

ARAŞTIRMA MAKALESİ



Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi
The Journal of International Social Sciences
Cilt: 30, Sayı: 2, Sayfa: 367-376, TEMMUZ – 2020
Makale Gönderme Tarihi: 25.02.2020 Kabul Tarihi: 05.06.2020

YILLIK FİNANSAL RAPORLARIN İŞLETMELERİN PİYASA DEĞERLİLİĞİNE ETKİSİNİN OLAY ÇALIŞMASI YÖNTEMİYLE İNCELENMESİ: BİST HABERLEŞME SEKTÖRÜNDE UYGULAMA¹

Investigation of The Effect of Annual Financial Reports on The Market Value of Businesses By Case Study: Application in Bist Communication Sector

Ömer Faruk DEMİRKOL²

Abdulrezzak İKVAN³

ÖZ

İşletmeler tarafından paylaşılan finansal raporların paydaşların işletmeye ilişkin bilgi gereksinimlerine kaynak teşkil ettiği görülmektedir. Paydaşların işletme ile ilgili alacakları kararlarda işletmelerin kamuoyuna açıkladıkları finansal raporlar önemli bir rol üstlenmektedirler. Ayrıca işletmelerin finansal durum ve performanslarını yansıtan bu raporların açıklanması, piyasa değerleri üzerinde muhtemel etkilere sebep olmaktadır. Çalışmada BİST Haberleşme endeksinde işlem gören işletmelerin finansal tablo paylaşımlarının piyasa değerleri üzerindeki etkisi olay çalışması yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmada işletmelerin finansal bilgilerini kamuoyuyla paylaşmalarının öncesinde ve sonrasında piyasa değerini temsil eden hisse senedi değerlerinin ortalama piyasa endeks değerinden ayrılan hareketlilikleri temele alınmıştır. İşletmelerin finansal tablolarını paylaşmalarına müteakip hisse değerlerinin piyasa endeksi değerinden olumlu veya olumsuz şekilde farklılaştığı tespit edilmiştir. Finansal bilgi sunumlarının paydaşlar açısından dikkate değer olduğu ve kararlarını etkilediği görülmektedir. Ayrıca bu durum piyasaların etkin düzeyde olmadıklarını da göstermektedir. İşletmelerin kamuoyuna sundukları finansal tablolarının paydaşların kararları üzerindeki etkilerini göz önünde bulundurarak bilgi paylaşımlarını ve zamanlamasını iyi yönetmeleri gerekmektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Raporlar, Olay Çalışması Yöntemi, Piyasa Değeri

Jel Kodları: G14, G30, L25

ABSTRACT

It is seen that the financial reports shared by the companies constitute the source of the information needs of the stakeholders. The financial reports disclosed to the public by the enterprises play an important role in the decision-making of the stakeholders. In addition, the disclosure of these reports reflecting the financial status and performance of businesses causes possible effects on market values. In the study, the effect of the financial statements sharing of the companies traded in the BIST Communication index on the market values was investigated by the case study method. In the study, the mobility of the stock values representing the market value before and after the enterprises share their financial information with the public, which differ from the average market index value is taken as the basis. It is determined that the share values differ from the market index value positively or negatively after the companies share their financial statements. This situation appears that financial information presentations are noteworthy for stakeholders and affect their decisions. This also shows that markets are not at an effective level. Enterprises should also

¹ Bu çalışma 29 Kasım-1 Aralık 2019 tarihleri arasında “4. Uluslar arası GAP İşletme Bilimleri ve Ekonomi Kongresi”nde bildiri olarak sunulmuş yapılan katkılar çerçevesinde gerekli revizyon ve kapsam genişletme çalışmaları yapılmıştır. Çalışmamız daha önce herhangi bir yerde yayınlanmamıştır.

² Doç. Dr., Harran Üniversitesi, e-posta: omerfarukd@hotmail.com ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0483-3790>

³ Öğr. Gör., Adıyaman Üniversitesi, (Harran Üniversitesi İşletme ABD Doktora Öğrencisi)
e-posta: aikvana@adiyaman.edu.tr ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9834-237X>

manage their information sharing and timing well, taking into account the effects of the financial statements presented to the public on the decisions of stakeholders.

Key Words: Financial Reports, Case Study, Market Value

Jel Codes: G14, G30, L25

GİRİŞ

Finansal bilgi kullanıcıları, işletmeler tarafından yayımlanan finansal raporlarda yer alan bilgilerin zamanında sunma, ulaşılabilir, erişilebilir, doğru, güvenilir, fayda-maliyet ilkesi gibi özelliklere sahip olmasını önemserler. İlgili kullanıcılar sunulan finansal bilgilerden işletmeye yönelik kararlarını şekillendirirken faydalanmaktadırlar. Bu amaçla işletmenin finansal bilgilerine ilişkin sunum zamanının finansal bilgi kullanıcılarının işletmeye ilişkin yatırım kararları üzerinde etkili olacağı öngörülmektedir. Finansal bilgilerin sunum zamanı, işletmenin hedef kullanıcılara işletmenin finansal durum ve performansının mevcut durumunu ifşa etme ve potansiyel gücüne yönelik sinyaller gönderme anıdır. İşletmeler finansal bilgi sunumlarındaki muhtemel gecikmeler paydaşların kararlarını olumsuz etkileyebilmektedir (Özkan vd., 2013), bu yüzden paydaşların işletmeye ilişkin kararlarının lehte oluşmasını sağlamak için piyasa zamanlamasına uygun şekilde bilgilerin sunumu gerekmektedir.

İşletmelerin piyasa değeri genellikle işletmenin piyasada işlem gören paylarının talep gördüğü fiyat üzerinden değerlendirilmektedir. Bu durum işletmeleri piyasa değerlerini arttırmak amacıyla pay değerlerini artırıcı faaliyetlere yöneltmektedir. İşletmeler paylarının piyasa değerini yükseltmek amacıyla birçok faaliyet gerçekleştirmektedirler. Kalite, fiyat, müşteri odaklılık, şeffaflık, güven vb. durumlar pay değerlerini arttırmak amacıyla gerçekleştirdikleri faaliyetlere örnek verilebilir. İşletmenin finansal bilgilerinin standartlar çerçevesinde oluşturduğu finansal raporları hedef kullanıcıların hizmetine zamanında sunması da bu amaca hizmet etmektedir. Olay çalışması yöntemi genel olarak olayların araştırmaya konu edilen faaliyetin sonuçları üzerindeki muhtemel etkilerini belirlemeye yönelik yapılan bir analiz olarak değerlendirilebilir.

Hedef kullanıcıların büyük bir çoğunluğunun işletme yöneticilerine göre işletmeye yönelik bilgilere erişimleri veya hakimiyetleri kısıtlı kalmaktadır. İşletme yönetimleri dışındaki hedef kullanıcıların işletmeye ilişkin bilgilere her an ulaşmaları mümkün olmamaktadır. Bu durum hedef kullanıcılar arasında işletmeye ilişkin bilgi düzeylerinde dengesiz bir sonucu meydana getirmektedir. Bilgi dengesizliğinin giderilmesi amacıyla işletmeler belli dönemlerde piyasaya işletmeye ilişkin önem arz eden konularda bilgiler sunmaktadırlar. Klasik yönetim anlayışlarında işletmeye yönelik bilgilerin açıklanması işletme açısından olumsuz sonuçlar doğuracağı öngörüsü bulunmaktaydı. Ancak çağdaş yönetim anlayışı ile işletme bilgilerinin hedef kullanıcılar tarafından bilinirliği işletmenin piyasada kabul görmesine ve dolayısıyla değerliliğine olumlu katkılar sunacağı öngörülmektedir. İşletmeler piyasa değerlerini yükseltmek amacıyla hedef kullanıcılara işletme ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgileri uygun zamanlarda ve belli standartlarda raporlar şeklinde sunmaktadırlar.

Çalışma, işletmelerin belli dönemlerde hedef kullanıcıların hizmetine sundukları finansal raporlarının işletmenin piyasa değeri üzerindeki muhtemel etkilerini kapsamaktadır. Bu amaçla çalışmanın ilk bölümünde finansal raporların önemi ve hedef kullanıcılara sağladıkları faydalar ile olay çalışması yönteminin kapsamı ve hesaplanma şekline ilişkin formüller sunulmuştur. İkinci bölümde işletmelerde yaşanan ve finansal sonuçlar doğurucu faaliyetlerin olay çalışması kapsamında değerlendirildiği literatür bulgularına yer verilmiştir. Uygulama bölümünde çalışmanın kapsamını oluşturan BİST Haberleşme sektöründe işlem gören şirketlerin 2017 ve 2018 dönemlerine ait yıllık finansal raporlarının KAP'ta yayınlanma dönemleri olay çalışması yöntemi çerçevesinde incelenmiş ve muhtemel etkileri tespit edilmiştir. Sonuç bölümünde ise uygulama bölümünden elde edilen bulgular değerlendirilmiş ve literatür bulgularıyla benzerlik ve farklılıkları ortaya konulmuştur.

1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1 Finansal Raporlar ve Önemi

İşletmelerin mali nitelikli işlemleri sonucunda oluşturulan finansal raporlardan, işletmelerin finansal durum ve performanslarını analiz ve değerlendirmesinde ortak bir bilgi sağlayıcı olarak faydalanılmaktadır (Türker, 2011). Yönetici, ortak, çalışan, kreditor vb. grupların işletme faaliyetleri üzerinde değişik beklenti veya çıkarları bulunmaktadır. Yönetici ve çalışanların işletmeden beklentileri kendilerini tatmin edecek bir ücret geliri olurken, ortakların beklentileri işletmenin piyasa değerinin yükselmesi, kreditorlerin beklentisi ise işletmenin borç ödeme gücünün yeterli düzeyde olmasıdır. Tüm gruplar işletmeye ilişkin beklentilerini dizayn ederken bilgiyi kullanmakta ve bu amaçla işletmeye yönelik finansal bilgileri önemsemektedirler. Paydaşların bilgi gereksinimlerine katkı sunması açısından değerlendirildiğinde işletmelerin finansal bilgi sunum zamanları tabloların niteliksel değerliliğini ortaya koymaktadır (Dyer IV ve McHugh, 1975). Finansal raporların sunum zamanlarını etkileyen unsurların genellikle piyasa düzenlemeleri, standartlar, sektör durumu, işletme performansı, büyüklüğü, denetim şirketi ve denetçi performansları olduğu görülmektedir (Özkan vd., 2013). Finansal raporlar işletmeye ilişkin finansal bilgilerin uluslararası standartlar çerçevesinde oluşturulmuş ve denetimden geçmiş bilgileri kapsadığı için hedef kullanıcılar açısından güven derecesi yüksek bilgiler olarak değerlendirilmektedir. Hedef kullanıcıların kararlarında önemli bir paya sahip finansal raporlar işletmenin finansal durum ve performansına yönelik önemli tespitleri ortaya koymaktadır. Finansal raporlarda yer alan bilgilerin kullanılabilirliği ilgili bilgilerin oluşturulmasında ve denetlenmesinde sorumluluğu bulunanların sosyal sorumluluk bilinciyle görevlerini icra etmelerine bağlıdır. Belirtilen sorumluluk bilinciyle görevlerini icra eden sorumluların sağladıkları finansal bilgiler hedef kullanıcıların ve dolayısıyla geniş çerçeveden bakıldığında makroekonominin çıkarlarına hizmet edeceği öngörülmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde; finansal raporların hedef kullanıcılara önemli faydalar sağlaması için doğru, güvenilir ve şeffaf bilgilerle oluşturulmasının önemliliği görülmektedir.

1.2 Olay Çalışması Yönteminin Kapsamı ve Aşamaları

Olay çalışması başka bir ifadeyle durum çalışması yöntemi, belirlenen bir olay veya durumun detaylı incelenmesine dayanarak bulguların elde edilmesini ve bulunması halinde anormal sonuçların ortaya konulmasını ve olay (durumun) etkilerinin analiz edilmesine yönelik yapılan analiz türü şeklinde tanımlanabilir (Mackinlay, 1997:16).

Olay çalışması yönteminin birçok alanda kullanıldığı gibi işletmelerin piyasa değerlerine ilişkin gerçekleştirilen analizlerde de yoğun bir şekilde kullanıldığı görülmektedir. Olay çalışması yöntemi kapsamında ele alınan herhangi bir olayın işletmenin piyasa değeri üzerindeki etkilerini araştırmak, olayın bilinirliğinin ortaya çıkması, meydana gelmesi veya sonuçlarının işletmenin pay değerlerini olumlu veya olumsuz etkilemesinin araştırılmasını kapsamaktadır. Olayın işletmenin pay değeri üzerinde oluşturduğu etkinin önemli derecede olması gerekmektedir. Pay değerleri üzerinde önemli derecede etki oluşturmayan olayların etki düzeylerinin ölçülmesi zorlaşmaktadır. Değerlendirilen olayın ilgili işletmenin pay değeri üzerindeki etkisi; olayla bağlantılı olarak ilgili pay getirisinin ortalama piyasa getirisi arasında anormal düzeyde farklılaşması şeklinde ölçülmektedir (Seans ve Sandoval, 2005, 312).

Olay çalışmasının işlem sürecine ilişkin aşamaların şekillendirilmesinde yazarlar arasında farklı yaklaşımların olduğu görülmektedir. Eppli ve Charles (2005), olay çalışmasının değerlendirilmesinin dört aşamalı bir süreç olduğunu belirtmiş ve aşağıdaki belirtilen şekilde ifade etmişlerdir.

- Etki düzeyi ölçülecek olayın belirlenmesi ve tanımlanması,
- Olayın etkilerini gerçekçi şekilde belirleyecek analiz döneminin oluşturulması,
- Belirlenen süreçte olayın hedef faaliyet üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesi,

- Olay çalışması yöntemine ilişkin formüllerin çalıştırılması ve bulguların değerlendirilmesidir.

Olay çalışması yönteminin işlerliği için olay kapsamında değerlendirilen pay değerinin piyasadaki pay değerlerinden anormal düzeyde farklı bir değerde oluşması gerekmektedir. Bu açıdan anormal getiri de pay değerinin piyasadaki payların ortalama getirilerindeki sapma olarak ifade edilebilir (Otlu vd., 2019: 473). İlgili payın piyasadaki payların ortalama getiri sınırları içerisinde getiri sağlaması halinde ilgili payda değerlendirilen olayın etkisinden söz etmek mümkün olmamaktadır.

Olay çalışması yönteminin etkileri basit düzeydeki bazı formüllerle hesaplanmaktadır. Olay çalışması yöntemine ilişkin hesaplamalar iki aşamada oluşturulabilir (Bartholdy ve diğerleri 2006,3).

1. **Aşama:** Olay dönemindeki ilgili pay ve piyasadaki payların ortalama getirilerinin tespit edilmesi ve

Rit: İlgili payın (R) olay dönemindeki (t) getirileri (i)

Rmt: Piyasadaki payların (R) olay dönemindeki (t) ortalama getirileri (m)

Rit= $(D+Pit - Pit-1) / (Pit-1)$ şeklinde hesaplanmaktadır. Burada;

D, Olay döneminde ödenen temettüyü; Pit, ilgili payın t günündeki kapanış fiyatını; Pit-1 ise t ilgili payın t gününden bir önceki günün kapanış fiyatını belirtmektedir.

Piyasadaki paylar olarak BİST-100 endeksi değerlendirmeye tabi tutulmuştur.

Rmt = $(It - It-1) / It-1$ şeklinde hesaplanmaktadır. Burada;

It, BİST-100 endeksinin t günündeki kapanış değerini; It-1 ise BİST-100 endeksinin t gününden bir önceki günün kapanış değerini yansıtmaktadır.

2. **Aşama:** Anormal getirinin hesaplanması

Anormal Getiri: İlgili payın getirisi ile piyasadaki payların ortalama getirileri arasındaki fark şeklinde belirtilebilir.

Olaydan bağımsız gerçekleşmesi muhtemel getiri ile olay kaynaklı gerçekleşmiş getiri arasındaki fark anormal getiri olarak tanımlanabilir Campbell vd., 1997).

$$ARit = Rit - Rmt$$

ARit, ilgili payın t günündeki piyasa getirisine göre anormal getirisini belirtmektedir.

Olay çalışmasında temel alınan husus; olayın anormal bir etkiye sahip olup olmadığının incelenmesini ortaya koymaktır. Bu yüzden işletmelerin piyasa değerine etki edebilecek herhangi bir hususun olay çalışması kapsamında değerlendirilmesi yapıldığında ilgili olayın meydana gelmesi halinde işletmenin piyasada işlem gören paylarının değerlerine bakılmaktadır. Olay penceresi döneminde işletmenin pay değerinde meydana gelen değişimlerin aynı dönemde ulusal endeks ortalama getirilerinden farklılaşan ve anormal değerler olarak ifade edilen değerler dikkate alınmaktadır.

2. LİTERATÜR

Otlu vd. (2019) çalışmalarında BİST'te işlem gören işletmelerin kısmi bölünmelerine ilişkin alınan kararların ilgili işletmelerin pay değerleri üzerindeki etkilerini olay çalışması yöntemi çerçevesinde değerlendirmişlerdir. Çalışma kapsamında; olay tarihi öncesi ve sonrası on günlük pay getirileri değerlendirilmiş olup olay öncesi dönemde piyasadaki paylara ilişkin ortalama getirilerinden olumlu anormal getiriler sağladığı ancak olay sonrası dönemde ise olumsuz anormal getirilerin oluştuğu tespit edilmiştir. Bulguların açıklanan bilgilerden dolayı anormal düzeyde

olumlu-olumsuz getiriler sağlamasının sonucu olarak ülkemiz pay piyasalarının yarı güçlü formda etkin piyasa olmadığını belirtmişlerdir. Bu durumun pay piyasamızda açıklanmış bilgilerin payların değerleri üzerinde etkili olduğunu ve yatırımcıların açıklanmış bilgilerden kaynaklı anormal getiride kayıp veya kazançları yaşadıklarını vurgulamışlardır.

Elbir ve Kandır (2017) çalışmalarında yatırım duyurularını olay çalışması kapsamında BİST Demir-Çelik Sektöründe işlem gören işletmelerin piyasa değerleri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yatırım duyurularının işletmelerin piyasa değerleri üzerinde etkili olduğu ve ilgili işletmelerin 2005-2015 arası dönemlere ait duyurularının öncesinde ve sonrasında beş günlük olay penceresi sürecinde anormal getirilerin sağlandığı yönünde tespitlerin yapıldığını belirtmişlerdir. Genellikle yatırım ilanından önce işletmelerin pay değerlerinin arttığını tespit etmişler ve bu durumu borsanın etkin bir piyasaya sahip olmadığını kanıtı olarak göstermişlerdir.

Teke (2013), olay çalışması yöntemini endeksten çıkarılma ve endekse ekleme olayları kapsamında analiz etmiş ve çalışma kapsamında BİST-30 endeksi kapsamında 2005–2011 dönemlerinde ilgili endeksten çıkarılma ve endekse alma olaylarının pay değerleri üzerindeki anlamlı düzeyde etkili olmadığını tespit etmiştir. Pay değerlerinde herhangi bir anormal farkın meydana gelmemesindeki temel düşüncenin ise olayın hedef kullanıcılar tarafından önceden tahmin ediliyor olmasından kaynaklandığını belirtmiştir. Benzer şekilde Ayden ve Karan (2000) çalışmalarında ilk halka arz işlemlerinin işletmelerin piyasa değerleri üzerinde önemli düzeyde etkili olmadığı ve anormal getiriler sağlamadığını tespit etmişlerdir. Bu çalışmalarda kapsamdaki olayların işletmelerin piyasa değerlerine etkisinin olmadığına yönelik bulgular elde edildiği ve bu açıdan alanda yapılan diğer çalışmalardan farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir.

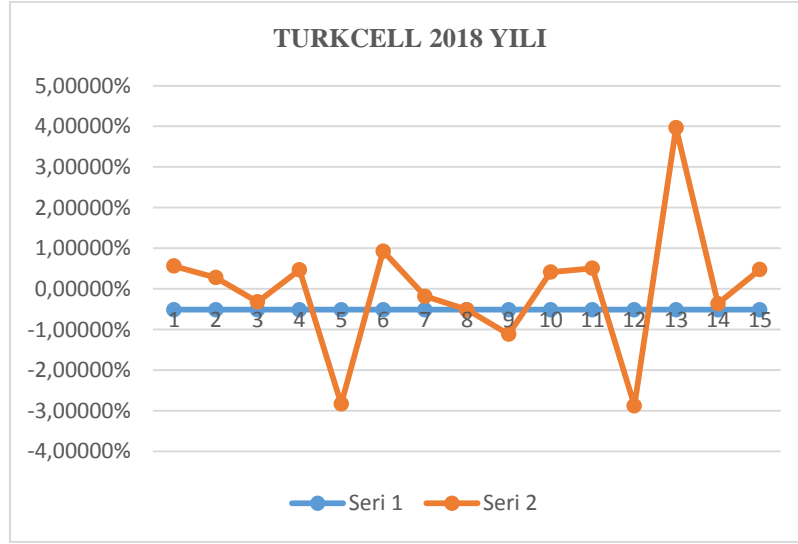
Bozkurt vd. (2015) çalışmalarında finansal tablo ilanlarının pay değerleri üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemi kapsamında değerlendirmişlerdir. 167 şirkete ait 2009-2011 dönemlerine ait yıllık finansal tabloların ilan dönemlerindeki pay değerleri ile ilgili dönemlerdeki BİST-100 endeksinin ortalama pay değerleri değerlendirilmiş ve finansal tabloların ilan tarihleri öncesi ve sonrasında endeks ortalama getirisinden anormal düzeyde getiri elde ettiklerini tespit etmişlerdir.

Kayakıran (2016) çalışmasında işletme birleşmelerinin işletmelerin piyasa değerine etkisinin olay çalışması kapsamında BİST sınıai endeksinde işlem gören işletmelerin değerlendirilmesini ele almıştır. İşletmelerin birleşme işlemlerinin duyuru tarihlerinde ortaklarına piyasa getirisinden daha yüksek düzeyde getiriler sağladığını tespit etmiştir. Katılımcıların sınıai sektör kapsamındaki alt sektörlerden yatırım yaptıkları sektörün de önem arz ettiği vurgulanmıştır. İşletmelerin birleşme duyurularına bağlı olarak bazı alt sektörlerde piyasa değerinden olumlu düzeyde fark değeri oluşurken bazı alt sektörlerde ise olumsuz düzeyde fark değeri olduğu ifade edilmiştir.

3. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ ve BULGULARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

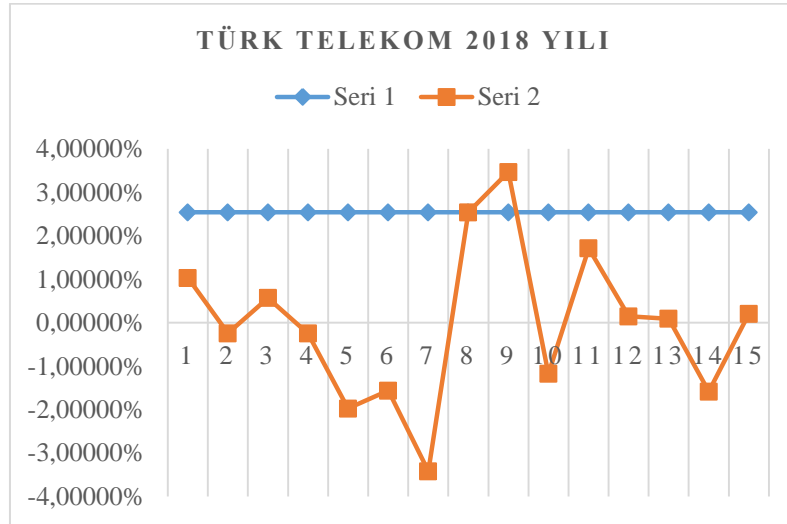
Çalışmada BİST-Haberleşme endeksinde işlem gören Turkcell ve Türk Telekom şirketlerinin finansal raporlarının Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yayınlaması öncesi ve sonrasında takip eden yedi günlük dönemlerde ilgili işletmelerin pay getirilerinin piyasa getirilerinden anormal düzeyde farklılaşıp farklılaşmadığı olay çalışması kapsamında incelenmiştir. Çalışma kapsamı, ilgili endekslerde işlem gören şirketlerin 2017 ile 2018 dönemlerine ait yayınlanmış finansal tablolarıyla sınırlandırılmıştır. Şirketlerin ilgili dönemlere ait finansal tablolarının yayınlanma tarihleri farklı olduğundan olay pencereleri de farklı zaman dilimlerini kapsamaktadır. Turkcell şirketinin 2017 dönemine ait finansal tabloları 15.02.2018'de, 2018 dönemine ait finansal tabloları ise 20.02.2019'da yayınlanmış nitekim olay penceresi ilgili tarihlerin öncesi ve sonrası yedi günlük süreyi kapsayacak şekilde belirlenmiştir. Aynı şekilde Türk Telekom şirketinin 2017 dönemine ait finansal tabloları 08.02.2018'de, 2018 dönemine ait finansal tabloları ise 20.01.2019'da yayınlanmış ve olay penceresi ilgili tarihlerin öncesi ve sonrası yedi

günlük süreyi kapsayacak şekilde oluşturulmuştur. Şirketlerin olay pencerelerine bağlı kalınarak değerlendirilmiş ve bu çerçevede piyasa getirisinden anormal düzeyde getirilerinin bulunup bulunmadığı analiz edilmiştir. Olay çalışması kapsamında değerlendirilen şirketler ve ilgili dönemlere ait anormal getiri sonuçlarına ilişkin bulgular aşağıdaki grafikler şirketler ve yıllar bazında verilmiştir.



Grafik 1: Turkcell Şirketinin 2018 Dönemi Olay Penceresi Sürecinde Piyasa Getirisinden Farklılaşan Getiri Grafiği

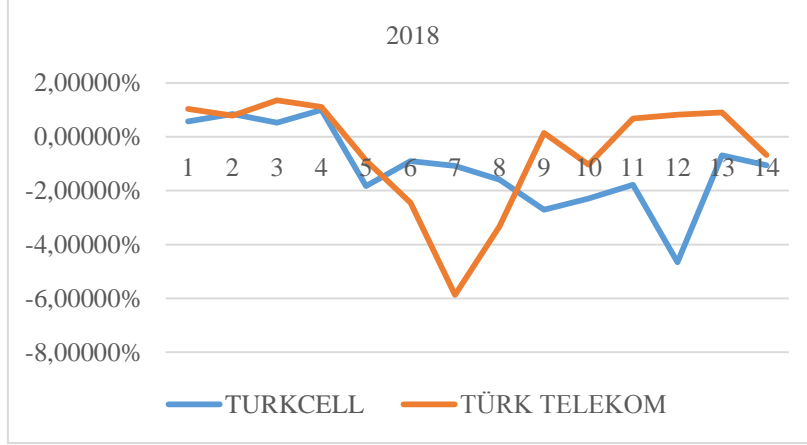
Turkcell şirketinin 2017 yılına ait finansal raporları 15.02.2018 tarihinde KAP'ta yayınlanmış olup ilgili tarihin öncesi ve sonrasındaki yedi günlük pay değerlerinin BİST-100 endeksinden farklılaşan değişimi Grafik-1'de verilmiştir. Grafikte sekizinci gün olay günü olup olay gününün öncesi sürecinde genellikle pay getirisi piyasa getirisiyle uyumlu bir seyir izlerken olay günü sonrasında piyasa getirisinden daha yüksek değişkenlik gösteren getiriler/kayıplar yaşattığı görülmektedir.



Grafik 2: Türk Telekom Şirketinin 2018 Dönemi Olay Penceresi Sürecinde Piyasa Getirisinden Farklılaşan Getiri Grafiği

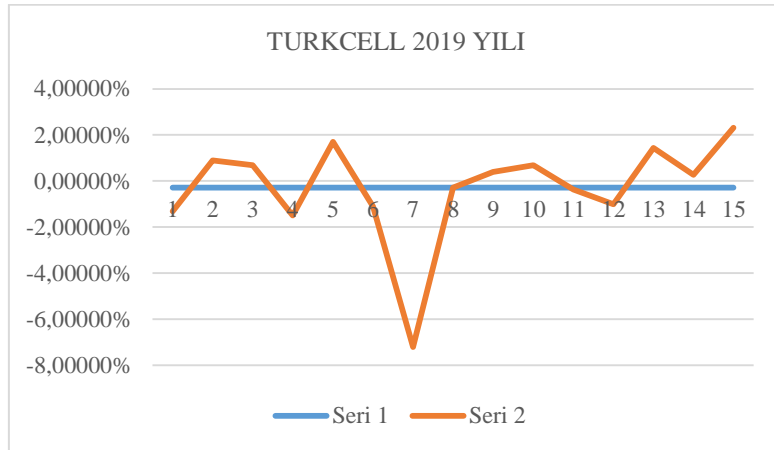
Türk Telekom şirketine ait olay günü 08.02.2018 olup ilgili şirketin yıllık finansal raporlarının KAP'ta yayımlandığı tarih olup olay günü öncesindeki süreçte şirketin pay değerlerinin piyasadaki ortalama pay değerlerinden negatif getiriler sağlarken olay günü pay getirisinin piyasa

ortalama getirisinden önemli oranda olumlu getiriler sağladığı tespit edilmiştir. Olay günü sonrasında pay getirisinin piyasa ortalama getirisi karşısındaki anormal seyrini sınırlı da olsa kaybettiği ve olay öncesi süreçte yaşanan önemli düzeydeki olumsuz farkların yaşanmadığı görülmektedir. Olayın yatırımcılar üzerinde şirket lehine bir izlenim bıraktığı ve şirket hisselerine bir eğilimin olduğu görülmektedir.



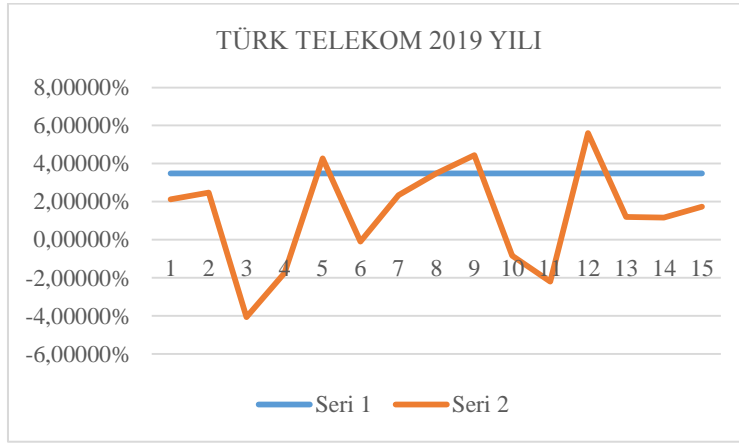
Grafik 3: Turkcell ve Türk Telekom Şirketlerinin 2018 Dönemi Olay Pencereleeri Süreçlerinde Piyasa Getirisinden Farklılaşan Kümülatif Getiri Grafikleri

Çalışma kapsamındaki şirketlerin 2018 dönemine ilişkin farklı zamanlarda yaşadıkları aynı olayın ortalama piyasa değeri göre pay değerleri üzerindeki etkileri kümülatif olarak Grafik 3'te verilmiştir. Grafik incelendiğinde 2018 döneminde farklı tarihlerde ilgili işletmelerin finansal raporlarının yayınlanmasının pay değerleri üzerindeki kümülatif etkinin olay öncesi süreçte benzer yönde bir değişimi meydana getirdiği ancak olay günü yaklaştıkça ve olay günü sonrasındaki süreçte ise kümülatif etkinin şirketler arasında farklı sonuçları meydana getirdiği görülmektedir. Olay öncesinde piyasa getirisinden yüksek ancak yatay bir seyir izleyen pay değerlerinin olay günü yaklaştıkça piyasa getirisinden düşük bir getiri sağladıkları gözlemlenmektedir. Ancak olayın etki düzeyi şirketler arasında farklı olduğu, Türk Telekom şirketinin bu dönemde olaydan negatif etkilenme düzeyinin Turkcell Şirketinden daha yüksek olduğu göze çarpmaktadır. Olay sonrası süreçte toparlanmaların da farklı düzeyde gerçekleştiği ve Türk Telekom şirketinin daha hızlı toparlandığı ve ortalama piyasa getirisinden daha iyi düzeyde bir getiri sağladığı tespit edilmiştir. Bunun yanında Turkcell için aynı durumdan bahsetmek mümkün gözükmemektedir. Çünkü Turkcell şirketi olay öncesinde yaşadığı getiri düşüşünü olay sonrasında toparlamaya çalışmış ancak Türk Telekom şirketinin sergilediği performans düzeyinde bir performansı sergilemediği gözlemlenmektedir.



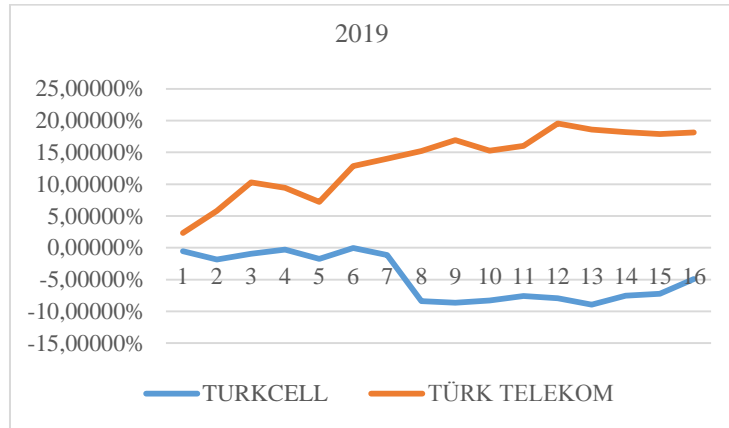
Grafik 4: Turkcell Şirketinin 2019 Dönemi Olay Penceresi Sürecinde Piyasa Getirisinden Farklılaşan Getiri Grafiği

2018 yılına ait Turkcell şirketinin yıllık finansal raporları 20.02.2019 tarihinde KAP'ta yayınlanmış ve olay günü olarak bu tarih belirlenmiştir. Olay gününden önceki günlerde şirketin pay getirisinin piyasadaki payların ortalama getirisinden önemli düzeyde bir farklılaşma yaşatmadığı ancak olay gününe yaklaştıkça düşük hareketli seyrin negatif hareketli bir seyre geçtiği görülmektedir. Bu durumun olay öncesindeki kısa süre içerisinde hedef kullanıcıların işletmeye ilişkin muhtemel olumsuz bir bilgiyi bekledikleri; ancak finansal raporların yayınlanmasıyla birlikte öngörülen olumsuz bilginin mevcut olmamasından dolayı tekrar toparlanmaya yönelik bir hissiyattan kaynaklandığı düşünülmektedir. Genel olarak şirketin pay getirisinin piyasadaki payların ortalama getirisinden önemli düzeyde farklılaşmayan bir getiri sağladığı tespit edilmiştir. Bununla beraber işletmenin olay gününden sonraki ilerleyen süreçte istikrarlı olduğu söylenemezse de piyasa ortalama getirisinden daha iyi düzeyde getiriler sağladığı bir seriyi yakaladığı söylenebilir.



Grafik 5: Türk Telekom Şirketinin 2019 Dönemi Olay Penceresi Sürecinde Piyasa Getirisinden Farklılaşan Getiri Grafiği

Türk Telekom şirketinin 2018 yılı finansal raporları KAP'ta 20.01.2019 tarihinde yayınlanmış, bu tarih ilgili şirket için olay günü olarak belirlenmiştir. Şirketin pay getiri düzeyi olay öncesi ve sonrası süreçlerde genellikle benzer değişimler göstermiş olup piyasadaki payların ortalama getirisiyle kıyaslandığında düzensiz getirilere sahip olduğu tespit edilmiştir. Genel olarak payın getirisinin piyasadaki payların ortalama getirilerinden daha iyi bir düzeyde getiri sağladığı görülmektedir. Olay sonrası süreçte pay getirisindeki değişkenliğin belli bir düzeyde olumlu yönde bir gelişme gösterdiği tespit edilmiştir. Bu durum işletmelerin yayınladıkları finansal raporlarında yer alan bilgilerin yatırımcıların şirkete yönelik umutlarını arttırdığı ve ilgilerine canlılık kattığı şeklinde yorumlanabilmektedir.



Grafik 6: Turkcell ve Türk Telekom Şirketlerinin 2019 Dönemi Olay Penceresi Süreçlerinde Piyasa Getirisinden Farklılaşan Kümülatif Getiri Grafikleri

2019 dönemi olay penceresine ilişkin şirketlerin ortalama piyasa getirisinden farklılık arz eden getirileri kümülatif olarak Grafik 6'da gösterilmektedir. Bulgularda olay penceresi sürecinde Türk Telekom şirketinin ortalama piyasa getirisinden genellikle pozitif yönde anormal getiriler sağladığı ve bunun devamlılık sergilediği görülmektedir. Turkcell şirketinin ise olay öncesinde piyasa getirisiyle paralel getiriler sağlarken olay günü ve sonrası günlerde ortalama piyasa getirisinden daha düşük düzeyde getiriler sağladığı ve olay penceresinin sonlarına doğru tekrar toparlanma hareketlerin olduğu söylenebilmektedir. Olay penceresi sürecinin sonlarında da olay öncesine benzer getiriye doğru bir ilerlemenin yaşandığı gözlemlenmektedir. Kümülatif getirilerin şirketler bazında farklılaşmasının temelinde işletmelerin olay penceresi sürecindeki paydaşların pay talep düzeylerine bağlı olduğu söylenebilmektedir.

İşletmelerin finansal bilgilerini sundukları dönemlerde paydaşların kararlarında değişimlere yol açtığı ve değişimin işletmeden işletmeye veya dönemden döneme farklı şekil ve düzeyde meydana geldiği elde edilen bulgularda belirgin bir şekilde tespit edilmiştir. Paydaşlar işletme yönetimleri tarafından sunulan finansal bilgileri işletmenin pay değerleri üzerindeki anormal etkisini olay penceresinin kısıtlı bir zaman diliminde sürdürmektedirler. Bu durum piyasa etkinliğinin seviyesini arttırdığına işaret etmekle beraber henüz tam etkinlik düzeyinin sağlanamadığını göstermektedir. Çünkü pay değerlerindeki anormal getirilerin anlık değişimlerden ziyade sürece tabi olması; etkin piyasaların “yeni bilgiler anlık değişimler sağlar” ilkesinin henüz mevcut olmadığını göstermektedir. Sonuç olarak finansal raporların yayınlanma olayının işletmeye ilgi duyan paydaşların kararları üzerinde etkili olduğu ve bunun işletmenin piyasa değeri üzerinde değişimleri meydana getirdiği ve bu değişimlerin süreç içerisinde meydana geldiği yapılan analizlerde elde edilmiştir. Finansal raporların yayınlanmasının genellikle olay öncesinde oluşan olumsuz değişim rüzgârının olay sonrası süreçte pay değerinin olumlu şekilde gelişmesine katkı sağladıkları tespit edilmiştir. Bu durum paydaşların finansal raporlar ışığında kararlarında revizyonları gerçekleştirdikleri ve olay sonrası yeni dönemlerde daha rasyonel davranışlara yönelindikleri şeklinde değerlendirilebilir.

SONUÇ

Pay değerlerinin şekillenmesinde makroekonomik verilerle birlikte şirketlere ilişkin bilgiler de etkili olmaktadır. İşletmelere ilişkin riskin düzeyi piyasada sistematik olmayan risk olarak ifade edilmekte ve ilgili şirketlerin pay değerlerini etkileyen önemli bir hususu teşkil etmektedir. İşletmeler paydaşlarına çeşitli yöntem ve tekniklerle bilgiler sağlayarak sistematik olmayan risklerini minimize etmek ve işletmenin ilgililer nezdinde kabul edilebilirliğini arttırmak amacındadırlar. İşletmelere ilişkin finansal açıdan fiziki veri olarak finansal raporlar ele alınmakta ve bu raporlarla işletmelerin varlık ve kaynak yapıları, öz kaynak değişimlerine ilişkin bilgiler sunulmaktadır (Usul ve Bekçi, 2001). İşletmelerin piyasaya bilgiler sunması, hedef kullanıcıların işletmeye ilişkin risk beklenti düzeylerini düşürmek ve işletmenin potansiyel yatırımcılar açısından cazibesini yükseltmek amacı ile gerçekleştirilmektedir. Finansal literatürde piyasaya sunulan bilginin pay değeri üzerindeki muhtemel etkisi anlık olarak gösterilmeli ve bu durumun devam etmemesi gerekliliği öngörülmektedir. Bu durum etkin piyasa hipotezinin temelini oluşturmaktadır. Etkin piyasa, piyasaya sunulmuş tüm bilgilerin varlık fiyatlarına anında yansıtıldığı piyasalardır (Fama, 1970). Yayınlanmış bilgilerin pay değerleri üzerinde sürekli bir etki oluşturması ilgili piyasanın etkin olmadığı anlamına gelmektedir.

Ülkemiz etkin bir piyasaya sahip olmadığı için piyasaya sunulan bilgiler yatırımcılara anormal düzeyde kazanç ya da kayıplar yaşatmaktadır. Bu durum piyasa oyuncuları arasında bilgiye dayalı kazanç sağlama rekabetini tetiklemektedir. Çalışmamızda kapsamdaki şirketlere ilişkin 2017 ve 2018 yıllarına ait finansal tabloların KAP'ta yayınlanması olay günü olarak seçilmiş ve olay günü öncesi ve sonrası yedi günlük süreçlerde ilgili şirketlere ait pay getirilerinin

piyasadaki paylara ait ortalama getirileri arasındaki farka bakılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, olay günlerinde açıklanan finansal bilgilerin şirketlerin pay getirileri üzerinde etkili olduğu ve piyasa ortalama getirisinden farklılık arz eden getiriler sağladığı tespit edilmiştir. Bu durum yapılan birçok literatür çalışmasıyla paralellik göstermekte ve piyasanın etkin piyasa olmadığını ortaya koymaktadır. Çalışmada olay günü olarak seçilen günlerde belirlenen olay (finansal raporların yayınlanması) dışında işletmeler bazında başka herhangi bir olay yaşanmış olup olmamasına bakılmaksızın bu sonuçlar elde edilmiştir. Olay gününde işletme kapsamında başka olay(lar)ın yaşanmış olması söz konusu ise, elde edilen bulguların ve ilgili yorumların revize edilmesi durumu ortaya çıkabilir.

KAYNAKÇA

- AYDEN, T., ve KARAN, M. B., (2000), İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2(3)
- Bartholdy, J., D. Olson ve P. Peare. (2006), "Conducting Event Studies on a Small Stock Exchange" <https://doi.org/10.1080/13518470600880176>
- BOZKURT, İ., vd. (2015), Finansal Tablo İlanlarının Hisse Getirileri Üzerindeki Etkisi: BİST’de Ampirik Bir Uygulama, Maliye Finans Yazıları (103).
- CAMPELL, J. Y., vd. (1997), The Econometrics of Financial Markets, Princeton University Press, New Jersey.
- DYER IV, J.C. ve MCHUGH, A.J. (1975). "The Timeliness of the Australian Annual Report", Journal of Accounting Research, 13(2), Accounting Research Center, Booth School of Business, University of Chicago, pp:204-219.
- ELBİR, G., ve KANDIR, S. Y., (2017), Yatırım Duyurularının Pay Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi: Demir-Çelik Sektörü Örneği, Ekonomi Bilimleri Dergisi Cilt 9, No 1.
- EPPLİ, M. J. ve CHARLES, C. T. (2005), "An Event Study Analysis of Mall Renovation and Expansion", Journal of Shopping Center Research, 12 (2).
- FAMA, E. (1970), Efficient Capital Markets: A Review Of Theory and Empirical Work. Journal of Finance, 25.
- KAYAKIRAN, D., (2016), İşletme Birleşmelerinin İşletmelerin Piyasa Değerine Etkisi Ve Bir Araştırma, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul.
- MACKINLAY, A.C., (1997), Event Studies in Economics and Finance, Journal of Economic Literature, Vol XXXV, 13-39.
- OTLU, F., vd. (2019), Kısmi Bölünmenin Şirketlerin Piyasa Değeri Üzerine Etkisi: Olay Çalışması Yöntemiyle Analiz, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi Haziran; 21(2).
- ÖZKAN, S. vd. (2013), "Finansal Tabloların Sunum Tarihini Etkileyen Faktörler: İMKB Firmaları Üzerine Bir Uygulama", Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, Cilt. 15 (3), s:167-185.
- SEANS, R. ve SANDOVAL, E., (2005), Measuring Security Price Performance Using Chilean Daily Stock Returns: The Event Study Method, Cuadernos De Economia, 42, 310-315.
- TEKE, B., (2013), "İMKB 30 Endeks Kompozisyonundaki Değişimin Hisse Senedi Performansına Etkisi", İMKB Dergisi, Sayı: 51
- TÜRKER, İ. (2011). Türkiye’de Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) Paralelinde Yapılan Düzenlemelerin Finansal Tablo Kullanıcılar Üzerindeki Muhtemel Etkileri. Ankara : TÜRMOB
- USUL, H., ve BEKÇİ, İ., (2001), Bireysel Yatırımcılar Açısından Finansal Bilgi Sistemin Sermaye Piyasasında Etkinliğinin Analizi, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2(1).