

## ARAŞTIRMA MAKALESİ/ RESEARCH ARTICLE

## GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ VERGİ DAİRELERİNE SUNDUKLARI MALİ TABLOLARIN AÇIKLANMASI PİYASADA YANILTICI ETKİ Mİ YARATIYOR?

Saim KILIÇ<sup>1</sup><sup>1</sup>Altınbaş Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, İstanbul.  
saim.kilic@altinbas.edu.tr ORCID No: 0000-0001-7180-2201

Geliş Tarihi/Received Date: 05/04/2019 Kabul Tarihi/ Accepted Date: 10/05/2019

## Öz

Bu çalışmada, payları Borsa İstanbul'da işlem gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının (GYO) Vergi Usul Kanunu'na göre vergi dairelerine sundukları mali tabloların kamuya açıklanmasının pay piyasasında ve yatırımcı kararları üzerinde yaniltıcı sonuçlara yol açıp açmadığı ampirik olarak test edilmiştir. Bu amaçla, 2017 ve 2018 yıllarına ilişkin olarak açıklanmış toplam 64 adet mali tablo bildirimini inceleme kapsamına alınmış ve Olay Çalışması yöntemi ile analiz edilmiştir. Araştırma sonuçlarına göre, ilk olarak, VUK mali tablolarının açıklanmasının genel olarak pay senetlerinin getirisi ve yatırımcıların kararları üzerinde etkili olduğuna dair istatistiksel olarak anlamlı bulgular elde edilmiştir. İkinci olarak, VUK mali tabloları ile UFRS mali tablolarının açıklanmasının etkileri karşılaştırılmış olup, iki farklı formattaki mali tablo açıklamalarının fiyat üzerindeki etkilerinin zıt yönlü olduğu ve bu zıt yönlü etkilerin açıklama gününden izleyen dördüncü işlem gününe kadar istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde devam ettiği tespit edilmiştir. Bu bulgular, VUK mali tablolarının UFRS mali tablolarından önce açıklanmasının, iki tablonun açıklanması arasında geçen süre zarfında piyasanın yaniltılmasına yol açtığı hipotezini desteklemektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, VUK Mali Tablolar, UFRS Finansal Tablolar, Özel Durum Açıklamaları, Olay Çalışması.

**JEL sınıflaması:** G14, G19

## DOES THE DISCLOSURE OF FINANCIAL STATEMENTS SUBMITTED TO TAX OFFICE OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS CREATE A MISLEADING IMPACT ON THE MARKET?

## Abstract

In this study, it has been empirically tested whether the disclosure of the financial statements submitted to tax offices by the Real Estate Investment Trusts (REITs) listed on Borsa İstanbul according to the Tax Procedural Code has led to misleading impact on the market and investor decisions. For this purpose, 64 financial statement disclosures regarding the years of 2017 and 2018 were included in the study and analyzed by the Event Study method. According to the results of the study, firstly, it has been found that tax based financial statements disclosures have statistically significant impact on stock returns and investor's investment decisions. Secondly, when the impact of the tax based financial statements disclosures and the impact of the IFRS based financial statements disclosures were compared; it has been seen that the effects of two different financial statements disclosures were opposite direction and that these opposite effects were statistically significant from the date

of disclosure to the following forth transaction day. These findings support the hypothesis that the disclosure of tax based financial statements before the IFRS based financial statements creates a misleading impact on the market during the period between the disclosures of the two financial statements.

**Keywords:** Real Estate Investment Trusts, Tax Based Financial Statements, IFRS Based Financial Statements, Disclosure, Event Study.

**JEL Classification:** G14, G19

## 1. GİRİŞ

Sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişini sağlamanın temelini kamuyu aydınlatma oluşturur. Kamuyu aydınlatma, kısaca, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin zamanında, tam ve doğru bir şekilde kamuya duyurulmasını ifade eder.

Kamuyu aydınlatmanın bu önemi sebebiyle, düzenleyici otoriteler, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin ne zaman, nasıl ve hangi usul ve esaslara göre açıklanacağını detaylı olarak düzenlemektedirler. Türkiye’de bu konu Sermaye Piyasası Kurulu’nun Özel Durumlar Tebliği (II-15.1) ile düzenlenmiş bulunmaktadır.

Payları Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler, söz konusu Tebliğ çerçevesinde kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün bir gereği olarak, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) uyarınca düzenlenmiş finansal tablo ve raporları açıklamadan önce Vergi Usul Kanunu (VUK) uyarınca vergi dairelerine mali tablo (gelir tablosu) sundukları takdirde, bu tabloları da kamuya açıklamakla yükümlüdürler. Söz konusu mali tablolar “Herhangi Bir Otoriteye Mali Tablo Verilmesi” konulu bildirimler şeklinde Kamuyu Aydınlatma Platformunda (KAP) yayınlanmaktadır. Bu tablolar yayınlanırken, “Gelir Tablosu” başlığının hemen altına “Sermaye Piyasası Mevzuatına göre düzenlenmemiştir” notu düşülmektedir.

Kısa süre içerisinde iki farklı formatta mali tablo düzenlenip açıklandığından, bu iki mali tabloda yer alan kâr rakamının bariz bir şekilde farklı olup olmadığı da pay senedinin fiyatı ve yatırımcıların kararı açısından önemli hale gelmektedir. Genel olarak bakıldığında, UFRS kârı ile VUK kârı arasında en fazla farkın bulunduğu sektörlerden birinin GYO sektörü olduğunu söylemek mümkündür. Zira UFRS mali tabloları ile VUK mali tabloları karşılaştırıldığında, bu iki mali tablodaki kâr rakamlarında görülen farklılığın büyük ölçüde (i) yatırım amaçlı gayrimenkullerin değerlemesi, (ii) borçlanma maliyetlerinin aktifleştirilmesi ve (iii) kıdem tazminatlarının hesaplanmasından kaynaklandığı söylenebilir (Çetinkaya, 2017; Bal, 2015; Karataş, 2010; İltel ve Erdoğan, 2005). GYO’ların portföylerinin tamamına yakınının yatırım amaçlı gayrimenkullerden oluştuğu göz önüne alındığında, GYO’ların düzenledikleri UFRS ve VUK mali tablolarındaki kâr rakamlarının büyük sapmalar göstermesi mümkün olmaktadır.

Nitekim GYO’ların 2018 yılına ilişkin VUK ve UFRS mali tablolarındaki kâr rakamlarının karşılaştırıldığı Tablo 1 incelendiğinde, bu sapma açık bir şekilde görülmektedir. Tabloda yer alan 22 GYO’nun çoğunda değer olarak ve/veya yüzdesel olarak açıklanan iki kâr rakamı arasında bariz farklılıklar göze çarpmaktadır.

GYO'lar için düzenlenen yıllık mali tablolar açısından mevcut uygulamaya bakıldığında, genel olarak, UFRS mali tablolarının son açıklanma tarihinin Mart ayının ilk haftası civarında olduğu, VUK mali tablolarının ise Şubat ayının üçüncü haftası civarında açıklandığı anlaşılmaktadır. Başka bir deyişle, UFRS mali tablolarının düzenlenmesi vergi beyannamesinin verilmesine yetişmediği takdirde, maksimum 2-3 haftalık süre içinde iki farklı mali tablo ve dolayısıyla da birbirinden çok farklı iki kâr rakamı kamuya açıklanmış olmaktadır. Örneğin Şubat ayı ortasında 4,2 milyon TL VUK zararı açıklayan bir GYO, yaklaşık 2 hafta sonra Mart ayı başında 1.292,3 milyon TL UFRS kârı açıklamış olup, bu farklılık %31065'lik bir artışa tekabül etmektedir. Benzer şekilde, başka bir GYO, 200,7 milyon TL VUK kârı açıklamış iken, 10 gün sonra %413 farklılık 1,029,9 milyon TL UFRS kârı açıklamıştır. Bu örneklere bakıldığında, "iki farklı tablo açıklanması nedeniyle acaba yatırımcılar yanıltılmış mı oluyor?" ve "VUK tablolarında yer alan 'Sermaye Piyasası Mevzuatına göre düzenlenmemiştir' notu yatırımcıların bilgilendirilmesinde yeterli koruma sağlıyor mu?" gibi sorular aklı gelmektedir. Özellikle de bilinçli olmayan yatırımcılar için bu soruların cevaplarının araştırılmasının ve bir sorun varsa çözüm önerileri geliştirilmesinin; kamuyu aydınlatma mekanizmasının amacına ulaşması, piyasadaki etkinliğin artırılması ve yatırımcıların korunması açısından önemli olduğu düşünülmektedir.

GYO	VUK Karı	UFRS Karı	Farklılık (Değer)	Farklılık (Yüzde)	GYO	VUK Karı	UFRS Karı	Farklılık (Değer)	Farklılık (Yüzde)
Torunlar	-4,2	1.288,1	1.292,3	31065%	Atakule	-15,0	20,3	35,3	236%
Akiş	200,7	1.029,9	829,2	413%	Vakıf	21,6	40,8	19,1	88%
Sinpaş	114,2	-196,2	310,3	272%	Panora	57,3	66,0	8,7	15%
Özak	120,1	392,3	272,2	227%	Mistral	-2,6	6,1	8,7	338%
Kiler	-61,5	144,2	205,7	335%	Akmerkez	94,1	88,6	5,4	6%
Akfen	-188,1	-32,2	156,0	83%	Pera	-4,6	-9,0	4,4	94%
Emlak Konut	1.175,7	1.269,8	94,1	8%	Körfez	1,7	4,7	3,0	178%
Alarko	189,7	269,6	79,9	42%	Ata	1,4	1,7	0,3	20%
Nuro1	-305,8	-236,0	69,9	23%	İdealist	-0,8	-1,0	0,2	19%
Doğuş	-64,7	3,9	68,6	106%	Trend	14,5	10,9	3,6	25%
Yeni Gimat	208,4	275,7	67,3	32%	Servet	4,2	28,4	24,2	578%

**Tablo 1.** GYO'ların 2018 Yıl Sonu Bireysel Gelir Tablolarına Göre Kâr Rakamları (Milyon TL)

**Kaynak:** www.kap.org.tr

Bu alandaki dünya literatürüne bakıldığında, mali tabloların açıklanmasının pay senedi fiyatlarına etkisi ile ilgili olarak yapılmış çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Ancak, Küçük (2013) tarafından yapılan çalışmada verilen detaylı literatürden de anlaşılacağı üzere, değişik ülkeler için bu alanda yapılan araştırmaların tamamına yakınında, genel olarak, UFRS veya ilgili ülkenin genel kabul görmüş muhasebe standartlarına göre düzenlenmiş mali tablolarının etkisi incelenmiştir.

Benzer şekilde, Türkiye için yapılan çalışmalarda da konunun genel olarak ele alındığı veyahut yalnızca UFRS mali tablolarını esas alınarak analizler gerçekleştirildiği anlaşılmaktadır. Örneğin Eyüboğlu ve Bulut (2016), özel durum açıklamalarını değişik gruplara ayırarak pay senedi fiyatlarına etkisini incelemiştir.

Çalışmada Ocak 2003-Aralık 2012 döneminde BİST-30'da işlem gören şirketler tarafından duyurulan 2143 haberin incelenmesi sonucunda, yatırımcıların finansal haberlere %1,5 ile operasyonel haberlerden (%5) ve yeniden yapılanmaya ilişkin haberlerden (%1,8) sonra tepki verdiğini tespit etmiştir. Çalışmada ele alınan finansal haberlerin kapsamı oldukça geniş olup; borçlanmalar, borçların yapılandırılması, temettü ödemeleri, bilanço açıklamaları, hisse geri alımı, hisse arzı, hisse bölünmesi ve derecelendirme kuruluşlarınca açıklanan finansal notlar bir bütün olarak birlikte değerlendirilmiştir. Bozkurt, Öksüz ve Karakuş (2014), payları Borsa İstanbul'da işlem gören 167 firmanın 2009, 2010 ve 2011 dönemlerine ait yıllık UFRS finansal tablo ilanlarının hisse getirileri üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Analiz sonucunda, yatırımcıların, finansal tabloların kamuoyuna açıklanmasının öncesinde ve sonrasında anormal getiriler elde ettiği ortaya konulmuştur. Güvercin ve Demir (2015), BİST-100 Endeksindeki 78 şirketin 2009-2013 yılları arasındaki kazanç açıklamalarının şirket değerini etkilediğini tespit etmiştir. Tuncay ve Eşgünoğlu (2017), on yıllık dönemde menkul kıymet gelirlerine yönelik yapılan vergisel düzenlemelerin pay piyasası üzerindeki etkisini 6 vergisel düzenleme ve 12 ana sektör kullanılarak olay çalışması yöntemi ile incelemiş olup, sektörlerin vergisel düzenlemelere farklı tepkiler gösterdikleri ve düzenleme öncesi ve sonrası günlerde anlamlı anormal getiriler ortaya çıktığı sonucuna ulaşmıştır.

Görüldüğü üzere mevcut literatürde, şirketlerin kamuya açıkladıkları VUK mali tablolarının ve ayrıca bu mali tablolar ile UFRS mali tablolarında yer alan kârlardaki farklılıkların pay senetlerinin getirisi ve yatırımcı kararları üzerindeki etkisi konusunda yapılmış henüz bir çalışma bulunmamaktadır. Bu çalışma ile, GYO sektörü özelinde belirtilen etkilerin net bir şekilde ölçülerek, literatüre katkı sağlanması amaçlanmıştır.

Bu kapsamda, çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Bundan sonraki ikinci bölümde, araştırmanın amacı ve kapsamı belirlenmiştir. Üçüncü bölümde, araştırmada kullanılan veri seti ve araştırmanın metodolojisi açıklanmıştır. Dördüncü bölümde, araştırma sonucunda elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Son bölümde ise çalışmanın sonuçları kısaca özetlenmiştir.

## 2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE KAPSAMI

Araştırmanın amacı, GYO'ların VUK mali tablolarını açıklamalarının anılan GYO'ların pay piyasasında ve yatırımcı kararları üzerinde yanıtıcı sonuçlara yol açıp açmadığını ampirik olarak test etmektir. VUK mali tablo açıklamasının yanıtıcı sonuçlara yol açabilmesi için, öncelikle, mali tabloların açıklanmasının pay piyasası üzerinde anlamlı bir etkisinin olması gerekir. Eğer anlamlı bir etki yoksa, zaten yanıtıcı olması mümkün değildir. Eğer anlamlı bir etki tespit edilirse, bu kez, bu etkinin yanıtıcı olup olmadığı araştırılmalıdır. Dolayısıyla, araştırmanın amacı kapsamında iki hipotez oluşturulmuştur.

**Hipotez-1:** *GYO'lar tarafından vergi dairelerine verilen VUK mali tablolarının açıklanmasının söz konusu GYO'ların pay senedi fiyatları üzerinde etkisi vardır.*

Bu hipotezin geçerliliğinin test edilebilmesi amacıyla, 2017 ve 2018 yıllarına ilişkin olarak GYO'ların yaptıkları VUK yıllık gelir tablosu açıklamaları kullanılmıştır. Kamuyu Aydınlatma Platformu resmi internet sitesinden ([www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)) yapılan sorgulamada, söz konusu dönemler için herhangi bir otoriteye mali tablo verilmesi (VUK mali tabloları) kapsamında 47 adet özel durum açıklaması (bildirim) tespit edilmiştir. Anılan bildirimler incelendiğinde, söz konusu bildirimlerden bazılarının pay senedinin fiyatını etkileyebilecek

başka bilgi, olay ve gelişmelere ilişkin açıklamaların yapıldığı tarih civarında olduğu görülmüştür. Araştırma ile amaçlanan etkinin saf olarak ölçülebilmesi için, bu tür açıklamaların etkisinin elimine edilmesi gereği doğmuştur. Bu çerçevede, VUK mali tablolarına ilişkin bildirim yapıldığı tarihten önceki beş ve sonraki beş işlem gününde finansal tablo ve raporlar ile başka önemli nitelikte bilgi, olay ve gelişmeler açıklanmış ise, söz konusu bildirim kapsam dışında bırakılmıştır<sup>1</sup>. Bu şekilde yapılan eliminasyon sonucunda 15 adedi 2017 yılına ve 15 adedi de 2018 yılına ilişkin olmak üzere analize elverişli 30 adet bildirim tespit edilmiştir.

Söz konusu 30 adet bildirim belirlendikten sonra, bu bildirimler için olay günü (t0) yeniden düzenlenmiştir. Zira amaç yapılan özel durum açıklamasının etkisini ölçmek olduğuna göre; yapılan açıklamaların Borsa İstanbul'da seans devam ederken mi, yoksa seans sonrasında mı açıklandığı önem taşımaktadır. Eğer bildirim kapanış seansı öncesinde yapılmışsa, olay günü (t0) olarak, bildirim yapıldığı tarih dikkate alınmıştır. Eğer bildirim kapanış seansından sonra yapılmışsa, olay günü (t0), bildirim yapıldığı tarihten sonraki ilk işlem tarihi olarak belirlenmiştir. Bu şekilde VUK mali tablolarının açıklanmasının pay senetlerinin fiyatları üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla kullanılan bildirimlerin kapsam ve detayına Tablo 2'de yer verilmektedir.

Olay No	GYO	Bildirim Tarihi	Bildirim Saati	Olay Günü (t0)	Olay No	GYO	Bildirim Tarihi	Bildirim Saati	Olay Günü (t0)
o1	Yeni Gimat	12.02.2018	12:14	12.02.2018	o16	İdealist	04.02.2019	16:16	04.02.2019
o2	Panora	14.02.2018	18:33	15.02.2018	o17	Alarko	12.02.2019	18:14	13.02.2019
o3	Atakule	16.02.2018	18:14	19.02.2018	o18	Panora	13.02.2019	18:33	14.02.2019
o4	Akfen	16.02.2018	18:20	19.02.2018	o19	Özak	14.02.2019	18:20	15.02.2019
o5	Özak	16.02.2018	18:28	19.02.2018	o20	Akfen	18.02.2019	09:08	18.02.2019
o6	Akmerkez	16.02.2018	18:33	19.02.2018	o21	Yeni Gimat	18.02.2019	14:29	18.02.2019
o7	Nurol	19.02.2018	16:01	19.02.2018	o22	Torunlar	18.02.2019	17:03	18.02.2019
o8	Vakıf	19.02.2018	16:09	19.02.2018	o23	Akiş	18.02.2019	17:20	18.02.2019
o9	Reysaş	19.02.2018	17:04	19.02.2018	o24	Doğuş	18.02.2019	17:32	18.02.2019
o10	Kiler	19.02.2018	17:12	19.02.2018	o25	Nurol	18.02.2019	17:40	18.02.2019
o11	Torunlar	19.02.2018	17:48	20.02.2018	o26	Pera	18.02.2019	18:08	19.02.2019
o12	Pera	19.02.2018	18:04	20.02.2108	o27	Kiler	18.02.2019	18:11	19.02.2019
o13	Yeşil	19.02.2018	18:18	20.02.2018	o28	Yeşil	18.02.2019	18:13	19.02.2019
o14	Avrasya	19.02.2018	18:31	20.02.2018	o29	Vakıf	18.02.2019	18:26	19.02.2019
o15	Sinpaş	19.02.2018	18:40	20.02.2018	o30	Sinpaş	18.02.2109	18:37	19.02.2019

**Tablo 2.** VUK Mali Tablolarına İlişkin Bildirimler

**Kaynak:** <http://www.kap.org.tr>

**Hipotez-2:** GYO'lar tarafından VUK mali tablolarının açıklanması, UFRS'ye göre düzenlenmiş mali tablolarının açıklanmasına kadar geçen süre zarfında piyasanın yanıltılmasına yol açmaktadır.

<sup>1</sup> Sadece 8 ve 20 numaralı olaylar için iki mali tablo açıklaması arasında dört işlem günü bulunmaktadır. Olay sonrası ilk dört günlük etkiyi ölçmek için bu iki olay tamamıyla dışarıda bırakılmamıştır. Ancak, bu durum yalnızca olay sonrası beş günlük (t0, t+4) penceresini etkilediğinden, beş günlük pencereler karşılaştırılırken bu iki olay dikkate alınmamıştır. Dolayısıyla, beş günlük pencere analizi 28 olay incelemesi üzerinden yürütülmüştür.

Bu hipotezin geçerliliğinin test edilebilmesi amacıyla, VUK mali tabloları ile UFRS mali tablolarının pay senedinin fiyatı üzerindeki etkisinin ölçülerek karşılaştırılması gerekmektedir. Eğer ölçüm sonucunda, iki farklı formattaki mali tablo açıklamasının fiyat üzerindeki etkisi zıt yönlüyse ve bu zıt yönler istatistiksel olarak anlamlıysa, o takdirde, iki tablo açıklaması arasındaki dönemde piyasada yanıltıcı sonuçlar çıktığının kabulü gerekecektir.

Söz konusu ölçümleri yapabilmek için, karşılaştırılabilir bildirimler tespit edilmelidir. Öncelikle, VUK mali tablolarını açıklayan GYO'ların UFRS mali tablolarını açıkladıkları tarihler belirlenmiş, ardından da saf etkiyi görebilmek için UFRS mali tablo bildirimleri öncesindeki beş ve sonrasındaki beş işlem gününde başka önemli bilgi, olay ve gelişmeler bulunan bildirimler kapsam dışında bırakılmıştır. Böylece hem VUK mali tablosu ve hem de UFRS mali tablosu açıklayan GYO'ların karşılaştırmaya elverişli toplam 34 adet (her mali tablo türü için 17'şer adet) bildirim tespit edilmiştir. Karşılaştırılabilir bildirimlerin detayları Tablo 3'de verilmektedir.

Olay No	GYO	VUK Olay Günü (t0)	UFRS Olay Günü (t0)	Olay No	GYO	VUK Olay Günü (t0)	UFRS Olay Günü (t0)
o8	Vakıf	19.02.2018	23.02.2018	o29	Vakıf	19.02.2019	26.02.2019
o3	Atakule	19.02.2018	01.03.2018	o23	Akiş	18.02.2019	28.02.2019
o11	Torunlar	20.02.2018	01.03.2018	o25	Nurol	18.02.2019	04.03.2019
o12	Pera	20.02.2018	01.03.2018	o26	Pera	18.02.2019	04.03.2019
o15	Sinpaş	20.02.2018	01.03.2018	o27	Kiler	19.02.2019	04.03.2019
o7	Nurol	19.02.2018	02.03.2018	o19	Özak	15.02.2019	05.03.2019
o10	Kiler	19.02.2018	02.03.2018	o22	Torunlar	18.02.2019	12.03.2019
o4	Akfen	19.02.2018	08.03.2018	o30	Sinpaş	19.02.2019	12.03.2019
o20	Akfen	18.02.2019	22.02.2019				

**Tablo 3.** Karşılaştırılabilir VUK ve UFRS Mali Tablo Bildirimleri

**Kaynak:** <http://www.kap.org.tr>

Nihai olarak araştırmada, birinci hipotez bağlamında VUK mali tablolarının pay piyasasına etkisini ölçmek için 30 olay, ikinci hipotez bağlamında VUK mali tabloları ile UFRS mali tablolarının pay senetleri üzerindeki etkisini karşılaştırmak için 34 olay ele alınmıştır.

### 3. METODOLOJİ VE VERİ SETİ

Araştırma, Olay Çalışması (Event Study) yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Olay Çalışması için anormal getirilerin hesaplanması gerekmektedir (Kılıç, 2011). Anormal getiri, gerçekleşen getiri ile beklenen teorik getiri arasındaki farktır. Anormal getirinin tahmin edilmesinde, bir regresyon modeli olan Piyasa Modeli (Market Model) kullanılacaktır. Bunun için de öncelikle modeldeki değişkenlerin belirlenmesi gerekir.

Modeldeki bağımlı değişken, her olay için, mali tablo açıklaması yapan GYO'ların pay senetlerinin günlük getirisidir. Etkinin gücünü tam olarak görmek ve olası manipülasyon etkisini ortadan kaldırmak amacıyla,

getiri hesaplamasına esas teşkil eden fiyatlar olarak, pay senedinin kapanış fiyatları değil gün içinde oluşan ağırlıklı ortalama fiyatları alınmıştır. Modelimizdeki bağımsız değişken ise söz konusu pay senedinin fiyatını açıklama gücüne sahip olan bir Borsa İstanbul endeksinin getirisi olmalıdır. Borsa İstanbul'da GYO'lar için özel bir endeks hesaplandığından, bağımsız değişken olarak bu endeks (BIST XGMYO Endeksi) seçilmiştir.

Bu durumda, modelimiz aşağıdaki şekilde olacaktır (Kılıç, 2011):

$$R_j = \alpha(j) + \beta(j) R_m + \text{hata terimi}$$

Modelde;

$R_j$ , GYO pay senedinin beklenen getirisini,

$\alpha(j)$ , regresyon denklemindeki sabit değeri,

$\beta(j)$ , GYO pay senedi fiyatının getirisi ile BIST XGMYO Endeksinin getirisi arasındaki ilişkiyi,

$R_m$  ise BIST XGMYO Endeksinde gerçekleşen getiriyi,

ifade etmektedir.

Bu çerçevede, pay senedinin olay günündeki ( $t_0$ ), olaydan sonraki 5 günlük zaman penceresindeki ( $t+1$ ,  $t+5$ ) ve olaydan önceki 5 günlük zaman penceresindeki ( $t-1$ ,  $t-5$ ) beklenen getirilerini tahmin etmek amacıyla, ( $t-5$ )'dan önceki 250 işlem günlerine ( $t-6$ ,  $t-255$ ) ait pay senedinin günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatları ile BIST 100 Endeksinin günlük değerleri kullanılmıştır. Söz konusu veri, FINNET internet sitesinden ([www.finnet.com.tr](http://www.finnet.com.tr)) elde edilmiştir. İlk önce, pay senetlerinin günlük getirileri hesaplanmıştır. Daha sonra, her olay için, 250 işlem gününe ( $t-6$ ,  $t-255$ ) ilişkin geçmiş veri kullanılarak, bu iki değişkenin getirileri arasında bir regresyon analiziyle alfa ve beta katsayıları tahmin edilmiştir. Ardından da regresyon analizi sonucunda tahmin edilen alfa ve beta katsayıları modelde yerine konularak pay senedinin ( $t-5$ ,  $t+5$ ) dönemi için gün bazında beklenen teorik getirileri bulunmuştur.

Beklenen getirilerin hesaplanmasını müteakip, aşağıdaki formül yardımıyla, ( $t-5$ ,  $t+5$ ) penceresinde ilgili pay senedinin fiilen gerçekleşen getirisi ile beklenen getirisi arasındaki fark alınarak günlük Anormal Getirilere (AR) ulaşılmıştır.

$$AR(j) = \text{Gerçekleşen getiri} - \text{Beklenen teorik getiri}$$

$$AR(j) = R_j - [\alpha(j) + \beta(j)R_m]$$

Günlük anormal getirilerin hesaplanmasından sonra, açıklama öncesi döneme ilişkin 5 günlük ( $t-1$ ,  $t-5$ ), 4 günlük ( $t-1$ ,  $t-4$ ), 3 günlük ( $t-1$ ,  $t-3$ ) ve 2 günlük ( $t-1$ ,  $t-2$ ) pencereleri için; açıklama sonrası döneme ilişkin olarak da 5 günlük ( $t_0$ ,  $t+4$ ), 4 günlük ( $t_0$ ,  $t+3$ ), 3 günlük ( $t_0$ ,  $t+2$ ) ve 2 günlük ( $t_0$ ,  $t+1$ ) zaman pencereleri için Kümülatif Anormal Getiriler (CAR) elde edilmiştir.

Ayrıca çalışmada, çeşitli istatistik testler yapılmıştır. Öncelikle, regresyon modelinin anlamlılığı test edilmiştir. İkinci olarak, VUK mali tablo bildirimleri için olay öncesi dönem için hesaplanan ortalama CAR değerleri

ile olay sonrası dönem için hesaplanan ortalama CAR değerleri arasında pencereler bazında anlamlı bir fark olup olmadığı iki uçlu t testine tabi tutulmuştur. Son olarak, VUK mali tabloları ve UFRS mali tabloları için hesaplanan olay sonrası CAR değerleri arasında pencereler bazında anlamlı bir fark olup olmadığını tespit etmek için iki uçlu t testi uygulanmıştır.

#### 4. BULGULAR

Payları Borsa İstanbul'da işlem gören GYO'ların 2017 ve 2018 yıllarına ilişkin 30 adet VUK mali tablo bildirimlerine ilişkin olarak, çalışmada kullanılan modelden elde edilen veriler çerçevesinde olay günü, olaydan önceki 5 işlem günü ve olaydan sonraki 5 işlem günü için günlük bazda hesaplanan AR ortalamaları ile değişik zaman pencereleri için hesaplanan CAR ortalamaları Tablo 4'de verilmektedir.

Açıklama öncesi dönemler ile açıklama sonrası dönemler karşılaştırıldığında, AR ve CAR değerlerinin farklılaştığı görülmektedir. Özellikle olay gününden önceki tüm pencerelerde pozitif olan ortalama CAR değerlerinin, olay günü sonrasındaki tüm pencerelerde negatife döndüğü açık bir şekilde dikkat çekmektedir. Başka bir deyişle, VUK mali tablolarının açıklanması, ortalamada, pay senetleri üzerinde negatif bir etkiye sebep olmuştur.

AR Değerleri			CAR Değerleri		
Gün	Ortalama AR	Standart Sapma	Pencere	Ortalama CAR	Standart Sapma
(t-5)	0,70%	1,26%	(t-1, t-5)	1,11%	2,62%
(t-4)	0,25%	1,49%	(t-1, t-4)	0,32%	3,07%
(t-3)	-0,68%	1,83%	(t-1, t-3)	0,07%	2,90%
(t-2)	0,35%	1,38%	(t-1, t-2)	0,75%	2,26%
(t-1)	0,40%	1,78%			
(t0)	0,25%	2,20%			
(t+1)	-1,51%	2,74%	(t0, t+1)	-1,26%	3,03%
(t+2)	-0,41%	1,77%	(t0, t+2)	-1,68%	2,98%
(t+3)	0,02%	1,44%	(t0, t+3)	-1,65%	2,97%
(t+4)	0,03%	1,17%	(t0, t+4)	-1,77%	3,28%
(t+5)	0,57%	2,80%	(t0, t+5)	-1,22%	4,58%

**Tablo 4.** VUK Mali Tablolarının Açıklanması Öncesi ve Sonrası Ortalama AR ve CAR Değerleri

Bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmek amacıyla, olay öncesi ve sonrası için belirlenen dört zaman penceresi için hesaplanan ortalama CAR değerleri arasında yapılan iki uçlu t testi sonuçları Tablo 5'de yer almaktadır. Test sonuçlarına göre, pencereler arasındaki anormal getiri farklılıklarının %1,75-%2,88 aralığında olduğu anlaşılmakta olup, olay öncesi ve sonrası arasında hesaplanan bu farkların dört zaman penceresinin tamamında %95 güven aralığında, ikisinde ise %99 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Dolayısıyla, bu bulgu çerçevesinde "GYO'lar tarafından vergi dairelerine verilen VUK mali tablolarının açıklanmasının söz konusu GYO'ların pay senedi fiyatları üzerinde etkisi vardır." şeklindeki Hipotez-1'in kabulü gerekmektedir.



Karşılaştırılan Pencere	Olay Öncesi Penceresi CAR Ortalaması	Olay Sonrası Penceresi CAR Ortalaması	Ortalamalar Farkı	P Değeri
(t-1, t-2) ile (t0, t+1)	0,75%	-1,26%	2,02%	0,005*
(t-1, t-3) ile (t0, t+2)	0,07%	-1,68%	1,75%	0,025**
(t-1, t-4) ile (t0, t+3)	0,32%	-1,65%	1,97%	0,014**
(t-1, t-5) ile (t0, t+4)	1,11%	-1,77%	2,88%	0,0006*

\*%1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir (P Değeri<0,01)  
\*\*%5 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir (P Değeri<0,05)

**Tablo 5.** VUK Mali Tabloları İçin Olay Öncesi ve Sonrası CAR Değerleri Ortalamaları Arasında t Testi Sonuçları

Hipotez-1 kabul edildiğine göre, araştırma kapsamında, Hipotez 2'yi test etmek mümkün hale gelmiştir. Bu amaçla, araştırma kapsamındaki 17'şer adet VUK mali tablosu ve UFRS mali tablosu bildirimleri için hesaplanan olay sonrası dört değişik penceredeki ortalama CAR değerleri arasında iki uçlu t testi uygulanmış olup, sonuçları Tablo 6'da sunulmaktadır. Test sonuçlarından da açıkça görüleceği üzere, VUK mali tabloları açıklandıktan sonra negatif olan CAR değerleri, UFRS mali tabloları açıklandıktan sonraki dönemde pozitifte dönmektedir. İki değişik mali tablo açıklamasının yarattığı anormal getiri farklılığı %1,76-%3,10 aralığında bulunmaktadır. Bu farklılıkların 3 günlük ve 4 günlük zaman pencerelerinde %95 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulgusu elde edilmiştir. Başka bir deyişle, VUK mali tablolarının açıklanma etkisi ile UFRS mali tablolarının açıklanma etkisi arasındaki farklılık, açıklanma sonrasında 4 güne kadar devam etmektedir. Dolayısıyla, iki değişik formattaki mali tablo açıklamasının fiyat üzerindeki etkisinin zıt yönlü olduğu ve bu zıt yönlerin açıklamadan sonraki 4 güne kadar istatistiksel olarak anlamlı çıktığı dikkate alındığında "GYO'lar tarafından VUK mali tablolarının açıklanması, UFRS'ye göre düzenlenmiş mali tablolarının açıklanmasına kadar geçen süre zarfında piyasanın yanıtılmasına yol açmaktadır." şeklindeki Hipotez-2 de kabul edilmelidir.

Karşılaştırılan Pencere	VUK Mali Tabloları İçin Olay Sonrası CAR Ortalaması	UFRS Mali Tabloları İçin Olay Sonrası CAR Ortalaması	Ortalamalar Farkı	P Değeri
2 günlük (t0, t+1)	-1,11%	0,65%	1,76%	0,121
3 günlük (t0, t+2)	-1,67%	0,87%	2,54%	0,039*
4 günlük (t0, t+3)	-1,80%	1,31%	3,10%	0,034*
5 günlük (t0, t+4)	-2,01%	0,70%	2,71%	0,120

\*%5 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir (P Değeri<0,05)

**Tablo 6.** VUK Mali Tabloları ile UFRS Mali Tabloları İçin Hesaplanan Olay Sonrası CAR Değerleri Arasında t Testi Sonuçları

Piyasanın yanıtılması durumunu şöyle açıklamak mümkündür. VUK mali tabloları açıklandığında, incelenen dönemlerde ortalama olarak, mali tablolardaki kâr rakamları nedeniyle olumsuz bir değerlendirme yapan yatırımcılar satış gerçekleştirerek piyasadan çıkmaktadır. Oysa, VUK mali tablolarından kısa bir süre sonra UFRS mali tabloları açıklandığında, piyasa bu kez tamamen zıt yönlü bir değerlendirme ile alıma geçmekte ve fiyatlar

yükselmektedir. Dolayısıyla, VUK mali tablolarının açıklandığı tarihten UFRS mali tablolarının açıklandığı tarihe kadar geçen zaman zarfında VUK mali tablolarından hareketle işlem yapan bilinçsiz yatırımcılar yanıltılmış olmaktadır. Şirketin gerçek durumunu yansıtmayan VUK mali tabloları açıklanmamış olsaydı veyahut açıklanmış olsa bile işlem yapan yatırımcılar UFRS mali tablolarının şirketin gerçek durumunu yansıttığını ve VUK mali tablo sonuçlarından çok farklı olabileceğini bilecek kadar bilinçli olsalardı yanıltılmamış olacaktı.

## 5. SONUÇ

Kamuyu aydınlatma; piyasanın şeffaf, güvenilir ve istikrar içinde çalışmasının temelini oluşturur. Kamuyu aydınlatma yaklaşımı çerçevesinde, SPK Seri II-15.1 Tebliği gereğince, şirketler UFRS'ye göre düzenledikleri mali tabloları açıklamadan önce vergi dairelerine VUK mali tablolarını sundukları takdirde, bu mali tabloları KAP aracılığıyla kamuya bildirmekle yükümlüdürler. Bu bildirimlerden azami 2-3 hafta sonra da UFRS mali tablolarını açıklamaktadırlar.

Kısa süre zarfında iki farklı formatta mali tablo düzenlenip açıklandığından, bu iki mali tabloda yer kâr rakamının bariz bir şekilde farklı olması pay senedinin fiyatı ve yatırımcıların kararı açısından önemli hale gelmektedir. Bu çalışmada, UFRS kârı ile VUK kârı arasında en fazla farkın bulunduğu sektörlerden birinin GYO sektörü olduğu dikkate alınarak, payları Borsa İstanbul'da işlem gören GYO'ların 2017 ve 2018 yıllarına ilişkin olarak vergi dairelerine sundukları VUK yıllık mali tablo açıklamalarının anılan GYO'ların pay piyasasında ve yatırımcı kararları üzerinde yanıltıcı sonuçlara yol açıp açmadığı ampirik olarak test edilmiştir. Çalışma, önceki çalışmalardan üç yönden farklılaşmaktadır. Birinci farklılık, VUK mali tablolarının açıklanmasının pay getirisine etkisi Borsa İstanbul açısından ilk kez incelenmiş olmaktadır. İkinci farklılık, beş işlem günü öncesinde ve beş işlem günü sonrasında açıklanmış başka finansal tablo, bilgi, olay veya gelişmenin bulunmadığı bildirimler analiz kapsamına alınmak suretiyle mali tablo açıklamalarının etkisinin saf bir şekilde ölçülmesi hedeflenmiştir. Üçüncü olarak, VUK mali tabloları ile UFRS mali tablolarında yer alan kâr rakamlarının etkisi ilk kez karşılaştırılmıştır.

Çalışmanın sonuçlarına göre; ilk olarak, VUK mali tablolarının açıklanmasının pay senedinin getirisini etkilediğine ve dolayısıyla da yatırımcıların bu tür açıklamalara duyarlı olduğuna dair istatistiksel olarak anlamlı bulgulara ulaşılmıştır. İkinci olarak, VUK mali tabloları ile UFRS mali tablolarının açıklanmasının etkileri karşılaştırıldığında, iki farklı formattaki mali tablo açıklamalarının fiyat üzerindeki etkilerinin zıt yönlü olduğu ve bu zıt yönlü etkilerin açıklamadan sonra 4 işlem gününe kadar istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde devam ettiği ortaya konulmuştur. Bu bulgular, VUK mali tablolarının açıklanmasının, UFRS'ye göre düzenlenmiş mali tablolarının açıklanmasına kadar geçen süre zarfında piyasada yanıltıcı sonuçlara yol açabileceğine dair hipotezi desteklemektedir.

Çalışmanın sonuçları, kamuyu aydınlatma yaklaşımı çerçevesinde düzenlemeler yapılırken, pay senetlerinin fiyatını ve yatırımcı kararlarını etkileyecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin açıklanması hususu kadar, bu açıklamaların yanıltıcı sonuç doğurup doğurmadığının da göz önünde bulundurulması gerektiğine işaret etmektedir. Çalışmamızın konusu bakımından yatırımcıların yanıltılmasının önüne geçilmesi amacıyla iki çözüm önerisi sunulabilir. Birinci çözüm, VUK mali tabloları ile UFRS'ye göre düzenlenmiş mali tabloların aynı tarihte açıklanmasıdır. Bunun için, SPK tarafından GYO'lara UFRS mali tablolarının açıklanması için verilen sürenin 1-2 hafta öne çekilmesi gerekmektedir. İkinci çözüm ise VUK mali tabloları yayınlanırken,

“Bu tablolar Sermaye Piyasası Mevzuatına göre düzenlenmemiştir” notundan daha bilgilendirici bir açıklamaya yer verilmesidir. Bu açıklamada, UFRS kârının yatırım amaçlı gayrimenkullerde değer artışı, borçlanma maliyetlerinin aktifleştirilmesi gibi değerlendirme standartları farklılıkları nedeniyle VUK kârından ciddi bir şekilde sapma gösterebileceği belirtilebilir.

Son olarak, bundan sonraki araştırmalarda, kamuyu aydınlatma çerçevesinde yapılan özel durum açıklamalarının daha kapsamlı incelenerek, yatırımcı kararları üzerinde yanıtıcı etki yaratıp yaratmadıklarının analiz edilmesi ve öneriler geliştirilmesi yararlı olacaktır.

## 6. KAYNAKÇA

**Bal, E. Ç.** 2015. TMS- 40 “Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller” Standardına Göre Halka Açık Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerini Değerleme Politikalarının İncelenmesi, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 7(1), 404-418

**Bozkurt, İ., Öksüz, S. ve Karakuş, R.** 2014. Finansal Tablo İlanlarının Hisse Getirileri Üzerindeki Etkisi: BIST’de Ampirik Bir Uygulama. *18. Ulusal Finans Sempozyumu Bildirisi*, Denizli, 77-95.

**Çetinkaya, N.** 2017. Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Değerlemesinde Gerçeğe Uygun Değer Tespiti ve Türkiye’deki Uygulamaların Değerlendirilmesi, *İktisadi İdari ve Siyasal Araştırmalar Dergisi*, 2 (4), 69-83.

**Erdoğan, M ve İlter, C.** 2005. Faiz Aktifleştirme, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (26), 198-206.

**Eyüboğlu, K. ve Bulut, H.İ.** 2016. Şirketlere Özgü Haberlerin Hisse Performansına Etkisi: BIST-30 Şirketleri Örneği, *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 16, 113-138.

**Güvercin, A. ve Demir, Y.** 2015. Kazanç Açıklamaları ve Şirket Değeri İlişkisi: BIST-100 Şirketleri Üzerine Bir Olay Analizi, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 10 (3), 223-253.

**Karataş, M.** 2010. Borçlanma Maliyetlerinin UMS 23, Kobiler İçin UFRS ve VUK Kapsamında Değerlendirilmesi”, *Mali Çözüm Dergisi*, Sayı:98, 117-144.

**Kılıç, S.** 2011. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl:48, Sayı:552, 45-58.

**Küçük, E.** 2013. Hisse Senedi Piyasalarının Finansal Tablo Duyurularına Tepkisi ve Bu Tepkinin Büyüklüğünü Belirleyen Etmenler: Literatür İncelemesi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 27, Sayı: 3, ss.163-184

**Tuncay, M. ve Eşgünoğlu, M.** 2017. Menkul Kıymetlerle İlgili Vergi Düzenlemelerinin Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkisi, *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 19: 149-170.

[www.finet.com.tr](http://www.finet.com.tr)

[www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

