,716*	6,653	-
1	-0,298	-0,659	6,356	-0,298
2	0,325	0,508	6,681	0,028
3	-0,477	-1,400	6,204	-0,449
4	-0,260	-0,780	5,945	-0,709
5	-0,304	-0,933	5,640	-1,013
10	-0,469	-1,350	4,262	-2,392
15	0,512	1,838*	4,109	-2,544
20	0,056	0,156	6,049	-0,604

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

EK 7

ELE GEÇİRME VE PİYASA YAPICILIĞI BULUNMAYAN ŞİRKETLERİN HİSSE ALIM VE SATIMLARINDAKİ AŞIRI GETİRİLER VE ANLAMLILIK TESTİ

Günler	Alım				Satım			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,094	1,087	0,094	-	0,033	0,493	0,033	-
-15	0,052	0,596	0,066	-	0,209	2,764*	0,806	-
-10	0,194	1,687*	0,308	-	0,190	2,515*	1,588	-
-5	-0,048	-0,611	0,411	-	0,275	3,396*	2,724	-
-4	0,023	0,286	0,435	-	0,255	2,807*	2,979	-
-3	0,128	1,533	0,563	-	0,293	3,133*	3,273	-
-2	0,168	1,964*	0,730	-	0,371	3,858*	3,643	-
-1	0,181	1,940*	0,912	-	0,514	5,198*	4,157	-
0	0,302	3,395*	1,213	-	0,082	0,893	4,239	-
1	0,351	4,114*	1,564	0,351	-0,331	-4,236*	3,908	-0,331
2	0,007	0,083	1,571	0,358	-0,092	-1,127	3,816	-0,423
3	-0,026	-0,333	1,545	0,332	-0,035	-0,476	3,781	-0,459
4	0,117	1,451	1,663	0,449	-0,080	-1,069	3,700	-0,539
5	0,083	0,996	1,746	0,533	-0,117	-1,562	3,583	-0,656
10	-0,010	-0,130	1,699	0,486	0,141	1,805*	3,258	-0,981
15	-0,062	-0,841	1,359	1,146	0,010	0,128	2,932	-1,307
20	0,016	0,223	1,163	-0,050	0,009	0,127	2,578	-1,661

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

EK 8

ŞİRKETLERİN FİNANS SEKTÖRÜNDE YER ALMASINA GÖRE HİSSE ALIM VE SATIMLARINDAKİ AŞIRI GETİRİLER VE ANLAMLILIK TESTİ

8A) Hisse Alımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	Finansal				Finansal Olmayan			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,082	0,474	0,082	-	0,208	3,140*	0,208	-
-15	0,205	1,236	0,663	-	0,145	2,114*	0,810	-
-10	-0,049	-0,308	1,038	-	0,274	3,329*	1,636	-
-5	0,138	0,867	1,442	-	0,004	0,065	1,991	-
-4	-0,026	-0,174	1,416	-	0,137	2,048*	2,128	-
-3	0,270	1,656*	1,686	-	0,146	2,228*	2,275	-
-2	0,165	1,196	1,851	-	0,212	3,062*	2,486	-
-1	0,402	2,519*	2,253	-	0,209	2,942*	2,695	-
0	0,203	1,432	2,456	-	0,391	5,485*	3,086	-
1	0,335	2,220*	2,791	0,335	0,231	3,465*	3,318	0,231
2	0,133	0,836	2,924	0,468	0,049	0,759	3,367	0,281
3	-0,031	-0,220	2,893	0,437	0,162	2,427*	3,529	0,442
4	0,293	1,966*	3,186	0,730	0,143	2,185*	3,671	0,585
5	0,212	1,455	3,398	0,942	0,112	1,739*	3,784	0,697
10	0,310	2,103*	4,514	2,058	0,008	0,141	4,086	1,000
15	0,227	1,491	5,428	2,972	-0,049	-0,822	4,210	1,124
20	0,109	0,685	5,789	3,333	0,111	1,815*	4,605	1,518

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

8B) Hisse Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	Finansal				Finansal Olmayan			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	-0,064	-0,580	-0,064	-	0,041	0,584	0,041	-
-15	0,151	1,155	0,960	-	0,114	1,522	0,764	-
-10	0,174	1,249	1,852	-	0,131	1,774*	1,382	-
-5	0,323	2,267*	3,610	-	0,183	2,356*	2,167	-
-4	0,597	4,170*	4,207	-	0,167	1,619*	2,334	-
-3	0,427	2,693*	4,634	-	0,236	2,733*	2,570	-
-2	0,813	4,749*	5,447	-	0,300	2,863*	2,870	-
-1	0,932	5,266*	6,379	-	0,426	3,983*	3,296	-
0	0,467	2,949*	6,846	-	0,056	0,627	3,352	-
1	-0,087	-0,652	6,759	-0,087	-0,262	-3,262*	3,090	-0,262
2	0,324	2,204*	7,083	0,237	-0,114	-1,478	2,976	-0,376
3	0,235	1,746*	7,317	0,471	-0,083	-1,137	2,892	-0,460
4	0,070	0,499	7,387	0,541	0,014	0,149	2,906	-0,446
5	-0,040	-0,324	7,348	0,502	-0,163	-2,193*	2,743	-0,609
10	0,345	2,242*	7,475	0,629	0,070	0,954	2,664	-0,687
15	0,048	0,325	7,517	0,671	0,043	0,598	2,556	-0,796
20	-0,048	-0,350	7,187	0,341	-0,026	-0,376	2,381	-0,971

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

EK 9

**YILLARA GÖRE YATIRIM ORTAKLIKLARININ HİSSE ALIM VE SATIMLARINDAKİ
AŞIRI GETİRİLER VE ANLAMLILIK TESTİ**

9A) Hisse Alımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	2004				2005				2006			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	1,005	2,156*	1,005	-	-0,215	-1,842*	-0,215	-	-0,107	-1,199	0,107	-
-15	-0,217	-0,695	1,173	-	-0,063	-0,597	-0,377	-	-0,055	-0,625	-0,223	-
-10	-0,362	-1,210	0,053	-	0,149	1,249	0,045	-	-0,116	-1,360	-0,923	-
-5	0,101	0,279	0,603	-	0,201	1,670*	0,496	-	-0,273	-3,139*	-1,764	-
-4	0,059	0,188	0,662	-	0,187	1,558	0,683	-	-0,219	-2,632*	-1,983	-
-3	-0,285	-0,996	0,376	-	0,182	1,462	0,865	-	-0,051	-0,563	-2,034	-
-2	0,455	1,516	0,831	-	-0,027	-0,263	0,837	-	-0,124	-1,397	-2,158	-
-1	-0,179	-0,549	0,652	-	0,385	2,971*	1,222	-	0,158	1,603*	-2,000	-
0	-0,024	-0,075	0,628	-	0,511	3,920*	1,733	-	0,074	0,789	-1,926	-
1	-0,590	-2,165*	0,038	-0,590	0,235	1,702*	1,968	0,235	-0,061	-0,672	-1,988	-0,061
2	0,488	1,527	0,526	-0,102	0,058	0,419	2,026	0,293	-0,151	-1,763*	-2,139	-0,212
3	0,390	1,259	0,916	0,288	-0,119	-0,917	1,907	0,175	-0,025	-0,284	-2164	-0,238
4	0,314	0,994	1,230	0,602	0,154	1,244	2,062	0,329	-0,106	-1,219	-2,270	-0,344
5	-0,141	-0,424	1,089	0,461	0,060	0,501	2,122	0,389	-0,172	-1,902*	-2,442	-0,515
10	0,045	0,158	1,320	0,692	-0,057	-0,496	2,697	0,964	-0,068	-0,789	-2,996	-1,069
15	0,378	1,135	3,258	2,631	0,281	2,098*	3,197	1,464	-0,130	-1,573	-3,540	-1,614
20	0,454	1,287	5,489	4,861	0,078	0,633	3,551	1,818	-0,091	-1,155	-4,054	-2,128

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

9B) Hisse Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	2004				2005				2006			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	1,380	3,140*	1,380	-	0,196	1,227	0,196	-	-0,149	-1,022	-0,149	-
-15	0,939	2,353*	4,817	-	0,341	1,810*	1,678	-	0,069	0,387	0,098	-
-10	0,462	1,157	9,216	-	0,202	1,177	3,043	-	0,103	0,556	0,367	-
-5	0,924	2,437*	12,058	-	0,537	2,768*	4,856	-	0,127	0,673	0,831	-
-4	0,672	1,843*	12,730	-	0,201	1,022	5,056	-	0,217	1,078	1,048	-
-3	1,376	3,211*	14,106	-	0,406	2,001*	5,462	-	-0,032	-0,151	1,016	-
-2	2,122	4,289*	16,228	-	0,815	3,538*	6,277	-	0,079	0,371	1,095	-
-1	1,762	3,665*	17,989	-	0,565	2,403*	6,842	-	-0,066	-0,299	1,029	-
0	1,819	3,638*	19,808	-	0,060	0,269	6,902	-	-0,233	-1,151	0,796	-
1	0,344	0,808	20,153	0,344	-0,259	-1,380	6,643	-0,259	-0,707	-3,886*	0,089	-0,707
2	-0,202	-0,493	19,951	0,143	-0,177	-0,939	6,466	-0,436	-0,323	-1,773*	-0,233	-1,029
3	0,336	0,871	20,288	0,479	-0,213	-1,095	6,254	-0,648	-0,201	-1,148	-0,434	-1,230
4	-0,188	-0,495	20,100	0,291	-0,201	-1,111	6,052	-0,850	-0,398	-2,217*	-0,832	-1,629
5	-0,150	-0,453	19,949	0,141	-0,114	-0,675	5,938	-0,964	-0,249	-1,601	-1,082	-1,878
10	-0,160	-0,484	19,156	-0,652	0,002	0,013	5,243	-1,659	-0,261	-1,598	-1,947	-2,743
15	-0,220	-0,828	18,986	-0,822	0,030	0,197	5,654	-1,248	-0,108	-0,729	-2,902	-3,698
20	0,335	1,070	19,283	-0,525	-0,096	-0,592	5,857	-1,045	-0,395	-3,024*	-3,708	-4,505

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

EK 10

**İŞLEM TUTARINA GÖRE YATIRIM ORTAKLIKLARININ HİSSE ALIM VE SATIMLARINDAKİ
AŞIRI GETİRİLER VE ANLAMLILIK TESTİ**

10A) Hisse Alımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	%1				% 0,5				% 0,1			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,473	1,918*	0,473	-	0,165	0,975	0,165	-	0,033	0,326	0,033	-
-15	-0,245	-1,284	0,148	-	-0,220	-1,691*	-0,149	-	-0,168	-1,996*	-0,156	-
-10	-0,198	-1,103	-0,379	-	-0,086	-0,664	-0,517	-	-0,076	-0,902	-0,560	-
-5	-0,081	-0,387	-0,764	-	-0,035	-0,230	-0,327	-	-0,009	-0,102	-0,646	-
-4	-0,078	-0,413	-0,842	-	-0,053	-0,424	-0,381	-	-0,016	-0,184	-0,662	-
-3	0,083	0,361	-0,758	-	0,068	0,475	-0,312	-	0,030	0,337	-0,632	-
-2	0,224	0,997	-0,534	-	0,162	1,178	--0,151	-	0,003	0,036	-0,629	-
-1	1,219	4,736*	0,684	-	0,783	4,798*	0,632	-	0,274	2,781*	-0,356	-
0	0,586	2,609*	1,270	-	0,375	2,573*	1,007	-	0,230	2,406*	-0,126	-
1	0,221	0,989	1,491	0,221	0,052	0,370	1,058	0,052	-0,074	-0,820	-0,200	-0,074
2	0,120	0,552	1,611	0,342	0,097	0,621	1,145	0,138	0,003	0,037	-0,197	-0,071
3	-0,167	-0,775	1,444	0,174	-0,019	-0,143	1,126	0,119	-0,016	-0,181	-0,213	-0,087
4	-0,131	-0,686	1,313	0,043	-0,031	-0,247	1,095	0,088	0,026	0,300	-0,187	-0,062
5	0,004	0,022	1,317	0,047	-0,177	-1,449	0,918	-0,089	-0,140	-1,632*	-0,327	-0,202
10	-0,112	-0,562	0,862	-0,407	-0,043	-0,358	0,758	-0,249	-0,011	-0,134	-0,384	-0,259
15	-0,118	-0,689	0,910	-0,360	-0,029	-0,223	0,910	-0,097	0,000	-0,004	-0,191	-0,065
20	0,095	0,516	0,578	-0,692	0,013	0,109	0,930	-0,077	0,005	0,061	-0,003	0,123

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

10B) Hisse Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	%1				% 0,5				% 0,1			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,508	1,944*	0,508	-	0,519	2,679*	0,519	-	0,346	2,459*	0,346	-
-15	0,418	1,716*	2,121	-	0,403	2,023*	2,297	-	0,372	2,612*	1,606	-
-10	0,603	2,125*	4,866	-	0,369	1,766*	4,270	-	0,360	2,524*	3,270	-
-5	0,714	2,483*	7,232	-	0,653	3,058*	5,897	-	0,479	3,261*	4,574	-
-4	0,687	2,370*	7,919	-	0,438	2,075*	6,334	-	0,269	1,852*	4,842	-
-3	0,692	2,178*	8,611	-	0,480	2,103*	6,814	-	0,448	2,804*	5,290	-
-2	1,247	3,271*	9,858	-	1,034	3,758*	7,848	-	0,951	5,140*	6,242	-
-1	0,894	2,293*	10,751	-	0,782	2,810*	8,630	-	0,630	3,402*	6,872	-
0	0,566	1,484	11,317	-	0,452	1,705*	9,082	-	0,310	1,729*	7,182	-
1	-0,428	-1,387	10,889	-0,428	-0,414	-1,905*	8,668	-0,414	-0,351	-2,345*	6,831	-0,351
2	-0,625	-2,147*	10,265	-1,053	-0,447	-2,073*	8,222	-0,861	-0,306	-2,104*	6,525	-0,657
3	-0,428	-1,595	9,836	-1,481	-0,377	-1,881*	7,845	-1,238	-0,196	-1,359	6,328	-0,853
4	-0,524	-2,197*	9,312	-2,006	-0,621	-3,070*	7,224	-1,858	-0,345	-2,456*	5,983	-1,199
5	-0,262	-1,206	9,050	-2,267	-0,151	-0,865	7,074	-2,009	-0,163	-1,298	5,820	-1,362
10	-0,427	-2,013*	7,634	-3,683	-0,360	-2,161*	5,831	-3,252	-0,187	-1,512	4,918	-2,264
15	-0,220	-1,313	6,625	-4,692	-0,129	-0,881	5,231	-3,851	-0,077	-0,708	4,539	-2,642
20	-0,035	-0,175	6,272	-5,045	-0,266	-1,766*	4,717	-4,366	-0,072	-0,611	4,426	-2,756

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

EK 11

ORTAĞIN KONUMUNA GÖRE YATIRIM ORTAKLIKLARININ HİSSE ALIM VE SATIMLARINDAKİ
AŞIRI GETİRİLER VE ANLAMLILIK TESTİ

11A) Hisse Alımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	HO				BO				KO			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,073	0,587	0,073	-	0,094	0,467	0,094	-	-0,019	-0,165	-0,019	-
-15	-0,238	-2,403*	-0,379	-	0,242	1,341	0,768	-	-0,003	-0,024	0,422	-
-10	-0,224	-2,233*	-1,469	-	0,303	1,604	1,901	-	0,072	0,743	0,434	-
-5	-0,155	-1,547	-2,216	-	0,075	0,370	3,154	-	-0,193	-1,910*	0,116	-
-4	-0,079	-0,807	-2,295	-	0,057	0,293	3,211	-	-0,096	-0,908	0,021	-
-3	-0,036	-0,385	-2,331	-	0,078	0,369	3,289	-	-0,070	-0,616	-0,050	-
-2	-0,047	-0,512	-2,378	-	-0,044	-0,222	3,245	-	0,008	0,078	-0,041	-
-1	-0,043	-0,450	-2,421	-	1,015	3,901*	4,260	-	0,155	1,344	0,114	-
0	0,106	1,107	-2,314	-	0,515	2,161*	4,774	-	0,165	1,413	0,279	-
1	-0,052	-0,509	-2,367	-0,052	0,109	0,493	4,883	0,109	0,018	0,159	0,297	0,018
2	-0,007	-0,070	-2,374	-0,059	0,083	0,386	4,967	0,192	0,026	0,232	0,323	0,044
3	0,085	0,788	-2,288	0,026	-0,205	-1,087	4,762	-0,013	-0,065	-0,577	0,258	-0,021
4	0,172	1,638*	-2,116	0,198	-0,177	-1,016	4,585	-0,190	-0,113	-1,042	0,146	-0,134
5	-0,058	-0,558	-2,175	0,140	-0,178	-0,866	4,406	-0,368	-0,048	-0,405	0,097	-0,182
10	-0,091	-0,969	-2,482	-0,168	-0,010	-0,053	4,365	-0,410	0,080	0,631	0,286	0,007
15	0,066	0,656	-2,165	0,149	0,126	0,605	4,526	-0,248	-0,006	-0,044	--0,137	--0,417
20	0,096	0,953	-1,777	0,538	-0,052	-0,256	4,278	-0,496	-0,184	-1,812*	-0,688	-0,967

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

11A) Hisse Alımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	HO-YK				YK			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	-0,894	-2,809*	-0,894	-	-0,179	-0,281	-0,179	-
-15	0,176	0,537	-1,771	-	-0,826	-4,551*	-1,371	-
-10	-0,112	-0,336	-1,946	-	-0,094	-0,365	-1,575	-
-5	0,579	1,361	-1,794	-	-0,445	-1,140	-4,232	-
-4	-0,074	-0,220	-1,868	-	0,464	1,195	-3,768	-
-3	0,079	0,219	-1,789	-	1,032	1,086	-2,736	-
-2	0,275	0,851	-1,514	-	-1,094	-2,479*	-3,830	-
-1	-0,197	-0,685	-1,711	-	0,865	0,709	-2,965	-
0	0,350	0,917	-1,362	-	0,014	0,018	-2,952	-
1	-0,123	-0,373	-1,485	-0,123	-0,585	-1,596	-3,536	-0,585
2	-0,152	-0,391	-1,636	-0,275	-0,948	-1,976*	-4,484	-1,532
3	-0,034	-0,109	-1,670	-0,309	0,008	0,011	-4,476	-1,524
4	-0,149	-0,436	-1,819	-0,458	0,643	0,731	-3,833	-0,882
5	-0,077	-0,275	-1,896	-0,535	-0,699	-1,149	-4,532	-1,581
10	-0,188	-0,718	-1,548	-0,186	-0,347	-0,805	-2,980	-0,028
15	0,088	0,290	-1,777	-0,415	0,341	0,459	-2,705	0,246
20	0,079	0,263	-1,343	0,018	1,479	1,977*	-1,294	1,657

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

11B) Hisse Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	HO				BO				KO			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	0,450	2,660*	0,450	-	0,062	0,279	0,062	-	0,669	1,888*	0,669	-
-15	0,402	2,379*	1,471	-	0,165	0,660	2,454	-	0,437	1,360	1,817	-
-10	0,244	1,463	3,332	-	0,257	1,104	4,255	-	0,269	0,809	2,461	-
-5	0,468	2,652*	4,640	-	0,592	2,095*	6,405	-	0,194	0,646	2,856	-
-4	0,394	2,266*	5,034	-	0,297	1,079	6,702	-	0,509	1,622*	3,365	-
-3	0,301	1,622*	5,335	-	0,765	2,627*	7,467	-	0,325	0,934	3,690	-
-2	0,760	3,555*	6,095	-	1,085	3,224*	8,552	-	0,469	1,669*	4,158	-
-1	0,837	3,958*	6,932	-	-0,337	-1,022	8,215	-	0,591	1,398	4,749	-
0	0,531	2,671*	7,462	-	-0,694	-1,938*	7,521	-	0,392	1,178	5,141	-
1	-0,024	-0,135	7,438	-0,024	-0,773	-2,658*	6,747	-0,773	-0,052	-0,173	5,089	-0,052
2	-0,114	-0,634	7,324	-0,138	-0,411	-1,561	6,336	-1,184	--0,278	-1,191	4,811	-0,330
3	-0,036	-0,205	7,288	-0,174	-0,229	-0,813	6,107	-1,414	0,175	0,717	4,986	-0,155
4	-0,148	-0,861	7,140	-0,322	-0,492	-1,791*	5,615	-1,906	-0,202	-0,837	4,784	-0,357
5	-0,103	-0,662	7,037	-0,426	-0,401	-1,662*	5,214	-2,307	0,242	1,052	5,027	-0,114
10	-0,065	-0,420	6,363	-1,100	-0,287	-1,299	4,366	-3,155	0,039	0,131	5,121	-0,020
15	-0,072	-0,571	5,901	-1,561	0,123	0,588	4,624	-2,897	-0,107	-0,381	5,180	0,039
20	-0,016	-0,114	6,126	-1,336	-0,510	-2,587*	3,519	-4,002	0,031	0,123	6,134	0,993

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

11B) Hisse Satımlarındaki Aşırı Getiriler ve Anlamlılık Testi.

Günler	HO-YK				YK			
	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)	AR (%)	T-Test	CAR (%) (-20,20)	CAR (%) (1,20)
-20	-0,119	-0,247	-0,119	-	0,044	0,033	0,044	-
-15	0,522	0,884	2,030	-	0,474	0,364	2,628	-
-10	0,489	0,854	2,872	-	-2,001	-1,884*	2,423	-
-5	-0,033	-0,075	4,291	-	2,634	1,972*	9,429	-
-4	-0,305	-0,599	3,986	-	-0,002	-0,001	9,427	-
-3	0,229	0,390	4,215	-	3,100	1,851*	12,527	-
-2	1,147	1,683*	5,363	-	0,145	0,119	12,673	-
-1	0,840	1,257	6,202	-	1,362	0,952	14,034	-
0	1,003	1,520	7,205	-	0,733	0,461	14,767	-
1	-0,204	-0,446	7,001	-0,204	-4,116	-3,455*	10,651	-4,116
2	-0,299	-0,598	6,702	-0,503	-1,362	-1,062	9,289	-5,478
3	-0,226	-0,470	6,476	-0,729	-0,698	-0,680	8,591	-6,176
4	-0,277	-0,664	6,199	-1,006	-1,578	-1,383	7,013	-7,754
5	-0,065	-0,168	6,134	-1,071	-1,583	-2,200*	5,430	-9,337
10	-0,521	-1,141	4,023	-3,182	0,978	0,973	5,681	-9,086
15	-0,400	-0,971	3,888	-3,317	-0,188	-0,177	7,706	-7,062
20	0,018	0,042	2,781	-4,424	-0,072	-0,092	7,666	-7,101

(*) Aşırı getirilerin %90 güven aralığında anlamlı olduğunu göstermektedir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

AYDOĞAN, Kürşat ve MURADOĞLU, Gülnur, “*Do markets learn from experience? Price reaction to stock dividends in the Turkish market*”, Applied Financial Economics, Cilt.8, 1998, ss.41-49.

AKKUŞ, Murat, “*Kâr Payı Dağıtım Başlama Duyurusuna Kısa ve Uzun Dönem Fiyat Tepkileri: İMKB’den Bulgular*”, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Mayıs 2004.

BALABAN, Ercan, CANDEMİR, H. Baturalp ve KUNTER, Kürşat, “*Stock Market Efficiency in a Developing Economy: Evidence From Turkey*”, The Central Bank of the Republic of Turkey, Research Department, Discussion Paper No:9612, Mart 1996, ss.1-22.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **Bankacılık Kanunu**, Erişim Tarihi: 19.03.2007, <http://www.bddk.org.tr/turkce/Mevzuat/1582bankacilik-kanunu.pdf>

BEYAZIT, Mehmet Fuat, “*İMKB Betaları, Korelasyon Tahmini ve Değişkenlik*”, Doğuş Üniversitesi Dergisi, 6 (1) 2005, ss.28-34.

BORAN, Afa, “*Uzun Vadeli Yatırımcı Gözüyle İMKB ve Türk Şirketleri*”, DYH Kurumsal Yönetim Konferansı 2006: Kurumsal Yönetimde Trendleri Konuşmak, Doğan Yayın Holding, 1. Bası, İstanbul, Ağustos 2006, ss.170-173.

BROWN, Stephen J. ve WARNER, Jerold B., “*Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies*”, Journal of Financial Economics, Cilt.14, 1985, ss.3-31.

CAMPBELL, Cynthia J. ve WASLEY, Charles E., “*Measuring Security Price Performance Using Daily NASDAQ Returns*”, Journal of Financial Economics, Cilt.33, 1993, ss.73-92.

COLLETT, Nick, “*Reactions of the London Stock Exchange to Company Trading Statement Announcements*”, Journal of Business Finance & Accounting, Cilt.31(1) & (2), January/March 2004, ss.3-35.

CORRADO, Charles J., “*A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies*”, Journal of Financial Economics, Cilt.23, 1989, ss.385-395.

ÇELİK, Orhan, “*Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuyu Açıklama*”, Muhasebe ve Denetim Bakış, Şubat 2002, ss. 75-89.

ÇELİK, Orhan, ECER, Alaattin ve KARABACAK, Hakan, “*Impact of Firm Specific Characteristics on the Web Based Business Reporting: Evidence from the Companies Listed in Turkey*”, Problems and Perspectives in Management, Cilt.4, No:3, 2006, ss.100-133.

DEAKIN, Simon and KONZELMANN, Suzanne J. “*After Enron: An Age of Enlightenment?*”, Organization, Cilt.10(3), ss.583-587.

DEDMAN, Elisabeth, “*Discussion of Reactions of the London Stock Exchange to Company Trading Statement Announcements*”, Journal of Business Finance & Accounting, Cilt.31(1) & (2), Ocak/Mart 2004, ss.37-47.

DEMİRER, Rıza ve KARAN, M. Baha, “*An Investigation of the Day-of-the-Week Effect on Stock Returns in Turkey*”, Emerging Markets Finance and Trade, Cilt.38, No:6, Kasım-Aralık 2002, ss.47-77.

DICKER, Howard B., GREGORY, Holly J. ve ODONER, Ellen J., “*The SEC’s New Disclosure Requirements Explained*”, International Financial Law Review, Ekim 2006, Ek, Cilt.25, ss.55-58.

Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu, Erişim Tarihi: Erişim Tarihi: 19.03.2007, <http://www.epdk.gov.tr/mevzuat>.

ERSOY-BOZCUK, Aslıhan ve LASFER, Meziane, “*The Trading Behaviour of UK Institutional Investors*”, EFMA 2001 Lugano Meetings, 12 Nisan 2001, Erişim Tarihi: 23.02.2007, <http://ssrn.com/abstract>.

European Union, “*Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004*”, Erişim Tarihi: 03.03.2007, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0072:EN:HTML>

_____, “*Commission Directive 2007/14/EC of 8 March 2007*”, Erişim Tarihi: 03.03.2007, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:069:002-7:01:EN.HTML>

_____, “*Financial Services*”, Erişim Tarihi: 23.08.2007, http://ec.europa.eu/internal_market/top_layer/index_24_en.htm

_____, “*Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004*”, Erişim Tarihi: 03.03.2007, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0109:EN:HTML>

_____, “*Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003*”, Erişim Tarihi: 03.03.2007, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUri-Serv.do?uri=CELEX:32003L0006:EN:HTML>

FAMA, Eugene, F., “*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*”, Journal of Finance, Cilt.25, 1970, ss.383-417.

_____, “*Efficiency in Capital Markets*”, Journal of Finance, Cilt.46, No:5, Aralık 1991, ss.1575-1617.

FAMA, Eugene F., FISHER, L., JENSEN, M.C. ve ROLL, R., “*The Adjustment of Stock Prices to New Information*”, International Economic Review, Şubat 1969, ss.1-21.

FIDRMUC, Jana P., GOERGEN, Marc ve RENNEBOOG, Luc, “*Insider Trading, News Releases, and Ownership Concentration*”, Journal of Finance, Cilt.66, No:6, Aralık 2006, ss.2931-2973.

Financial Services Authority, **Full Handbook**, Erişim Tarihi: 22.06.2007, <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/12/6>

FRIED, Jesse M., “*Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases*”, California Law Review, Cilt.93:1323-2005, ss.1326-1386.

FRIEDERICH, Sylvain, GREGORY, Alan, MATATKO, John ve TONKS, Ian, “*Short-run Returns around the Trades of Corporate Insiders on the London Stock Exchange*”, European Financial Management, Cilt.8, No:1, 2002, ss.7-30.

GRANT, Daniel ve DIVER, Michael J., “*SEC Rule 10b5-1: Allowing Corporate Insiders More Opportunities to Sell Company Stock*”, Journal of Financial Planning, Mayıs 2001, ss.58-60.

GROSSMAN, Sanford J. ve STIGLITZ, Joseph E., “*On The Impossibility of Informationally Efficient Markets*”, American Economic Review, Cilt.70, No:3, Haziran 1980, ss.393-408.

GÜRSOY, Güner and AYDOĞAN, Kürşat, “*Equity Ownership Structure, Risk Taking, and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Listed Companies*”, Emerging Markets Finance and Trade, Cilt.38, No.6, Kasım-Aralık 2002, ss.6-25.

HILLIER, David ve MARSHALL, Andrew P., “*The Market Evaluation of Information in Directors’ Trades*”, Journal of Business Finance & Accounting, Cilt.29(1) & (2), Ocak/Mart 2002, ss.77-110.

IOSCO, “*Borsada İşlem Gören Firmalar Tarafından Önemli Gelişmelerin Raporlanması ve Sürekli Kamuyu Aydınlatma Esasları (Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities)*”, IOSCO Teknik Komite Raporu, Ekim 2002, ss.4-12.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Yıllık Rapor 2005**, Erişim Tarihi: 24.06.2007,
<http://www.imkb.gov.tr/donemselbulten/veri/yillikraporpdf.zip>

JORDAN, John S., “*Bank Managers’ Opportunistic Trading of Their Firms’ Shares*”, *Financial Management*, Cilt.28, No.4, Kış 1999, ss.36-51.

KILIÇ, Sevcan, “*Sermaye Artırımlarının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi ve Bedelsiz Hisse Senedi Anomalisinin Test Edilmesi: İMKB’de Bir Uygulama*”, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Haziran 2002, ss.44-48.

KILIÇ, Süleyman Bilgin, “*Test of the Weak Form Efficiency market Hypothesis for the Istanbul Stock Exchange by Markov Chains Methodology*”, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı:1, Cilt:14, 2005, ss. 333-342.

KIYMAZ, Halil, “*The stock market rumours and stock prices: a test of price pressure and size effect in an emerging market*”, Applied Financial Economics, Cilt.12, 2002, ss. 469-474.

LIN, Ji-Chai ve HOWE, John S., “*Insider Trading in the OTC Market*”, Journal of Finance, Cilt.45, No:4, Eylül 1990, ss.1273-1284.

London Stock Exchange, Aralık 2006, **RNS and the new Transparency Directive**,

Erişim Tarihi: 22.06.2007, <http://www.londonstockexchange.com/NR/rdon-lyres/2C2E3E18-BC58-4800-8307-OBA5EDEEAFOD/0/RNSTransparency-Directiveguide.pdf>

Merkezi Kayıt Kuruluşu, **Görev ve Yetkiler**, Erişim Tarihi: 24.06.2007,

http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/tr/mkk/tan_gorev.jsp

_____, **Maliye Bakanlığı Gelirler Genel Müdürlüğü'nün 27 Ekim 2004 tarih ve GVK-26/2004-18/Diğer Kazanç ve İratlar-1 sayılı Gelir Vergisi Sirküleri**,

Erişim Tarihi: 24.06.2007, http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/tr/-mkk/mev_ictihatlar.jsp

“*More Transparency for EU Lobbyists*”, Business Europe, The Economist Intelligence Unit Limited 2005, 16-31 Mart 2005, s.11.

MURADOĞLU, Gülnur and AYDOĞAN, Kürşat, “*Trends in Market Reactions: Stock Dividends and Rights Offerings at Istanbul Stock Exchange*”, The European Journal of Finance, Cilt.9, 2003, ss.41-60.

ODABAŞI, Atilla; AKSU, Celal ve AKGİRAY, Vedat, “*The statistical evolution of prices on the Istanbul Stock Exchange*”, European Journal of Finance, Cilt.10, Aralık 2004, ss.510-525.

OĞUZSOY, Cemal Berk ve GÜVEN, Sibel, “*Stock returns and the day-of-the-week effect in İstanbul Stock Exchange*”, Applied Economics, Cilt.35, 2003, ss.959-971.

ÖNDER, Şerife, “*Türkiye’de Gönüllü Kamuyu Aydınlatma: İMKB’de Yer Alan İşletmeler Üzerine Bir Araştırma*”, Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2006, ss.1-140.

ÖZÇAM, Ferhat, **Teknik Analiz ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:32, Ankara, Nisan 1996, ss.114-119.

ÖZMEN, Tahsin, **Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:61, Ankara, Ocak 1997.

POPE, P. F., R.C. MORRIS ve D.A. PEEL, “*Insider Trading: Some Evidence on Market Efficiency and Directors’ Share Dealings in Great Britain*”, Journal of Business Finance & Accounting, Cilt.17 (3), Yaz 1990, ss.359-380.

POROY, Reha; Tekinalp, Ünal ve Çamoğlu, Ersin; **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 1997.

RAGHAVAN, Kamala R., “*Are Share Repurchases Effective Signals to the Market?*”, Bank Accounting & Finance, Haziran-Temmuz 2006, ss.27-48.

RICHARDSON, Pettit, ve WESTERFIELD, Randolph, “*Using the Capital Asset Pricing Model and the Market Model to Predict Security Returns*”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Eylül 1974, ss.594-597

ROGER, Debrecey and RAHMAN, Asheq, “*Firm-Specific Determinants of Continuous Corporate Disclosures*”, International Journal of Accounting, 2005, Cilt.40, No: 3, ss.249-278.

Sarbanes-Oxley Act, Erişim Tarihi: 03.03.2007,
http://en.wikipedia.org/wiki/Sarbanes-Oxley_Act

Securities and Exchange Commission, “*Ownership Reports and Trading bu Officers, Directors and Principal Security Holders*”, Erişim Tarihi: 03.03.2007,
<http://www.sec.gov/rules/final/34-46421.html>

_____, **Securities Exchange Act of 1934**, Erişim Tarihi: 03.03.2007,
<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/sect16.html>

_____, **Securities Exchange Act of 1934**, Erişim Tarihi: 03.03.2007,
<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/sect20A.html>

Sermaye Piyasası Kurulu, **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, Erişim Tarihi: 25.01.2007,
<http://www.spk.gov.tr>

_____, **2006 Yılı Faaliyet Raporu**, Erişim Tarihi: 24.06.2007,
[http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=96&fn=96](http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=96&fn=96.zip)
[.zip](#)

SEYHUN, H. Nejat, “*Insiders’ Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency*”,
Journal of Financial Economics, Cilt.16, 1986, ss.189-212.

SHEEHAN, Brendan, “*Europe Switches to US-Style Disclosure Rules*”, Global Finance, Mart 2005, ss.18-19.

SMITH, Alan, “*How Reliable are Company Accounts?*”, Business Information Review, Cilt.7(4), Nisan 1991, ss.15-23.

TATARİ, Mehmet Fatih, “*Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcements: Efect on Stock Prices in the Istanbul Stock Exchange*” Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1999.

TEKİNALP, Ünal, **Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri – Kamuyu Aydınlatma İlkesi ile**, 2. Bası, İstanbul, 1979.

TÜKEL, Ali, “*Foreign Investors’ Role In A Stock Market Boom and Bust Cycle: Turkey’s Experience in 1999-2001*” Boğaziçi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Haziran 2006, ss.1-140.

Türk Ticaret Kanunu, Erişim Tarihi: 19.03.2007,
<http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/997.html>

TÜZÜNTÜRK, Selim, “*İşlem Sıklığı ve Hacmi ile Fiyat Volatilitesi İlişkisi: İMKB Örneği*”, Uludağ Üniversitesi, Ekonometri Ana Bilim Dalı, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bursa 2005, ss.1-170.

United Kingdom Companies Act of 1985, Erişim Tarihi: 03.03.2007,
http://www.ukregulation.co.uk/topics/Companies_Act_1985_Extracts_from_/1521?PHPSESSID=221b2258fb33460027b1a23ca4ba31a5

WILLIAMS, Kathy, Curt VERSCHOOR and Stephen BARLAS, “*SEC Proposes New Corporate Disclosure Rules*”, Strategic Finance, Mayıs 2002, Cilt.83, No:11, ss.21-22.

YAZICI, Bilgehan ve MURADOĞLU, Gülnur, “*Dissemination of Stock Recommendations and Small Investors: Who Benefits?*”, Multinational Finance Journal, Cilt.6, No:1, 2002, ss.29-42.

YILMAZ, Mustafa and Güzhan GÜLAY, “*Dividend Policies and Price-Volume Reactions to Cash Dividends on the Stock Market: Evidence from the Istanbul Stock Exchange*”, Emerging Markets Finance and Trade, Cilt.42, No.4, Temmuz-Ağustos 2006, ss.19-49.