

DENETİM GÖRÜŞLERİNİN HİSSE SENEDİ ANORMAL GETİRİLERİ ÜZERİNE ETKİSİNİN 2009-2014 YILLARI BAZINDA ÖLÇÜMLENMESİ

Araştırma

Yrd.Doç.Dr. Suat KARA*

Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi
Temmuz 2015; 8 (2); 137-152

ÖZ

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul (BİST)'da denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmaktır. Denetim görüşlerinin açıklandığı tarih etrafındaki günlerde piyasanın denetim görüşlerine tepkisini ölçmek amacıyla anormal getiriler hesaplanmıştır. BİST'da işlem gören, 2009-2014 yıllarına ait, finans sektörü dışında faaliyet gösteren 88 şirketin denetim raporlarında açıklanan görüşler incelenmiştir. Veriler hipotez testleri ve regresyon yöntemine göre değerlendirilmiştir. Bu bağlamda belirtilen yıllarda denetim görüşünün ilan ile hisse senedi getirisi arasında pozitif bir ilişkinin olduğu, olay öncesi ve sonrasında endeks kapsamındaki şirketlerin hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilebileceği tespit edilmiştir. Bu durum, piyasanın yarı güçlü formda bile etkin olmadığının önemli bir göstergesidir.

Anahtar Sözcükler: Anormal Getiriler, Hisse Senedi, BİST, Denetim Görüşü

JEL Kodları: G11, G14, G20, M42

ASSESSMENT OF EFFECT OF AUDIT OPINIONS ON ABNORMAL RETURNS OF STOCK SHARES ON THE BASIS OF YEARS 2009-2014

ABSTRACT

Aim of this study is to investigate the effect of audit opinions on the stock returns in Istanbul Stock Exchange (ISE). Abnormal returns have been calculated to measure the response of the market to audit opinions on the days around the date audit opinions were announced. The opinions exp-

* Balıkesir Üniversitesi, Uluslararası Ticaret ve Lojistik Bölümü, Uluslararası Finansman A.B.D., suatkara@balikesir.edu.tr

ressed in audit reports of 88 companies operating outside the financial sector and listed on ISE in years from 2009 to 2014 were examined. Data gathered were analyzed by the hypothesis testing and regression methods. In this context, it has been identified that a positive relationship exists between stock returns and announcement of the audit opinions in the specified years, and abnormal returns of the shares of the company under the stock index, before and after an incident, can be achieved. This case is the crucial indicator of the fact that the market will not be efficient that it is even in the semi-strong form as well.

Keywords: Abnormal Returns, Stock Share, ISE (Istanbul Stock Exchange), Audit Opinions.

JEL Codes: G11, G14, G20, M42

1. GİRİŞ

Muhasebe bir bilgi sistemidir ve muhasebe uygulamalarının nihai çıktısı olarak nitelendirilen aşama ise raporlama aşamasıdır. Bu açıdan bakıldığında muhasebe uygulamalarının amaçlarından biri de, bilgileri işleyerek, güvenilir bilgi sunan finansal tablolar oluşturma ve finansal raporlama olarak nitelendirilebilir. Söz konusu bu finansal raporlama sürecinin şeffaflığı yatırımcılar, yöneticiler, borç verenler ve düzenleyici kuruluşlar için önem taşır (Herbohn & Ragunathan, 2008, s. 576, Aygören & Uyar, 1997, s. 31). Dolayısıyla, dış denetim (bağımsız denetim) bu süreçte hem kamu hem de özel sektör açısından güvenilir ve bağımsız bir bilgi kaynağı olarak önemli rol oynar. Dış denetim, mali tabloların değerlendirmesini yaparak elde ettiği sonuçları denetim raporu aracılığıyla kamuya açıklar (Aygören & Uyar, 1997, s. 31).

Denetçi, denetim sonrası ulaştığı sonuçları kamuya açıklarken olumlu görüş, şartlı görüş, olumsuz görüş ve görüş bildirmekten kaçınma olmak üzere 4 farklı görüş bildirir (Tahinakis, Mylonakis & Daskalopoulou, 2010, s. 86, Elliott, Highfield & Schaub, 2006, s. 436). Türkiye’de, Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu’nun (KGK), Yeni Türk Ticaret Kanunu uyarınca öngörülen bağımsız denetim alanını düzenlemek üzere, 2 Kasım 2011 tarihinde 660 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile kurulmasıyla denetim tek bir kurumda toplanmıştır. KGK, 1/1/2013 tarihinde ve sonrasında başlayacak hesap dönemlerinden itibaren uygulanmak üzere, ‘Bağımsız Denetim Raporunda Olumlu görüş Dışında Bir Görüş Verilmesi’ başlıklı 705 no.lu Bağımsız Denetim Standardını 31 No.lu Türkiye Denetim Standardı Tebliği ile yürürlüğe koymuştur. Bu kapsamda, olumlu görüş dışında bir görüş verileceği zaman kullanılacak, sınırlı olumlu görüş (şartlı görüş), olum-

suz görüş ve görüş vermekten kaçınma şeklinde üç farklı görüş türü belirlenmiştir. Söz konusu standarda göre; denetçi, elde edilen denetim kanıtlarına dayanarak, bir bütün olarak finansal tabloların önemli yanlışlık içerdiği sonucuna varırsa veya bir bütün olarak finansal tabloların önemli yanlışlık içermediği sonucuna varmak için yeterli ve uygun denetim kanıtı elde edemezse, olumlu görüş dışında bir görüş verecektir. Buna göre; denetçi, yanlışlıkların tek başına veya toplu olarak önemli olduğu ancak finansal tablolarda yaygın olmadığı sonucuna varırsa veya tespit edilmemiş yanlışlıkların finansal tablolar üzerindeki muhtemel etkilerinin önemli olabileceği ancak yaygın olmayabileceği sonucuna varırsa *sınırlı olumlu görüş (şartlı görüş)* verecektir. Eğer, yeterli ve uygun denetim kanıtı elde etmiş olan denetçi, yanlışlıkların tek başına veya toplu olarak finansal tablolar için önemli ve etkisinin yaygın olduğu sonucuna varırsa *olumsuz görüş* verecektir. Diğer taraftan, denetçi, görüşüne dayanak teşkil edecek yeterli ve uygun denetim kanıtı elde edemezse ve varsa-tespit edilmemiş finansal yanlışlıkların finansal tablolar üzerindeki muhtemel etkilerinin önemli ve yaygın olabileceği sonucuna varırsa veya, finansal tablolara ilişkin görüş oluşturmanın mümkün olmadığı sonucuna varırsa, *görüş vermekten kaçınacaktır*.

2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Denetim görüşlerinin hisse senedi fiyatına etkisi ile ilgili literatürde yapılmış birkaç ampirik çalışma bulunmaktadır. Ancak Türkiye için yapılmış çalışmalar sınırlıdır. Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde araştırmacıların veri madenciliği, regresyon yöntemi, olay çalışması yöntemi, anova yöntemi kullandığı görülmektedir.

Firth (1978, s. 647), şartlı denetim raporunun yayınladığı tarihte, hisse senedi fiyatı ve yatırımcı kararları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırma da, bazı şartlı görüş içeren raporların hisse senedi fiyatlarına tepki verdiğini ve bu yüzden de yatırımcı kararlarını etkilediği sonucuna varmıştır. Firth, aynı zamanda yatırımcıların diğer denetim görüşlerine de farklı şekilde tepki verdiklerini çalışmasının sonuçlarına eklemiştir.

Houghton (1983, s.18), farklı denetim görüşlerinin ve rapor olmadan, karar verme sürecinde hisse senedi fiyatlarında farklılaşmaya neden olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmada olumlu, şartlı denetim raporu ve raporsuz finansal tablolar kullanılmıştır. Sonuç olarak, bu üç farklı durumun hisse senedi fiyatlarında önemli bir etki yaratmadığı tespit edilmiştir.

Robertson (1988, s. 87), denetim görüşü farklı olan finansal tablolara, finansal analistlerin tepkisini ölçmek amacıyla yürüttüğü çalışmada önemli bulgular elde etmiştir. Analistlere, denetim raporlarının finansal tablolara bir güvenilirlik sağlayıp sağlamadığı, finansal yatırım kararları verirken bu bilgiye güvenip güvenmedikleri, analiz yaparken bu bilginin etkisinin olup olma-

diği sorulmuştur. Sonuçlar, analistlerin yatırım kararlarında, farklı denetim görüşünün olmasının herhangi bir etki yaratmadığını ortaya koymuştur.

Gul (1990, s. 25), yaptığı çalışmada, şartlı denetim görüşü ile olumlu denetim görüşünün hisse senedi fiyatları üzerinde etkisinin olup olmadığını incelemiştir. Bu amaçla, elde edilen istatistikî bilgiler anova analizine tabi tutularak analiz edilmiştir. Sonuçlar, olumlu denetim görüşünün hisse senedi fiyatı üzerinde herhangi bir etki yaratmadığı fakat; şartlı denetim görüşünün hisse senedi fiyatlarında negatif etki yarattığını ortaya koymuştur.

Ameen, Elsie ve Guffey (1994, s. 1009), 1974-1978 döneminde ABD hisse senedi borsasında işlem gören şartlı denetim görüşü bildirilmiş 177 küçük ölçekli firmada, bu görüşün hisse senedi fiyatlarına etkisinin olup olmadığını araştırmıştır. Araştırmada, normal ve anormal getirilerin hesaplanması için piyasa modeli kullanılmış, daha sonra ortalama ve kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Sonuçlar, şartlı görüşün ilan tarihinden önceki dönemlerde hisse senedi fiyatlarında negatif etki yarattığı, ilan tarihinden sonraki dönemlerde ise herhangi bir etkiye sahip olmadığını göstermiştir.

Chen, Charles ve Zhao (2000, s. 452), 1995-1997 döneminde Şangay Borsası'nda işlem gören şirketlerde yaptığı araştırmada, olumlu ve şartlı denetim görüşlerinin hisse senedi fiyatı üzerinde etkisi olduğunu ve anormal getiri elde edildiğini ortaya koymuştur.

Bessel, Anandarajan ve Umar (2003, s. 279), Avustralya Banka ve Finans Enstitüsü'nün 500 üyesine farklı denetim görüşünü içeren raporlara ilişkin soruları kapsayan bir anket çalışması yaptı. Anket sonuçları, finansal sıkıntı içerisinde olan bir şirketin, denetim görüşünün farklılığı, yatırım kararlarında ve risk algısında gözle görülür bir artış sağlamadığını ortaya koymuştur.

Martinez, Martinez ve Benau (2004, s. 276), İspanya sermaye piyasasında, 1992-1995 döneminde şartlı denetim görüşü ile hisse senedi fiyatları arasında bir ilişkinin olup olmadığını incelemiştir. Sonuçlar, denetim görüşü ile hisse senedi fiyatı arasında bir ilişkinin olmadığını, diğer bir deyişle şartlı denetim görüşünün bir bilgi değeri sağlamadığını ortaya koymuştur.

Aygören ve Uyar (2007, ss. 41-42) çalışmalarında BIST'de işlem gören 101 adet şirketin 2004 ve 2005 yıllarına ait denetim raporlarında açıklanan denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmıştır. 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 BIST'in yarı kuvvetli etkinliğe sahip olmadığı ifade edilmiştir.

Hussainey (2009, s. 17), 4 büyük denetim firması tarafından denetlenmiş finansal tabloların kalitesinin, gelecekte kar yaratacak yada yaratmayacak firmaları tahmin etmede yatırımcıların algısına olan etkisini ölçmüştür. Araştırmada, finansal tabloları 4 büyük denetim firması tarafından denetlenen firmaların, yatırımcılar tarafından gelecekte daha iyi kazanç sağlayacağı tahmin edildiği sonucu ortaya çıkmıştır.

O'Relly (2010, s. 12), görüş bildirmekten kaçınılmış finansal tabloların yatırımcılar açısından hisse senedi borsasında işlem gören şirketler için, değer yaratan bir bilgi olup olmadığını ölçmek istemiştir. Sonuç olarak; bu bilginin, hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar için önemli bir bilgi olarak algılandığı ortaya çıkmıştır.

3. ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ

3.1. Veriler ve Verilerin Çalışma İçin Hazır Hale Getirilmesi

Araştırmada, Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören 88 adet şirketin 2009-2014 yılları arasındaki dönemsel denetim raporlarından (denetim tarihi ve görüş çeşitlerinden), bu şirketlerin ilgili dönemlere ait finansal tablo yayınlama tarihlerinden, bu dönemlere ait hisse senedi günlük kapanış fiyatlarından ve günlük endeks verilerinden yararlanılmıştır. Bu veriler BİST veri tabanından, günlük bültenlerinden ve Kamu Aydınlatma Platformu (KAP)'ndan elde edilmiştir. Tablo-1'de çalışmada kullanılan şirketlerin dönemsel denetim rapor görüşleri yer almaktadır.

Tablo-1: Çalışmada Kullanılan Şirketlerin Dönemsel Denetim Rapor Görüşleri

Görüş Bildirilen Finansal Tablolar Dönemi	Görüşler*			
	OG	ŞG	GBK	OZG
2009 12 AYLIK	5	1	4	-
2010 6 AYLIK	4	-	4	-
2011 3 AYLIK	2	-	2	-
2011 6 AYLIK	3	-	3	-
2011 12 AYLIK	13	6	7	-
2012 6 AYLIK	4	-	4	-
2013 6 AYLIK	2	-	2	-
2014 3 AYLIK	1		1	-
2014 6 AYLIK	9	1	8	-
2014 9 AYLIK	1		1	-
TOPLAM	44	8	36	

*OG: Olumlu görüş bildirilen finansal tablolar, ŞG: Şartlı görüş bildirilen finansal tablolar, GBK: Görüş bildirmekten kaçınılan finansal tablolar, OZG: Olumsuz görüş bildirilen finansal tablolar

Araştırma kapsamında, denetim görüşlerinde şartlı ve olumsuz görüş bildirilmiş şirketler ile aynı sektörde faaliyet gösteren olumlu görüş bildirilmiş şirketler tesadüfi seçilmiştir. Çalışmaya konu olan şirketlerin sektörel dağılımı Tablo-2'de yer almaktadır.

Tablo-2: Çalışmada Kullanılan Şirketlerin Sektörel Dağılımı

Yıl	SEKTÖR					
	Şartlı Ve Olumsuz Görüş Bildirilen Şirket Sayısı			Olumlu Görüş Bildirilen Şirket Sayısı		
	Kimya	Gıda	Tekstil	Kimya	Gıda	Tekstil
2009 12 AYLIK	2	1	2	2	1	2
2010 6 AYLIK	2	1	1	2	1	1
2011 3 AYLIK	2	-	-	2	-	-
2011 6 AYLIK	2	1	-	2	1	-
2011 12 AYLIK	2	4	7	2	4	7
2012 6 AYLIK	2	1	1	2	1	1
2013 6 AYLIK	2	-	-	2	-	-
2014 3 AYLIK	-	1	-	-	1	-
2014 6 AYLIK	-	2	7	-	2	7
2014 9 AYLIK	-	1	-	-	1	-
TOPLAM	14	12	18	14	12	18

Analiz kapsamında yer alan şirketlerin finansal tablo ilan tarihleri olay anı olarak kabul edilmek üzere, denetim görüşleri açıklanmış her bir şirkete ait bu tarih çerçevesinde işlem gerçekleşmesinin 5 gün öncesi ve 5 gün sonrasını gösteren (-5/+5) olay aralığında bu şirketlerin hisse senedi fiyatları belirlenmiştir. Olay aralığının uzun seçilmesi istatistiksel olarak çalışmanın gücünü azaltabilmekte ve olayın anlamlılığı hakkında yanlış değerlendirmelere neden olabilmektedir (Ryngaert & Netter, 1990, s. 257). Ayrıca, piyasa getirilerini hesaplayabilmek için bu olay aralıklarında piyasa fiyatları belirlenmiştir. Çalışmada kullanılacak fiyatlar günlük ve ikinci seans kapanış fiyatları olarak alınmıştır.

3.2. Araştırma Kısıtları

Çalışmanın hazırlanmasında ve uygulanmasında iki önemli kısıtın etkisi olduğu düşünülmektedir. Bu kısıtlardan ilki, denetim raporları sonuçlarına ek olarak, hisse senedi fiyatlarını etkileyen makro (dış) faktörlerdir. Olay çalışması tarih aralığında, dünyanın içinde bulunduğu ekonomik trend ve bu trendi etkileyebilecek siyasi faktörler, ülke ekonomisindeki siyasi ve ekonomik gelişmeler, arz ve talep durumu, vergi politikaları, spekülatif ve psikolojik faktörler, döviz kurunda ve faiz oranlarında meydana gelen değişimler, özelleştirmeler, kurumsal yatırımcıların hareketleri hisse senedi fiyatlarında etkili olma ihtimali bir kısıt olarak görülmektedir.

Çalışmanın kısıtlarından ikincisi ise, çalışmanın yapıldığı sektörlerin birbirinden farklı olmasıdır. Aynı sektör içinde yer alan işletmeler sermaye/emek oranı, fiyat politikası, reklam ve ar-ge giderleri vb. gibi hususlarda benzer özelliklere sahipken, ayrı sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler bu özellikler yönünden önemli ölçüde farklılaşabilmektedir. Bu nedenle ana sektör özelliklerinin hisse senedi fiyat hareketleri üzerinde etkisinin olabileceği ihtimali bir kısıt olarak görülmektedir.

3.3 Aşırı Getirilerin Hesaplanması

Olay aralığı belirlendikten sonra, her şirket için olay aralığındaki her bir gün için hisse senedinin tahmini getirisinin hesaplanması gerekmektedir. Tahmini getiriye hesaplamak için gerekli olan veriler çalışmaya konu olan şirketin her bir gün için hisse senedi getirileri ve piyasa endeksi getirileridir. Bunun için ilk olarak anormal getirilerin (AR_{it}) hesaplanması gerekmektedir. Hisse senedi piyasasının yeni bilgiye olan tepkisini anormal getirilerin yansıttığı varsayılmaktadır (Sakarya, 2011, s. 154). Anormal getirilerin hesaplanabilmesi için, olay aralığı içindeki her bir gün için ilgili şirketin günlük hisse senedinin fiili getirilerinin (R_{it}) ve piyasa endeksi getirilerinin (R_{mt}) hesaplanması gerekmektedir (Çakır & Gülcan, 2012, s.87, Tahinakis, Mylonakis & Daskalopoulou, 2010, s. 92, Al-Thuneibat, Khamees & Al-Fayoumi, 2008, s. 93, Aygören & Uyar, 2007, s. 37).

İncelemeye konu olan dönemler için bu hesaplamalar aşağıdaki eşitlikler yardımıyla hesaplanabilir.¹

$$(AR_{it}) = R_{it} - R_{mt} \quad (1) \quad R_{it} = P_{it} - P_{it-1} + D_{it} / P_{it-1} \quad (2) \quad R_{mt} = I_t - I_{t-1} / I_{t-1b} \quad (3)$$

Günlük getiriler ve piyasa endeksi getirilerinin hesaplanmasından sonra ilgili olay aralığındaki her gün için şirketin hisse senedi tahmini getirilerinin hesaplanması gerekmektedir. Tahmini getiri hesaplanabilmesi için ekonomik ve istatistiksel modeller mevcuttur. Ekonomik modeller sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM) ve arbitraj fiyatlama modelidir. İstatistikî modeller ise, ortalama düzeltilmiş getiri yöntemi, piyasa modeli ve piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemleridir (Ameen, Elsie & Guffey, 1994, s. 1003). Bu çalışmada, istatistikî modellerden olan piyasa modeli kullanılmıştır.

Olay çalışmalarında amaç, olayın olduğu tarihten önceki ve sonraki günlerde, Ortalama Anormal Getiri (Average Abnormal Return - AAR) ve Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return - CAR) hesaplanmasıdır. Bu noktada AAR ve CAR üç aşamalı bir çalışma ile hesaplanabilmektedir

1 Eşitlikte yer alan parametrelerden, AR_{it} : i hisse senedi için t günündeki anormal getirisi, R_{it} : i hisse senedinin t günündeki fiili getirisi, R_{mt} : i hisse senedinin t günündeki endeks getirisi, P_{it} : i hisse senedinin t günündeki günlük kapanış fiyatı, P_{it-1} : i hisse senedinin $t-1$ günündeki günlük kapanış fiyatı, D_{it} : i hisse senedine t günündeki ödenen temettü tutarı, I_t : t gününde endeks kapanış değeri, I_{t-1} : $t-1$ gününde endeks kapanış değeri'ni göstermektedir.

(Sakarya, 2011, s. 155, Tahinakis, Mylonakis & Daskalopoulou, 2010, s. 94, Al-Thuneibat, Khamees & Al-Fayoumi, 2008, s. 93). Bunlar kısaca aşağıdaki gibi açıklanabilir:

1. **Aşama:** Uygulamaya konu olan her bir “i” şirketinin her bir “t” günü için, fiili getiri oranları ile piyasa getiri oranı arasındaki fark alınmak suretiyle, anormal getiri hesaplanır. Bu durum yukarıdaki eşitlik (1) de gösterilmiştir.
2. **Aşama:** Elde edilen her bir anormal getiri, uygulamaya konu olan şirket sayısına bölünerek, Ortalama Anormal Getiri (AAR) hesaplanır.
3. **Aşama:** Hesaplanan ortalama anormal getiriler, sırasıyla birbirleriyle toplanarak, Kümülatif Anormal Getiri (CAR)ler elde edilir.

İşlemlerin sonucunda hesaplanan CAR_{it} değerleri 0'dan farklı bir değere sahip oluyorsa, ilgili olayın duyurulması firma hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyerek o hisse senedinden anormal bir getiri elde edildiğini göstermektedir. Yani, bu piyasa “yarı güçlü formda” bile etkin değildir. Dolayısıyla, yatırımcılar kamuya açıklanan bazı duyurulardan yararlanarak anormal getiriler elde edebilirler (Schaub, 2006, s. 1168). Ancak, hesaplanan CAR_{it} değerleri 0'a eşit ise, ilgili olayın kamuya duyurulmasının firmanın hisse senedi fiyatlarını etkilemediği ortaya çıkar. Bu durum piyasanın “yarı güçlü formda” etkin olduğunu gösterir. Yatırımcılar böyle bir piyasada kamuya açıklanan duyurulardan yararlanarak anormal getiri elde edemezler (Bazayıtlı, Kaderli & Gürel, 2008, s. 5, Ittonen, 2012, s. 10).

3.4. Amaç, Yöntem ve Hipotezler

Denetim görüşlerinin hisse senedi fiyatlarını etkileyip etkilemediğini ortaya çıkarılmasına ilişkin yapılan bu çalışmanın iki temel amacı vardır. Çalışmanın birinci amacı olan farklı görüş bildirilen hisse senetlerinin belirlenen olay aralığında hisse senedi fiyatları artış yada azalışları arasında farklılık olup olmadığını belirlemektir. Çalışmanın ikinci amacı ise, farklı denetim görüşlerine sahip hisse senetlerinin, belirlenen olay aralığındaki ilişkilerini belirlemek ve bu ilişkilerin farklılık gösterip göstermediğini tespit etmektir.

Bu çalışmada 11 bağımsız ve 1 bağımlı değişken kullanılmıştır. Ayrıca, denetçi tarafından görüş bildirilmekten kaçınılmış ve şartlı görüş bildirilen şirketler “1”, olumlu görüş bildirilen şirketler “2” rakamı ile temsil edilmiştir.

Çalışmanın amacına yönelik olarak kullanılan olay aralığındaki hisse senedi fiyatlarına ve denetim görüşlerine ilişkin elde edilen verilerden, değişkenlerin hesaplanması Microsoft Excel programı yardımıyla yapılmış olup, verilerin analiz edilmesinde ise SPSS (Statistical Package for Social Science) 17.0 istatistik paket programı kullanılmıştır. Oluşturulan ekonometrik mo-

dellerin tahmin edilmesinde çoklu doğrusal regresyon analizi - stepwise yöntemi kullanılmıştır.

Çalışmanın birinci amacı olan farklı görüş bildirilen hisse senetlerinin belirlenen olay aralığında hisse senedi anormal getirileri arasında farklılık olup olmadığını belirlemeye yönelik olarak aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

Hipotez 1²

H_0 : Farklı görüş bildirilen hisse senetlerinin belirlenen olay aralığında hisse senedi anormal getirileri arasında *farklılık yoktur*. ($H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_k$)

H_1 : Farklı görüş bildirilen hisse senetlerinin belirlenen olay aralığında hisse senedi anormal getirileri arasında *farklılık vardır*. ($H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \neq \dots \neq \mu_k$)

Hipotez değişkenlerin normal dağılıma uygunluğunu test etmek için Kolmogorov-Smirnov ve Shapiro Wilk testleri dikkate alınmıştır. Normal dağılıma uygunluk dikkate alınarak farklı denetim görüşüne sahip hisse senetleri getirileri arasında farklılık olup olmadığı parametrik olmayan (Ki-Kare Bağımsızlık Testi ve Mann-Whitney U testi) istatistik yöntemler kullanılarak tespit edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın ikinci amacı olan, farklı denetim görüşlerine sahip hisse senetlerinin, belirlenen olay aralığındaki ilişkilerin belirlenmesi ve bu ilişkilerin farklılık gösterip göstermediğini test etmek amacıyla aşağıdaki hipotez ve ekonometrik model geliştirilmiştir.

Hipotez 2

H_0 : Denetim görüşleri ile hisse senedi anormal getirileri arasında doğrusal bir *ilişki yoktur*.

H_1 : Denetim görüşleri ile hisse senedi anormal getirileri arasında doğrusal bir *ilişki vardır*.

$$Y^3 = \theta_0 + \theta_1 T-5 + \theta_2 T-4 + \theta_3 T-3 + \theta_4 T-2 + \theta_5 T-1 + \theta_6 T + \theta_7 T+1 + \theta_8 T+2 + \theta_9 T+3 + \theta_{10} T+4 + \theta_{11} T+5 + \varepsilon$$

4. BULGULAR VE DEĞERLENDİRME

Denetim görüşleri farklı olan hisse senetleri anormal getirileri arasında farklılık olup olmadığını belirlemeye yönelik oluşturulan hipotezi test etmek için öncelikli olarak değişkenlerin normal dağılıma uygunluğunun test edilmesi gerekmektedir.

² Hipotez 1 parametrelerinden $\mu_1 = 1$. günde, farklı denetim görüşüne sahip hisse senedi anormal getirileri arasındaki ortalamasını, $\mu_2 = 2$. Günde, farklı denetim görüşüne sahip hisse senedi anormal getirileri arasındaki ortalamasını, $\mu_k = k$. günde, farklı denetim görüşüne sahip hisse senedi anormal getirileri arasındaki ortalamasını göstermektedir.

³ Model parametrelerinden, $Y =$ Bağımlı değişken, $\theta_0 =$ Bağımsız değişkenlerin sıfır değerini aldığı bağımlı değişkenin değeri (sabit değer), $\theta_1, \theta_2, \dots, \theta_{23} =$ Bağımsız değişkenlerin kısmi regresyon katsayıları, $\varepsilon =$ istatistiksel hata terimini göstermektedir.

Tablo-3: Kolmogorov Smirnov^a ve Shapiro Wilk Normallik Test Sonuçları

Değişkenler*	Kolmogorov Smirnov ^a		Shapiro Wilk	
	Statistic	Sig.	Statistic	Sig.
T-5	,118	,041	,927	,008
T-4	,142	,026	,930	,010
T-3	,176	,002	,935	,016
T-2	,228	,000	,780	,000
T-1	,219	,000	,883	,000
T	,213	,000	,848	,000
T+1	,132	,041	,946	,040
T+2	,246	,000	,741	,000
T+3	,251	,000	,863	,003
T+4	,201	,000	,903	,001
T+5	,184	,001	,898	,000

*T, denetim raporu ilan gününü temsil etmektedir.

Çalışmada değişkenlerin normal dağılıma uygunluğu Kolmogorov-Smirnov ve Shapiro-Wilk testleriyle elde edilmeye çalışılmıştır. Elde edilen test sonuçları Tablo-3'de gösterilmiştir. Tablo-3 incelendiğinde değişkenlerin hiç birinin normal dağılıma uygunluk göstermediği (Sign.<0,05) görülmektedir. Bundan dolayı, denetim görüşleri farklı olan hisse senetleri anormal getirileri arasında farklılık olup olmadığını test etmede Mann-Whitney U testi sonuçları kullanılmıştır (Tablo 4).

Tablo-4 incelendiğinde, denetim görüşleri farklılık arz eden şirketlerin hisse senedi anormal getirilerinden; T ve T-5 anormal getirileri %1 anlamlılık düzeyinde, T-4, T+1 ve T+4 anormal getirileri %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı farklılık olduğunu, bu da denetim görüşleri farklılık gösteren şirketler arasında önemli farklılıkların olduğunu ve H_1 ($H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \neq \dots \neq \mu_k$) hipotezinin kabul edildiğini göstermektedir.

Tablo-4: Mann-Whitney U Testi Sonuçları

Değişkenler	Z – Statistic	Sig. [2-tailed]
T-5	-2,935	,001*
T-4	-1,448	,034**
T-3	-,631	,528
T-2	-,229	,819
T-1	-,030	,976
T	-2,611	,009*
T+1	-1,454	,038**
T+2	-,511	,609
T+3	-,860	,390
T+4	-2,223	,026**
T+5	-,463	,643

(*) %1 Anlamlılık Düzeyi, (**) %5 Anlamlılık Düzeyi

Denetim görüşleri farklı olan hisse senetleri anormal getirileri arasında ilişki olup olmadığını test etmede ise Ki-Kare Bağımsızlık Testi kullanılmıştır (Tablo-5).

Tablo-5: Ki-Kare Testi Sonuçları

	Değer	Anlamlılık Düzeyi (Sign. 2)
Ki- Kare	68.865	0,026*
Olasılık Oranı	86,812	0,001
Linear by Linear Association	2,953	0,086
(*)% 5 Anlamlılık Düzeyi		

Tablo-5 incelendiğinde denetim görüşleri farklılık gösteren şirketlerin hisse senedi anormal getirileri arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişkinin olduğunu (Sign.<0,05), H_1 ($H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \neq \dots \neq \mu_k$) hipotezinin kabul edildiğini göstermektedir.

Tablo-6: Regresyon Analiz Sonuçları

Model	R ²	Düzeltilmiş R ²	Durbin-Watson	F	Sign. F [*]	
	,658	,530	2,493	5,160	,000*	
Değişkenler	Standartlaştırılmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar		t	Sign.
	β	Standart Hata	β			
T-5**	5,439	1,550	,329		3,508	,001*
T-4**	4,876	1,832	,257		2,661	,009*
T-3***	4,049	2,191	,168		1,848	,067
T-2***	7,283	1,779	,375		4,094	,074
T-1***	,839	1,308	,053		,641	,523
T**	-4,935	1,279	-,330		-3,860	,000*
T+1**	2,305	1,591	,123		1,449	,005*
T+2***	-1,158	2,208	-,047		-,525	,601
T+3***	-1,548	1,877	-,075		-,825	411
T+4**	6,571	1,748	,351		3,760	,000*
T+5***	1,134	1,597	,061		,711	,479
Sabit Değer	1,634	,039			41,505	,000*

(*) p<0,05 Anlamlılık Düzeyleri, (**) Modele Dahil Edilen Değişkenler, (***)Modele Dahil Edilmeyen Değişkenler

Çalışmada kullanılan değişkenler arasında otokorelasyon olup olmadığı Durbin-Watson testi ile belirlenmiştir. Durbin-Watson test değeri 0-4 arasında bir değer alır ve değeri 2'ye eşit olması durumunda değişkenler arasında otokorelasyon olmadığını ifade etmektedir (Gujarati & Porter 2009, s. 436).

Tablo-6 incelendiğinde Durbin-Watson test değeri (2,493) yukarıda değinilen sınırlar arasında kaldığı için modellerde kullanılan değişkenler arasında otokorolesyon olmadığı anlaşılmaktadır. F değerinin 5,160, (Sign) değerinin ise 0,000 ($p < 0,05$) düzeyinde anlamlı olarak gerçekleştiği görülmektedir. Buna bağlı olarak R^2 değerinin 0,658 olarak gerçekleşmiştir. R^2 değerinin sosyal bilimlerde yapılan araştırmalar için yeterli düzeyde olduğu gözlemlenmektedir. Regresyon analizi sonucuna göre modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkende meydana gelen değişimi açıklama oranı (Düzeltilmiş R^2) %53'tür. Dolayısıyla model uyumluluğu için oluşturulan Hipotez 2'de H_0 hipotezi reddedilmiştir. Yani denetim görüşleri ile hisse senetlerinin anormal getirileri arasında doğrusal bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Böylece oluşturulan modeldeki bağımlı değişken olan denetim görüşleri, hisse senedi anormal getirilerinin %53'ünü modele dahil edilen T-5, T-4, T, T+1 ve T+4 tarafından açıklanırken, %47'lik kısım modele dahil edilmeyen değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Modele dâhil edilmeyen değişkenler, analizde istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır.

Modelde yer alan her bir anormal getirinin modele etkisini belirleyen kısmi regresyon katsayıları (β) incelendiğinde, denetim görüşleri ile T-5, T-4, T+1 ve T+4 değişkeni arasındaki ilişkinin pozitif yönlü, T değişkeninin ise negatif yönlü olduğu görülmektedir. Regresyon analizinden elde edilen β değerlerinin önem dereceleri incelendiğinde T-5 değişkeninin 0,001, T-4 değişkeninin 0,009, T değişkeninin ise 0,000, T+1 değişkeninin 0,005 ve T+4 değişkeninin 0,000 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu nedenle farklı denetim görüşlerinin hisse senedi anormal getirilerine etkisini en iyi açıklayan bağımsız değişkenin T ve T+4 olduğu ortaya çıkmaktadır. İkinci olarak T-5, üçüncü olarak T+1 ve dördüncü olarak da T-4 olduğu görülmektedir. Bu açıklamalar çerçevesinde. Tablo-7'de ortalama ve kümülatif anormal getiriler incelendiğinde denetim raporlarına olumlu görüş bildirilen şirketlerin finansal tablo ilan tarihlerinden 4 ve 5 gün öncesinde, ilan tarihinde, 1 ve 4 gün sonrasında hisse senedi ortalama anormal getirilerinde (AARit) sırasıyla %1,2, %1,5, %1,8, %1 ve %2 bir yükselme gerçekleştiği görülmektedir. Kümülatif anormal getirilerde (CARit) ise sırasıyla %1,2, %2,8, %0,8, %1,9 ve %3,1 bir yükselme gerçekleştiği görülmektedir. Aynı durum görüş bildirmekten kaçınılan ve şartlı görüş bildiren şirketler açısından incelendiğinde ise, ortalama anormal getirilerinde (AARit) sırasıyla -%1,9, -%2, -%1,7, -%2 ve -%0,5 bir düşüş gerçekleştiği görülmektedir. Kümülatif anormal getirilerde ise (CARit) ise sırasıyla -%1,9, -%3,9, -%4,6, -%6,6 ve -%4,9 bir düşüş gerçekleştiği görülmektedir.

Tablo-7: Farklı Denetim Görüşlerinde Ortalama ve Kümülatif Anormal Getiriler

Olay Aralığı	Olumlu Denetim Görüşü Bildiren Şirketler		Şartlı Görüş ve Görüş Bildirmekten Kaçınılan Şirketler	
	Ortalama Anormal Getiriler (AAR _{it} - %)	Kümülatif Anormal Getiriler (CAR _{it} - %)	Ortalama Anormal Getiriler (AAR _{it} - %)	Kümülatif Anormal Getiriler (CAR _{it} - %)
T-5	0,012	0,012	-0,019	-0,019
T-4	0,015	0,028	-0,020	-0,039
T-3	-0,010	0,018	0,014	-0,025
T-2	-0,015	0,003	0,011	-0,014
T-1	-0,012	-0,010	-0,015	-0,029
T	0,018	0,008	-0,017	-0,046
T+1	0,010	0,019	-0,020	-0,066
T+2	-0,005	0,014	0,007	-0,059
T+3	-0,003	0,011	0,015	-0,044
T+4	0,020	0,031	-0,005	-0,049
T+5	-0,023	0,008	0,006	-0,043

Bu açıklamalar çerçevesinde, endeks kapsamında yer alan şirketlerin denetim görüşlerinin kamuya duyurulmadan önce ve duyurulmasıyla şirketlere ait hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilebileceği tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, elde edilen sonuçlar şirketlerle ilgili açıklanan denetim görüşlerine yatırımcıların olumlu ve olumsuz tepki verdiğini göstermektedir. Özellikle, olumlu görüş bildirilen hisse senetlerinin anormal getirilerinde, olay tarihi ve olay tarihini izleyen günlerde elde edilen getirilerin daha yüksek olduğu görülürken, görüş bildirmekten kaçınma ve şartlı görüş bildirilen hisse senetlerinin getirilerinde olay tarihi öncesi, olay tarihi ve olay tarihini izleyen günlerde düşüş olduğu görülmektedir. Ayrıca, olumlu görüş bildirilen hisse senetlerinin getirilerinde, olay tarihinden 4 gün sonrasında en yüksek getirinin olduğu, olumsuz ve şartlı görüşlerde ise olay tarihinden 4 gün öncesi ve 1 gün sonrasında en yüksek düşüşün olduğu görülmektedir.

5. SONUÇ

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 çalışmanın genel sonuçlarına göre denetim görüşleri yatırımcılara bilgi değeri sunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, elde edilen sonuçlar şirketlerle ilgili açıklanan denetim görüşlerine yatırımcıların olumlu ve olumsuz tepki verdiğini göstermektedir.

Bu çalışmada 2009-2014 yılları arasındaki istatistiksel sonuçlar, denetim raporunun açıklandığı tarihten 5 ve 4 gün önce, ilan tarihinde, 1 ve 4 gün sonrasında hisse senedi ortalama anormal getirilerinde sırasıyla %1,2, %1,5, %1,8, %1 ve %2 bir yükselme gerçekleştiği görülmektedir. Aynı durum görüş bildirmekten kaçınılan ve şartlı görüş bildiren şirketler açısından incelendiğinde ise, denetim raporunun açıklandığı tarihten 5 ve 4 gün önce, ilan tarihinde, 1 ve 4 gün sonrasında hisse senedi ortalama anormal getirilerinde sırasıyla -%1,9, -%2, -%1,7, -%2 ve -%0,5 bir düşüş gerçekleştiği görülmektedir.

Elde edilen sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde ise, ülkemiz piyasası henüz yarı güçlü formda dahi etkin değildir ve yatırımcıların bu piyasada kamuya açıklanan yada henüz açıklanmamış özel bilgilerden yararlanılarak anormal getiriler elde etmesi mümkün olabilmektedir. Sonuç olarak, çalışmaya konu olan firmalardan elde edilen veriler doğrultusunda denetim görüşü duyurularının hisse senedi getirisine bir etkisi olduğu tespit edilmiş ve bu durum mevcut piyasanın etkinliği konusunda bilgi vermiştir.

KAYNAKÇA

Al-Thuneibat, A., A., Khamees, B.A., Al-Fayoumi, N.,A. (2008). The Effect Of Qualified Auditors' Opinion On Share Prices: Evidence From Jordan, Managerial Auditing Journal. 23(1), 84-101.

Ameen, C., Elsie, C.M., Guffey, M.D. (1994). Information Content Of The Qualified Audit Opinions For Over-The-Counter Firms. Journal of Business Finance & Accounting, 21(7), 997-1011.

Aygören H., Uyar S. (2007). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası n'da (İMKB) Denetim Görüşlerinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi. İMKB Dergisi, 9(36), 1301-1650.

Bessell, M., Anandarajan, A., Umar, A. (2003). Information Content, Audit Reports And Going-Concern: An Australian Study. Accounting and Finance, 43, 261-282.

Beyazıtılı, E., Kaderli Y., Gürel E. (2008). Kâr Payı Dağıtma Duyurularının Firmaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB'ye Kayıtlı Taş Toprağa Dayalı Sanayide Faaliyet Gösteren Bazı Firmalar Üzerinde Bir Olay Etüdü Çelişmesi. Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi, 8(26), 1-16.

Chen, J.P., Charles, S.X., Zhao, R. (2000). An Emerging Market's Reaction To Initial Modified Audit Opinions: Evidence For The Shanghai Stock Exchange. Contemporary Accounting Research, 17(3), 429-455.

Çakır, H., M., Gülcan, Z. (2012). Şirket Birleşme Ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi. *Mali Çözüm Dergisi*, 113(5), 79-102.

Elliott, R. S., Highfield, M.J., Schaub, M. (2006). Contagion or Competition: Going Concern Audit Opinions for Real Estate Firms. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 32, 435-448.

Firth, M. (1978). Qualified Audit Reports: Their Impact On Investment Decisions. *Accounting Review*, 53(3), 642-649.

Gujarati, D. N. & Porter, D.C. (2009). *Basic Econometrics (Fifth Edition)*. Mc-Graw Hill Companies,

Gul, F.A. (1990). Qualified Audit Reports, Field Dependence, Cognitive Style, And Their Effects On Decision Making. *Accounting and Finance*, 30(2), 15-27.

Herbohn, K. ve Rangunathan, V. (2008). Auditor Reporting and Earnings Management: Some Additional Evidence. *Accounting and Finance*, 48, 575-601.

Houghton, K.A. (1983). Audit Reports: Their Impact On The Loan Decision Process And Outcome: An Experiment. *Accounting & Business Research*, 14(53), 15-20.

Hussainey, K.H. (2009). The Impact of Audit Quality On Earnings Predictability. *Managerial Auditing Journal*, 24(53), 15-20.

Ittonen, K. (2012). Market Reactions To Qualified Audit Reports: Research Approaches. *Accounting Research Journal*, 25(1), 8-24.

Martinez, M.C.P., Martinez, A.V., Benau, M.A. (2004). Reaction of the Spanish Capital Market To Qualified Audit Reports. *European Accounting Review*, 4(2), 261-280.

O'Reilly, D. M. (2010). Do Investors Perceive The Going-Concern Opinion As Useful For Pricing Stocks?. *Managerial Auditing Journal*, 25(1), 4-16.

Robertson, J.C. (1988). Analysts' Reactions To Auditors' Messages In Qualified Reports. *Accounting Horizons*, 2(2), 82-89.

Ryngaert M., Netter J. (1990). Shareholder Wealth Effect of the 1986 Ohia Antitakeover Law Revisited, It's Real Effects. *Journal of Law, Economics, Organization*, 6, 253-262.

Sakarya, Ş. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 147-162.

Schaub, M. (2006). Investor Overreaction To Going Concern Audit Opinion Announcements. *Applied Financial Economics*, 16, 1163–1170.

Tahinakis, P., Mylonakis, J., Daskalopoulou, E. (2010). An Appraisal of the Impact of Audit Qualifications on Firms' Stock Exchange Price Fluctuations. *Journal Name Enterprise Risk Management*, 1(1), 89-99.