

# HİSSE SENETLERİ PİYASALARINDA FİYATLARIN KAMUYA AÇIKLANAN BİLGİLERE DUYARLILIĞI: İMKB'DE İŞLEM GÖREN HİSSE SENETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA<sup>1</sup>

*Oral Erdoğan, Murad Kayacan*

## Özet

Menkul kıymet piyasalarının etkinliğine ilişkin çalışmalar temelde Fisher, Fama, Jensen ve Roll (1969), Fama (1970) ve Fama'nın (1991) vaka çalışmaları metodolojisine dayandırılır. Ancak, literatürde sonraki yıllarda çok sayıda çalışma sadece bir veya iki haber türüne dayalı testler gerçekleştirmiştir. Oysa, menkul kıymet fiyatlarının oluşumunda eş anlı olarak her tür haberin değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu noktadan hareketle, bir menkul kıymete ilişkin olarak fiyata etkili bilgiler iki grupta toplanabilir. Birinci grup, sistematik risk faktörlerine ilişkin bilgileri, ikinci grup ise bunun dışında kalan ve daha çok şirkete özel bilgileri içerir.

Bu çalışmada, hisse senetleri piyasasında haber türlerinin fiyatlara, tutarsal yüzde ve zamansal olarak farklı yansıdığı görüşü test edilmektedir. Vaka analizine dayanan incelemenin sayısal uygulaması Temmuz 1993-Mart 1998 döneminde İMKB'de işlem gören hisse senetlerini ve kamuya açıklanmış toplam 21612 adet haberi baz almaktadır. Neticede, piyasada halka açıklanan bilgiler ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin bir çok durumda asimetrik olduğu, dolayısıyla, piyasada yatırımcıların çok farklı bilgi seviyelerinde olabildiği belirlenmiştir. Bu durumda; (i.) Yatırımcıların öğrenme eğrisinin henüz başlarında olması nedeniyle getiri-risk ikamesini yeterince değerlendiremedikleri, (ii.) Haberlerin piyasada asimetrik etkisi ve zamanında değerlendirilmemekte olduğu ve (iii.) Bilgi dışı yatırımcıların piyasada anomalilere neden olma olasılıklarını artırması hususları ön plana çıkmaktadır.

---

<sup>1</sup> Çalışma 10-13 Eylül 2001 tarihleri arasında düzenlenen V. ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi'nde kabul edilerek sunulmuştur.

## 1 GİRİŞ

Bu çalışmada kullanılan model temel olarak sermaye piyasaları teorisi kapsamında Fama'nın (1991) piyasa incelemeleri alt grubunda yer alan vaka analizidir. Modelin başlangıcı riskli yatırımlarda aşırı getiri hesabı tanımlaması ve değişimlerin incelenmesine dayandırılır. Burada ifade edilen aşırı getiri yaklaşımı Fama (1965) tarafından açıklanan Rassal Yürüyüş Teorisi ile, bir finansal kıymet için gerçekleşen getirinin beklenen getiriden farklılaşmasıdır. Etkin Piyasalar Teorisine göre (Fama, 1970), söz konusu farklılaşmaların en azından zayıf formda etkin bir piyasada ortalama olarak "0" gerçekleşmesi ve normal dağılması beklenmektedir.

Etkin Pazar teorisine göre, piyasada oluşan pay senedi fiyatları şirket ve pay senetleri ile ilgili tüm bilgileri yansıtırlar. Böylece, herhangi bir yatırımcının, şirketle ilgili bir bilgiyi kullanarak piyasada oluşan fiyatlardan satın alma ya da satma yoluyla diğer yatırımcılara göre aşırı bir kazanç sağlaması olanaksızdır.

Literatürde en açık kalan konulardan birisi "aşırı kazanç" ölçümüne ilişkindir. Pratikte ölçülen söz konusu değer veya oran hipotez testlerine konu olmuştur. Örneğin yatırımcıların rasyonel davrandıkları varsayımı ile birlikte, piyasada bir şirkete ilişkin herhangi bir yeni bilgi olmadığı süreçte fiyat değişikliği beklenmeyecektir. Kısa süreli sayısal incelemelerde ise, sermaye piyasası teorisine göre sistematik risk faktörlerini pazar genelinin (pazar portföyü) yansıttığı görüşünden hareketle; her bir menkul kıymetin günlük getirisinden pazar portföyü getirisi düşülerek sistematik olmayan risk faktörlerinin getiri üzerindeki etkisi belirlenebilir. Kuşku yok ki, model yine gerek sistematik risk faktörlerinin ağırlıklı ortalama alınmasından, öte yandan Ross'un (1976) Arbitraj Fiyatlama Teorisi kapsamında sistematik risk faktörlerinin her kıymet getirisine farklı oranlarda yansiyabileceği gerçeğinden dolayı kısıtlar içerir.

Bir hisse senedi için beklenen getiri dolayısıyla, pazar sistematik faktörlere ve sistematik olmayan faktörlere göre iki kısımda değerlendirilebilir. Bu aşamada inceleme portföy yaklaşımından ziyade vaka analizi niteliğinde olduğundan sistematik olmayan faktörler özellikle değerlendirilecektir.

$$E_m(R_{jt}|\Phi_{t-1}) = E_m(R_{jt}|\Omega_{t-1}) + E_m(R_{jt}|\Psi_{t-1}) \quad (1)$$

Formülasyonda, “m” piyasa ve  $E_m$  piyasa beklentisi, R getiri,  $\Phi$  piyasadaki tüm bilgileri,  $\Omega$  pazar portföyünü topyekün etkilediği varsayılan bilgileri (sistemik faktör bilgileri),  $\Psi$  sadece ilgili hisse senedi getirisine etkide bulunan bilgileri ve t de zamanı göstermektedir. İlgili bilgilerin etkin piyasa koşullarında edinildiği ve kamuya açıklanmamış bir bilginin söz konusu olmadığı durumda bilgi seti kullanılarak hisse senedinin bugünkü fiyatı  $\Phi$  bilgi setine ve bir dönem sonraki beklenen fiyata bağlıdır. Yukarıdaki formül, Fama'nın (1970) fiyatlandırma modeline entegre edildiğinde aşağıdaki eşitlik elde edilir:

$$E_m(R_{jt}|\Psi_{t-1}) = \left( \frac{E_m(P_{jt}|\Phi_{t-1})}{P_{j,t-1}} - 1 \right) - E_m(R_{jt}|\Omega_{t-1}) \quad (2)$$

Fiyat notasyonu P olan ifadeye göre, sistemik olmayan faktörlere dayalı olarak beklenecek getiri, tüm bilgi setine göre beklenen getiri oranından pazar beklentisine göre oluşacak getiri oranının düşülmesiyle bulunur. Dolayısıyla, piyasada bir şirkete ilişkin olarak sistemik olmayan haber olmadığı durumlarda  $E(R_{jt} | \Psi)$  “0” beklenecektir. İfadede ayrıca, ikinci terimin “incelenen vaka” ve “bunun dışında kalan haberler” olmak üzere ampirik testlerde iki grupta ele alınması da mümkündür. Örneğin sermaye artırım kararı alınması haberine ilişkin test yapılırken bazı gözlemlerde sermaye artırım dışında başka haberler de inceleme dönemi içinde ortaya çıkmış olabilir. Bu durumda, özellikle gözlem sayısının düşük olduğu incelemelerde seçilen vaka dışında ortaya çıkan haber etkisi  $E(R_{jt} | \Psi')$  formüle edilebilir.

$$E_m(R_{jt}|\Psi_{t-1}) = \left( \frac{E_m(P_{jt}|\Phi_{t-1})}{P_{j,t-1}} - 1 \right) - [E_m(R_{jt}|\Omega_{t-1}) + E_m(R_{jt}|\Psi'_{t-1})] \quad (3)$$

Formülde, 2 no.lu formülde içermeyen haber etkisi dahil edilmiş olup, vakaya konu haberin dışında kalıp yine sistemik olmayan bir bilgi  $\Psi'$  ile gösterilmiştir. Gözlem sayısı artırıldığında ise, kullanılan dağılım türü ve istatistik anlamlılık düzeyinde ortalama ve standart sapmaya göre yorum mümkündür. *Ex post* analizde aşırı getiri bir anlamda pazar üstü getiri kabul edildiğinde, 2 ve 3 No.lu formülün ilk terimi  $R_{jt}$  ve ikinci terimleri

$R_m$  ve 3 no.lu formülün sağ tarafındaki " $E_m(R_{jt} | \Psi'_{t-1})$ " terimi vaka dışında ancak haber döneminde ortaya çıkan diğer sistematik olmayan haber veya haberlerin ortalama aşırı getiri beklentisi olmak üzere, vakaya ilişkin aşırı getiri şöyle ifade edilebilir:

$$AR_t = R_{jt} - (R_{mt} + AR') \quad (4)$$

Fisher, Fama, Jensen ve Roll (FFJR) (1969), piyasa üzeri getiri yaklaşımını vaka analizine uygulamak suretiyle, sermaye artırım haberlerinin etkisini test etmiştir. Bu çerçevede 3 no.lu formül tek vakaya veya haber türüne ilişkin gözlemlerin inceleme döneminden bağımsızlığı kabulüyle kümülatif düşünüldüğünde, vakaya ilişkin toplam ortalama aşırı getirinin hesabı gerçekleştirilebilir.

## 2 YÖNTEM ve VERİ

Hesaplamalarda izlenen yöntem; sermaye piyasaları ve etkin pazar kuramları çerçevesinde haber anı, öncesi ve sonrasında oluşan getirilerde piyasa üzeri değişimlerin test edilmesine dayandırılmıştır. Hipotez gereği; piyasa üzeri getirinin sadece haber kaynaklı olması, asimetrik oluşmaması ve büyük olasılıkla "0" değerine eşit ve/veya çok yakın gerçekleşmesi beklenmektedir. Öte yandan, haber öncesinde kaydadeğer değişimlerin oluşması bilginin önceden kullanılmış olabileceği; haber sonrası ani değişimlerin gözlenmesi ise, aşırı tepki veya düzeltmelerin etkili olabileceği kanısını kuvvetlendirecektir. Bu durumlar ise, piyasa anomalileri ile açıklanmaktadır. Bir hisse senedi fiyatı için kısa dönemli (günlük) getirinin iki nedenle oluşabileceği kabulü yapılmıştır. Birinci grup neden, tüm piyasayı etkileyeceği düşünülen sistematik faktörlerden kaynaklanmakta olup, piyasa endeksi değişimi ile ölçümlenebilecektir. İkinci grup ise, hisse senedinin kendi özel durumlarından kaynaklanan sistematik olmayan faktörlerin etkisini içermektedir. Sistematik riski temsil etmek üzere İMKB bileşik endeksi iyi çeşitlendirilmiş pazar portföyü olarak kabul edilmiştir. Hisse senetlerinin günlük getirilerinin pazar endeksinin günlük değişiminden arındırılmasıyla sadece hisse senedine yönelik bilgi etkilerinin analizi mümkün hale getirilmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliği" ve İMKB Kotasyon Yönetmeliği ile uygulamada karşılaşılan durumlar ışığında, kamuya açıklanan haberlere ait tür ve kodlama yapılarak Haber Kodları Listesi hazırlanmıştır. Uygulanan yöntem çerçevesinde, Borsa'da işlem gören 235 şirkete ait Temmuz 1993-

Mart 1998 dönemini içeren 21612 adet haber, söz konusu Kodlar Listesi'ne uygun formatta kodlanmıştır. Dolayısıyla, 70 haber koduna göre 21.612 adet haberin şirket ve sektörler itibariyle dağılımı yapılmıştır.

Habere konu bilgi gruplarının fiyatlar üzerinde etkisini belirlemek üzere tüm hisse senetlerine ait 3.4.1995-27.3.1998 dönemi günlük bazda düzeltilmiş fiyatlar kullanılarak günlük aritmetik getiriler hesaplanmıştır.

Piyasa genelini temsilen İMKB Bileşik endeksi dikkate alınarak 235 hisse senedinin 817 gün için piyasa üzeri günlük getirileri hesaplanmıştır. Vaka sıklıkları da dikkate alınarak 20 tür haberin hisse senetleri fiyatlarına etkisi vaka çalışması kapsamına alınmıştır. Bu vakalara ilişkin piyasa üstü getiri grafikleri çizilerek bilginin fiyata etkisi kantitatif olarak ölçülebilir hale getirilmiştir.

### 3 BULGULAR

Bilgi gruplarında vaka sıklığı dikkate alınarak; haber kodları sıklık dağılımında toplamın yaklaşık %50'sini oluşturan haberlerin kodları ve yüzdeleri sırasıyla aşağıdaki Tablo'da verilmiştir. Toplam haber kodlarının dağılımı incelenerek, en çok karşılaşılan vakaların "temettü dağıtımı" ve "sermaye artırımına" ilişkin haberler olduğu görülmüştür.

**Tablo 1:**

HÜKÜM	KOD	BİLGİ TÜRÜ	%
<b>Seri 8 No 20/ Md.3/Eh</b>	3508	Halka açık anonim ortaklıklarda temettü ödeme tarihlerinin belirlenmesi,	13,4
<b>Seri 8 No 20/ Md.3/Ee</b>	3505	Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda, ortaklık yönetim kurulunca sermayenin artırılması veya azaltılması için genel kurula öneri götürülmesi kararı alınması,	13,1
<b>Seri 8 No 20/ Md.6</b>	6000	Büyük Miktarlarda Hisse Senedi Satışları (Satış ya da alış duyurusu; Satış ya da alış gerçekleşmesi; Özel emre ilişkin haber)	11,0
<b>Seri 8 No 20/ Md.5</b>	5000	Doğrulama Yükümlülüğü	6,0
<b>KY Md18/Ag</b>	3511	SPK'ya Sermaye artırım başvurusu	4,6

Açıklama: 3505 kodlu haber asıl itibariyle esas sermaye sistemindeki ortaklıklara ilişkin olmakla birlikte sermaye artırım önerisi tüm şirketler için dikkate alınmıştır.

#### 3.1 SPK Seri 8 No 20 Tebliği ve Kamunun Aydınlatılması

Şirketlere ilişkin günlük bültende yayınlanmış Temmuz 1993-Mart 1998 dönemini içeren 21.612 adet haber dikkate alındığında; kamunun aydınlatılmasında en etkin iletişim sistemine geçilmesi kaçınılmaz olduğu tespit edilmektedir. Böylelikle, bilgilerin daha kısa sürede ve etkin bir şekilde piyasa tarafından değerlendirilmesi imkanı doğmuş olacaktır.

Özel durumların kamuya açıklanmasında tüm haberlerin şirketler tarafından Borsa'ya bildirilmekte olması ve ayrıca halka açık şirket sayısının da hızla artıyor olması; bilgilerin kamuya duyurulmasında kontrol aşamalarını zorlaştırıcı faktörlerdir. Şirketlerin

özel durum olarak yayınlaması gereken haber türlerini değerlendirmedeki güçlükleri ve bazı haberlerin şirketler tarafından gecikmeli yayınlanabilmesi ve bazılarının ise spekülasyon amaçlı olması ihtimalleri zorluğu yaratan temel unsurlardır.

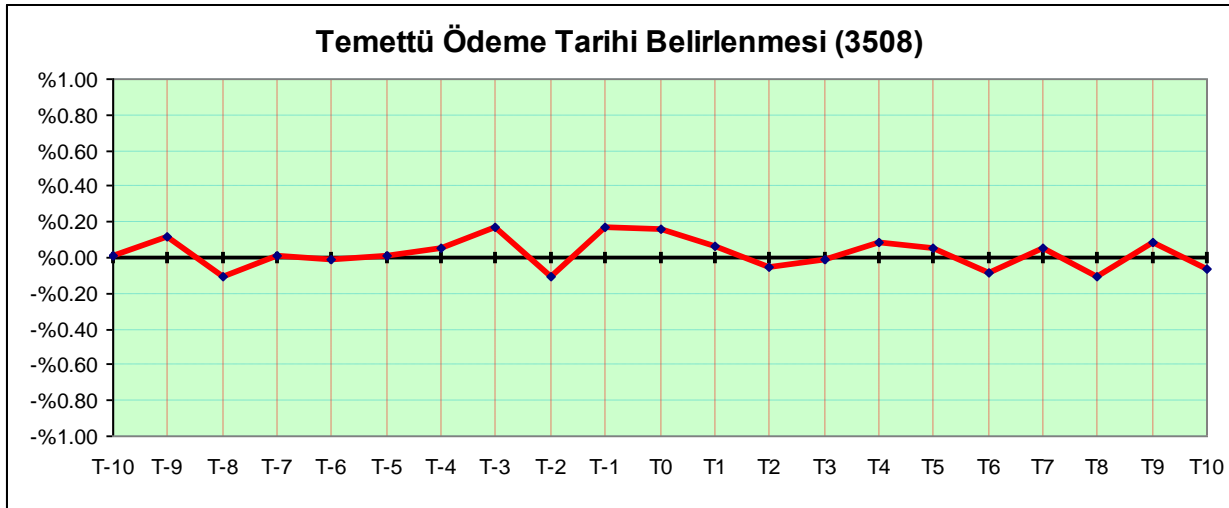
### 3.2 Haberlerin Fiyatlara Yansıması - Vaka Analizleri

Tüm şirketler itibarıyla en çok rastlandığı belirlenen haberlerin hisse senedi getirilerine etkisi vakalar bazında belirlenerek grafikler ile sunulmuştur. Neticede, İMKB hisse senetleri piyasasında kamuya duyurulan bilgilerin fiyatlara yansımaktadır. Ancak, bazı vakalarda ve/veya bazı dönemlerde getiriler ile bilgi arasında simetrik bir ilişki bulunmaması, piyasanın bilgi bazında tam etkin işlemediğinin göstergesidir.

#### 3.2.1 Temettü Ödeme Tarihi

Seri 8 No 20/ Md.3/E/h gereğince, halka açık anonim ortaklıklarda temettü ödeme tarihlerinin belirlenmesine ilişkin haberlerin günlük bültende yayınlanması, haber anı (To) itibarıyla piyasada olumlu etki yapmaktadır. Haber öncesindeki iki ve sekizinci günler dışında, temettü haberi piyasa üzeri kazançlara imkan tanımakta; haber sonrasındaki günlerde ise, ortalama bazda olumlu ya da olumsuz etkinin oluşumunda volatilité gözlenmektedir (Grafik 1).

#### Grafik 1



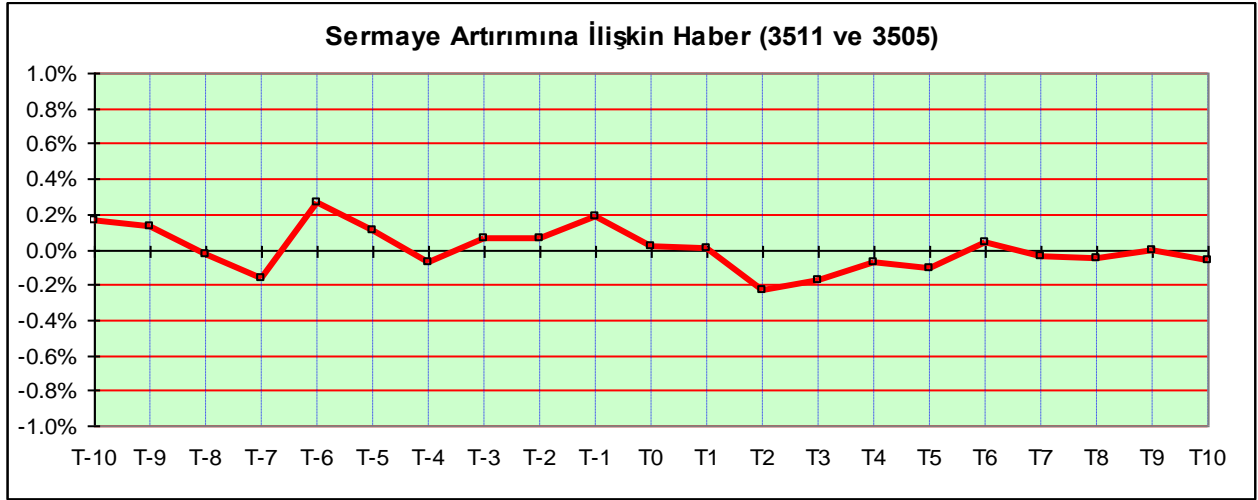
Açıklama: Haber sayısı: 1961; Şirket sayısı:224.

#### 3.2.2 Sermaye Artırım Kararı

Seri 8 No 20/ Md.3/E/e gereğince, halka açık anonim ortaklıklarda sermaye artırımını yapılmasına yönelik karar verilmesi piyasaya öncelikle olumlu etkide bulunmaktadır. Nitekim, haber gününden altı gün öncesi ile haberden bir sonraki güne kadar piyasa üzeri kazanç oluşmaktadır. İki, üç ve dördüncü günlerde ise, piyasa altında bir getiri gözlenmekte oluşu piyasanın bir düzeltme gereksinimi duyduğunu göstermektedir.

Özetle, sermaye artırım haberine ilişkin bilgi piyasada haber anından önce olumlu, haber sonrasında ise olumsuz olarak değerlendirilebilir.

**Grafik 2**

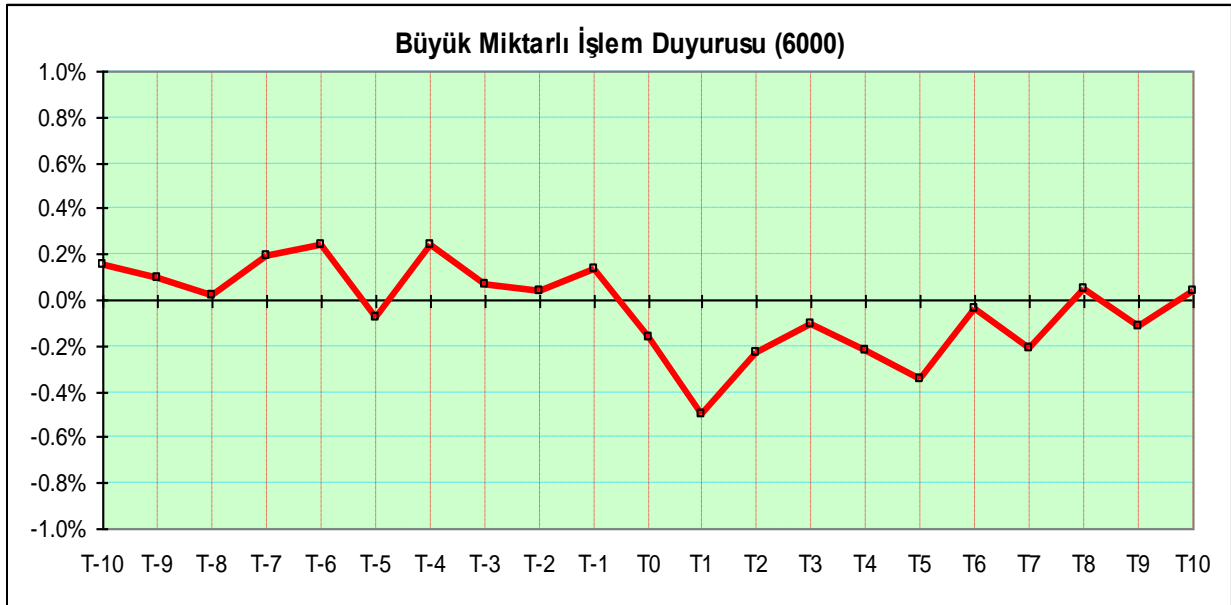


Açıklama: Haber sayısı: 1800; Şirket sayısı:211.

### 3.2.3 Büyük Miktarlı İşlem Duyurusu

Tebliğ'in altıncı maddesi uyarınca büyük miktarlı işlemlere ilişkin duyuruların ise, ağırlıklı olarak satış kaynaklı olması nedeniyle haberle birlikte piyasaya göre daha düşük getiri oranları gerçekleşmektedir. Haber anından önce piyasa üzeri getirilerin pozitif olmasına karşılık haberden sonra negatif etkili bir haber özelliği tespit edilmektedir (Grafik 3). Neticede, büyük miktarlı işlemlere ilişkin haberler piyasada etkilidir.

**Grafik 3**

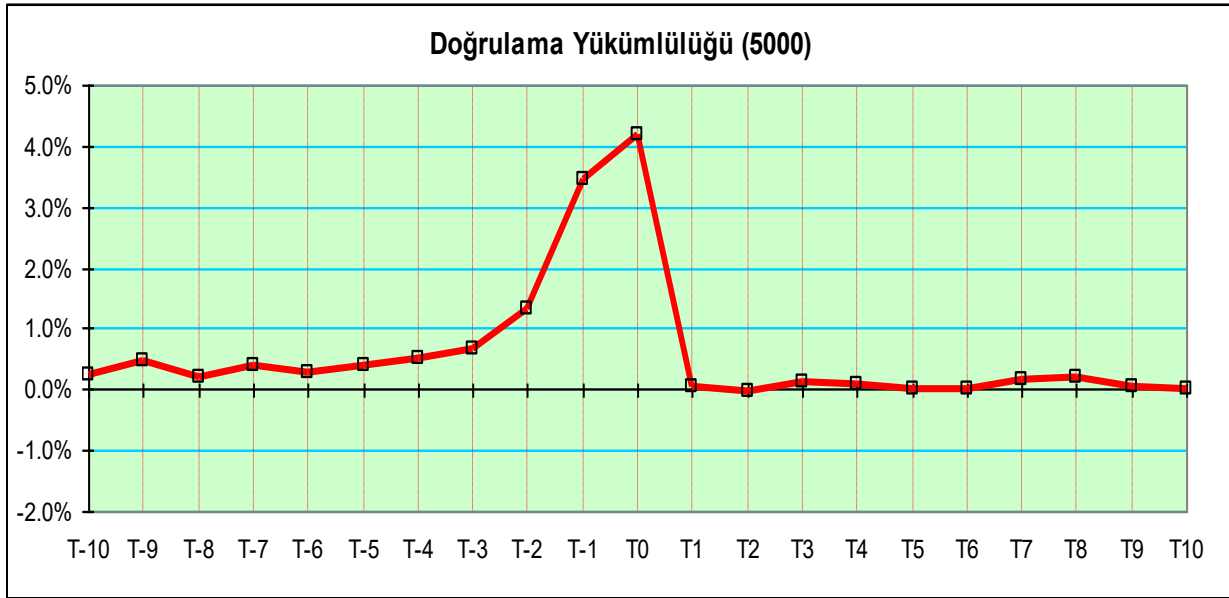


Açıklama: Haber sayısı: 1606; Şirket sayısı:192.

### 3.2.4 Doğrulama Yükümlülüğü

SPK Seri 8 No 20 Tebliği uyarınca henüz kamuya açıklanmamış bir özel durumun olup olmadığı ve tasarruf sahiplerinin yatırım kararlarını veya sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını etkileyebilecek öneme sahip, basın-yayın organları veya kamuoyunda çıkan ve ortaklığı temsile yetkili kişiler kaynaklı olmayan haber ve söylentilere dair ortaklıklar tarafından yapılması gereken açıklamalara ilişkin olarak yapılan analiz, “doğrulama yükümlülüğü” adı altında incelenmiştir. Sözkonusu haber; haber tarihi ve öncesindeki 10 günlük süreçte piyasa üzeri getiriye imkan vermekte olup; haber tarihi ve öncesindeki 3 gün içinde aşırı getiri oluşması anomali durumudur. Özel durum haberinin yayınlanmasını takiben piyasa normallerinde getiri sağlanması, bu görüşü desteklemektedir. Dolayısıyla, Borsa'nın özellikle, ortaklıklardan doğrulama yükümlülüğüne ilişkin olarak bilgi talebinde bulunması, piyasa anomalisini önleyici niteliktedir.

#### Grafik 4



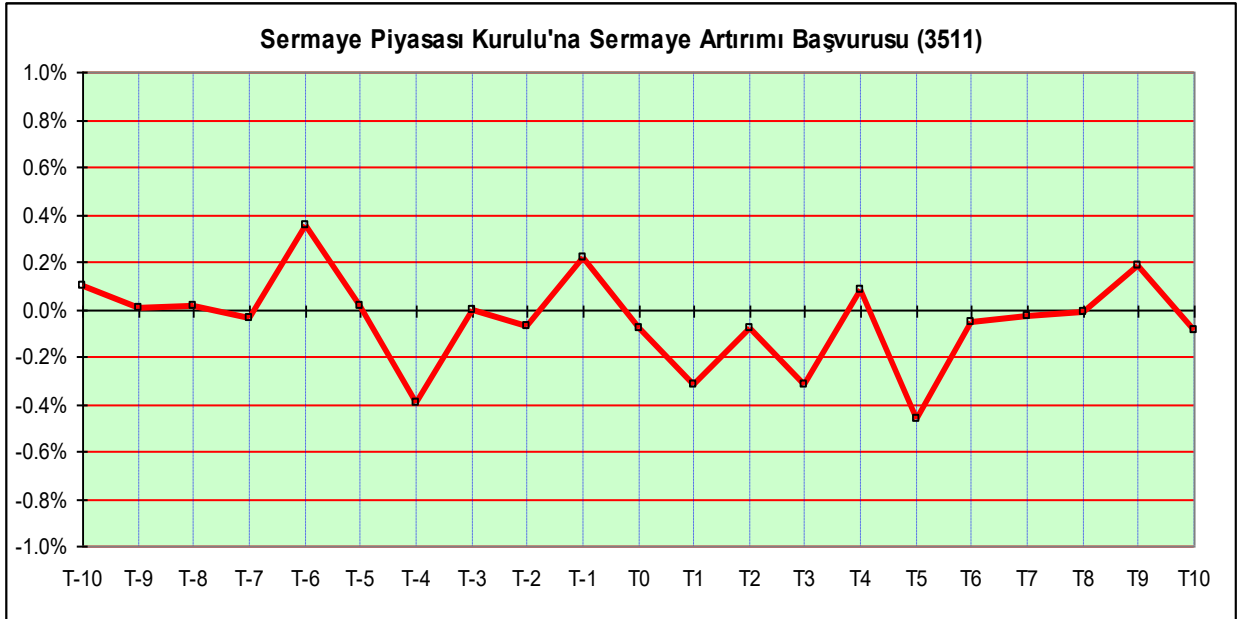
Açıklama: Haber sayısı: 1111; Şirket sayısı:214.

### 3.2.5 Sermaye Artırımına İlişkin SPK'ya Başvuru

Sermaye artırımına ilişkin SPK'ya başvuruların ayrıca değerlendirildiği analizde (3511), vakaya konu şirketlerin haber döneminde piyasa üzeri getiri sağlamadıkları gözlenmektedir. Sadece, haber anından bir gün önce piyasa üzeri getiri olması, haberin kısa süreli olumlu etkide bulunabildiğini gösterir. Öte yandan, haber sonrasında iki gün hariç aşırı kayıp oluşması diğer dikkat çekici noktadır.



**Grafik 5**

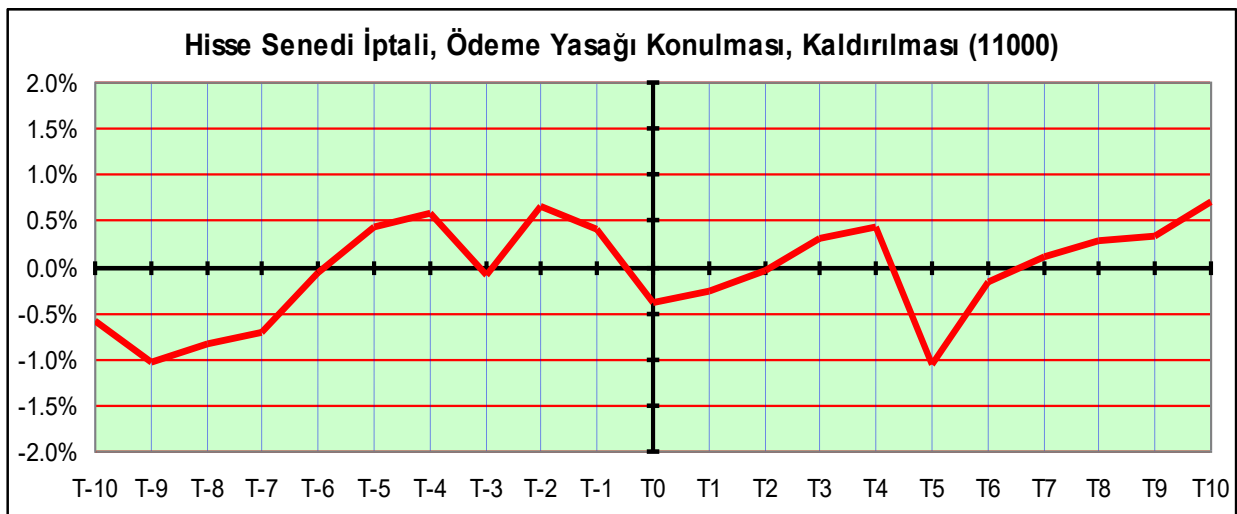


Açıklama: Haber sayısı: 613; Şirket sayısı:184.

### 3.2.6 Hisse Senedi İptali, Ödeme Yasağı Kaldırılması, Konulması

Özel durum kapsamında olmayan ancak Borsa ve/veya Takasbank'ın duyurusu olan haberlere ilişkin olarak hisse senedi iptali, ödeme yasağı kaldırılması/konulması haberinin fiyatlar üzerinde etkili olabildiği gözlenmektedir. Haberin gerçekleşmesinden ziyade; piyasa üzeri getirilerde %1 bandında olmakla birlikte ciddi oynaklığın bulunması, sözkonusu hisse senedi iptali ve ödeme yasağına konu işlemlerin ileriki çalışmalarda incelenmesinin gerekliliğini ön plana çıkarmaktadır.

**Grafik 6**



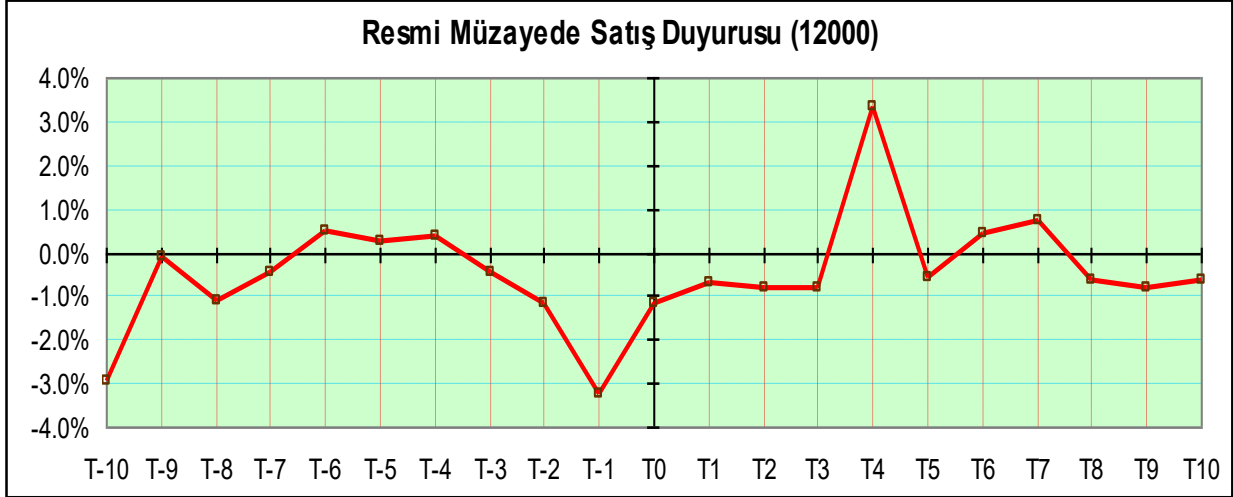
Açıklama: Haber sayısı: 61 ; Şirket sayısı: 39.

### 3.2.7 Resmi Müzayede Satış Duyurusu

Özel durum kapsamında olmayan ancak Günlük Bülten'de yayınlanan resmi müzayede

satış duyuruları piyasada etkilidir. Ancak, incelenen dönemde sadece 6 haberle analiz yapılmış olması ve diğer haber etkilerinin söz konusu olması güçlü bir yorum yapılmasını kısıtlamaktadır.

### Grafik 7

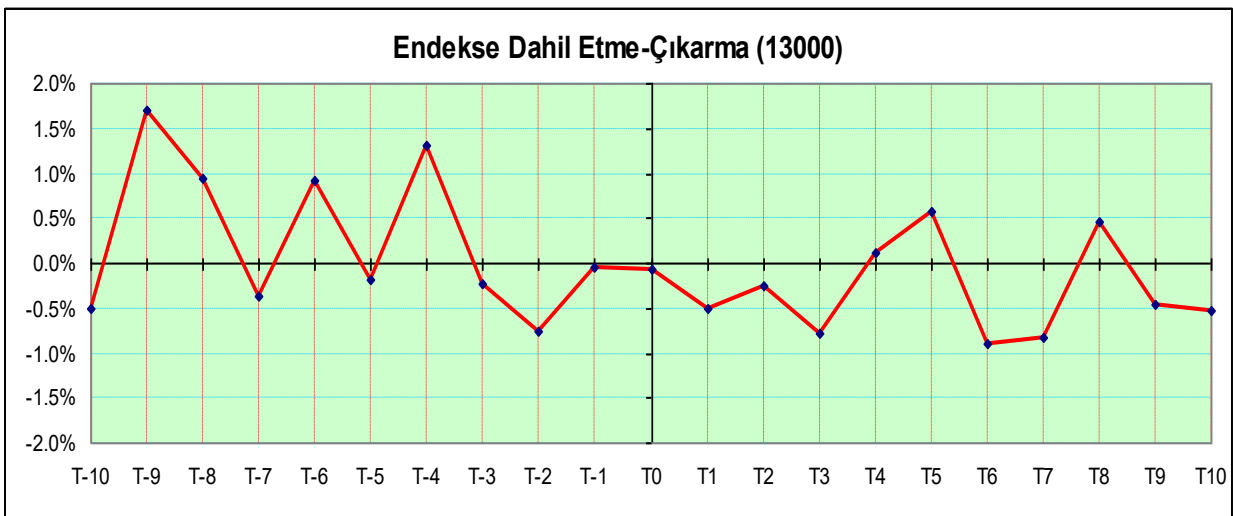


Açıklama: Haber sayısı: 6 ; Şirket sayısı: 6.

### 3.2.8 Endekse Dahil Etme, Çıkarma

Özel durum kapsamında olmayan ancak Günlük Bülten'de yayınlandığı üzere, endekse dahil etme ve çıkarmaya ilişkin haberlerin, vakaya ilişkin 61 gözlem çerçevesinde, piyasada önemli bir etkiye neden olmadığı belirtilebilir. Ancak, haberin çıkışından önceki 3. günün evelinde ciddi yükselmelerin ve ayrıca kayıpların gerçekleşmesi, bir spekülasyonun mevcudiyeti ihtimalini artırmaktadır.

### Grafik 8

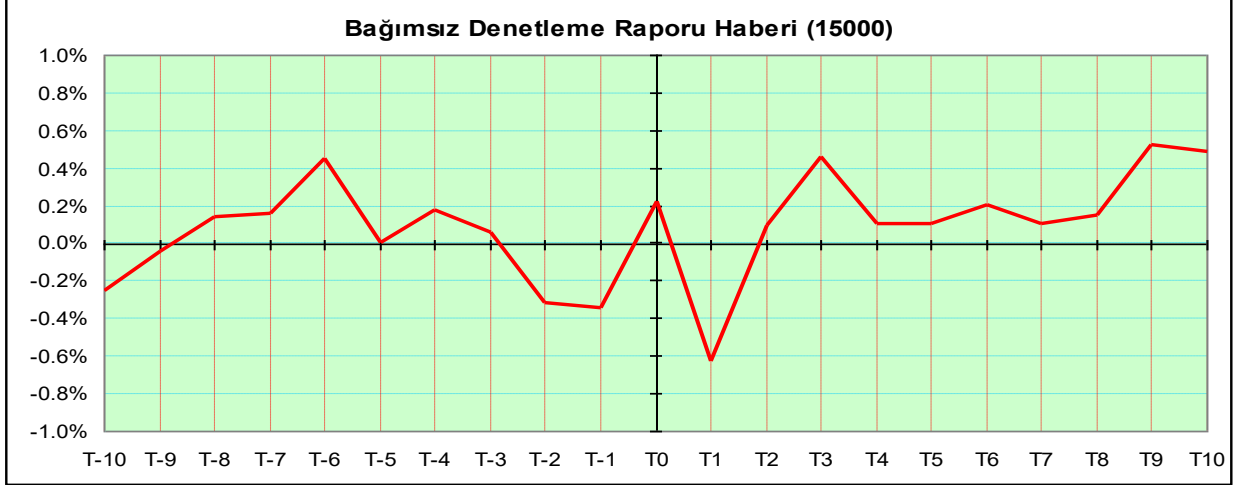


Açıklama: Haber sayısı: 61 ; Şirket sayısı: 39.

### 3.2.9 Bağımsız Denetleme Raporu Haberi

İMKB Günlük Bülten’de yayınlanan bağımsız denetleme hakkındaki haberlerin çıktığı günü haber anı kabul edilerek yapılan analizde, inceleme dönemi itibariyle haberin piyasada ciddi bir etkisinin olmadığı saptanmaktadır. Nitekim, Grafik’te belirlendiği üzere, aşırı getiri olasılığı olmakla birlikte, günlük %0,5 bandı içerisindedir.

#### Grafik 9

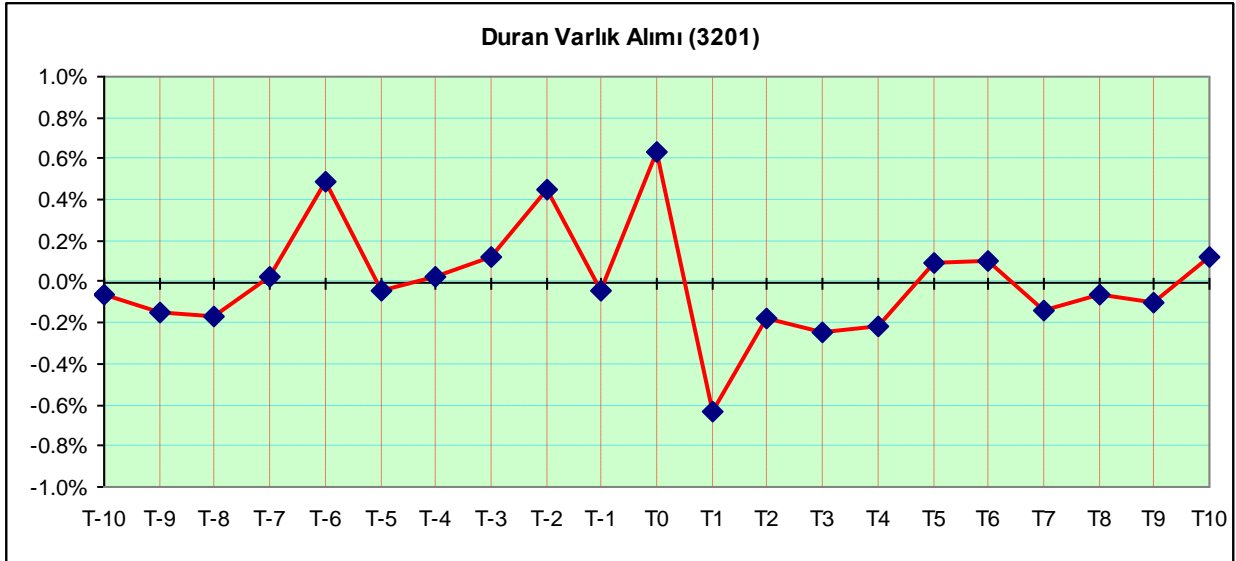


Açıklama: Haber sayısı: 384 ; Şirket sayısı: 190.

### 3.2.10 Duran Varlık Alımı, Satımı, Kiralanması

Seri 8 No 20 Tebliği'nin üçüncü maddesi bağlamında; 575 habere ilişkin yapılan analizde; alım, satım ya da kiralama durumları ve ayrıca tutar büyüklükleri dikkate alınmadığından ancak genel bir değerlendirme imkanı bulunan bu çalışmada, şirketlere ilişkin önemli haberler arasında nitelenebilecek duran varlık alımı, satımı veya kiralanması haberleri, haber anı itibariyle olumlu etki yarattığı görülmektedir. Haberden önceki 2 ve 6. günlerde aşırı getiri imkanlarının oluşması ise içerden bilgi kullanımına ilişkin bir sinyal olarak düşünülebilir. Haberin yayınlanmasından sonraki getiri grafiğinde; piyasaya göre genelde negatif olmakla birlikte piyasa yönünde hareket izlenmektedir.

**Grafik 10**

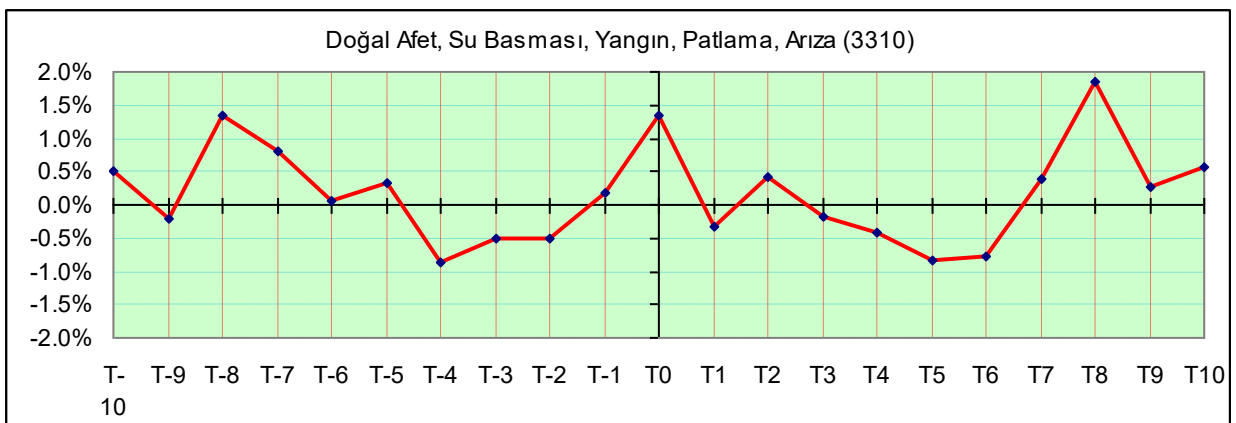


Açıklama: Haber sayısı: 575 ; Şirket sayısı: 191.

### 3.2.11 Doğal Afet, Su Basması, Yangın, Patlama, Arıza

Tebliğin üçüncü maadesi kapsamında doğal afetler, su basması, yangın, (patlama, arıza) olaylarına ilişkin olarak incelenen dönemdeki haber sayısı nispeten sınırlı olmakla beraber (17 haber), piyasa üzeri getiri volatilitesi önemlidir. Özellikle haber anından önceki yükseliş trendine karşı, haber sonrasındaki piyasa altındaki getiri dikkat çekicidir. Söz konusu haberlerin piyasaya ulaşmasıyla enformasyon ile getiri arasında asimetric ilişki oluşması diğer bir ifadeyle haberin yayınlandığı anda teorik olarak piyasayı olumsuz etkilemesi beklenen haberin haber günü ve haber sonrasındaki ikinci gün piyasa üzeri kazanca imkan tanınması bu tür haberlerin ayrıntılı incelenmesini gerekli kılmaktadır. Ancak, ilgili vakanın yalnızca 17 habere dayanılarak test edilebilmiş olması, diğer haberlerin etkilerini tam olarak ihmal etmeyi güçleştirdiğinden sağlıklı değerlendirme imkanını kısıtlamaktadır.

**Grafik 51**

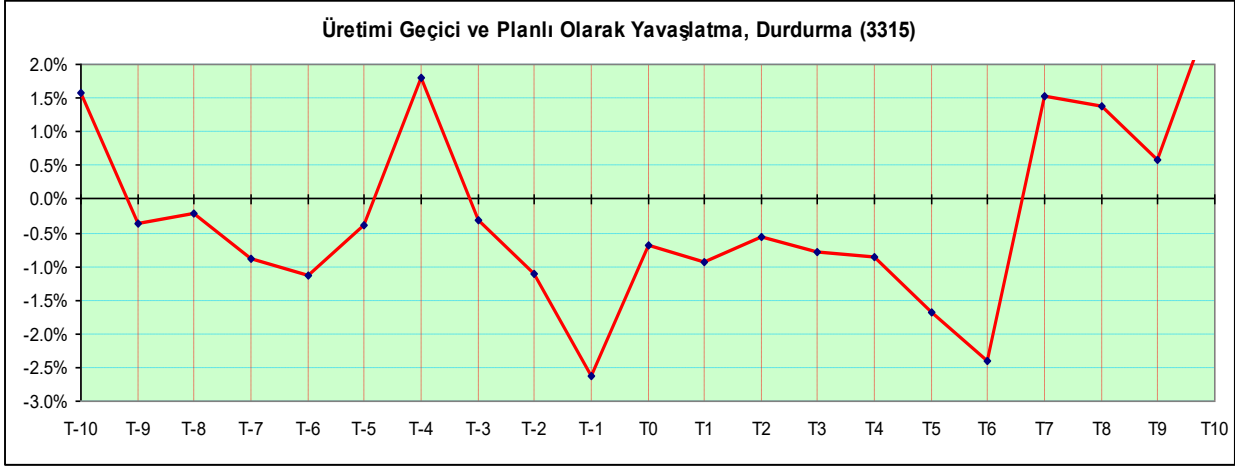


Açıklama: Haber sayısı: 17 ; Şirket sayısı: 15.

### 3.2.12 Üretimin Geçici ve Planlı Olarak Yavaşlatılması

Seri 8 No 20 sayılı Tebliğin 3. Maddesine girmekle birlikte alt başlıklarında yer verilmeyen “üretimin geçici ve planlı olarak yavaşlatılması”na ilişkin haberler incelendiğinde; haberin piyasada kaydadeğer bir şekilde olumsuz etkisi belirlenmektedir. Haberin 3 gün öncesinden, 6 gün sonrasına kadar piyasa üzeri getiri negatiftir.

**Grafik 62**

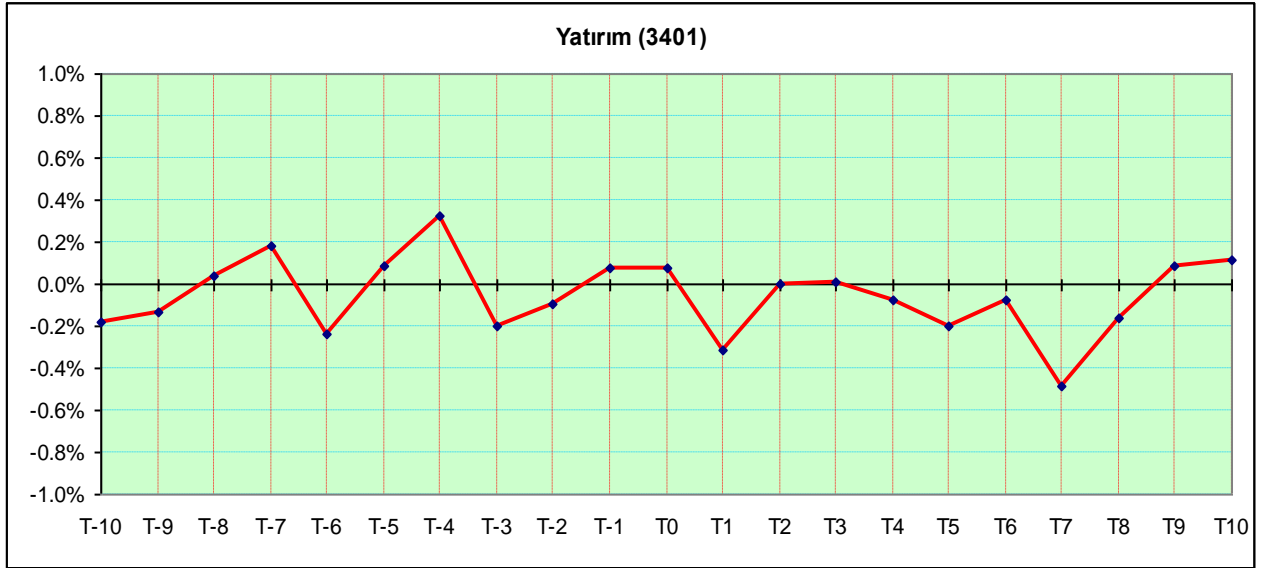


Açıklama: Haber sayısı: 8; Şirket sayısı: 3.

### 3.2.13 Ortaklık Yatırımlarına İlişkin Haber

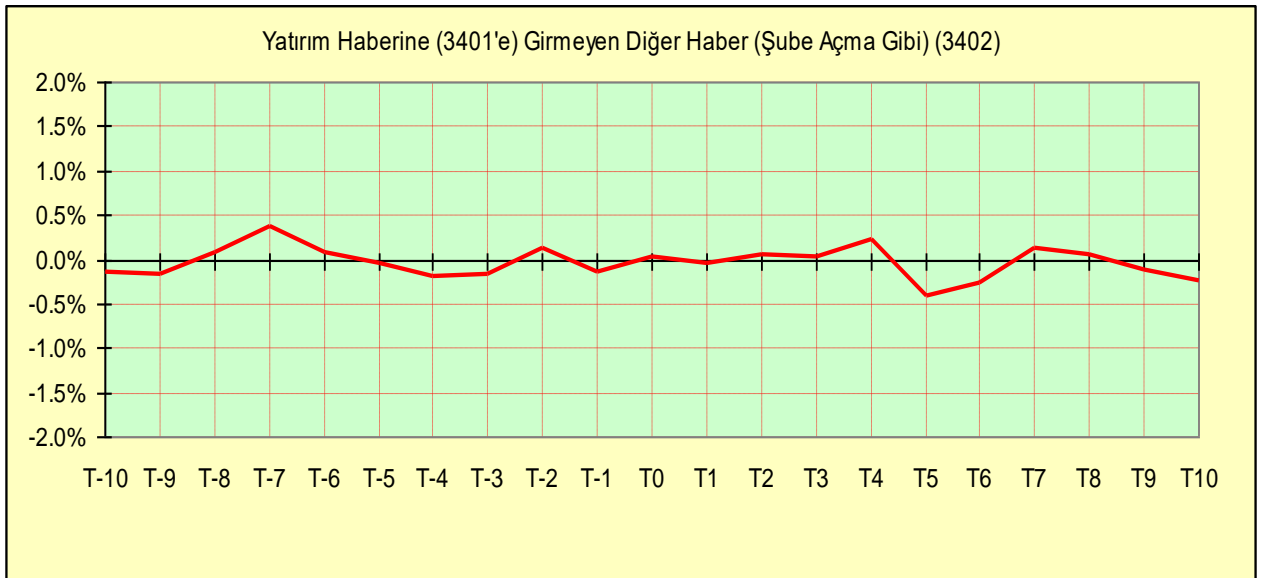
Yapılan vaka analizleri içerisinde beklenenin aksine çıkan en ilginç bulgu, ortaklık yatırımlarına ilişkindir. Şirketlerin yatırımlarına ilişkin kamuya duyurdukları bilgilerin haber anı ve 10 günlük dönemi itibarıyla piyasa üzeri değişim göstermemesi, haberi en azından kısa vadede değersizleştirmektedir. 767 habere dayalı yapılan incelemenin ayrıntılı yapılması ve uzun vadeyi de içererek incelenmesi düşünülebilecektir. İncelemede söz konusu vakayı iki grupta toplayarak,

### Grafik 73



Açıklama: Haber sayısı: 393.

### Grafik 8i

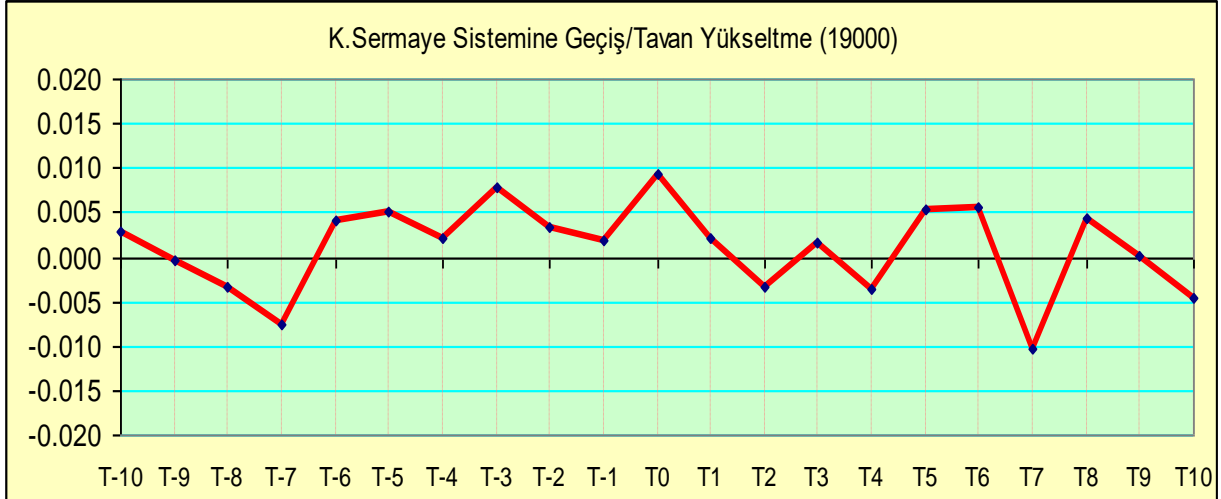


Açıklama: Haber sayısı 374.

#### 3.2.14 Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçiş

Esas sermaye sisteminden kayıtlı sermaye sistemine geçişe ilişkin haberlerin incelenen dönemde yayın tarihinden (T0) altı gün öncesine kadar piyasa üstü getiriye neden olduğu tespit edilmiştir. Getiri 0.001 bandında olmakla beraber haberin Tebliğe göre duyurulmasından önce bilginin piyasaya ulaştığı yorumu yapılabilecektir. İncelenen 101 gözleme göre haberin açıklanmasından sonra piyasa üzeri getiri yerini 0.001 bandında salınımına bırakmaktadır.

### Grafik 9

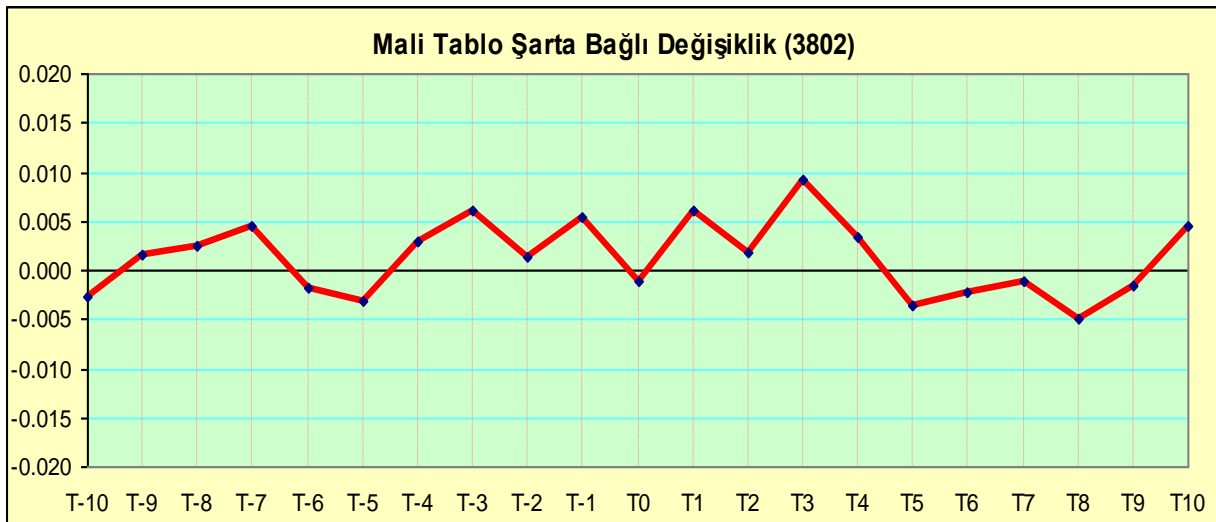


Açıklama: Haber sayısı: 101.

### 3.2.15 Mali Tablo Değişiklik

Konuya ilişkin 142 verinin incelendiği grafikte de görüldüğü gibi haberin açıklanması öncesinde dört gün boyunca piyasa üstü getiri pozitif olmuş ve bu durum aynı şekilde açıklama sonrası dört gün boyunca devam etmiştir. Getiri %1 bandında olmakla beraber piyasanın haberi olumlu karşıladığı görülmektedir.

### Grafik 10



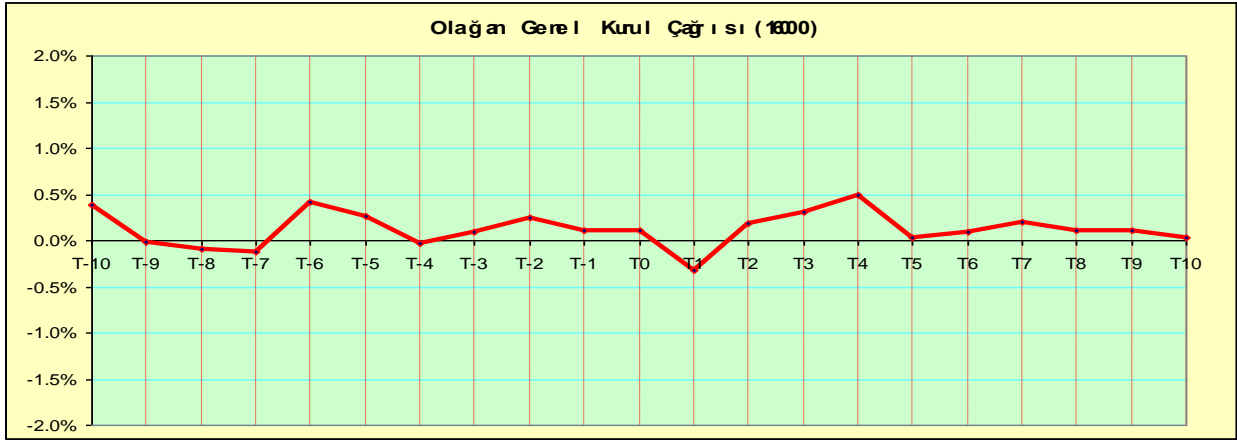
Açıklama: Haber sayısı: 142.

### 3.2.16 Genel Kurul

Kamuya duyuru sıklığı yüksek olan söz konusu habere ilişkin olarak 346 veri ile yapılan inceleme de haberin duyurulması öncesi ve sonrasında piyasa üstü getirinin pozitif döndüğü görülmektedir. İlginç olan haberin duyurulmasının öncesindeki 6 gün boyunca ulaşılan pozitif getiri %0.5 bandında olup; bilginin yatırımcılar tarafından öğrenildiğini

göstermektedir. Açıklamadan hemen sonra getirinin negatife dönmesi ise yatırımcıların bir günlük kararsızlık dönemi geçirdiği yönünde yorumlanabilecektir.

**Grafik 11**

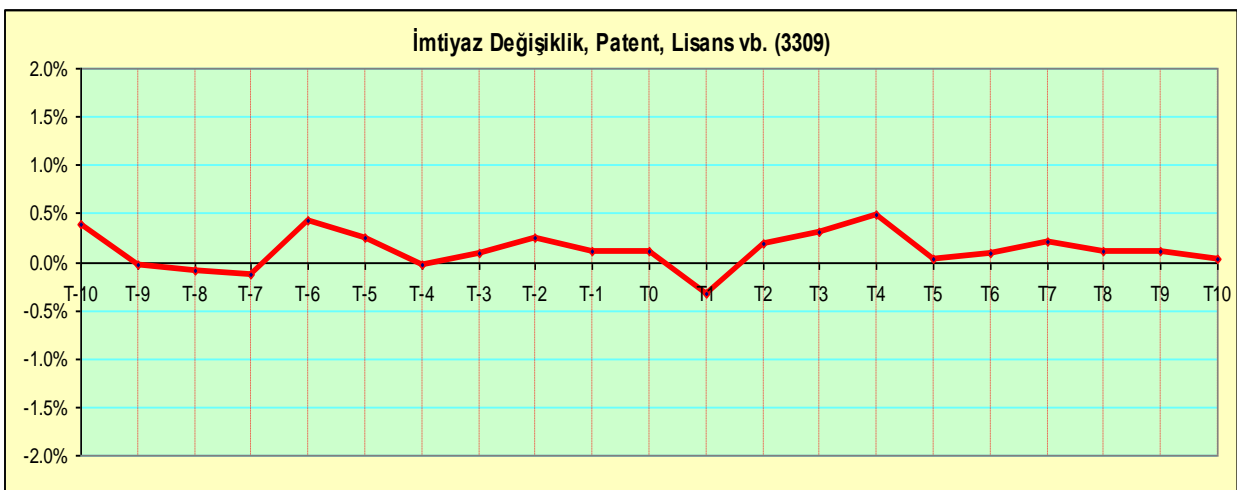


Açıklama: Haber sayısı: 346.

### 3.2.17 İmtiyaz Değişikliği

İşletmelerin gelecek dönem başarılarına, teknolojik yenileme ve uygulamalarına ve ciro imkanlarına ilişkin önemli göstergelerden biri olan imtiyaz hakkındaki değişiklikler, patent alınması, lisans hakkı kullanılması üzerinedir. Analiz sonucuna göre, söz konusu haberin fiyatlarda nispeten olumlu etkisi bulunmaktadır. Özellikle haber günü ve öncesindeki üç gün ile haberden sonraki üç günlük ortalama pozitif aşırı getirinin mevcudiyeti, haber anından sonra dahi haberin olumlu içeriğinin tekrar değerlendirildiğini göstermektedir. Piyasa yatırımcısı açısından haber çıkış günü dahi alım yönünde bir sinyal düşünülebilir.

**Grafik 12**

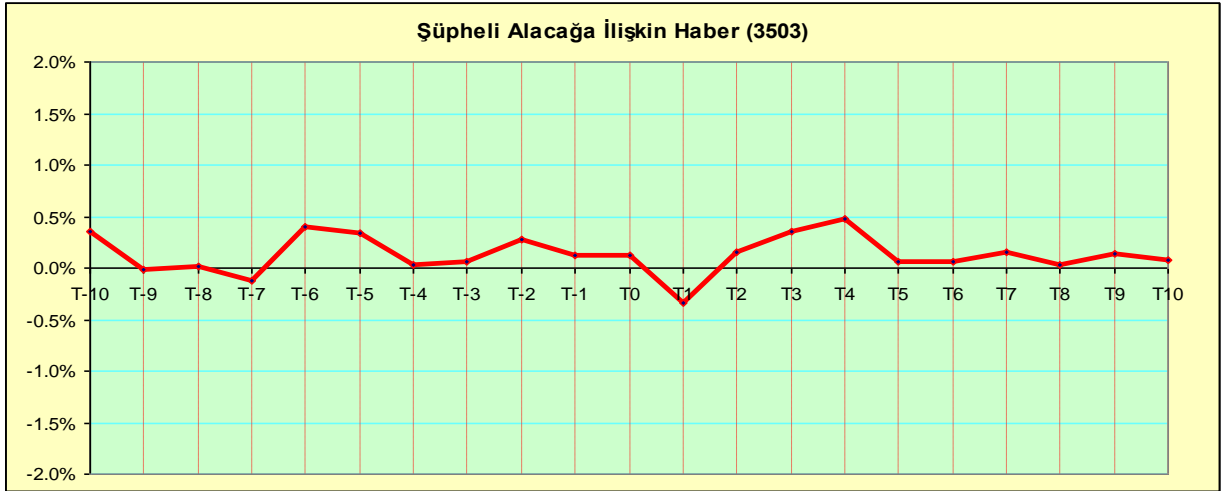


Açıklama: Haber sayısı: 263.



### 3.2.18 Şüpheli Alacak Etkisi

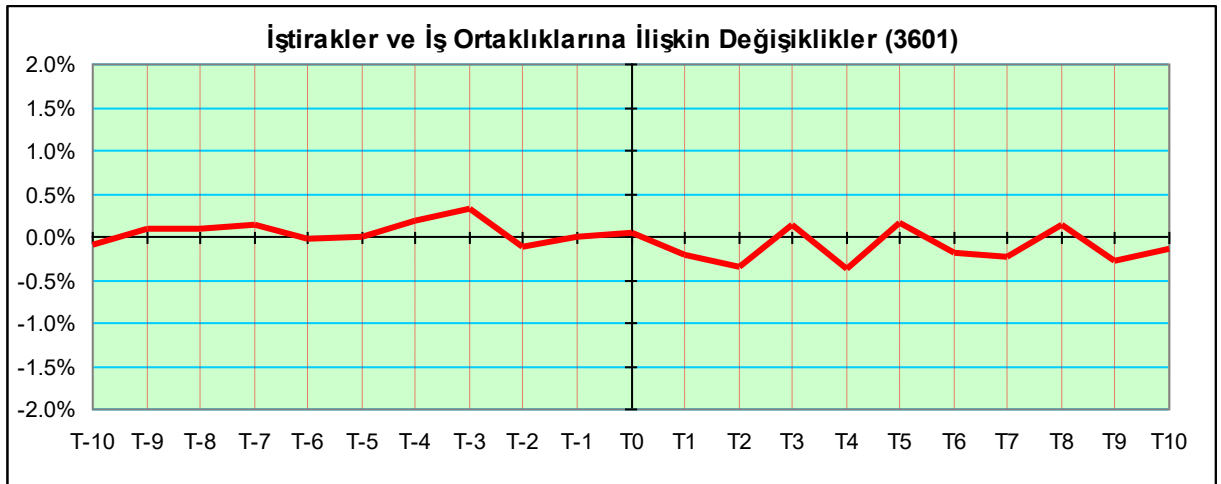
Grafik 13



Açıklama: Haber sayısı 342.

### 3.2.19 İştirakler ve İş Ortaklıkları

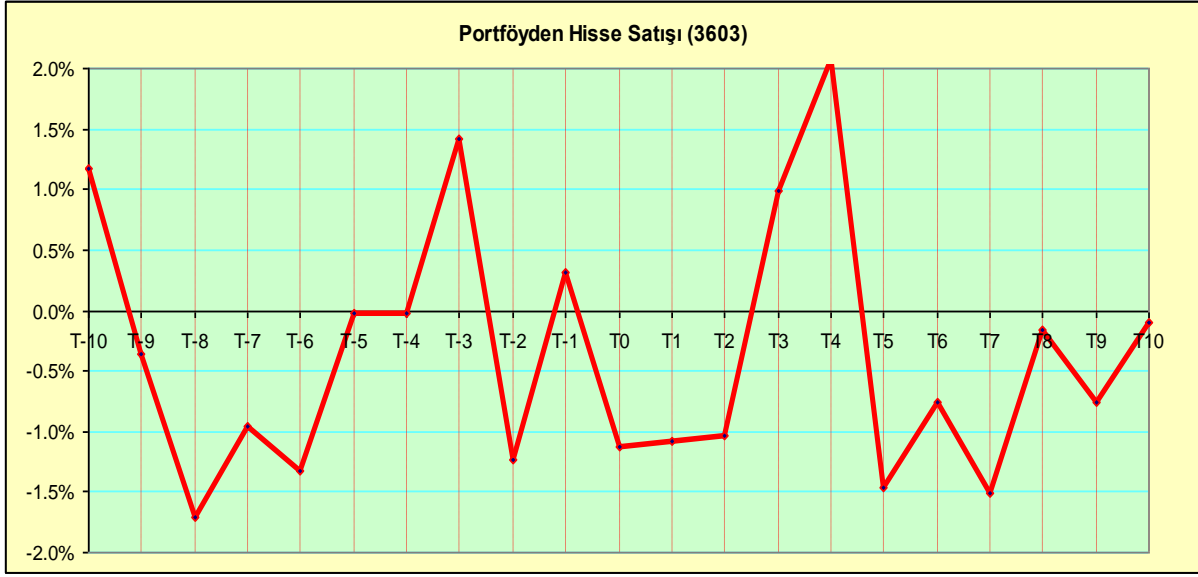
Grafik 14



Açıklama: Haber sayısı 553.

### 3.2.20 Portföyden Hisse Satışları

Grafik 15



Açıklama: Haber Sayısı 10

### 3.3 Haber Etkilerinin Karşılaştırılması

İMKB'de işlem gören şirketlerin özel durum açıklamaları doğrultusunda günlük bültende yayınlanan haberlerinin piyasadaki etkilerini karşılaştırmak amacıyla, öncelikle her bir haber türü için haber çıkış zamanındaki periyodik ortalama getiriler hesaplanmıştır. Haber anı 0 kabul edildiğinden önceki ve sonraki 10 günün dahil edilmesiyle 21 günlük ortalama aşırı getiri Tablo 2'nin ilk sütununda verilmiştir. Benzer şekilde önceki üç gün sonraki üç gün ve haber günü olmak üzere 7 günlük ortalama aşırı getiri, haber günü öncesi 3 günün ortalaması, haber sonrasında üç günün ortalaması ile haber günü ve sonraki üç günün (4 gün) ortalaması diğer sütunlarda yer almaktadır. İlk aşamada görüleceği üzere, 21 ve 7 günlük ortalama getirilerin benzerlik taşıdığı ve ortalaması pozitif olan haberler olumlu etkide, ortalaması negatif olanlar olumsuz etkidedir.

**Tablo 2: Periyot Etkisi**

Haber	Ort.21gün	Ort.7gün	Haber Günü	Önc.3gün	Sonr.3gün	İlk4 (0+3)
5000	0.006111	0.013963		0.018029	0.000656	0.010914
3310	0.001652	0.000572		-0.00281	-0.00029	0.003107
3802	0.001274	0.004122		0.004316	0.005706	0.003977
16000	0.001229	0.001043		0.0015	0.000581	0.000701
17000	0.001071	0.003218		0.00431	9.56E-05	0.002399
15000	0.000898	-0.00064		-0.00199	-0.00024	0.000381
3309	0.000892	0.000636		0.001654	-0.00011	-0.00013
18000	0.00088	0.001365		0.003614	-0.00033	-0.00032
3801	0.000299	0.001346		0.001841	0.002117	0.000974
3508	0.000225	0.000541		0.000766	-1.9E-05	0.000373
3201	6.02E-06	0.00015		0.00177	-0.00352	-0.00106
13000	-0.0002	-0.00377		-0.00347	-0.00506	-0.004
3402	-0.00028	-4.1E-05		-0.00048	0.000229	0.000291
3601	-0.00035	-0.00027		0.000689	-0.00144	-0.00098
6000	-0.00035	-0.00108		0.000797	-0.00277	-0.00249
11000	-0.00045	0.000866		0.003269	1.15E-05	-0.00094
3511	-0.00048	-0.00096		0.000443	-0.00241	-0.00202
3401	-0.00056	-0.00064		-0.0007	-0.00105	-0.00059
3315	-0.00246	-0.01005		-0.0135	-0.00768	-0.00746
12000	-0.00466	-0.01177		-0.01586	-0.00778	-0.00871

Haber anına daha yakın olması itibariyle kısa dönemli etkileri baskın olarak içeren 7 günlük ortalamaya göre, en pozitif yansımının doğrulama yükümlülüğü haberi (5000) ve mali tablo şarta bağlı değişiklik haberi (3802) ile gerçekleşmiştir. Haberlerin çıktığı günden önce mi yoksa sonra mı etkilediğini saptamak üzere, üç günlük periyot dikkate alınmıştır. Böylelikle getiri oluşumunda beklentilerin geçerliliği de bir ölçüde incelenmektedir. Öte yandan, sonraki üç gündeki ortalama getirinin işareti ve mutlak değeri haberin yorumlanma ve/veya düzeltme etkilerini yansıtacaktır. Önceki ve sonraki her iki 3 günlük periyot ortalamasının pozitif olması, habere ilişkin beklentilerin ve gerçekleşmelerin olumlu olduğuna işaret eder.

**Tablo 3: Haber Niteliği ve Periyot Farklılaşması ANOVA Testi Sonuçları**

Gruplar	N	Toplam	Ortalama	Varyans		
Ort.21gün	20	0.004753	0.000238	3.93E-06		
Ort.7gün	20	-0.0014	-7E-05	2.56E-05		
Önc.3gün	20	0.004177	0.000209	4.51E-05		
Sonr.3gün	20	-0.0233	-0.00117	9.74E-06		
İlk4 (0+3)	20	-0.00558	-0.00028	1.64E-05		
<b>ANOVA (Tek Faktör)</b>						
<b>Varyans Kaynağı</b>	<b>SS</b>	<b>df</b>	<b>MS</b>	<b>F</b>	<b>P-değeri</b>	<b>F kritik</b>
Gruplar Arası	2.62E-05	4	6.56E-06	0.325669	0.860126	2.467495
Grup İçi	0.001914	95	2.01E-05			
Total	0.00194	99				
<b>ANOVA (2 Faktör)</b>						
<b>Varyans Kaynağı</b>	<b>SS</b>	<b>df</b>	<b>MS</b>	<b>F</b>	<b>P-değeri</b>	<b>F kritik</b>
Satırlar	2.62E-05	4	6.56E-06	1.205257	0.315575	2.492051
Sütunlar	0.0015	19	7.9E-05	14.50433	4.26E-18	1.725029
Hata	0.000414	76	5.44E-06			
Toplam	0.00194	99				

**Tablo 4: Pozitif ve Negatif Etki**

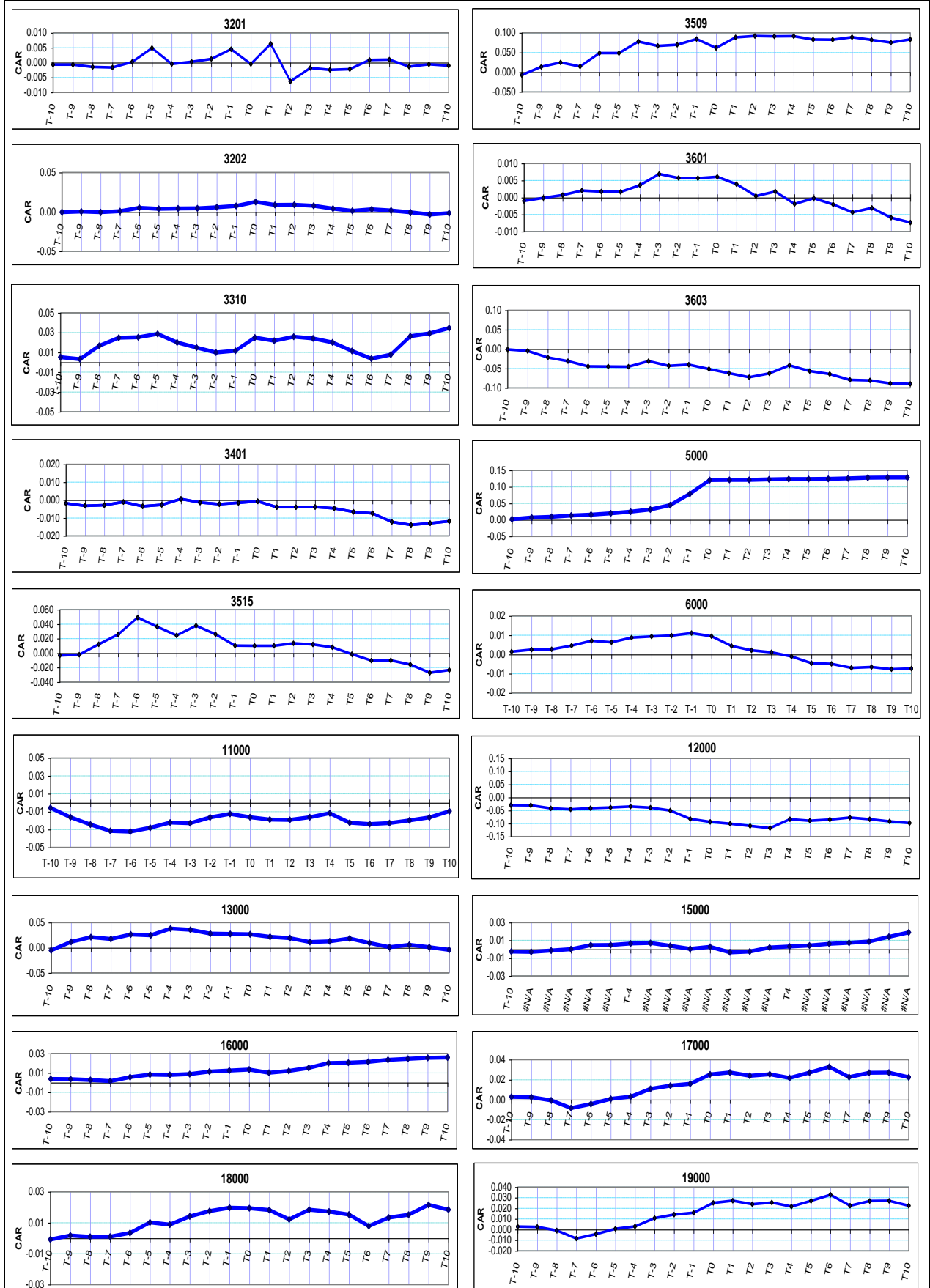
Ortalama 21gün		Ortalama 7 gün		Önceki 3 Gün		Sonraki 3 Gün	
Negatif	Pozitif	Negatif	Pozitif	Negatif	Pozitif	Negatif	Pozitif
3315	3201	3315	3201	3310	3201	3201	3402
3401	3309	3401	3309	3315	3309	3309	3801
3402	3310	3402	3310	3401	3508	3310	3802
3511	3508	3511	3508	3402	3511	3315	5000
3601	3801	3601	3801	12000	3601	3401	11000
6000	3802	6000	3802	13000	3801	3508	16000
11000	5000	12000	5000	15000	3802	3511	17000
12000	15000	13000	11000		5000	3601	
13000	16000	15000	16000		6000	6000	
	17000		17000		11000	12000	
	18000		18000		16000	13000	
					17000	15000	
					18000	18000	

**Tablo 5: Haber ile Ortalama Getiri İşareti Değişimi**

"-1	"1	"-1+1	"1-1
3401	11000	3402	6000
3315	5000		3511
13000	17000		3601
12000	16000		3309
15000	3801		3201
3310	3802		3508
			18000

Açıklama: Haber gününden üç öncesi gün getiri ortalaması ile üç sonrası günün ortalama getirilerinin işareti itibarıyla karşılaştırma yapılmıştır. Her iki ortalama (-) işaretli ise -1, (+) işaretli ise +1; önceki (-1) sonraki +1 ise ("1-1") kullanılmıştır.

**Grafik 16: Haber Etkilerinin Karşılaştırılması**



#### 4 Sonuç

Bu çalışmada, hisse senetleri piyasasında haber türlerinin fiyatlara, tutarsal yüzde ve zamansal olarak farklı yansıdığı görüşü test edilmiştir. Vaka analizine dayanan incelemenin sayısal uygulaması Temmuz 1993-Mart 1998 döneminde İMKB'de işlem gören hisse senetlerini ve kamuya açıklanmış toplam 21612 adet haberi baz almıştır.

Piyasada halka açıklanan bilgiler ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin bir çok durumda asimetric olduğu, dolayısıyla, piyasada yatırımcıların çok farklı bilgi seviyelerinde olduğu belirlenmektedir. Bu durumda; i.) Yatırımcıların öğrenme eğrisinin henüz başlarında olması nedeniyle getiri-risk ikamesini yeterince değerlendirememeleri, ii.) Haberlerin asimetric gerçekleşmesi ve zamanında gönderilmemesi, iii.) Bilgi dışı yatırımcıların piyasada anomalilere neden olma olasılıklarını artırması hususları ön plana çıkmaktadır. Yatırımcıların yeterince aydınlatılmadıkları durumu; piyasaya açıklanan haberlerin ne anlama geldiğinin tam olarak anlaşılammış olduğunu da ifade eder. Piyasanın daha uzman yatırımcılara olan gereksinimi, kurumsal yatırımcıların etkinleştirilmesine öncelik verilmesini gerekli kılmaktadır.

İncelemeye alınan vakalardan görüldüğü üzere; bazı haberler öncesinde bilginin önceden öğrenilebildiği ihtimali fazladır. Bu nedenle, içeriden bilgi ticaretine ilişkin incelemelerde, geçmişe yönelik vaka analizleri hassasiyetle gözönünde bulundurulmalıdır.

Hangi tür bilginin hangi zaman dilimlerinde ortalama bazda hangi etkilere sahip olduğunun bilinmesi durumunda, şirketlerden gelen haberlerin zamanlama ve doğruluk açısından değerlendirilmesi imkanlarını kolaylaştıracak ve böylece yapılacak tespitlerle hisse senetleri piyasasında manipülatif volatilitelerin de önüne geçilebilecektir.

## KAYNAKÇA

- ABOODY, David, "Recognition versus Disclosure in the Oil and Gas Industry", **Journal of Accounting Research**, Vol.34,1996, 21-32.
- BUSHMAN, Robert M., F.Gigler, R.J.Indjejikian, "A Model of Two-Tiered Financial Reporting", **Journal of Accounting Research**, Vol.34, 1996, 51-74.,
- DECHOW, Patricia M.;A.P. Hutton, R.G. Sloan, G. Richard, "Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation", **Journal of Accounting Research**, Vol.34,1996,1-20.
- ELLIOT, J., Hannah, D., "Repeated Accounting Write-Off and the Information Content of Earnings", **Journal of Accounting Research**, Vol.34, 1996, 135-155.
- ERDOĞAN, O., "**Sermaye Piyasalarının Etkinliği ve İMKB'de Uygulaması**", Yüksek Lisans Tezi, İTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul 1992.
- ERDOĞAN, O., **Comparable Approach to the Theory of Efficient Markets: A Modified Capital Asset Pricing Model**, Capital Markets Board, No.53, 1996.
- FAMA, E.F., "The Behaviour of Stock Market Prices", **The Journal of Business**, Vol.38, Jan 1965, 34-105.
- FAMA, E.F., L.FISHER, M.C.JENSEN, R.ROLL, "The Adjustment of Stock Prices to New Information," **International Economics Review**, Vol. 10, Feb. 1969, 1-31.
- FAMA, E., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", **the Journal of Finance**, Vol.25, May 1970, 383-417.
- FAMA, E., "Efficient Capital Markets II", **the Journal of Finance**, Vol.46, No.5, 1991, 1575-1617.
- FASB, "Official Releases: Statement of Financial Accounting Standards No:121-Accounting for the Impairment of Long-Lived Assets and for Long-Lived Assets to Be Disposed of" **Journal of Accountancy**, Jun 1995,123-128
- FRANCIS, J., at al, "Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Offs", **Journal of Accounting Research**, Vol.34, 1996, 117-134.
- FRASER, P., POWER, D., "Stock Return Volatility and Information: An Empirical Analysis of Pacific Rim, UK and US Equity Markets", **Applied Financial Economics**, Vol.7, No.3, 1997, 241-53.
- HOPKINS, Patrick E., "The Effect of Financial Statement Classification of Hybrid Financial Instruments on Financial Analysts' Stock Price Judgments", **Journal of Accounting Research**, Vol.34,1996, 33-50.
- JAFFE, J., "Special Information And Insider Trading, **Journal Of Business**, Vol.47, No.3, July 1974, 421-426.
- REES, Lynn, at al, "An Investigation of Asset Write-Downs and Concurrent Abnormal Accruals", **Journal of Accounting Research**, Vol.34, 1996, 157-169
- RONEN, T., "Trading Structure and Overnight Information: A Natural Experiment From the Tel-Aviv stock Exchange", **Journal of Banking and Finance**, Vol.22, No.5, May 1998, 489-512.
- VERRICCHIA, R.E., "Discussion of A Model of Two-Tiered Financial Reporting", **Journal of Accounting Research**, Vol.34, 1996, 75-82.
- WILSON, P., "Discussion Write-Offs: Manipulation or Impairment?", **Journal of Accounting Research**, Vol.34, 1996,171-177

## Haber Kod Listesi

<b>HÜKÜM</b>	<b>KOD</b>	<b>BİLGİ TÜRÜ</b>
<b>S8 N 20/Md.3A</b>	<b>3000</b>	<b>Şirkete İlişkin Başlıca Değişiklik Duyuruları</b>
Md3/Aa	3100	Ortaklığın Sermaye Yapısına ve Yönetim Kontrolüne İlişkin Değişiklikler
Md3/Ab	3101	Sermaye yapısında, oy haklarında meydana gelen değişiklik veya yönetimin el değiştirmesi,
Md3/Ab	3102	Bir gerçek veya tüzel kişinin, ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermayenin % 10 veya daha fazlasına sahip olması veya mevcut oy hakkı veya sermaye payının % 10'un altına düşmesi,
S8 N22	3103	Halka arzda satılan hisse senetlerinin %5'inin alınması
<b>S8 N 20/Md.3B</b>	<b>3200</b>	<b>Duran Varlık Alımı, Satımı, Kiralanması, Kiraya Verilmesi</b>
Md3/Ba	3201	Son bilançodaki duran varlıkların toplam net değerinin en az % 25'ine veya aktif toplamının en az % 10'una ulaşan oranlarda ya da mal ve hizmet üretimini etkileyecek derecede duran varlık alışı, satışı, kiralınması veya kiraya verilmesi
Md3/Bb	3202	Belli oran olmaksızın önemli ölçüde duran varlık alımı, satımı, kiralınması.
<b>S8 N 20/Md.3C</b>	<b>3300</b>	<b>Ortaklığın Faaliyetlerine İlişkin Değişiklikler</b>
Md3/Ca	3301	Faaliyet konusunun değişmesi veya yeni konularda faaliyete başlanması,
Md3/Cb	3302	Faaliyetlerinin kısmen veya tamamen durdurulması veya imkansız hale gelmesi,
Md3/Cc	3303	Ortaklığın esas sözleşmesinde öngörülen süresi ile ilgili karar alınması,
Md3/Cd	3304	Ortaklık aleyhine fesih davası açılması,
Md3/Ce	3305	Alacaklıların ortaklığın feshini dava etmesi,
Md3/Cf	3306	Ortaklığın feshine karar verilmesi,
Md3/Cg	3307	Ortaklığın organizasyon yapısının değişmesi, merkezinin veya ana birimlerinin taşınması,
Md3/Ch	3308	Mali yapısını etkileyecek derecede önemli bir dava açılması veya bu nitelikte bir davanın ortaklık tarafından üçüncü kişilere açılması
Md3/Ci	3309	İmtiyaz koşullarındaki değişiklikler, patent, lisans, know-how, teknolojik işbirliği gibi konularda anlaşmaların yapılması veya mevcutların bozulması, önemli ihale kazanılması veya bu sözleşmenin feshi
Md3/Cj	3310	Ortaklık varlıklarının doğal afetler, yangın, su basması nedenlerle zarar görmesi, (patlama, arıza ilave edildi)
Md3/Ck	3311	Toplu sözleşme görüşmelerinin sonuçlanması, grev, lokavt kararının uygulamaya konulması veya kaldırılması,
Md3/Cl	3312	Son bilançodaki işçi sayısının % 20'sine ulaşan oranda işçi artış ve azalışlarının olması,
Md3/Cm	3313	Mevsimlik ve olağan dalgalanmalar dışında kapasite kullanım oranlarındaki 20 puanlık uzun süreli değişikliklerin olması.
	3314	Ana Sözleşme tadil için başvuru, karar...
	3315	Üretimi geçici ve planlı olarak yavaşlatma, durdurma
<b>S8 N 20/Md.3D</b>	<b>3400</b>	<b>Ortaklığın Yatırımlarına İlişkin Değişiklikler</b>
Md3/D	3401	Son bilançodaki net aktif toplamının % 25 veya daha fazlası tutarında fiziki sabit sermaye yatırım kararının alınması, vazgeçilmesi, durdurulması, ertelenmesi veya bu yatırımla ilgili teşvik belgesi alınması veya belgenin iptali.



	3402	Yatırımlarla ilgili bilgiler (Diğer maddelere giremeyen; şube açma eklendi)
<b>S8 N 20/Md.3E</b>	<b>3500</b>	<b>Ortaklığın Mali Yapısına İlişkin Değişiklikler</b>
Md3/Ea	3501	Son bilançodaki aktif toplamının % 10 veya daha fazlasına tekabül eden tutar için ortaklık aleyhine haciz veya rehnin paraya çevrilmesi yoluyla takibe başlanması veya davasının sonuçlanması,
Md3/Eb	3502	Son bilançodaki aktif toplamının % 10 veya daha fazlası tutardaki borçlar için alacaklıların vazgeçmesi, borçların ertelenmesi veya vadelerinin uzatılması, ortaklığın konkordato mühleti istemesi, ortaklığın iflasına karar verilmesi,
Md3/Ec	3503	Son bilançodaki aktif toplamının % 10'u veya daha fazlasına tekabül eden alacakların şüpheli alacak haline gelmesi veya bu durumun ortadan kalkması,
Md3/Ed	3504	Ortaklığın menkul kıymetlerinin yabancı borsalara kote edilmesi veya kottan çıkarılması,
Md3/Ee	3505	Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda, ortaklık yönetim kurulu'nca sermayenin artırılması veya azaltılması için genel kurula öneri götürülmesi kararı alınması,
Md3/Ef	3506	Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıkların Yönetim kurulunun sermaye artırımı kararı alması,
Md3/Eg	3507	Sermayenin 2/3'ünün karşılıksız kaldığının anlaşılması, ortaklığın aktiflerinin borçları karşılamaya yetmediğinin anlaşılması,
Md3/Eh	3508	Halka açık anonim ortaklıklarda temettü ödeme tarihlerinin belirlenmesi,
Md3/Ei	3509	Kararlaştırılan sermaye artırımının tamamen veya kısmen gerçekleştirilememesi.
	3510	Rüçhan hakkı kullanımı sonrası kalan pay satışı. (Arz sonrası kalan pay satışı eklendi)
KY Md18/Ag	3511	SPK'ya Sermaye artırımı başvurusu
KY Md18/Ag	3512	Sermaye artırımının SPK tarafından kayda alınması
KY Md18/Ad	3513	Temettü oranı kararı
KY Md18/Ac	3514	Eski - Yeni işlem görmeye başlaması
KY Md18/Ad	3515	Temettü ödeme işlemleri
	3516	Ek arz (diğer maddelere girmemiş olan)
<b>S8 N 20/Md.3F</b>	<b>3600</b>	<b>İştirakler ve İş Ortaklıklarına İlişkin Değişiklikler</b>
Md3/Fa	3601	Son bilançodaki aktif toplamının % 10 veya daha fazlası oranında veya faaliyetlerini etkileyecek oranda iştirakte bulunulması veya iştiraklerin satılması veya başka bir şirketin sermayesinin veya toplam oy hakkının % 10 veya daha fazlasının elde edilmesi veya iştirakin elden çıkarılması,
Md3/Fb	3602	Başka gerçek ve tüzel kişilerle iş ortaklığı (Joint Venture) kurulması.
	3603	Portföyden hisse senedi satışı
	3604	Şirket birleşmeleri
<b>S8 N 20/Md.3G</b>	<b>3700</b>	<b>İdari Konulara İlişkin Değişiklikler</b>
Md3/Ga	3701	Genel Kurul ve Yönetim Kurulu Kararlarının aleyhine dava açılması ve kesinleşmesi,
Md3/Ga	3702	Yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile denetçilerinin genel kurulca ibra edilmemesi veya aleyhlerine sorumluluk davası açılması
Md3/Gb	3703	Yönetim kurulu başkan ve üyeleri, denetçiler, genel müdür ve yardımcıları veya ortaklıkta önemli karar ve yetki sorumluluğu taşıyan diğer kişilerin sahtekarlık, emniyeti suistimal, hileli iflas, dolandırıcılık, hırsızlık gibi suçlardan mahkum olması,
	3704	3703'teki duruma ilişkin cezai takibata geçilmesi
<b>S8 N 20/Md.3H</b>	<b>3800</b>	<b>Diğer Değişiklikler</b>
Md3/Ha	3801	Hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların yönetim kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin % 10 veya daha fazlasına sahip olan ortakların ortaklık hisse senedi

		alış veya satışlarının toplamının, sermayenin % 1'ine ulaşması,
Md3/Hb	3802	Ortaklığın son mali tablosunda aşağıda belirtilen şartta bağlı olayların gerçekleşmesi ; (Seri:XI, Tebliğ No:1'den Ek:1-2 (a))
Md3/Hc	3803	Ortaklığın bağımsız denetlemesini yürüten denetleme kuruluşunun çekilmesi veya denetleme sözleşmesinin feshedilmesi
Md3/Hd	3804	Ortaklığın daha önce faaliyet raporu, mali tablo, mali tablo dipnotları, izahname veya başka yolla kamuya açıkladığı bir durumda değişiklik.
	3805	Portföy değerlendirme tabloları
	3806	Mali durum, faaliyet sonuçları bildirme
<b>S8 N 20/Md.4</b>	4000	Olağanüstü fiyat ve miktar hareketleri
<b>S8 N 20/Md.5</b>	5000	Doğrulama Yükümlülüğü
<b>S8 N 20/Md.6</b>	6000	Büyük Miktarlarda Hisse Senedi Satışları
	6100	Satış ya da alış duyurusu
	6200	Satış ya da alış gerçekleşmesi
	6300	Özel emre ilişkin haber
	7000	Belirsiz durumların aydınlatılması
	8000	Kamu Ortaklığı İdaresi
	9000	İşlem durdurma (Bir veya birkaç aracı kuruma ilişkin işlem durdurma dahil edildi; Lot altı işlem yapılmaması kararı dahil; kişi bazında işlem yasağı)
	9100	SPK veya Borsa uyarısı
	10000	İşlem yapanların işlem niyeti duyurusu veya gerçekleşme duyurusu
	11000	Hisse senedi iptali, ödeme yasağı konulması kaldırılması (değiştirme dahil)
	12000	Resmi Müzayede yolu ile satış - duyuru - gerçekleşme
	13000	Endekse dahil edilme - çıkarılma (ELİT dahil)
	13001	Endekse dahil edilme
	13002	Endeksten çıkarılma
	14000	Borç kredi alınması
MD 18 A/g	15000	Bağımsız denetleme raporu
MD 18 A/g	16000	Olağan Genel Kurul Toplantısı
	17000	Ana sözleşme tadili için başvuru
	18000	Olağanüstü Genel Kurul
	19000	Kayıtlı Sermaye sistemine geçiş ve/veya K.S. tavanı yükseltme.
	0	Önemsiz haber.

Açıklama: Seri 8 No 20 Tebliği ve İMKB Kotasyon Yönetmeliği 18. Maddesi 1998 yılı Haziran ayı itibariyle dikkate alınmıştır.