

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA (İMKB) DENETİM GÖRÜŞLERİNİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Hakan AYGÖREN*
Süleyman UYAR*

Özet

Bu çalışmanın amacı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmaktır. Denetim görüşlerinin açıklandığı tarih etrafındaki günlerde piyasanın denetim görüşlerine tepkisini ölçmek amacıyla anormal getiriler hesaplanmıştır. İMKB'de işlem gören 101 adet şirketin 2004 ve 2005 yıllarına ait denetim raporlarında açıklanan görüşler incelenmiştir. Veriler olay çalışması yöntemine göre değerlendirilmiş ve sermaye piyasasının yarı kuvvetli etkin olduğu varsayılmıştır.

Elde edilen bulgulara göre; yatırımcılar olay penceresi içinde anormal getiriler elde etmişlerdir. Olumlu ve şartlı denetim görüşlerinin yatırımcılara farklı bilgi değeri sundukları sonucuna varılmıştır. Ayrıca yatırımcıların farklı dönemlerde denetim görüşlerini aynı şekilde değerlendirmedikleri saptanmıştır. Sonuç olarak elde edilen verilerden hareketle İMKB'nin yarı kuvvetli etkinliğe sahip olmadığı söylenebilir.

I. Giriş

Güvenilir bilgi ve finansal raporlama sürecinin şeffaflığı yatırımcılar, yöneticiler, borç verenler ve düzenleyici kuruluşlar için önem taşır. Yatırımcılar karar alma sürecinde kamuya açıklanan mali tabloları da kullanırlar. Bunun için mali tablolarda açıklanan bilginin işletmenin gerçek durumunu yansıtması gerekir. Dış denetim, mali tabloların değerlendirmesini yaparak elde ettiği sonuçları denetim raporu aracılığıyla kamuya açıklar. Dış denetim bu süreçte hem kamu hem de özel sektör açısından güvenilir ve bağımsız bir bilgi kaynağı olarak önemli rol oynar (Messier, 1997).

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tebliğine göre dış (bağımsız) denetim; ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının mali tablolarının, genel kabul

görmüş muhasebe kavram, ilke ve standartlarına uygunluğu ile bilgilerin doğruluğunun ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtıp yansıtmadığının, denetçiler tarafından incelenmesini ve tespit edilen sonuçların rapora bağlanmasını ifade eder.

Türkiye'de dış denetim uygulaması 1987 yılında bankacılık sektörü ile başlamıştır. SPK 13.12.1987 tarihinde "Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetleme Hakkındaki Yönetmelik" yayınlamıştır. Daha sonra çeşitli tebliğler ile denetim kapsamı genişletilmiştir. Halka açık şirketler 1989 yılında denetim kapsamına alınmıştır. Günümüzde birçok şirket için dış denetim zorunlu hale gelmiş olup hangi şirketlerin dış denetime tabi olduğu 12.06.2006 tarih ve 26196 sayılı resmi gazetede yayımlanan Seri: X, No:22 sayılı tebliğde açıklanmıştır.

SPK, denetim yapmaya yetkili denetim şirketlerini de belirlemiştir. Haziran 2006 tarihi itibarıyla toplam 92 şirket Türkiye'de dış denetim yapmaya yetki almıştır. Seri XI, No:1 sayılı "Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ"e göre hisse senetleri borsada işlem gören şirketler dış denetim raporlarını mali tablolarla birlikte hesap döneminin bitimini izleyen 10 hafta içinde borsaya göndermelidirler. Ayrıca, mali tablo ve denetim raporu genel kurul toplantısını izleyen 30 gün içinde ülke çapında dağıtım yapan ulusal bir gazetede ilan edilmelidir. İlan edilen denetim raporunun yer aldığı gazete, ilandan sonra 6 işgünü içinde SPK'ya gönderilmelidir. Dış denetçilerin çıkar çatışmasına düşmemeleri ve finansal raporlama sürecinin güvenilirliğinin sağlanması amacıyla; denetim ve danışmanlık faaliyetleri birbirinden ayrılmış, bağımsız denetim kuruluşlarının 5 yıllık rotasyonu ve denetim komitesi oluşturma zorunluluğu getirilmiştir (SPK, 2006).

Denetim raporuyla kamuya açıklanan bilgiler yatırımcıların kararlarını etkileyebilir. Yatırımcılar elde ettikleri bilgiler doğrultusunda varlıklarını fiyatlarlar. Diğer faktörler yanında yatırımcılar için denetim raporundan elde edilen bilgiler de bir bilgi kaynağıdır (Madhavan ve Smidt, 1991; Grossman, 1992; Huang ve Stoll, 1994; Chan ve Lakonishok, 1995; Keim ve Madhavan 1996). Bilgilerin fiyatlara yansması piyasanın etkinlik derecesine bağlıdır. Etkin Piyasalar Teorisi (EPT) piyasaları zayıf etkin, yarı-kuvvetli etkin ve kuvvetli etkin olarak üç şekilde sınıflandırmıştır. Kamuya açık tüm bilgilerin hisse senedi fiyatlarına tam yansıtılıp yansıtılmadığı yarı-kuvvetli etkinlik derecesiyle ilgilidir (Fama, 1970). Kamuya açık tüm bilgiler gazete, dergi, bülten, erişim sayfasında yayınlanan bilgileri kapsar. EPT'ne göre etkin piyasalarda kamuya açıklanan tüm bilgiler hisse senedi fiyatlarına yansıtıldığından yatırımcıların normalin üstünde bir getiri elde etmeleri söz konusu değildir. Diğer yandan etkin olmayan piyasalarda ise yatırımcılar normalin üstünde bir getiri elde edebilirler. Bu bağlamda, piyasanın denetim

* Yrd. Doç. Dr. Hakan Aygören, Pamukkale Üniversitesi, İ.İ.B.F. İşletme Bölümü, Kınıklı Kampusu, Denizli.

Tel: 0 258-2134030 Faks: 0 258-2134039 E-Posta: haygoren@pamukkale.edu.tr

* Yrd. Doç. Dr. Süleyman Uyar, Pamukkale Üniversitesi, İ.İ.B.F. İşletme Bölümü, Kınıklı Kampusu, Denizli.

Tel: 0 258-2134030 Faks: 0 258-2134039 E-Posta: suleymanuyar@pamukkale.edu.tr

raporlarına tepkisi test edilebilir. Bu test ile piyasanın yarı-kuvvetli etkinlik derecesi de test edilmiş olur.

II. Denetim Görüşleri

Denetçi, denetim sonrası ulaştığı sonuçları denetim raporunda kamuya açıklar. Denetim raporunda olumlu, şartlı, görüş bildirmekten kaçınma ve olumsuz görüş olmak üzere 4 farklı görüş bildirilir. Olumlu görüş bildirilen rapor, olumlu denetim raporu, şartlı görüş bildirilen rapor, şartlı denetim raporu, herhangi bir görüş belirtilmeyen rapor, görüş bildirmekten kaçınan denetim raporu ve olumsuz görüş bildiren rapor da olumsuz denetim raporu şeklinde ifade edilir (Messier, 1997).

Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri (GKMİ), denetçi çalışmalarının kapsamı ve işletmenin geleceğine ilişkin belirsizlik konularında herhangi bir aksaklık tespit edilmezse olumlu denetim görüşü verilir. Eğer bu konularda bir aksaklık söz konusuysa aksaklığın önem derecesine göre Tablo 2.1'de görülen farklı denetim görüşleri verilebilir.

Tablo 2.1: Aksaklık Derecesine Göre Denetim Görüşü Çeşitleri

Aksaklıklar	Aksaklığın Önem Derecesi		
	Önemsiz	Önemli	Yeterince Önemli
Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri (GKMİ) * Tam Açıklama * Devamlılık	Olumlu Görüş	Şartlı Görüş	Olumsuz Görüş
Kapsam	Olumlu Görüş	Şartlı Görüş	Görüş Bildirmekten Kaçınma
Belirsizlik			

Kaynak: (Güredin, 2000).

Tablodan da görüldüğü gibi mali tablolarda GKMİ, kapsam ve belirsizlik konularında bir aksaklık ortaya çıkar ve bu aksaklık önemsiz derecede olursa verilecek denetim görüşü olumludur. Aksaklık önemli derecede ise yani mali tablolar bu aksaklıklar nedeniyle etkilenmiş ancak bir bütün olarak dürüst ve güvenilir ise şartlı denetim görüşü verilir. Ortaya çıkan aksaklık yeterince önemli olur ve aksaklık GKMİ konusunda ortaya çıkarsa olumsuz denetim görüşü verilir, aksaklık kapsam ve belirsizlik konularında yaşanırsa görüş bildirmekten kaçınılır.

SPK, 4.3.1996 tarihli ve 22570 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 16 numaralı "Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ"inde denetim raporu ve görüş türlerini açıklamış olup bu düzenlemede açıklanan denetim raporu ve görüş çeşitleri Tablo 2.1 ile örtüşmektedir.

III. Literatür Araştırması

Denetim raporları yatırımcılar için karar alma sürecinde faydalı bir bilgi olabilir. Denetçi denetim raporunda olumlu görüş vermişse, denetim raporunun açıklandığı tarihlerde yatırımcılar fiyat hareketleri bekleyebilir ve bu beklenti pozitif yönde olabilir. Şartlı, görüş bildirmekten kaçınma veya olumsuz denetim görüşü verilmişse ilgili tarihlerde de negatif yönde bir fiyat hareketi beklenebilir. Bu bağlamda denetim görüşlerinin hisse senedi getirilerine etkisi yatırımcıların anormal getiri elde edemediklerini gösterebilir. Ancak, yapmış olduğumuz literatür taramasında Türkiye'de bu konuyla ilgili bir çalışma tespit edilememiştir. Bu nedenle, böyle bir çalışma ile İMKB'de denetim görüşlerinin yatırımcı kararlarına etkisinin istatistiksel olarak test edilmesine karar verilmiştir.

Sermaye piyasasının denetim raporu ve görüşlerine tepkisi konusunda yapılan birçok çalışmaya göre şu sonuçlara ulaşılmıştır: Womack (1996) genel olarak kamuya açıklanan olumlu ve olumsuz bilgilerin yatırımcı kararlarını etkilediği sonucuna varmıştır. Chen ve Diğerleri (2005) denetçilerin değişmesi ve denetim görüşleri gibi bilgilerin yatırımcı kararlarını etkilediğini göstermiştir. Bomber ve Stratton (1997) bankacılık sektörü için yapılan bir çalışmada denetim raporunda açıklanan bilgilerin bankaya borç veren kurumlar tarafından dikkate alındığını tespit etmiştir. Taffler ve Diğerleri (2004), Carlson ve Diğerleri (1998) denetim raporunda işletmenin sürekliliğine ilişkin yapılan açıklamanın piyasa tarafından uzun süre karar alma sürecinde değerlendirildiği sonucuna ulaşmışlardır. Buna karşın Kennedy ve Shaw (1998) denetim görüşlerinin yatırımcılar için karar alma sürecinde bilgi değeri taşımadığını belirtmiştir. Chow ve Rice (1982b) şartlı denetim görüşü ile müşteri işletme tarafından denetçilerin değiştirilme eğilimi arasında bir ilişki olduğunu saptamıştır. Lin ve Diğerleri (2003) borç verenlerin şartlı denetim görüşünü işletmenin güvenilirliği üzerinde olumsuz bir etki olarak düşündüğünü belirtmiştir.

Diğer çalışmalarda ise özellikle denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi üzerine odaklanılmıştır. Bu çalışmaların bazılarında göre; yatırımcılar, denetim raporunda açıklanan görüşe ilişkin bilgileri açıklanmadan önce öngörebilirler. Bu bilgi de denetim görüşleri açıklanmaya kadar hisse senedi fiyatlarına yansıtılmış olur. Sonuç olarak denetim raporunda açıklanan görüşlerin ve bilginin anlamlı ve faydalı olmadığı düşünülebilir. Özellikle, Anglo-Amerikan çalışmalarda denetim raporlarının yatırımcılara bilgi değeri sunmadığı tespit edilmiştir. Whittred (1980), Elliott (1982), Davis (1982), Dodd ve Diğerleri (1984) yatırımcıların bu bilgileri diğer bilgi kaynaklarından zaten elde ettiğini, bunun için hisse senedi getirilerinin denetim raporundaki bilgilerinden ve denetim görüşlerinden etkilenmediğini saptamışlardır. Loudder ve Diğerleri (1992) piyasanın olumlu denetim görüşünden sapma beklediği durumlarda denetim görüşleri ile hisse

senedi getirileri arasında anlamlı bir ilişki olmadığını belirtmiştir. Taffler ve Diğerleri (2004), Carlson ve Diğerleri (1998) denetim raporunda işletmenin sürekliliğine ilişkin yapılan açıklamanın hisse senedi getirilerini etkilemediği sonucuna ulaşmışlardır. Pucheta ve Diğerleri (2004) tarafından İspanya'da yapılan araştırmaya göre şartlı denetim raporu yatırımcılara bilgi değeri sunmamaktadır.

Bunun aksine değişik zamanlarda yapılan bazı çalışmalarda da denetim görüşlerinin hisse senedi getirilerini etkilediği tespit edilmiştir (Chakravarty, 2001; Chow ve Rice, 1982a). Fleak ve Wilson (1994), Chen ve Diğerleri (2000) denetim görüşleri nedeniyle negatif anormal getiri hesaplamışlardır. Chen ve Church (1996) işletmenin sürekliliği konusunda olumlu denetim görüşü açıklanan işletmelerin hisse senedi fiyatlarında ani düşüş beklentisinin daha az olduğunu göstermiştir. Buna ek olarak görüş bildirmekten kaçınılan denetim raporu, şartlı denetim raporuna göre hisse senedi getirilerini daha büyük bir oranda etkilemektedir (Frost, 1994).

Tüm bu açıklamalar çerçevesinde, denetim raporunda açıklanan bilgiler ve denetim görüşü nedeniyle yatırımcıların anormal getiri elde edebilecekleri söylenebilir. Ancak yapılan literatür araştırmasında denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini Türkiye'de inceleyen bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bununla birlikte, Türkiye'de değişik araştırmacılar tarafından çeşitli olayların hisse senedi getirileri üzerine etkisini inceleyen çalışmalar yapılmıştır. Örneğin; (Mandacı, 2003), (Mandacı, 2004), (Çukur ve Eryiğit, 2006) sırasıyla genel seçim, birleşme ve satınalma, banka birleşme ve devralmaları olaylarının İMKB-100 endeks ve hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Tufan ve Hamarat (2006) tarafından hava durumunun İMKB-100 endeks getirisi üzerindeki etkisi incelenmiş ve karlı günlerin etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yörük ve Ban (2006), Şamiloğlu (2005) birleşmelerin ve finansal oranların hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini gıda ve deri sektöründe incelemişlerdir.

Bu çalışmanın amacı; İMKB'de denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmaktır. Açıklanma tarihi etrafında piyasanın denetim görüşlerine tepkisini tespit etmek amacıyla anormal getiriler hesaplanacaktır. Bu çalışma ile Türkiye'de bu konudaki literatür eksikliği giderilmeye çalışılmıştır. Çalışmada olay çalışması yöntemi kullanılmış, piyasanın yarı-kuvvetli etkin olduğu varsayılmıştır. Yani hisse senedi fiyatları halka açık tüm bilgileri yansıtmaktadır (Fama, 1970; McWilliams ve Siegel, 1997).

IV. Veri, Yöntem ve Hipotezler

Çalışmada İMKB'de işlem gören ve tesadüfi olarak seçilen 101 adet şirketin 2004 ve 2005 yılları denetim raporlarından yararlanılmıştır¹. Bu şirketlere ait denetim raporlarına (denetim tarihi ve görüş çeşitleri) İMKB'nin internet sayfasından ulaşılmıştır. İMKB-100 endeksinin günlük kapanış değerleri ve hisse senedi fiyatları İMKB veri tabanından ve günlük bültenlerinden elde edilmiştir².

Olay çalışması yöntemi hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olan bir olayın etkisini ölçmek amacıyla geliştirilmiştir. Bir önceki bölümde de bahsedildiği gibi, olay çalışması ilgili şirketlerde denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini test etmektedir. Hisse senedi fiyatları üzerindeki değişmelere odaklanan olay çalışma yöntemi, işletme politikaları, liderlik ve sahiplik konularının finansal etkisini ölçmede, muhasebe getirilerine odaklanan yöntemden daha etkilidir. Olay çalışması, veri olarak sadece halka açık şirketin ismi, olay tarihi ve hisse senedi fiyatını gerektirdiği için uygulaması kolay bir yöntemdir (McWilliams ve Siegel, 1997). Olay çalışması yönteminin kullanılması olayın, olay zamanının ve olay penceresinin tanımlanmasını gerektirir.

Bu çalışmada, incelemeye konu olan olay "denetim raporunun açıklanması", olayın gerçekleşme zamanı ise denetim raporunun açıklandığı tarih olarak belirlenmiştir. Olay penceresinin uzun seçilmesi istatistiksel olarak çalışmanın gücünü azaltabilmekte ve olayın anlamlılığı hakkında yanlış değerlendirmelere neden olabilmektedir. Buna ek olarak kısa olay penceresi olayın önemli etkilerini net olarak yansıtabilir (Ryngaert ve Netter, 1990). Bu nedenle bu çalışmada olay pencere uzunluğu (-10, +10) olarak seçilmiştir³.

Anormal getirileri hesaplayabilmek için kullanılan beklenen getiriler piyasa modeli kullanılarak hesaplanabilir⁴. Hisse senedi piyasasının yeni bilgiye olan tepkisini anormal getirilerin yansıttığı varsayılmaktadır. Şirket "*i*" için anormal getiri şu şekilde hesaplanır:

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

Burada, AR_{it} *i* hisse senedi için *t* günündeki anormal getiriyi, R_{it} , *i* hisse senedinin *t* günündeki fiili getirisini, $E(R_{it})$, *i* hisse senedinin *t* günündeki beklenen getirisini göstermektedir.

¹ 2004 yılı ve 2005 yılı denetim raporları sırasıyla 2005 ve 2006 yıllarında açıklanmıştır.

² Her bir şirket için denetim raporu tarihleri farklıdır. Bu nedenle, olayın gerçekleşme tarihine bağlı olarak İMKB-100 endeksi günlük kapanış değeri ve hisse senedi günlük kapanış fiyat tarihleri belirlenmiştir.

³ Olay çalışması yöntemini kullanan birçok çalışmada pencere uzunluğu (-10, +10) olarak alınmıştır.

⁴ Anormal getirilerin hesaplanmasında Arbitraj Fiyatlama Modeli (AFM) de kullanılabilir.

Anormal getirilerin hesaplanabilmesi için ilk olarak fiili getirilerin ve beklenen getirilerin hesaplanması gerekir. İncelemeye konu olan dönemler için fiili getiriler eşitlik 2 yardımıyla hesaplanabilir.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + D_{it}}{P_{it-1}} \quad (2)$$

Burada, R_{it} , i hisse senedinin t günündeki fiili getirisi, P_{it} , i hisse senedinin t günündeki günlük kapanış fiyatı, P_{it-1} , i hisse senedinin $t-1$ günündeki günlük kapanış fiyatı ve D_{it} , i hisse senedine t günündeki ödenen temettü tutarıdır.

Beklenen getirileri hesaplayabilmek için piyasa modelinden yararlanılabilir. Piyasa modeli hisse senedi getirisini piyasa getirisine ilişkilendiren istatistiksel modeldir. Hisse senedi i için piyasa modeli aşağıdaki gibidir:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Burada, R_{it} t günündeki i hisse senedinin getirisini, R_{mt} t günündeki piyasa getirisini, α_i , modeldeki sabiti, β_i , i hisse senedinin sistematik riskini (eğimi), ε_{it} hata terimini $[E(\varepsilon_{it}) = 0, Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2]$ göstermektedir. Piyasa getirilerinin (R_{mt}) hesaplanmasında İMKB-100 endeksi günlük kapanış değerleri kullanılmış ve piyasa getirileri eşitlik 4 yardımı ile hesaplanmıştır.

$$R_{mt} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \quad (4)$$

Burada, sırasıyla I_t , I_{t-1} t ve $t-1$ günlerindeki endeks kapanış değerleridir.

Piyasa modelinin tahmininden önce, tahmin penceresi ve olay penceresinin tanımlanması gerekmektedir. Her bir hisse senedine ilişkin anormal getirilerin hesaplanabilmesi için tahmin penceresi 150 gün (-161,-11),

olay penceresi de 21 gün (-10,+10) olarak belirlenmiştir. Böylece beklenen getiriler, $E(R_{it})$, olay penceresi boyunca şu şekilde hesaplanır.

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (5)$$

Beklenen getirilerin hesaplanmasından sonra, anormal getiriler eşitlik 6 yardımı ile hesaplanabilir.

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (6)$$

Anormal getiriler hesaplandıktan sonra kümülatif anormal getiriler belirli aralıklarda, (k), (olay penceresi içinde) hesaplanmıştır. Her bir hisse senedi için kümülatif anormal getiri (CAR_i) eşitlik 7 ile hesaplanabilir.

$$CAR_i = (1/k^{0.5}) \sum_{t=1}^k AR_{it} \quad (7)$$

Her bir hisse senedi için hesaplanan kümülatif anormal getiriler kullanılarak ortalama kümülatif anormal getiriler hesaplanabilir.

$$ACAR_i = 1/n \sum_{i=1}^n \frac{CAR_{it}}{\sigma_i} \quad (8)$$

Ortalama kümülatif anormal getirilerin sıfırdan anlamlı düzeyde farklı olmadığını tespit edilmesinde t testi kullanılmıştır. Eğer istatistiksel test sonuçları anlamlı ise kümülatif anormal getiri, “n” şirketin değeri üzerinde olayın ortalama etkisini ölçer. Çalışmada ortalama anormal getiriler ve ortalama kümülatif anormal getiriler hesaplanarak olay penceresi aralığında anormal getirilerin anlamlı olarak sıfırdan farklı olup olmadığı test edilecektir. Bunun için aşağıdaki hipotezler kurulmuştur.

Hipotez 1:

H_0 : Olay penceresinde ortalama anormal getiriler ve ortalama kümülatif anormal getiriler sıfıra eşittir.

$$AAR_{tüm} = 0, ACAR_{tüm} = 0,$$

Bu hipotez genel bir hipotez olarak değerlendirilebilir. Çünkü bu hipotez olumlu ve şartlı denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki

etkisini görmek amacıyla çeşitli alt hipotezlere ayrılabilir. Aşağıdaki 2 hipotez bu durumlar için oluşturulmuştur. İncelemeye konu olan dönemde tüm denetim raporları olumlu veya şartlı görüşe sahip olduğundan hipotezlerde de olumlu ve şartlı denetim görüşlerinin etkisi üzerinde odaklanılmıştır.

Hipotez 2:

H₀: Denetim görüşleri “Olumlu” olarak açıklanan şirketlerde, ortalama anormal getiriler ve ortalama kümülatif anormal getiriler sifıra eşittir.

$$AAR_{olumlu} = 0, ACAR_{olumlu} = 0$$

Hipotez 3:

H₀: Denetim görüşleri “Şartlı” olarak açıklanan şirketlerde, ortalama anormal getiriler ve ortalama kümülatif anormal getiriler sifıra eşittir.

$$AAR_{şartlı} = 0, ACAR_{şartlı} = 0,$$

Hipotez 4:

H₀: Olumlu denetim görüşleri yatırımcılara şartlı denetim görüşlerine göre farklı bilgi değeri sağlamaz.

$$AAR_{olumlu} = AAR_{şartlı}$$

Bu hipotezde, yatırımcıların olumlu ve şartlı denetim görüşlerinden farklı bilgi algılayıp algılamadıkları değerlendirilebilir.

Hipotez 5:

H₀: Denetim görüşleri yatırımcılara bir önceki yılın denetim görüşüne göre farklı bilgi değeri sağlamaz.

$$AAR_t = AAR_{t-1}$$

Bu hipotez, farklı dönemlerin yatırımcılara benzer bilgi sağlayıp sağlamadıklarını gösterebilir.

V. Ampirik Bulgular

Çalışmada elde edilen bulgulara göre, 2005 yılında denetim raporlarının açıklanma tarihinden 10 gün öncesinde ve 3, 4, 7 ve 8 gün sonrasında, buna karşın 2006 yılında raporların açıklanma tarihinin 1 gün öncesinde istatistiksel olarak anlamlı anormal getirilerin elde edildiği tespit edilmiştir. Tablo 5.1 olay

penceresi dönemine ait ortalama anormal getirileri ve istatistiksel test sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 5.2’de, olumlu denetim görüşü alan şirketlerde 2006 yılında açıklanma tarihinden sonra anormal getirilerin elde edildiği saptanmıştır. Benzer şekilde, 2005 yılında yatırımcılar açıklanma tarihinden 10 gün önce ve 1, 4 ve 7 gün sonra istatistiksel olarak anlamlı anormal getiriler elde etmişlerdir. Ancak, olumlu denetim görüşlerinin hisse senedi getirilerine olumlu yansımaları beklenirken, her iki dönemde anormal getiriler negatif gerçekleşmiştir. Bu durum yatırımcılar tarafından takip edilen gelişmelerin daha önce yüksek fiyatlandırıldığı, daha sonra da olay penceresinde bir düzeltmenin gerçekleştiği şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 5.3 şartlı denetim görüşleri alan şirketlerin ortalama anormal getirilerini ve istatistiksel test sonuçlarını göstermektedir. Çalışmada incelemeye konu dönem içinde açıklanma tarihinden sonra anormal getiriler hesaplanmıştır. 2005 yılında denetim görüşlerinin açıklanmasından 1 ve 8 gün sonra anormal getiriler ortaya çıkarken, 2006 yılında açıklamadan 4 ve 6 gün sonra anormal getiriler gerçekleşmiştir. Tablo 5.3’ten yatırımcıların tepkilerinin 2005 yılı olay penceresinde farklı olduğu sonucu çıkarılabilir. Çünkü açıklanma tarihinden 1 gün sonra istatistiksel olarak anlamlı ortalama anormal getiriler pozitif iken, açıklamadan 8 gün sonra negatif olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılında ise istatistiksel olarak anlamlı ortalama anormal getiriler negatif olmuştur. Negatif (Pozitif) ortalama anormal getirilerde, yatırımcıların şartlı denetim görüşü açıklanmadan önce daha iyimser (kötümser) algılama içinde olduğu ve açıklama tarihinden sonra düzeltme yaptıkları şeklinde yorumlanabilir.

İstatistiksel test sonuçlarına göre; İMKB’de olumlu ve şartlı denetim görüşlerinin yatırımcılara bilgi değeri sunduğu sonucuna varılabilir. Bunun için Hipotez 1, Hipotez 2 ve Hipotez 3 reddedilmektedir.

Kümülatif anormal getiri incelemeye konu olan şirket değerleri üzerinde olayın ortalama etkisini gösterir. Tablo 5.4, olay penceresinde ortalama kümülatif anormal getirileri göstermektedir. 2006 yılında olay penceresinde istatistiksel anlamlılığa sahip ortalama kümülatif anormal getirilere rastlanmamıştır. Bununla beraber, 2005 yılında farklı pencere aralıklarında istatistiksel olarak anlamlı ortalama kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır.

Tablo 5.5 olumlu denetim görüşü alan şirketlerde ortalama kümülatif anormal getirileri göstermektedir. Tablodan görüldüğü gibi, 2006 yılında (-1,+1) ve (0,+9) olay penceresinde istatistiksel olarak anlamlı ortalama kümülatif anormal getiriler ortaya çıkmıştır. Benzer şekilde 2005 yılında 2006 yılına göre çok daha fazla istatistiksel olarak anlamlı ortalama kümülatif anormal getiriler vardır.

Tablo 5.6, (-1,+1) olay penceresinde istatistiksel olarak anlamlı ortalama anormal getirilerin ortaya çıktığını göstermektedir. Tabloya göre yatırımcıların şartlı denetim görüşüne çok kısa bir zamanda tepki verdikleri söylenebilir. İstatistiksel bulgular yatırımcıların şartlı denetim görüşüne olumlu denetim görüşünden daha hızlı tepki verdiklerini ortaya koymaktadır.

Hipotez 4, olumlu denetim görüşünün yatırımcılara şartlı denetim görüşünden farklı bir bilgi sunup sunmadıklarını görmek amacıyla oluşturulmuştur. Tablo 5.7 sonuçları olumlu ve şartlı denetim görüşlerinin yatırımcılara farklı bilgi değeri sunduklarına işaret etmektedir.

Çalışma, ayrıca denetim görüşlerinin farklı zamanlarda hisse senedi getirileri üzerinde farklı etkisinin olup olmadığını araştırmaktadır. Tablo 5.8, yatırımcıların değişik zamanlara ait denetim görüşlerini algılama biçimi farklı olduğunu göstermektedir. Bunun nedeni değişik zamanlarda denetim görüşleri aynı olsa bile raporda farklı noktaların dikkati çekilmesi olabilir.

VI. Sonuç

Denetim raporunda kamuya açıklanan bilgiler yatırımcıların kararlarını etkileyebilir. Denetçiler, işletmenin mali tablolarına ilişkin olumlu, olumsuz, şartlı ve görüş bildirmekten kaçınma gibi çeşitli denetim görüşleri verirler. Denetim görüşlerinin yatırımcılara bilgi değeri sunup sunmadığını araştırmak amacıyla değişik çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmaların bazılarında denetim görüşlerinin hisse senedi getirilerini etkilediği sonucuna varılmışken, bazılarında böyle bir sonuç tespit edilememiştir.

Bu çalışmanın genel sonuçlarına göre denetim görüşleri yatırımcılara bilgi değeri sunmaktadır. Oluşturulan 5 hipotezden hareketle çalışmanın bulgularından aşağıdaki sonuçlar çıkartılabilir.

Yatırımcılar 2005 ve 2006 yıllarında olay penceresi içinde anormal getiriler elde etmişlerdir. İstatistiksel sonuçlar 2005 yılında denetim raporunun açıklandığı tarihten 10 gün önce ve 3, 4, 7 ve 8 gün sonra, 2006 yılında da açıklanma tarihinden 1 gün önce istatistiksel olarak anlamlı anormal getirilerin mevcut olduğunu ortaya koymaktadır.

Hipotez 2'de olumlu denetim görüşünün hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi test edilmiş ve hem 2005 hem de 2006 yılında açıklanma tarihinden sonra anormal getiriler elde edilmiştir. Ancak bu getiriler negatif olarak ortaya çıkmıştır.

Şartlı denetim görüşü açıklandıktan sonra yatırımcıların İMKB'de anormal getiri elde ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Şartlı denetim görüşü için negatif ve pozitif anormal getiriler ortaya çıkarken, olumlu denetim görüşleri için sadece negatif anormal getiriler meydana gelmektedir.

2005 yılında istatistiksel olarak anlamlı bir çok ortalama kümülatif anormal getiriler mevcut iken, 2006 yılında istatistiksel olarak anlamlı ortalama kümülatif anormal getirilere rastlanmamıştır. Bununla birlikte denetim görüşlerinin olumlu ve şartlı olarak ayrıldığı alt sınıflandırmaya bir bütün olarak bakıldığında her grup için istatistiksel olarak anlamlı ortalama kümülatif anormal getiriler ortaya çıkmıştır. Ayrıca, yatırımcıların şartlı denetim görüşüne olumlu denetim görüşüne göre daha hızlı tepki gösterdikleri tespit edilmiştir.

Buna ek olarak, olumlu ve şartlı denetim görüşlerinin yatırımcılara farklı bilgi değeri sunup sunmadıkları hipotez 4'de test edilmiş ve görüşlerin yatırımcılara farklı bilgi değeri sundukları sonucuna ulaşılmıştır. Son olarak hipotez 5'e bağlı olarak yatırımcıların farklı dönemlerde denetim görüşlerini algılama biçiminin aynı olmadığı görülmüştür.

Elde edilen tüm sonuçlara göre denetim görüşlerinin yatırımcılara bilgi değeri sunduğunu göstermektedir. Bu bulgulardan hareketle İMKB'nin yarı-kuvvetli etkin bir piyasa olmadığı sonucuna ulaşılabilir.

Kaynakça

- Bomber E. M., R. A. Stratton, "The Information Content of the Uncertainty-Modified Audit Report: Evidence From Bank Loan Officers", Accounting Horizons, Vol:2, June 1997, s.1-11.
- Carlson S. J., G. W. Glezen, M. E. Benfield, "An Investigation of Investor Reaction to the Information Content of a Going Concern Audit Report While Controlling for Concurrent Financial Statement Disclosures", Quarterly Journal of Business and Economics Vol:37 (3), 1998, s.25-39.
- Chakravarty S., "Stealth-trading: Which Traders' Trades Move Stock Prices?", Journal of Financial Economics, 61, 2001, s.289-307.
- Chan L., J. Lakonishok, "The Behavior of Stock Prices Around Institutional Trades", Journal of Finance, 50, 1995, s.1147-1174.
- Chen C. J. P., X. Su, R. Zhao, "An Emerging Market's Reaction to Initial Modified Audit Opinions: Evidence from the Shanghai Stock Exchange", Contemporary Accounting Research, Vol:17, No:3, 2000, s.429-455.
- Chen G., M. Firth, D. N. Gao, O. M. Rui, "Is China's Securities Regulatory Agency a Toothless Tiger? Evidence from Enforcement Actions", Journal of Accounting and Public Policy, 24, 2005, s.453
- Chen K. C. W., B. K. Church, "Going Concern Opinion and the Market's Reaction to Bankruptcy Filings", The Accounting Review Vol:71, No:1, 1996, s.117-128.
- Chow, C. W., S. J. Rice, "Qualified Audit Opinions and Share price-An Investigation", Auditing: A Journal of Practice and Theory, Winter, 1982a s. 35-53.
- Chow C. W., S. J. Rice, "Qualified Audit Opinions and Auditor Switching", The Accounting Review, Vol:57, No: 2, 1982b, s.326-335.
- Çukur S., R. Eryiğit, "Banka Birleşmeleri ve Devralma Olaylarının Borsadaki Etkisi", İktisat İşletme ve Finans, Sayı: 243, 2006, s.96 -107.
- Davis R., "An Empirical Evaluation of Auditor's Subject to Opinions", A Journal of Practice and Theory, Vol:1, 1982, s.13-32.
- Dodd P., N. Dopuch, R. Leftwich, "Qualified Audit Opinions and Stock Price", Journal of Accounting and Economics, Vol:6, 1984, s.3-38.
- Elliott J. A., "Subject to Audit Opinions and Abnormal Security Returns-Outcomes and Ambiguities", Journal of Accounting Research, Vol: 20, No: 2, 1982, s. 617-638.
- Fama E. F., "Efficient Capital Markets: A Review Theory and Empirical Work", Journal of Finance, Vol:25, 1970, s.338-417.

- Fleak S.K., E.R. Wilson, "The Incremental Information Content of the Going-Concern Audit Opinion", Journal of Accounting, Auditing & Finance, 1994, s.149-166.
- Frost C. A., "Uncertainty-Modified Audit Reports and Future Earnings", Auditing: A Journal of Practice & Theory, Vol:13, No:1, Spring 1994, s.23-35.
- Grossman S. J., "The Informational Role of Upstairs and Downstairs Trading", Journal of Business, 65, 1992, s.509-528.
- Güredin E., Denetim, Beta Yayınları 2000.
- Huang R. D H. R. Stoll, "Market Microstructure and Stock Return Predictions", Review of Financial Studies, 7, 1994, s.179-213.
- Keim D. B., A. Madhavan, "The Upstairs Market for Large-Block Transactions: Analysis and Measurement of Price Effects", Review of Financial Studies, 9, 1996, s.1-36.
- Kenney D. B., W. H. Shaw, "Evaluating Financial Distress Resolution Using Prior Audit Opinions", Contemporary Accounting Research, Vol:8, No:1, 1998, s.97-114.
- Lin Z. J., Q. Tang, J. Xiao, "An Experimental Study of Users' Responses to Qualified Audit Reports in China", Journal of International Accounting, Auditing & Taxation, 12, 2003, s. 1-22.
- Loudder M. L., I. K. Khurana R. B. , Sawyers C. , Cordery, C. Johnson, J. Lowe, R. Wunderle, "The Information Content of Audit Qualifications", Auditing: A Journal of Practice & Theory, Vol:11, 1992, s.69-82.
- Madhavan A., S. Smidt, "A Bayesian Model of Intraday Specialist Pricing", Journal of Financial Economics, 30, 1991, s. 99-134.
- Mandacı P. E., "Şirketlerin Birleşme ve Satınalma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri", İktisat İşletme ve Finans, Yıl:19, Sayı: 225, 2004, s.118-124.
- Mandacı P. E., "İMKB'de Genel Seçimler Öncesi ve Sonrasında Anormal Fiyat Hareketleri", İMKB Dergisi, Yıl:7, Sayı:27, 2003, s.1-16.
- McWilliams A., D. Siegel, "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues", Academy of Management Journal, Vol: 40, No:3, 1997, s.626-657.
- Messier W. F., Auditing: A Systematic Approach, Mc GRaw-Hill, 1997.
- Pucheta M. C., A. V. Martinez, M. A. G. Benau, "Reactions of the Spanish Capital Market to Qualified Audit Reports", European Accounting Review, Vol:13, No:4,2004, s.689-711.
- Ryngaert M., Netter J., "Shareholder Wealth Effect of the 1986 Ohia Antitakeover Law Revisited, It's Real Effects", Journal of Law, Economics, Organization, 1990, 6, s.253-262.

- SPK, “*Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ*”, Seri: X, No:16, 4.3.1996, 22570 sayılı RG.
- SPK, “*Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetleme Hakkında Yönetmelik*”, 13.12.1987, 19663 sayılı RG.
- SPK, *2001–2005 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Düzenlemeler*, Mayıs 2006.
- Şamiloğlu F., “*Hisse Getirileri ve Fiyatlarıyla, Kazanç ve Nakit Akımları Arasındaki İlişki: Deri ve Gıda Şirketlerinde Amprik Bir İnceleme*”, Muhasebe ve Finansman, Sayı:26, Nisan 2005, s.120-126.
- Taffler R. J., J. Lu, A. Kausar, “*In Denial? Stockmarket Underreaction to Going-Concern Audit Report Disclosures*”, Journal of Accounting and Economics, 38, 2004, s.265.
- Tufan E., B. Hamarat, “*Yatırımcılar Hava Koşullarından Etkilenir mi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir Kanıt*”, İMKB Dergisi, Cilt:8, Sayı: 31, Ocak 2006, s.33-43.
- Whittred G. P., “*Audit Qualifications and the Timeliness of Corporate Annual Reports*”, The Accounting Review, 55(4), 1980, s.563-577.
- Womack K. L., “*Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?*”, Journal of Finance, 51, 1996, s.137–167.
- Yörük N., Ü. Ban, “*Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB'de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi*”, Muhasebe ve Finansman, Sayı:30, Nisan 2006, s.88-101.

Tablo 5.1: 2005 ve 2006 Yıllarında Olay Penceresinde Ortalama Anormal Getiriler

Olay Pen.	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	
2006	AAR	0,31%	-0,33%	-1,46%	-1,21%	0,15%	0,18%	-0,03%	1,52%	-1,06%	-0,43%	0,26%	-0,23%	0,19%	-0,64%	0,26%	-0,09%	-0,32%	0,22%	0,04%	-0,97%	0,14%
	t	1,03	-0,60	-1,44	-1,19	0,49	0,60	-0,11	0,54	-1,07	-1,66***	0,96	-1,05	0,48	-1,24	0,36	-0,51	-0,70	-0,96	0,14	-1,31	0,66
	p	0,31	0,55	0,15	0,24	0,63	0,55	0,91	0,59	0,29	0,10	0,34	0,30	0,63	0,22	0,72	0,61	0,48	0,34	0,89	0,19	0,51
2005	AAR	-0,34%	0,20%	0,00%	-0,06%	0,16%	0,03%	-0,20%	0,09%	0,04%	0,09%	-0,08%	0,08%	-0,38%	-0,41%	-0,51%	-0,43%	0,21%	-0,89%	-0,51%	-0,22%	-0,03%
	t	-1,84***	0,71	-0,01	-0,27	-1,84	0,13	-0,92	0,31	0,14	0,28	-0,31	0,29	-1,34	-1,69***	-1,67***	-1,30	0,60	-3,95*	-2,06**	-0,92	-0,15
	p	0,07	0,48	0,99	0,79	0,53	0,90	0,36	0,75	0,89	0,78	0,75	0,77	0,18	0,09	0,10	0,20	0,55	0,00	0,04	0,36	0,88

Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiksel anlamlılığa sahiptir.

Tablo 5.2: 2005 ve 2006 Yıllarında Olay Penceresinde Olumlu Denetim Görüşü İçin Ortalama Anormal Getiriler

Olay Pen.	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	
2006	AAR	0,30%	0,02%	-0,24%	-0,06%	0,04%	-0,03%	0,00%	1,85%	-1,29%	-0,32%	0,02%	-0,49%	-0,10%	-0,60%	0,57%	-0,15%	-0,22%	-0,13%	-0,02%	-1,11%	0,16%
	t	0,88	0,08	-0,82	-0,31	0,13	-0,09	-0,01	0,53	-1,05	-1,16	0,07	-2,12**	-0,37	-0,95	0,63	-0,76	-0,39	-0,52	-0,09	-1,21	0,70
	p	0,38	0,94	0,41	0,76	0,90	0,93	0,99	0,60	0,30	0,25	0,94	0,04	0,71	0,35	0,53	0,45	0,69	0,61	0,93	0,23	0,48
2005	AAR	-0,41%	0,17%	0,06%	0,05%	0,25%	0,07%	-0,16%	0,04%	0,18%	-0,14%	-0,19%	-0,40%	-0,36%	-0,40%	-0,60%	-0,45%	0,26%	-0,81%	-0,38%	-0,27%	-0,03%
	t	-2,19**	0,65	0,25	0,19	0,84	0,27	-0,69	0,13	0,63	-0,44	-0,69	-1,85***	-1,08	-1,45	-1,82***	-1,31	0,67	-3,96*	-1,37	-1,05	-0,11
	p	0,03	0,52	0,80	0,85	0,40	0,79	0,49	0,90	0,53	0,66	0,49	0,07	0,28	0,15	0,07	0,19	0,50	0,00	0,18	0,30	0,91

Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiksel anlamlılığa sahiptir.

Tablo 5.3: 2005 ve 2006 Yıllarında Olay Penceresinde Şartlı Denetim Görüşü İçin Ortalama Anormal Getiriler

Olay Pen.	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	
2006	AAR	0,36%	-1,78%	-6,40%	-5,83%	0,57%	1,00%	-0,15%	0,20%	-0,11%	-0,86%	1,23%	0,83%	1,37%	-0,84%	-0,98%	0,12%	-0,73%	-0,55%	0,28%	-0,43%	0,04%
	t	0,53	-0,69	-1,30	-1,16	0,70	1,11	-0,17	0,26	-0,26	-1,30	1,44	1,58	0,84	-1,29	-2,17**	0,24	-2,04***	-1,25	0,30	-0,97	0,08
	p	0,60	0,50	0,21	0,26	0,49	0,28	0,87	0,80	0,80	0,21	0,17	0,13	0,41	0,21	0,04	0,81	0,06	0,23	0,77	0,34	0,94
2005	AAR	-0,05%	0,30%	-0,29%	-0,56%	-0,24%	-0,14%	-0,34%	0,32%	-0,57%	1,07%	0,36%	2,18%	-0,48%	-0,43%	-0,11%	-0,36%	0,02%	-1,23%	-1,07%	-0,03%	-0,06%
	t	-0,09	0,32	-0,76	-1,18	-0,54	-0,22	-0,69	0,43	-0,89	1,09	0,44	2,01***	-0,96	-0,94	-0,14	-0,36	0,02	-1,50	-2,05***	-0,04	-0,12
	p	0,93	0,75	0,46	0,25	0,59	0,82	0,50	0,68	0,38	0,29	0,67	0,06	0,35	0,36	0,89	0,73	0,99	0,15	0,06	0,97	0,91

Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiksel anlamlılığa sahiptir.

Tablo 5.4: Ortalama Kümülatif Anormal Getiriler

Ol. Pen	2006			2005		
	ACAR%	t	p	ACAR%	t	p
(-10,+10)	-0,87%	-1,06	0,29	-0,69%	-2,24**	0,03
(-9,+9)	-1,01%	-1,20	0,23	-0,64%	-2,03**	0,04
(-8,+8)	-0,76%	-0,77	0,44	-0,67%	-2,29**	0,02
(-7,+7)	-0,44%	-0,47	0,64	-0,58%	-1,82***	0,07
(-6,+6)	-0,07%	-0,08	0,94	-0,36%	-0,98	0,33
(-5,+5)	-0,03%	-0,03	0,98	-0,50%	-1,53	0,13
(-4,+4)	-0,06%	-0,05	0,96	-0,42%	-1,41	0,16
(-3,+3)	-0,15%	-0,12	0,91	-0,21%	-0,75	0,45
(-2,+2)	-0,57%	-1,11	0,27	-0,11%	-0,40	0,69
(-1,+1)	-0,23%	-0,99	0,33	0,05%	0,16	0,87
(-10,0)	-0,64%	-0,53	0,59	-0,02%	-0,08	0,94
(-9,0)	-0,77%	-0,62	0,54	0,08%	0,28	0,78
(-8,0)	-0,70%	-0,54	0,59	0,02%	0,08	0,94
(-7,0)	-0,22%	-0,18	0,85	0,02%	0,09	0,93
(-6,0)	0,24%	0,18	0,86	0,05%	0,17	0,87
(-5,0)	0,18%	0,13	0,90	-0,01%	-0,04	0,97
(-4,0)	0,11%	0,08	0,94	-0,03%	-0,09	0,93
(-3,0)	0,14%	0,09	0,93	0,07%	0,24	0,81
(-2,0)	-0,71%	-1,14	0,26	0,02%	0,10	0,92
(-1,0)	-0,12%	-0,48	0,63	0,00%	0,01	0,99
(0,+1)	0,02%	0,08	0,94	0,00%	0,00	1,00
(0,+2)	0,12%	0,42	0,68	-0,22%	-0,70	0,49
(0,+3)	-0,22%	-0,59	0,55	-0,39%	-1,35	0,18
(0,+4)	-0,08%	-0,26	0,80	-0,58%	-1,78***	0,08
(0,+5)	-0,11%	-0,39	0,70	-0,70%	-2,02**	0,05
(0,+6)	-0,22%	-0,74	0,46	-0,57%	-1,47	0,14
(0,+7)	-0,28%	-0,96	0,34	-0,85%	-2,59*	0,01
(0,+8)	-0,26%	-0,84	0,40	-0,97%	-3,28*	0,00
(0,+9)	-0,55%	-1,53	0,13	-0,99%	-3,47*	0,00
(0,+10)	-0,48%	-1,37	0,17	-0,96%	-3,53*	0,00

Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiksel anlamlılığa sahiptir.

Tablo 5.5: Olumlu Denetim Görüşü İçin Ortalama Kümülatif Anormal Getiriler

Ol. Pen	2006			2005		
	ACAR%	t	p	ACAR%	t	p
(-10,+10)	-0,40%	-0,49	0,62	-0,77%	-2,62*	0,01
(-9,+9)	-0,53%	-0,62	0,53	-0,70%	-2,37**	0,02
(-8,+8)	-0,29%	-0,28	0,78	-0,72%	-2,48**	0,02
(-7,+7)	-0,24%	-0,22	0,82	-0,69%	-2,23**	0,03
(-6,+6)	-0,21%	-0,18	0,86	-0,53%	-1,56	0,12
(-5,+5)	-0,17%	-0,13	0,89	-0,72%	-2,45**	0,02
(-4,+4)	-0,13%	-0,09	0,93	-0,68%	-2,29**	0,02
(-3,+3)	-0,36%	-0,22	0,82	-0,48%	-1,64	0,11
(-2,+2)	-0,98%	-1,66	0,10	-0,41%	-1,36	0,18
(-1,+1)	-0,46%	-2,02**	0,05	-0,42%	-1,53	0,13
(-10,0)	0,08%	0,07	0,95	-0,02%	-0,06	0,95
(-9,0)	-0,01%	-0,01	1,00	0,11%	0,34	0,73
(-8,0)	-0,02%	-0,01	0,99	0,06%	0,19	0,85
(-7,0)	0,07%	0,05	0,96	0,04%	0,12	0,90
(-6,0)	0,10%	0,06	0,95	0,02%	0,07	0,95
(-5,0)	0,09%	0,05	0,96	-0,08%	-0,27	0,79
(-4,0)	0,11%	0,06	0,95	-0,12%	-0,38	0,71
(-3,0)	0,12%	0,06	0,95	-0,05%	-0,16	0,87
(-2,0)	-0,92%	-1,22	0,23	-0,09%	-0,30	0,76
(-1,0)	-0,22%	-0,90	0,37	-0,23%	-0,78	0,44
(0,+1)	-0,34%	-1,59	0,12	-0,42%	-1,62	0,11
(0,+2)	-0,34%	-1,27	0,21	-0,55%	-2,03**	0,05
(0,+3)	-0,59%	-1,57	0,12	-0,67%	-2,49**	0,02
(0,+4)	-0,27%	-0,92	0,36	-0,87%	-2,97*	0,00
(0,+5)	-0,31%	-1,13	0,26	-0,98%	-3,43*	0,00
(0,+6)	-0,37%	-1,18	0,24	-0,81%	-2,53*	0,01
(0,+7)	-0,39%	-1,23	0,22	-1,04%	-3,57*	0,00
(0,+8)	-0,38%	-1,18	0,24	-1,11%	-4,03*	0,00
(0,+9)	-0,71%	-1,78***	0,08	-1,14%	-4,26*	0,00
(0,+10)	-0,63%	-1,62	0,11	-1,09%	-4,21*	0,00

Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiksel anlamlılığa sahiptir.

Tablo 5.6: Şartlı Denetim Görüşü İçin Ortalama Kümülatif Anormal Getiriler

Ol. Pen	2006			2005		
	ACAR%	t	p	ACAR%	t	p
(-10,+10)	-2,76%	-1,09	0,29	-0,37%	-0,344	0,735
(-9,+9)	-3,00%	-1,15	0,26	-0,36%	-0,332	0,744
(-8,+8)	-2,63%	-1,00	0,33	-0,45%	-0,479	0,638
(-7,+7)	-1,22%	-0,76	0,46	-0,13%	-0,12	0,906
(-6,+6)	0,46%	0,44	0,66	0,36%	0,268	0,792
(-5,+5)	0,55%	0,53	0,60	0,45%	0,38	0,708
(-4,+4)	0,23%	0,26	0,80	0,67%	0,709	0,487
(-3,+3)	0,69%	0,90	0,38	0,93%	1,165	0,259
(-2,+2)	1,10%	1,19	0,25	1,15%	1,469	0,159
(-1,+1)	0,69%	0,95	0,36	2,09%	1,953***	0,067
(-10,0)	-3,55%	-1,11	0,28	-0,04%	-0,046	0,964
(-9,0)	-3,84%	-1,16	0,26	-0,03%	-0,032	0,975
(-8,0)	-3,45%	-1,03	0,32	-0,13%	-0,202	0,842
(-7,0)	-1,40%	-0,72	0,48	-0,03%	-0,047	0,963
(-6,0)	0,76%	0,82	0,42	0,19%	0,229	0,822
(-5,0)	0,53%	0,66	0,52	0,29%	0,395	0,697
(-4,0)	0,13%	0,18	0,86	0,38%	0,582	0,568
(-3,0)	0,23%	0,29	0,77	0,59%	0,965	0,347
(-2,0)	0,14%	0,20	0,85	0,50%	0,952	0,354
(-1,0)	0,26%	0,31	0,76	1,01%	1,552	0,138
(0,+1)	1,46%	1,83***	0,08	1,80%	1,482	0,156
(0,+2)	1,98%	2,07**	0,05	1,19%	1,006	0,328
(0,+3)	1,30%	1,34	0,19	0,82%	0,824	0,421
(0,+4)	0,72%	0,82	0,42	0,68%	0,592	0,561
(0,+5)	0,71%	0,83	0,41	0,48%	0,346	0,734
(0,+6)	0,38%	0,46	0,65	0,45%	0,291	0,774
(0,+7)	0,16%	0,22	0,83	-0,01%	-0,012	0,99
(0,+8)	0,25%	0,30	0,77	-0,37%	-0,356	0,726
(0,+9)	0,10%	0,12	0,91	-0,36%	-0,359	0,724
(0,+10)	0,11%	0,13	0,90	-0,36%	-0,396	0,697

Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiksel anlamlılığa sahiptir.

Tablo 5.7: Olumlu ve Şarhlı Denetim Görüş İçin Ortalama Anormal Getirilerinin Karşılaştırılması

	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10
2005	t	-0,59	-0,13	0,77	1,12	0,93	0,31	-0,34	1,07	-1,17	-0,63	-2,34**	0,21	0,05	-0,58	-0,09	0,24	0,49	1,16	-0,34	0,05
	p	0,56	0,90	0,45	0,27	0,36	0,76	0,74	0,30	0,26	0,53	0,03	0,84	0,96	0,57	0,93	0,81	0,63	0,26	0,74	0,96
2006	t	-0,09	0,69	1,25	1,14	-0,61	-1,09	0,46	-0,90	0,75	-1,36	-2,30**	-0,89	0,27	1,54	-0,49	0,75	0,81	-0,31	-0,67	0,22
	p	0,93	0,50	0,23	0,27	0,55	0,29	0,88	0,37	0,46	0,19	0,03	0,38	0,79	0,13	0,63	0,46	0,42	0,76	0,51	0,83

Not: **%5 seviyesinde istatistiksel anlamlılığa sahiptir.

Tablo 5.8: 2005 ve 2006 Yılları Ortalama Anormal Getirilerinin Karşılaştırılması

	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10
T	1,84***	-0,85	-1,41	-1,09	-0,04	0,38	0,45	0,51	-1,07	-1,27	0,90	-0,87	1,18	-0,42	0,97	0,89	-0,92	2,12**	1,50	-0,96	0,56
P	0,07	0,39	0,16	0,28	0,97	0,70	0,65	0,61	0,29	0,21	0,37	0,38	0,24	0,68	0,33	0,38	0,36	0,04	0,14	0,34	0,58

Not: ***%5 seviyesinde istatistiksel anlamlılığa sahiptir