



DENETİM RAPOR TÜRLERİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN ANALİZİ

Oğuzhan ECE¹, Bülent Diclehan ÇADIRCI²

Öz

Çalışma, Türkiye ölçeğinde firmalar ile firma çıkar grupları arasındaki güvencenin temellerinden biri olan denetim raporlarının, firma piyasa değeri üzerindeki etkilerini tespit edip ampirik kanıtlar sunmayı amaçlamaktadır. Bu çerçevede 2010/Q1-2021/Q3 dönemi için BİST 100'de yer alan ve finansal olmayan 77 firma özelinde olumlu, olumsuz ve görüş bildirmekten kaçınma şeklindeki denetim görüşleri panel veri metodolojisi çerçevesinde Driscoll-Kraay Tahmin yöntemiyle incelenmiştir. Analiz sonucunda firma piyasa değerini olumlu denetim görüşünün pozitif, görüş bildirmekten kaçınma şeklindeki denetim görüşünün ise negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Diğer yandan olumsuz denetim raporları ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Çalışma neticesinde ulaşılan sonuçların denetim görüşü ve firma değer ilişkisi özelindeki sınırlı literatüre katkı sağlamanın yanında yatırım sürecinde yatırımcılar için bir perspektif oluşturabileceği de beklenmektedir.

Anahtar Kelimeler: Denetim Görüşü, Denetim Rapor Türleri, Firma Değeri, Sermaye Piyasaları

JEL Sınıflandırması: MH2, O16, G32

ANALYSIS OF THE EFFECTS OF AUDIT REPORT TYPES ON FIRM VALUE

Abstract

The study aims to determine the effects of audit reports, which are one of the foundations of assurance between firms and firm interest groups, on the market value of firms and present empirical evidence in Turkey. In this context, unqualified, adverse, and disclaimer of opinion audit reports of 77 non-financial companies in BIST 100 for the period 2010/Q1-2021/Q3 were analyzed with the Driscoll-Kraay Estimation method within the framework of panel data methodology. As a result of the analysis, it has been concluded that the unqualified opinion affected positively the market value of the firm, and the disclaimer of opinion had a negative effect. On the other hand, no significant relationship was found between Adverse opinion and firm value. It is expected that the results, which are obtained from the study, will contribute to the limited literature on audit opinion and firm value relationship, as well as create a perspective for investors in the investment process.

Keywords: Audit Opinion, Audit Report Types, Firm Value, Capital Markets

JEL Classification: MH2, O16, G32

¹ Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, oece@erzincan.edu.tr, ORCID: 0000-0003-2443-9678

² Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi, İktisat Bölümü, bdcadirci@erzincan.edu.tr, ORCID: 0000-0003-3007-6068

1. Giriş

Firmalarda üretilen mali nitelikli bilgiler ve bu bilgilerin genel sonuçları, birbirlerini dışlar niteliği de bulunan çok farklı çıkar gruplarının amaçlarına yönelik kullanım özelliğine sahiptir. Bu özellik, finansal tabloların özneliği ihtimalini besler niteliğinde olduğundan, söz konusu tabloların tarafsız ve uzman kişilerce, doğruluklarının, güvenilirliklerinin ve belirlenen kıstas ve standartlara uygunluğunun teyidini elzem kılar. Bu gerekliliğin doğal bir sonucu olarak ortaya çıkan bağımsız denetim, firma ile firma çıkar grupları arasında güvence sağlayacak sistematığı oluşturur. Firmaların dışa açılma ve sermayenin tabana yayılması sürecinde artan reytingi ile yaygın bir kullanım alanına kavuşan bağımsız denetim, özellikle SPK'ya tabi firmalar için 90'lı yıllara kadar uzanan bir geçmişe sahiptir. Türk Ticaret Kanunu'nun revizesi ile birlikte bankacılık ve sigortacılık sektörü dışında kalan ve belli bir ölçek üstündeki firmalar için getirilen zorunluluk ile bağımsız denetim, 2013 yılını kendine dönüm noktası kılmıştır.

Denetim sürecinin çıktısı olarak değerlendirilebilecek olan denetim raporu; içerik, kapsam ve açıklamalarıyla tafsilatlı geniş bir yapıya sahip olsa da denetim görüşü ile nihai ve genel bir kanaati vurgular. Bu kanaat, finansal tabloların belirtilen usul, esas ve standartlar konusunda uygunluk ve doğruluğunu ifade eden olumlu görüş ile özetlenebildiği gibi, kapsamındaki bazı aksaklık ve noksanlıkların önem düzeyi ile ilişkilendirilmiş şartlı, görüş bildirmekten kaçınma ve olumsuz görüşe sahip olma alternatiflerini de içerir. Bu yönüyle denetim görüşü, firma ile yatırımcılar ve kreditorler başta olmak üzere tüm firma çıkar grupları arasındaki ilişkinin güvencesini oluşturur. Denetim görüşünün firma ve firma çıkar grupları arasında oluşturduğu bu güvencenin firma değeri üzerindeki etkilerinin belirlenmesi, araştırmanın en önemli ilham kaynağıdır. Türkiye ölçeğinde ampirik kanıtlar sunmayı amaçlayan araştırma, denetim görüşü ve firma değer ilişkisi özelindeki sınırlı literatüre katkı sağlamasının yanında yatırım sürecinde yatırımcılar için bir perspektif oluşturabileceği de beklenmektedir. Denetim görüşü ile firma değer ilişkisi, olumlu ve nitelikli denetim görüşü özelinden ziyade denetim görüşünün tüm alternatiflerini ele alması açısından ayrıcalıklı önemini vurgulayan araştırmanın metodolojik akışı; denetim ve denetim görüşünün oluşum süreci ile denetim görüşünün mali tablo kullanıcıları ve yatırımcılar açısından önemine ilişkin teorik bilgilerin verildiği kavramsal çerçeve başlığında birinci bölüm, denetim görüşünün firma değeri üzerindeki etkisine ilişkin ilgili yazının, denetim sonuçlarının kategorik sonuçları tasnifinde sunulduğu literatür taraması başlığında ikinci bölüm ve denetim görüşü ile firma değeri arasındaki ilişkiye ilişkin ampirik kanıtların sunulduğu Türkiye ölçeğindeki uygulama ve uygulama bulgularının açıklandığı üçüncü bölüm başlıklarında gerçekleştirilmiştir.

2. Kavramsal Çerçeve

Belli bir zaman periyodunda firmalarda meydana gelen mali nitelikli olayların sistematik bir şekilde sınıflandırılmış özet verilerinin muhteviyatına sahip olan finansal raporlar, firma ve firma çıkar gruplarına önemli bilgiler sunan belgelerdir. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (IFRS)'na göre, muhasebe sürecinin son ürünü olarak kabul edilen finansal raporların ya da finansal raporlamanın temel amacı; yatırım, kredi ve kaynak tahsisine ilişkin karar sürecini yönlendirecek, yönetecek ve gelişimine katkı sağlayacak faydalı finansal bilgiler sağlamaktır. Sağlanan bilgilerin kalitesi, sermaye piyasalarının ve ekonominin doğru işleyişi için ön koşuldur ve bilgi asimetrisini ve vekalet çatışmalarını azaltmanın bir yolu olarak değerlendirilebilir (Jovyni ve Katoul, 2016: 33).

Denetim raporları, denetim sürecinin bir sonucu olup denetçi ile finansal tablo kullanıcıları arasındaki temel iletişim aracını oluşturur (Moradi vd., 2011: 3354). Bu yüzden denetim raporları, yatırım sürecinde yatırımcıların karar verme süreçlerinde takdir görmeleri ve finansal tabloların uzman değerlendirmeleri niteliğindeki denetim sonuçlarının dikkate değer bulunmaları tabidir. Bu sonucu besleyecek en önemli husus ise denetim raporlarının anlaşılır, kapsayıcı ve kaliteli bilgiler sunmasıdır. Bunun yanında yatırımcıların raporlara ve içeriklerine verdikleri önem düzeyi ve genel piyasa yapısının etkinlik formu ise diğer temel belirleyicilerdir. Akademik araştırma sonuçlarındaki farklılaşmaların temel dinamiklerini bu sebepler oluşturmaktadır (Tahinakis vd.,2010: 86).

Piyasa ve piyasa unsurlarına ilişkin değişim ve gelişmelerin, yatırım kararları ile yatırım sonuçları üzerinde yarattığı farklılaşmaların varlığı ve bu farklılaşmaların etkisine ilişkin değerlendirmeler, akademik araştırmaların önemli bir gerekçesi olarak değerlendirilir. Firma içi ve firma dışı faktör sınıflandırmasında değerlendirilen söz konusu değişim ve gelişmelerden biri de firma içi faktörlerin en temel bileşeni olan finansal tablolardır. Finansal tablolar ile tablo kullanıcıları arasındaki ilişkinin ana başlığını ifade eden denetim görüşü, finansal tablolara ilişkin denetim ve raporlamaların usul, esas ve ilkeleri doğrultusunda güvenilirliklerinin teyidi maksadına sahiptir. Bu yönüyle denetim görüşlerinin firma, hissedarlar, kreditorler ve yatırımcılar açısından ne gibi sonuçlar doğuracağı hususu, akademik araştırmaların ilgi alanına girmeyi başarmıştır. Bununla birlikte denetim görüşlerinin yatırımcıların ve kreditorlerin erişimine açık olan bilgilerin güvenilirliğini artırdığı dikkate alındığında, denetim görüşlerinin nitelik düzeyleri bilgi riskini de artırabilmektedir (Ahmadi vd.,2014:1). Dolayısıyla, Bağımsız Denetim Standartları (BDS)700'ün 6. Maddesi uyarınca denetçinin amaçları (BDS 700, Md:6);

- Denetim kanıtlarının değerlendirmesine dayanarak finansal tablolara ilişkin genel bir görüş oluşturmak,
- Oluşturulan görüşün, yazılı bir rapor aracılığı ile ifade etmek şeklinde açıklanır.

Söz konusu görüşün oluşturulması için denetçinin, finansal tabloların hata veya hileye dayalı önemli bir yanlışlık içerip içermediğine ilişkin güvenceye ulaşmış bulunması ve finansal raporların yasal olarak belirlenen ilke ve standartlara uygunluğunu tespit etmesi gerekir (BDS 700, Md: 11). Bu durum finansal tablonun bir bütün olarak geçerliliğinin ifadesi olduğundan, denetim sonucu olumlu görüş ile başlıklandırılır. Ancak denetçi, denetim kanıtlarına dayalı olarak finansal tabloların önemli bir yanlışlık içerdiği ya da yanlışlık içermediğine ilişkin yeterli ve uygun kanıt sağlayamaz ise olumlu görüş dışında bir görüş verir (BDS 700, md 17).

Denetçinin olumlu görüş dışında verebileceği görüş türleri 705 no.lu BDS'de *Sınırlı Olumlu Görüş (Şartlı Görüş)*, *Olumsuz Görüş* ve *Görüş Vermekten Kaçınma* şeklinde düzenlenmiş olup denetim raporunda olumlu görüş dışındaki bir görüşe sebep olan hususun açıklanmasına ilişkin bir dayanak paragrafının eklenmesi suretiyle açıklanır.

Denetim görüşünün olumlu görüş ve olumlu görüş dışındaki görüş türlerine götüren denetim aksaklıkları ve bu aksaklıkların önem düzeyinin, denetim sonuçlarındaki yansımalarına ilişkin bilgiler Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1: Denetim Sürecine İlişkin Değerlendirmeler, Denetim Aksaklıkları ve Denetim Görüşlerine Olan Yansımaları

Sapma Türü	Sapma Düzeyi	Çok Önemsiz	Önemli	Çok Önemli
GKGM İlkelerinden Sapma		Olumlu Görüş	Şartlı Görüş	Olumsuz Görüş
Tutarlılık İlkesinden Sapma		Olumlu Görüş	Şartlı Görüş	Olumsuz Görüş
Tam Açıklama İlkesinden Sapma		Olumlu Görüş	Şartlı Görüş	Görüş Bildirmekten Kaçınma
Süreklilik İlkesinin Geçerliliği ile İlgili Riskler		Olumlu Görüş	Şartlı Görüş	Görüş Bildirmekten Kaçınma

Kaynak: Selimoğlu vd. 2017:327

Denetim görüşünün oluşum süreci, denetim ilke ve kriterlerinde meydana gelen aksaklık, risk ve sapmaların varlığı ve önem düzeyine dayalı olarak şekillenen bir yapıya sahiptir. Olumlu görüş dışındaki denetim görüşünün belirlenmesinde denetçinin tespit ettiği yanlış işlemlerin önemlilik düzeyinin yanı sıra yaygın olma seviyesinin de önemli bir yeri vardır. Denetim aksaklıklarının önemlilik ve yaygın olma düzeyleri ile olumlu görüş dışındaki denetim görüşleri arasındaki ilişki BDS 705'teki esaslar doğrultusunda Tablo 2'de gösterilmiştir (Selimoğlu vd.,2017:331).

Denetim ve denetim görüşünün oluşum sürecine ilişkin bu açıklamalar ile finansal tabloların firma ve firma çıkar grupları açısından önemi bir bütün olarak değerlendirildiğinde denetim görüşünün yatırım, yönetim ve ekonomik karar süreçlerinde dikkate alınmasının önemi daha da

keskinleşir. Zira sosyal ve iktisadi gelişim ile iktisadi menfaat gruplarındaki yoğunlaşma, bilgi toplumlarının temel dinamiklerini vurgulayan bilgide güvenilirlik gereksinimini de artırmıştır. Geçerli ve güvenilir bilgi, etkin kaynak kullanımını sağlaması yanında yönetsel kararlarda başarının bir ölçüğü olma azmindedir. Bu genellemede denetim görüşü, üretilen mali nitelikli firma bilgilerinin ulusal ve uluslararası kriterlerce uzmanlığı onaylanmış bağımsız denetçilerce geçerliliğinin ve güvenilirliğinin ortaya koyulması olarak değerlendirilmelidir. Olumlu denetim görüşü üzerine şekillenen bu değerlendirmelerin genel çıkarımları olarak denetim ve denetim görüşleri;

Tablo 2: Denetim Aksaklıklarının Önemlilik ve Yaygınlık Düzeyi ile Denetim Görüşü İlişkisi

Olumlu Görüş Dışında Görüşe Neden Olan Sebebin Niteliği	Denetim Görüşünü Değiştirmeye Esas Sebeplerin Etkilerinin ve bu etkilerin Görülme Sıklığına İlişkin Denetçi Değerlendirmeleri	
	Önemli Ama Yaygın Değil	Önemli ve Yaygın
Mali tabloların önemli yanlışlık içermesi	Şartlı Görüş	Olumsuz Görüş
Denetim kanıtlarının yeterli ve uygun bulunmaması	Şartlı Görüş	Görüş Bildirmekten Kaçınma
Yeterli kanıt bulunmasına rağmen belirsizliklerin varlığı	Şartlı Görüş	Görüş Bildirmekten Kaçınma

Kaynak: Selimoğlu vd.,2017:331

- Kaynak temin olanaklarını iyileştirmesi
- Yabancı kaynak maliyetlerini düşürmesi,
- Sermaye maliyetlerinin azaltılması sürecinde önemli role sahip olması,
- Firmalarda kurumsallaşmaya olanak sağlaması,
- Firma ölçeğinde iç kontrol sisteminin gelişimine katkı sağlaması,
- Yatırım tercihlerinin oluşum sürecine katkıda bulunması,
- Etkin ve verimli yatırım alternatiflerinin şekillendirmesi,
- Firma değerine katkı sağlaması,
- Firmanın piyasa aktivitesini artırması,

hususlarında önemli faydalar sunma potansiyeline sahip genel bir kanaati ifade etmesi bakımından bilimsel bir problem olarak değerlendirilerek araştırma konusu edinilmiştir. Bu edininin genel yansımaları literatür taraması başlığında aşağıdaki gibi özetlenmiştir.

3. Literatür Özeti

Denetim görüşü ile firma değeri arasındaki ilişkiye dair araştırmalar seyrek olmasının yanında araştırma sonuçları üzerinde ittifak edilebilecek genel bir kanaat oluşturmaması ile de dikkat çekicidir. İlgili literatür incelendiğinde denetçi görüşünün firma değeri üzerindeki yansımalarının olumlu, olumsuz ve ilişkisizlik gibi geniş bir sonuç yelpazesinde olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, ilgili yazının genel karakteristikleri arasında firma değer perspektifinin direkt ve endirekt olarak konumlandırıldığı görülmektedir. Firma değeri, piyasa değeri ya da Tobin'in Q değeri gibi bir değişken vekilliğinde direkt olarak değerlendirildiği gibi özellikle sermaye piyasaları örneğinde hisse piyasa fiyatı ve hisse getirisi vekilliğinde endirekt olarak da araştırılmıştır. Zira firma değeri, yatırımcıların firma performansına ilişkin değerlendirmelerinin bir sonucu olarak genel piyasa yapısı içerisinde arz ve talebe dayalı olarak oluşan firma hisse senetlerine olan teveccühün fonksiyonel bir sonucudur. Bu yönüyle firma değerine ilişkin bir değerlendirmeyi hisse fiyatı zaviyesinden yapmak, araştırmanın haklı gerekçesi olarak değerlendirilmelidir.

Literatüre ilişkin ikinci bir husus, denetim görüşünün firma değeri üzerindeki etkilerinin, denetim görüşünün tüm alternatiflerinden ziyade olumlu ve nitelikli denetim görüşü özelinde irdelenmesidir. Zira denetim sonucunda olumsuz ya da görüş bildirmekten kaçınma şeklindeki bir denetim görüşü, firmanın sosyal ve hukuki sorumluluğuna dayalı olarak aksaklıkların giderilerek denetimin yenilenmesi neticesinde ulaşılan sonuç, söz konusu bu irdelenmenin gerekçesi olabilir. Bütün bu açıklamalar ışığında ilgili literatür taraması, araştırmaların kategorik sonuçları tasnifinde aşağıdaki gibi özetlenmiştir.

3.1. Denetim görüşü ile Firma Değeri Arasındaki Olumsuz İlişkinin Varlığını Vurgulayan Araştırmalar

Denetim görüşü ile firma değeri arasında olumsuz bir ilişkin varlığına dair ampirik kanıtlar sunan en güncel araştırmalardan biri Leo Handoko ve Michaela (2021)'e aittir. Firma değer ilişkisinin denetim faktörlerinden karlılık, firma büyüklüğü ve denetim görüşü bağlamında ele alındığı araştırma, sadece yüksek performansa değil aynı zamanda sürdürülebilirlik kaygısına da sahip olan ve borsaya kote olan SRI-KEHATI endeksine dâhil firmalar örnekleminde gerçekleştirilmiştir. Verilerin test edilmesinde klasik varsayım testleri ve hipotez testlerini içeren çoklu doğrusal regresyon analizi yöntemlerinin kullanıldığı araştırma sonucunda karlılık ve denetim görüşünün firma değeri üzerinde istatistiki açıdan önemli ve olumsuz bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Denetim görüşüne piyasa tepkisinin araştırıldığı ilk dönem çalışmalarından biri de Çin merkezlidir. Wang (2005)'e ait araştırma, 1999-2003 inceleme dönemine sahip olup 386 değiştirilmiş denetim görüşü ve 2742 koşulsuz denetim görüşü ile 3128 firma/yıl gözleminden oluşan örnekleme dayalı olarak gerçekleştirilmiştir. Araştırma sonucunda, koşulsuz denetim görüşü dışında açıklayıcı bir dil ve görüş ile koşulsuz denetim görüşüne sahip firma hisse senedi fiyatlarına piyasanın olumsuz tepki verdiği belirlenmiştir. Bu sonuç, piyasa fiyatının oluşumunda piyasalardaki tüm bilgilerin dikkate alındığı etkin piyasa hipotezi tezini teyit eder niteliktedir. Bununla birlikte denetim görüşüne ilişkin tüm varyantların araştırma kapsamında değerlendirilmemiş olması önemli bir eksiklik olarak görülebilir.

Hisse senedi perspektifinden denetim görüşü ile firma değeri arasındaki ilişkiyi belirlemeyi amaçlayan diğer bir araştırma Kara (2015) tarafından gerçekleştirilmiştir. Türkiye merkezli araştırma, 2009-2014 inceleme dönemine sahip olup BIST'de işlem gören 88 firma örnekleminde tamamlanmıştır. Event study metodolojisinde (-5, +5) olay penceresinde regresyon ve hipotez testlerine dayalı olarak gerçekleştirilen analiz sonucunda, denetim raporlarının ilan edilmelerinden sonra pozitif yönlü anormal getirilere neden olduğu belirlenmiştir. Bununla birlikte şartlı görüş ve görüş vermektan kaçınma şeklindeki denetim görüşlerinin ise hisse getirilerinde negatif anormal getirilere neden olduğu belirlenerek Türkiye Sermaye Piyasalarının zayıf formda etkin piyasa olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.2. Denetim görüşü ile Firma Değeri Arasındaki İlişkinin Bulunmadığını Vurgulayan Araştırmalar

Denetim görüşü ile firma değer ilişkisini hisse senedi fiyat ve getirileri perspektifinde değerlendirmeyi amaçlayan Al-Thuneibat ve diğ. (2007)'ne ait olan araştırma, Ürdün merkezlidir. 2000 – 2005 inceleme dönemine sahip araştırma, nitelikli denetim raporları üzerinden piyasa temelli tasarım yaklaşımıyla gerçekleştirilmiştir. Denetim rapor sonuçlarının duyuru tarihindeki hisse senedi fiyat ve getirilerinde anormal farklılaşmalar yaratıp yaratmadığı vurgusunda gerçekleştirilen araştırma sonucunda, şartlı denetim görüşünün fiyat ve getiriler üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve belirgin bir etkisinin bulunmadığı belirlenmiştir. Araştırmanın sonucunda yatırımcıların ve diğer mali tablo kullanıcılarının karar süreçlerinde denetim raporunun rolü konusunda daha fazla eğitime ihtiyaçlarının bulunduğu ayrıca nitelikli denetim raporlarının hisse fiyat ve getirileri üzerindeki etkisinin duyuru tarihi dışındaki zaman dilimlerinde de araştırılması gerektiği önerilmiştir.

Firma değerinin hisse fiyat ve hisse getirileri vekiğinde ele alındığı diğer bir araştırma Moradi vd. (2011)'e aittir. Şartlı denetim raporunun bilgi içeriğinin firma değeri ile ilişkisinin belirlemeyi amaçlayan araştırma 2005-2009 inceleme dönemine sahiptir. İran merkezli olarak gerçekleştirilen araştırmanın sonucunda şartlı denetim görüşünün fiyat ve getiriler üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve belirgin bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ulaşılan bu ilişkisizlik sonucunun sebebi olarak denetim görüşleri hakkında yeterince bilgi sahibi olunmadığı gerekçe gösterilerek özellikle yatırımcıların denetim raporunun önemine ilişkin bilinçlendirilmesi gerektiği önerilmiştir.

Aynı araştırma sonucuna sahip bir başka araştırma Yunanistan merkezli olup Tahinakis vd. (2010) tarafından yapılmıştır. 2005-2007 inceleme dönemine sahip araştırma, Atina Menkul Kıymetler Borsası (ASE)'na kote firmalar örnekleminde gerçekleştirilmiştir. Piyasa modeline sahip araştırma sonucunda, denetim raporlarının yatırımcılar için sınırlı bilgi içeriğine sahip olduğunu ve karar verme sürecinin bir parçası olmadığı sebebiyle denetim görüşü ile hisse fiyat ve getirileri arasında ilişkinin varlığına ilişkin bir kanıt elde edilememiştir.

Denetçi görüşünün firma değeri üzerindeki etkilerini hisse senedi fiyatları ve hisse getirileri perspektifinde değerlendirilen ve Anvarkhatibi vd. (2012) tarafından gerçekleştirilen araştırma İran merkezlidir. Tahran Menkul Kıymetler Borsası örnekleminde gerçekleştirilen araştırma 2002-2008 inceleme dönemine sahiptir. Mann-Whitney U Test istatistiğine dayalı olarak gerçekleştirilen araştırma sonucunda denetim görüşleri ile hisse fiyatları ve hisse getirileri arasında %95 güven aralığında anlamlı bir ilişkinin bulunmadığı ayrıca yatırımcıların, yatırım kararları sürecinde denetim görüşünün bilgi içeriğini dikkate almadığı belirlenmiştir. Aynı perspektifte yapılan diğer bir araştırma ise Tunus merkezli olup Salim (2016)'ya aittir. Denetim raporlarında nitelikli denetim açıklamalarına yer verilmesinin hisse fiyatları ve getirileri üzerindeki etkisini araştırmayı amaçlayan araştırma 2010-2012 inceleme dönemine sahiptir. Firmaların nitelikli denetim raporları üzerinde piyasa bazlı bir çalışma ile gerçekleştirilen araştırma sonucunda şartlı denetim görüşünün hisse fiyatları ve hisse getirileri üzerinde istatistik olarak anlamlı ve belirgin bir etkisinin olmadığı belirlenmiştir. Aynı sonuç Acar ve Temiz (2019) tarafından Türkiye ölçeğinde gerçekleştirilen araştırma sonuçlarında da görülmektedir. Çalışmada, 2005-2017 inceleme döneminde BIST'de işlem gören firmaların olumsuz veya görüş bildirmekten kaçınma şeklindeki denetim görüşlerine ilişkin haber ve duyurulara piyasa tepkisinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Event Study metodolojisine sahip araştırma 22 örnek olay incelemesine dayandırılmış olup araştırma sonucunda, söz konusu denetim görüşlerine karşı borsa tepkisinin kısıtlı negatif anormal getiriler şeklinde tepki olmasına karşın genel olarak anlamlı bir etkinin bulunmadığı gözlemlenmiştir.

Event Study metodolojisinde gerçekleştirilen diğer bir araştırma Prasetyo ve Rini (2014)'ye aittir. Nitelsiz denetim görüşüne ilişkin piyasa tepkisinin belirlenmesine yönelik olarak gerçekleştirilen araştırma 2011-2013 inceleme dönemine ait 66 örneklem üzerinde gerçekleştirilmiştir. On beş günlük olay penceresinde yapılan değerlendirmeler sonucunda ortalama anormal getirilere göre piyasa tepkisinde önemli bir fark bulunmadığı ancak LQ45 endeksine dâhil olan firmalara ait nitelsiz denetim görüşüne piyasanın %5 önem düzeyinde negatif yönlü bir tepki verdiği ancak bunun genel piyasa tepkisi olarak değerlendirilmemesi gerektiği belirlenmiştir.

Denetim görüşlerinde; firmanın sürekliliğinin belirsizliği, finansal sıkıntı ile ilgili nitelikleri veya söz konusu durumlarla ilgili vurgulanmış içeriklere sahip denetim görüşlerine yatırımcı tepkisinin belirlenmesi amacıyla İtalya merkezli araştırma, Lanniello ve Galloppo (2015) tarafından gerçekleştirilmiştir. Event Study metodolojisinde kısa bir olay penceresinde izlenen araştırma sonuçlarına göre piyasa etkinliğine dayalı olarak denetim görüşündeki belirtilen hususlara ilişkin olumsuz görüşler, hisse senetleri fiyatları üzerinde negatif bir etki yaratırken olumlu niteliklere ilişkin denetçi beyanlarının fiyatlar üzerinde müspet etkilere neden olduğu gözlemlenmiştir. Görüş farklılaşmalarına ilişkin piyasa tepkilerinin denetim görüşlerinin alaka düzeyi ile ilişkili olduğu sebebiyle denetim sonuçlarının tüm çıkar gruplarının bilgisine ivedilikle sunulması gerektiği vurgulanmıştır. Aynı metodolojiye sahip Türkiye merkezli bir araştırma ise Ercan ve İşseveroğlu (2016)'a aittir. BIST 100 endeks kapsamında yer alan 92 firma örnekleminde gerçekleştirilen araştırma 2013-2014 inceleme dönemine sahiptir. Denetim (-10, +10) olay penceresinde t-testine dayalı olarak yapılan değerlendirme sonucunda olumlu denetim görüşlerinin hisse fiyat ve getirileri üzerinde önemli etkisinin bulunmadığı görülmüştür.

Denetim görüşü ile firma değeri arasındaki ilişkiyi karlılık ve iflas tahmini refakatinde değerlendiren Maharani (2020)'in araştırması Endonezya merkezli olup 2005-2018 inceleme dönemine sahiptir. Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören madencilik şirketleri

üzerinde belirli kriterlere göre yapılan değerlendirmeler 160 firma örneğinde gerçekleştirilmiştir. Çoklu doğrusal regresyon metodolojisinde gerçekleştirilen araştırma sonucunda, iflas tahmin değişkeninin firma değeri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu, karlılık değişkeni ve denetim görüşünün ise firma değeri üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir. Fiyat perspektifinden firma değeri ile denetim görüşü arasındaki ilişkinin incelendiği bir başka araştırma ise Muslih ve Amin (2018)'e aittir. Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'nda LQ 45 endeks kapsamındaki 18 firma örneğinde gerçekleştirilen araştırma, panel veri metodolojisine dayalı olarak gerçekleştirilmiştir. Araştırma sonucunda denetim görüşünün, hisse senedi fiyatları üzerinde istatistiki olarak önemli bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir. Genel piyasa özelliğinin bir sonucu olduğu belirtilen denetim görüşlerinin, yatırımcılar açısından faydalı bilgiler sağlamadığı kanaati vurgulanmıştır.

Wickramasingha ve Nanayakkara (2015), yatırım sürecinde denetim görüşlerinin etkinliğini belirlemeye yönelik olarak gerçekleştirilen araştırmalarını Sri Lanka merkezli olarak gerçekleştirmişlerdir. Kolombiya Borsası imalat endeksi kapsamında yer alan 31 firma örneğinde ve 2008-2013 inceleme dönemine sahip araştırmada ANOVA yöntemi kullanılmıştır. Analiz bulguları ışığında, denetim görüşlerinin yatırımcıların karar süreçlerinde etkin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Aynı amaç doğrultusunda ve gelişmiş bir piyasa örneğinde gerçekleştirilen bir diğer araştırma ise Chen vd. (2000)'e aittir. Niteliksiz ve değiştirilmiş denetim görüşleri perspektifinde şekillenen araştırmanın ilk bulguları, bağımsız denetimin izleme rolünü destekleyen ikna edici kanıtlar sunma azmindedir. Buna göre denetim görüşleri ile hisse senetleri arasında anormal negatif getiriler belirlenmiştir. Ancak niteliksiz denetim görüşleri ile değiştirilmiş denetim görüşlerine ilişkin piyasa tepkisinde farklılıklar gözlemlenmediğinden denetim görüşleri ile hisse getirileri arasında ilişkinin bulunmadığı kanaatine ulaşılmıştır.

3.3. Denetim Görüşü ile Firma Değeri Arasındaki Olumlu İlişkinin Varlığını Vurgulayan Araştırmalar

Denetim görüşü ile firma değeri arasındaki ilişkinin değerlendirildiği ve denetim görüşünün firma değeri üzerinde olumlu katkı sağladığı bulgusuna sahip en güncel araştırmalardan biri Andi ve Nuraini, (2020) tarafından gerçekleştirilmiştir. Firma değer ilişkisini, denetim görüşü ile denetim firmasının itibarı, denetim zamanı ve kurumsal sahiplik birlikteliğinde irdeleme konusu edildiği araştırma, 2015-2017 inceleme dönemine sahiptir. 282 gözlem ile analitik yol analizi metodolojisinde gerçekleştirilen araştırma sonucunda denetim firmasının itibarının, denetim görüşünün ve kurumsal sahipliğin firma değeri üzerinde olumlu katkısının bulunduğu ampirik olarak ortaya konulmuştur.

Denetim görüşünün etkilerini hisse senedi fiyatları perspektifi üzerinden değerlendirmeyi amaçlayan Purbawati (2016)'ye ait olan araştırma Endonezya merkezli olup 2013-2015 inceleme dönemine sahiptir. Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'nda (BEI) işlem gören finansal olmayan firma örneğinde gerçekleştirilen araştırma, çoklu regresyon metodolojisine sahiptir. Araştırma sonucunda denetim görüşünün ve denetim sonuçlarına ilişkin gönüllü açıklamaların kapsamının, hisse senedi fiyatı üzerinde önemli bir pozitif etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Endonezya merkezli diğer bir araştırma Khaddafi (2015)'ye aittir. Borç temerrüdünün, denetim kalitesinin ve denetim görüşünün firmanın sürekliliği bağlamında etkilerini belirlemeyi amaçlayan araştırma, Endonezya Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı imalat firmaları örneğinde gerçekleştirilmiştir. Amaçlı örnekleme tekniği ile 68 örnekleme ait ikincil verilerin kullanıldığı araştırma lojistik regresyon metodolojisine sahiptir. Araştırma sonucunda borç temerrüdü değişkeni, denetim kalitesi ve denetim görüşleri değişkenleri, işletmenin sürekliliği görüşünün kabulünü %5 anlamlılık düzeyinde olumlu etkilemektedir. Endonezya merkezli diğer bir araştırma ise denetim ile firma değeri arasındaki ilişkiyi belirlemeyi amaçlamaktadır. Denetimin süresi, denetim firmasının büyüklüğü ve denetim görüşü perspektifinden ele alınmak suretiyle denetim özellikleri ile firma değer ilişkilerini irdeleyen ve Ardiana (2014) tarafından gerçekleştirilmiştir. 2240 firma gözleminde gerçekleştirilen çalışmada firma değeri; F/K, PD/DD ve Tobin'in Q'su vekiğinde

ele alınmıştır. Araştırmaya göre yüksek firma değerinin daha kısa denetim süresi ve denetim firmasının marka değeri ile ilişkili olduğu vurgulanırken olumlu denetim görüşünün firma değeri ile pozitif ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Denetim raporlarının sonuçlarına ilişkin açıklamaların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini belirlemeye yönelik olarak gerçekleştirilen ve Hoti vd. (2012)'ye ait olan araştırma, Slovenya ve Hırvatistan merkezlidir. Kamu yararına faaliyet gösteren 275 firma örneğinde gerçekleştirilen araştırmada hisse senedi fiyat volatilitesinde denetim görüşlerinin etkileri incelenmiştir. Diskriminant analizi ve logit modellerin uygulandığı araştırma sonucunda, denetim kalitesinin ve denetçi görüşünün hisse senedi fiyat gelişimi üzerinde önemli bir etkisinin bulunduğu belirlenmiştir.

Hisse senedi vekilliğinde denetim görüşü ile firma değeri arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik diğer bir araştırma, Ahmadi vd. (2014)'e aittir. İran merkezli araştırma, Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 120 firma örneğinde gerçekleştirilmiş olup denetim görüşleri ile firma kredibilitesi arasındaki ilişkiyi de belirlemeye yöneliktir. 2004-2011 inceleme dönemine sahip ve panel veri analizi kullanıldığı araştırma sonucunda, şartlı denetim görüşleri ile hisse senetlerinin beklenen getirileri arasında pozitif bir ilişki gözlemlenirken şartlı denetim görüşleri ile firma kredibilitesi arasında ilişki belirlenmemiştir. Benzer bir araştırma ise Amman merkezli olup Al Attar (2017) tarafından gerçekleştirilmiştir. Hisse senedi fiyatlarının firmaların finansal performanslarının bir göstergesi kabulüne dayalı olarak yürütülen çalışmada, SPSS ve AMOS kullanılarak betimsel analiz, faktör analizi ve yapısal eşitlik modellemesi uygulanmıştır. Analiz sonucunda denetim görüşünün, firmaların hisse senedi fiyatları üzerinde doğrudan olumlu etkisinin var olduğu tespit edilmiştir. İran merkezli diğer bir araştırma ise Pakdaman (2018)'e aittir. Tahran Menkul Kıymetler Borsası (TSE)'na kote olan 125 firma örneğinde gerçekleştirilen araştırma 2011- 2015 inceleme dönemine sahiptir. Denetim görüşünün, hisse senedi getirileri vekilliğinde firma değeri ile ilişkisinin belirlenmesine yönelik olarak gerçekleştirilen araştırma sonucunda denetim görüşünün firmalarda anormal getirilere sebep olabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Benzer bir araştırma da Vaziri ve Azadi (2017)'ye aittir. 2009-2014 inceleme dönemine sahip araştırma, Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 117 firma örneğinde gerçekleştirilmiştir. Doğrusal regresyon modelinin kullanıldığı araştırma sonucunda denetim görüşleri ile hisse senedi getirileri arasında önemli bir ilişkinin bulunduğu tespit edilmiştir.

4. Veri Seti ve Yöntem

Denetim görüş türlerinin firma değeri üzerindeki etkilerinin izlendiği araştırma 2010/Q1 - 2021/Q3 inceleme dönemine sahiptir. Üç aylık gözlem boyutuna sahip araştırma BIST 100 kapsamında yer alan, inceleme döneminde faaliyetlerinde süreklilik gösteren ve verilerine ulaşılan finansal olmayan 77 firma örneğinde gerçekleştirilmiştir. Ayrıca denetim raporlarının etkisini incelemek için modele üç adet gölge değişken eklenmiştir. İnceleme döneminde "şartlı" olarak sonuçlandırılan denetim raporları bulunmamaktadır. Bunun sebebi "şartlı" verilen denetim raporları sonucunda firmanın ya aynı denetim firması ya da farklı bir denetim firması tarafından tekrar incelenerek yeniden raporlanması olarak düşünülmektedir. Analize dâhil edilen değişkenlerin açıklamaları Tablo 3'te verilmektedir.

Tablo 3: Veri Seti

Değişken Grubu	Değişken Kodu	Adı ve Açıklaması
Bağımlı Değişken	FD	Piyasa Değeri vekilliğinde temsil edilen firma değeri göstergesidir.
Bağımsız Değişkenler	Dummy 1	Olumlu denetim görüşünü ifade eden kukla değişkendir. Denetim görüşü olumlu ise 1 değilse 0 değerine dayalı olarak oluşturulmuştur.
	Dummy 2	Olumsuz denetim görüşünü ifade eden kukla değişkendir. Denetim görüşü olumsuz ise 1 değilse 0 değerine dayalı olarak oluşturulmuştur.

Tablo 3 (Devamı): Veri Seti

Değişken Grubu	Değişken Kodu	Adı ve Açıklaması
Kontrol Değişkenler	Dummy 3	Görüş bildirmekten kaçınma şeklindeki denetim görüşünü ifade eden kukla değişkendir. Denetim görüşü görüş bildirmekten kaçınılması durumunda 1 değilse 0 değerine olarak oluşturulmuştur.
	BYK	Firma büyüklüğünün göstergesi olarak firma aktiflerinin doğal logaritması alınmak suretiyle oluşturulmuştur.
	KALD	Firma kaynak yapısının bir göstergesi olarak kaldıraç oranı vekilliğinde oluşturulmuş kontrol değişkenidir.
	LİK	Firma faaliyetlerinin sürdürülebilirliği üzerinde aktif role sahip likidite durumunun bir göstergesi olarak likidite oranının vekilliğinde oluşturulmuş kontrol değişkenidir.
	CARİ	Firmanın kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyetinin bir göstergesi olarak cari oran vekilliğinde oluşturulmuş kontrol değişkenidir.
	SYET	Faaliyetlerin sürdürülebilmesi için gerekli olan sermayenin yeterliliğinin bir göstergesi olarak öz sermaye ve risk ağırlıklı varlıkların oranı temsilciliğinde sermaye yeterlilik oranı vekilliğinde oluşturulmuş kontrol değişkenidir.
	ROA	Denetim görüşünü etkileyen en temel faktörlerden biri olan karlılık göstergesi olarak aktif karlılık oranı vekilliğinde oluşturulmuş kontrol değişkenidir.

Denetim görüşü türlerinin firma değeri ile ilişkisine Türkiye perspektifinden ampirik kanıtlar sunmayı amaçlayan araştırmanın metodolojik sürecini şekillendiren araştırmanın hipotezleri aşağıdaki gibidir:

H_{01} : Olumlu denetim görüşü, Türkiye’de işlem gören finansal olmayan firmaların piyasa değeri vekilliğindeki firma değeri üzerinde istatistiki olarak önemli bir etkiye sahip değildir.

H_{02} : Olumsuz denetim görüşü, Türkiye’de işlem gören finansal olmayan firmaların piyasa değeri vekilliğindeki firma değeri üzerinde istatistiki olarak önemli bir etkiye sahip değildir.

H_{03} : Görüş bildirmekten kaçınma şeklindeki denetim görüşü, Türkiye’de işlem gören finansal olmayan firmaların piyasa değeri vekilliğindeki firma değeri üzerinde istatistiki olarak önemli bir etkiye sahip değildir.

Söz konusu hipotezlerin testine ilişkin gerçekleştirilen araştırmanın ekonometrik model kurgusu aşağıda gösterilmiştir.

$$FD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dumy_1 + \beta_2 BYK_{it} + \beta_3 KALD_{it} + \beta_4 LİK_{it} + \beta_5 CARİ_{it} + \beta_6 SYET_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$FD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dumy_2 + \beta_2 BYK_{it} + \beta_3 KALD_{it} + \beta_4 LİK_{it} + \beta_5 CARİ_{it} + \beta_6 SYET_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$FD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dumy_3 + \beta_2 BYK_{it} + \beta_3 KALD_{it} + \beta_4 LİK_{it} + \beta_5 CARİ_{it} + \beta_6 SYET_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

4.1. Ampirik Bulgular ve Model Tahmin Sonuçları

Modelde elde edilen ampirik bulgular sunulmadan önce değişkenlere yönelik tanımlayıcı istatistikler ve ilişki matrisinin verilmesi, öncül bilgiler elde edilmesi açısından faydalı olmaktadır. Bu çerçevede Tablo 4 ve Tablo 5’te sırasıyla tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon matrisi verilmiştir.

Tablo 4’te yer alan tanımlayıcı istatistiklere göre en düşük standart sapmaya sahip seri modelde bağımlı değişken olarak yer alan firma piyasa değeridir. Buna karşın en yüksek standart sapmaya sahip değişkenler ise firma kaldıraç oranı ve sermaye yeterlilik oranıdır. 3619 gözlemin bulunduğu veri setinde en yüksek ve en küçük değerler arasındaki farkın en geniş olduğu değişken cari orandır.

Bu durum firmaların kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyetleri açısından önemli farklılaşmaların varlığını işaret etmektedir. İnceleme kapsamında yer alan firmaların sektör çeşitliliği göz önünde tutulduğunda cari oran bağlamında farklılaşmaların görülmesi teorik realitenin teyidi niteliğindedir. Buna karşın Firma Büyüklüğü ve Likidite perspektifinde inceleme kapsamında yer alan firmalar arasında homojen bir yapı gözlemlenmektedir. Bu benzeşikliğin firma büyüklüğü lehine sergilediği tutum, değişken hesaplanmasında logaritmik formlarının kullanılması kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte likidite açısından yapılacak değerlendirmelerde bu homojenlik, sermaye piyasalarında işlem görmenin olumlu sonuçları olarak ifade edilebilir.

Tablo 4: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
FD	3619	21,33219	1,49342	16,9835	25,30394
BYK	3619	21,80174	1,660948	17,3053	27,37776
KALD	3619	52,36855	22,97247	0,3116	118,3483
LIK	3619	1,50012	2,73243	0,0002	57,97217
CARİ	3619	2,945669	11,06986	0,0002	300,5932
SYET	3619	44,08957	22,38772	-18,3482	99,68837
ROA	3619	4,330152	6,142963	-53,5764	48,51316

Tablo 5: Korelasyon Matrisi

	FD	BYK	KALD	LIK	CARİ	SYET	ROA
FD	1,0000						
BYK	-0,2165	1,0000					
KALD	-0,0676	0,3535	1,0000				
LIK	-0,0514	-0,1532	-0,4963	1,0000			
CARİ	-0,0760	-0,1194	-0,2981	0,8630	1,0000		
SYET	0,1681	-0,4144	-0,9159	0,3979	0,2877	1,0000	
ROA	0,2106	-0,1142	-0,3804	0,2590	0,1123	0,3305	1,0000

Araştırmanı bağımlı değişken olan firma piyasa değeri ile araştırmaya dahil edilen kontrol değişkenleri arasında en yüksek korelasyona sahip değişkenler firma büyüklüğü ve aktif karlılık oranıdır. Bu değişkenlerden firma büyüklüğünün negatif, aktif karlılığın ise pozitif etkileri gözlemlenmektedir. Diğer yandan aralarında en yüksek korelasyon katsayısına (-0,9159) sahip değişkenlerin sermaye yeterlilik oranı ile kaldıraç oranı olduğu görülmektedir. Değişkenler arasındaki bu korelasyon ilişkisinin varlığı, söz konusu değişkenlerin analiz sürecine dahil edilmesinin haklı gerekçesi olarak değerlendirilebilir.

Analizin bundan sonraki aşamalarında panel veri seti için homojenlik ve değişkenler için yatay kesit bağımlılığı testleri yapılacaktır. Sahte regresyon yanılıgına düşülmemesi için homojenlik ve yatay kesit bağımlılığı testlerinden elde edilen bulgulara göre uygun birim kök testleri ile serilerin durağanlıkları analiz edilmiştir.

Panel veri ile yapılan analizlerde serilerin eğim katsayılarının homojenlik sonuçları büyük önem taşımaktadır. Serilerin homojenite varsayımına göre uygun birim kök testleri tercih edilmektedir. Eğer panel veri seti için homojenlik varsayımı kabul edilmezse heterojen panel birim kök testleri uygulanması gerekmektedir (Tatoğlu, 2017: 41). Bu çerçevede serilerin homojenlik varsayımı Peseran ve Yamagata (2008) delta test istatistiği ile incelenmiş ve inceleme sonuçları Tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 6: Homojenlik Testi

	t-istatistik	Olasılık Değeri
Δ	46.596	0.000
$\Delta_{adj.}$	51.152	0.000

Panel veri modellerinde varsayımlardan biri olan yatay kesit bağımsızlığı, genellikle birimlerin hata terimlerinin eşzamanlı korelasyona sahip olması sebebiyle görülememektedir (Tatoğlu,2018: 227). Çalışmada kullanılan veri seti $N>T$ özelliğine sahiptir. Bu durumlar özelinde Pesaran (2004), ADF regresyonundan elde edilen kalıntıları kullanarak birimler arası korelasyonunun varlığını inceleyen CD testini önermiştir. Breusch-Pagan LM testinin alternatifi olan CD testi, T yeterli büyüklükte ve N sonsuza giderken Monte Carlo simülasyonlarına göre daha iyi sonuç vermektedir (Tatoğlu, 2018: 229). Yatay kesit bağımlılığını araştıran Pesaran CD testi denklem 4'te gösterilmektedir.

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij} \right)} \quad (4)$$

Denklem 4'te N panel verinin birim boyutunu ve $\hat{\rho}_{ij}$ ise i ve j birimleri arasındaki korelasyon katsayısını temsil etmektedir (Pesaran, 2004: 6). Analizin boş hipotezinin birimler arası korelasyon olmadığı şeklinde kurulduğu CD testi sonuçları aşağıdaki Tablo 7'de verilmektedir.

Tablo 7: Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

Değişkenler	CD-Test	Olasılık Değeri
FD	54,499	0,000
BYK	324,12	0,000
KALD	24,18	0,000
LIK	3,055	0,000
CARI	8,053	0,000
SYET	33,756	0,000
ROA	88,417	0,000

Birimler arası korelasyonunun diğer bir ifadeyle yatay kesit bağımlılığının olup olmadığını gösteren Tablo 7'ye göre değişkenlerin CD test sonuçlarının olasılık değerleri 0,05'ten küçük ise boş hipotez reddedilerek yatay kesit bağımlılığının varlığından söz edilecektir. Bu çerçevede tüm değişkenlerin olasılık değeri 0,05'ten küçük bulunduğu için çalışmada kullanılan seriler arasında yatay kesit bağımlılığı ortaya çıkmaktadır. Değişkenler açısından yatay kesit bağımlılığının varlığı, birim kök irdelemelerinde ikinci nesil birim kök testlerine başvuruyu gerekli kılmaktadır. Zira serilerin durağan olmaması durumunda gerçekleştirilecek regresyon tahminlerinden sahte katsayılar elde etme ihtimali bulunmaktadır. Bu durumda serilerin durağanlaştırılarak analize dahil edilmesi veya eşbütünlük olup olmadıklarının test edilmesi gerekmektedir. Çalışmada değişkenler arasında heterojenlik ve birimler arası korelasyona rastlanıldığı için Pesaran (2007) tarafından önerilen ikinci nesil birim birim kök testlerin "yatay kesit genişletilmiş Dickey Fuller (CADF)" testi kullanılmış ve sonuçlar Tablo 8'de verilmiştir.

Tablo 8: Birim Kök Testleri

Değişkenler	Düzeyde CADF İstatistikleri			
	Sabit		Sabit+Trend	
	Z [t-bar]	Olasılık	Z [t-bar]	Olasılık
FD	292.718	0.000	322.578	0.000
BYK	-2.956	0.002	-3.519	0.000
KALD	-6.272	0.000	-3.098	0.001
LIK	-8.689	0.000	-10.203	0.000
CARI	-6.427	0.000	-8.441	0.000
SYET	-6.206	0.000	-3.192	0.000
ROA	-9.292	0.000	-9.858	0.000

Not: Pesaran CADF testi % 99 güven aralığı ile test edilmiştir.

Bireysel serilerin gecikmeli düzeylerinin ve birinci farklarının yatay kesit ortalamalarını ADF regresyonuna ayrı faktörler olarak ilave eden CADF birim kök testi (Tatoğlu,2018:84) sonuçlarına

göre tüm değişkenlerin düzey durumda durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Dolayısıyla değişkenler, analizde temel seviyelerinde kullanılacaktır.

Serilerin düzey durumda durağan bulunmalarının ardından değişkenler arasındaki ilişki EKK model tahminci yardımıyla belirlenmeye çalışılacaktır. EKK regresyonu tahmininde referans alınacak model seçimi için F-test, Breusch-Pagan LM ve Hausman testleri kullanılmıştır. Doğru tahmin yönteminin tercih edilmesi, değişkenler arasında ilişkilerin yorumlanması ve kontrol testlerde güvenilirliği açısından önem arz etmektedir. Bu çerçevede çalışmada; havuzlanmış en küçük kareler (HEKK), sabit ve rassal etkiler tahmincileri arasında tercihte bulunulacaktır.

Birim ve/veya zaman etkilerinin olmadığı ve sabit ve eğim parametrelerinin sabit olduğu varsayımı altında tahmin yapan HEKK tahmincisini tercih edebilmek için hem sabit hem de rassal etkiler modellerinin ikisinin de reddedilmemesi gerekmektedir. Eğer bir yandan F-testi reddedilip diğer yandan LM testi reddedilemezse sabit etkiler modelinin, aksi durumda ise rassal etkiler modelinin uygun olduğu şeklinde yorumlanmaktadır. Son olarak hem F-testi hem de LM testlerinin boş hipotezleri reddedilirse model seçimi, Hausman test istatistik sonucuna göre yapılmaktadır (Karaçor vd.,2016:299). Model seçim süreci aşağıdaki Tablo 9'da özetlenmektedir.

Tablo 9: Model Belirleme Testleri

Test Tipi	Model 1		Model 2		Model 3	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
F-test	42,79	0,0000	42,78	0,0000	42,74	0,0000
Breusch-Pagan LM	16814,71	0,0000	16814,00	0,0000	16840,56	0,0000
Hausmann	15,82	0,0268	15,51	0,0300	14,38	0,0448

Not: F-test H_0 : Sabit Etkiler yoktur, BP LM test H_0 : Rassal Etkiler yoktur, Hausman H_0 : Rassal Etkiler Modeli uygundur.

F-testi ve Breusch-Pagan LM testi sonuçlarına göre boş hipotez reddedilmiş ve uygun model seçimi için Hausman model spesifikasyon testine başvurulmuştur. Hausman test sonuçlarının gösterildiği Tablo 9'a göre her üç modelde de test istatistiği 0,05 değerinden küçük bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle tesadüfi etkiler tahmincisinin tutarsız olduğu ve sabit etkiler modelinin geçerli olduğu sonucuna varılmıştır. Bu noktadan hareketle sabit etkiler tahmincisinden elde edilen hata terimleri için heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon test edilecektir. Hata terimlerine uygulanan kontrol test sonuçları Tablo 10'da verilmektedir.

Tablo 10: Sabit Etkiler Modeli Kontrol Testleri

Test	Test Tipi	Model 1		Model 2		Model 3	
		Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Heteroskedasite	Wald	1,8e+07	0,0000	1,8e+07	0,0000	1,7e+07	0,0000
Otokorelasyon	DW	0,3664		0,3669		0,3667	
	BW-LBI	0,4490		0,4495		0,4501	
Birimlerarası Korelasyon	CD	54,536	0,0000	54,718	0,0000	54,751	0,0000

En iyi doğrusal sapmasız tahminci varsayımlarının araştırıldığı kontrol test sonuçları neticesinde referans model olan sabit etkiler modelinin hata terimlerinde otokorelasyon, heteroskedasite ve birimler arası korelasyon problemlerinin varlığı tespit edilmiştir. Bu netice karşısında, büyük T ve N ($N \rightarrow \infty$ bile) durumunda heteroskedasite varlığında tutarlı ayrıca uzamsal ve dönemsel korelasyonun genel formlarına dirençli standart hatalar üreten (Tatoğlu, 2018:276) Driscoll-Kraay Tahmincisinin uygun test istatistiği olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

4.2. Araştırmanın Bulguları

Sermaye piyasaları perspektifinde denetimin en önemli işlevi, finansal piyasaların işleyişinde güven tesis etmesidir. Bu yönüyle denetim ve dolayısıyla denetim sürecinin nihayetini ortaya koyan

denetim görüşü, tüm piyasa katılımcılarına mali tabloların sunmuş olduğu bilgilerin geçerliliğinin meşruiyet ölçüsünü ifade eder. Teorik olarak bu ölçü ile firma değeri arasında doğrusal bir ilişkinin varlığı öngörülür. Bu öngörüye Türkiye sermaye piyasalarından ampirik kanıtlar sunma azmindeki bu çalışmanın denetim görüş türünün firma değeri üzerindeki etkinliğini ortaya koyma sürecinde kullanılacak olan araştırma metodolojisini tayin etmek üzere gerçekleştirilen ekonometrik irdelemeler neticesinde belirlenen Driscoll-Kraay Tahmincisine dayalı tahmin sonuçları Tablo 11'de özetlenmiştir.

Tablo 11: Driscoll-Kraay Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Model 1		Model 2		Model 3	
	Katsayılar	D-K Std. Ht.	Katsayılar	D-K Std. Ht.	Katsayılar	D-K Std. Ht.
BYK	-0,0794	0,0554	-0,0791	0,0554	-0,0748	0,0555
KALD	0,0104 ^b	0,0033	0,0105 ^a	0,0033	0,0120 ^a	0,0029
LIK	-0,0419	0,0365	-0,0421	0,0366	-0,0443	0,0372
CARI	0,0060	0,0067	0,0060	0,0068	0,0063	0,0068
SYET	0,0101 ^a	0,0034	0,0102 ^a	0,0034	0,0118 ^a	0,0029
ROA	0,0221 ^a	0,0057	0,0222 ^a	0,0057	0,0224 ^a	0,0058
Dummy1	0,1799 ^c	0,1025	-	-	-	-
Dummy2	-	-	-0,1672	0,1034	-	-
Dummy3	-	-	-	-	-0,4627 ^a	0,1063
Sabit	1,4210	1,2848	1,5817	1,2818	1,3357	1,2781
F(7,76)	10,91	0,000	10,76	0,000	14,97	0,000
Grup İçi R ²	0,046		0,0457		0,0443	
Gözlem	3169		3169		3169	
Grup	77		77		77	

Not: "a", "b" ve "c" ifadeleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini temsil etmektedir.

Tablo 11'de verilen tahmin sonuçları bir bütün olarak değerlendirildiğine katsayıların her üç modelde de tutarlı olduğu görülmektedir. Bu açıdan kaldıraç, sermaye yeterliliği ve aktif karlılık oranlarının firma piyasa değerine etkisinin istatistiki olarak %5 düzeyinde anlamlı ve pozitif yönlü olduğu görülmektedir. Kontrol değişkenleri açısından ulaşılan bu sonuç araştırmanın kapsamı dışında olsa da teorik beklentileri karşılaması sebebiyle araştırmanın ana amaçlarının doğruluğunun teyidinde yönelik olması bakımından önemlidir. Diğer yandan araştırmanın konusunu oluşturan denetim rapor sonuçlarının firma piyasa değeri üzerindeki etkileri farklılık göstermektedir. Buna göre olumlu denetim raporu sonucunun bağımlı değişkene pozitif etkili olduğu görülürken görüş bildirmekten kaçınma şeklinde raporlanan denetçi görüşünün firma piyasa değerini olumsuz etkilediği sonucuna varılmıştır. Diğer yandan olumsuz denetim raporunun firma piyasa değerini etkilediğine dair bir sonuç bulunamamıştır.

5. Sonuç

Araştırmanın amacı; olumlu, olumsuz ve görüş bildirmekten kaçınma şeklindeki denetim görüşlerinin Türkiye'de işlem gören finansal olmayan firmaların piyasa değeri ve kilitliğindeki firma değeri üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığını sınınamaya yöneliktir. Bu çerçevede üç farklı denetim görüşüne göre modeller oluşturulmuş ve yapılan ekonometrik testler neticesinde Driscoll-Kraay Tahmincisi ile denetim görüşünün firma piyasa değeri üzerindeki etkilerinin farklılaşması incelenmiştir. Denetim sonuçlarına ilişkin denetçi kanaatinin alternatiflerinin ayrı modellerle incelenmesi gerek sonuçların ilgili literatürle ilişkilendirilmesi gerekse araştırma sonuçlarının gerekçelendirilmesi açısından önemlidir.

Olumlu denetim görüşünün firma piyasa değeri üzerindeki etkisini tahmin etmeyi amaçlayan birinci modelde, olumlu denetim görüşünün firma değeri üzerinde %10 anlamlılık düzeyinde pozitif bir katkı sunduğu belirlenmiştir. Elde edilen bu ampirik bulgu, teorik beklenti ile örtüşmekte olup olumlu denetim görüşünün piyasa işleyişinde güven telkin ettiği ve bu yönüyle piyasa etkisine sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç, olumlu denetim görüşünün doğrudan ve dolaylı olarak

firma değeri ile ilişkili olduğunu ortaya koyan literatürdeki Vaziri ve Azadi (2017), Andi ve Nuraini, (2020), Purbawati (2016), Khaddafi (2015), Ardiana (2014), Hoti ve diğ. (2012), Kara ((2015), Ahmadi vd.(2014), Al Attar (2017) ve Lanniello ve Galloppo (2015)'e ait araştırma sonuçlarıyla benzeşiktir. Bu yönüyle olumlu denetim görüşünün firma tüm çıkar grupları açısından önemli bir teminat yükümlülüğünün sonucu olarak değerlendirilebileceği kanaati, Türkiye örneğinde yenilenmiştir.

Olumsuz denetim görüşünün firma piyasa değeri üzerindeki etkisini inceleyen ikinci modelde, olumsuz denetim raporunun firma piyasa değerini etkilediğine ilişkin istatistiki açıdan anlamlı bir ilişkinin varlığı kaydedilememiştir. Esas itibarıyla ulaşılan bu sonuç teorik beklentilerle örtüşmemektedir. Denetim süreci sonucunda olumsuz denetim görüşünün sonuçlarına ilişkin yasal öngörü, görüşün bildirim tarihinden itibaren 4 iş günü içinde Firma Genel Kurulu tarafından yeni bir Yönetim Kurulunun seçilmesi ve/veya yönetim kurulunun güven yenilemesi neticesinde kanuna ve standartlara göre hazırlanmış, olumsuz görüşe sebebiyet veren unsurlara dayalı gerekli önlem ve düzeltmeler ile neticelendirilmiş firma mali raporlarının, azami 6 ay içerisinde hazırlattırılmış olması ve güvenilirliklerinin bağımsız denetçi tarafından teyit edilmiş olması gerektiği TTK md. 403/5 ile karara bağlanmıştır. Bu kararın varlığı, olumsuz denetim görüşüne dayalı oluşturulacak gelecek projeksiyonlarının gerek yatırımcı ve gerekse mali tablo kullanıcıları açısından olumsuzluk telkin etmemesi ve bir piyasa olumsuzluğu şeklinde genellemenin de konusu olmaması gerektiğini vurgular. Araştırmanın sonuçlarının yönü açısından literatürdeki karşılığı Kara (2015), Wang (2005) ve Leo Handoko ve Michaela (2021)'a ait araştırmalarda yer almaktadır. Sonuçların ekonometrik geçerliliği açısından ise Salim (2016), Anvarkhatibi vd. (2012), Chen vd. (2000), Al -Thuneibat vd. (2007), Moradi vd. (2011), Anvarkhatibi vd. (2012) ve Acar ve Temiz (2019)'a ait araştırmalar referans olarak gösterilebilir. Ulaşılan bu ilişkisizlik sonucunun sebebi olarak denetim görüşleri hakkında yeterince bilgi sahibi olunmadığı ve denetim raporlarının öneminin yaygınlaştırılması gerektiği ayrıca olumsuz denetim görüşüne ilişkin denetim raporlarının, yatırımcılar için sınırlı bilgi içeriğine sahip olduğu ve karar verme sürecinin bir parçası olmadığı ifade edilebilir.

Görüş bildirmekten kaçınma şeklindeki denetim görüşünün firma piyasa değeri üzerindeki etkisini inceleyen son modelin ekonometrik irdemeleri neticesinde, denetim görüşünün firma değeri üzerinde %1 anlamlılık düzeyinde negatif bir etki yarattığı belirlenmiştir. Bu sonuç teorik beklenti ile örtüşmekte olup görüş bildirmekten kaçınma şeklindeki denetim görüşünün piyasa işleyişinde bir şüphe uyandırdığı ve buna dayalı olarak yatırım yapmama/yatırım yapmaktan kaçınma ya da itibar kaybına yönelik bir geri çekilmenin sebebi olarak değerlendirildiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç, Acar ve Temiz (2019), Prasetyo ve Rini (2014) ile Lanniello ve Galloppo (2015)'e ait araştırma sonuçlarıyla örtüşmektedir. Bununla birlikte ulaşılan bu sonuçların genel bir piyasa tepkisi olarak değerlendirilmemesi ve denetçi görüşünü şekillendiren birçok sebebin varlığı göz önünde tutulması gerektiği vurgulanmalıdır.

Son olarak araştırmanın kontrol değişkenlerinden elde edilen sonuçlara bakıldığında sermaye yeterliliği, aktif karlılık oranı ve kaldıraç oranı açısından her üç modelde tutarlı ve %5 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı tahmin edilen katsayılar teorik beklentileri karşılamaktadır.

Kaynakça

- Abad, D., Sánchez-Ballesta, J.P., ve Yagüe, J, (2017), Audit Opinions and Information Asymmetry in the Stock Market, *Capital Markets: Market Efficiency eJournal*,565-595.
- Acar, M. ve Temiz, H. (2019), Denetçi Görüşlerinin Pay Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi, *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 19 (58), 173-194.
- Ahmadi, M. R., Sedghiani, B. A., ve Jamali, K. (2014), Economic Consequences Qualified Audit Opinions: Evidence from listed Companies in Tehran Stock Exchange, *Research Journal of Recent Sciences*, 2502,1-7.

- Al-Attar, K. A. (2017), The impact of auditing on stock prices of Amman stock market's listed companies, *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 7(6), 210-220.
- Al-Thuneibat, A., Khamees, B.A., ve Al-Fayoumi, N. (2007), The effect of qualified auditors' opinions on share prices: evidence from Jordan, *Managerial Auditing Journal*, 23, 84-101.
- Andi, K. ve Nuraini, I. (2020), The Effect of Public Accountant Reputation, Audit Opinion, and Institutional Ownership on Timeliness of Financial Reporting and Its Impact on the Value of the Firm of Manufacturing Sectors in Indonesian Stock Exchange, *IAR Journal of Business Management*, 1(4),
- Anvarkhatibi, S., Safashur, M., ve Mohammadi, J. (2012), The effect of auditors opinions on shares prices and returns in Tehran stock exchange, *Research Journal of Management Sciences*, 1(1), 23-27.
- Ardiana, P. A. (2014), The role of external audit in improving firm's value: Case of Indonesia, *5th International Conference of The Japanese Accounting Review (TJAR)*, 1-15.
- Chen, C.J., Su, X., ve Zhao, R. (2000), An Emerging Market's Reaction to Initial Modified Audit Opinions: Evidence from the Shanghai Stock Exchange, *Contemporary Accounting Research*, 17, 429-455.
- Chen, S., Hu, B., Wu, D., ve Zhao, Z. (2019), When Auditors Say 'No', Does the Market Listen? Emerging Markets, *European Accounting Review*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2438167>
- Ercan, C., ve İşseveroğlu, G. (2016), Olumlu Denetçi Görüşünün Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: Borsa İstanbul Örneği, *Akademik Bakış Dergisi*, 5(1), 630-639.
- Farida, A.L., Roziq, A., ve Wardayati, S.M. (2019), Determinant variables of enterprise risk management (ERM), audit opinions and company value on insurance emitents listed in Indonesia stock exchange, *International Journal of Scientific & Technology Research*, 8(7), 288-293.
- Hoti, A.H., Ismajli, H., Ahmeti, S., ve Dërmaku, A. (2012), Effects of Audit Opinion on Stock Prices: The case of Croatia and Slovenia, *EuroEconomica*, 2(31), 75-87.
- Jovyni, R., Islamis, ve Katoul, A, (2016), Investigate the Relationship between Audit opinion and Information Asymmetry in Listed Firms of Tehran Stock Exchange, 33-37
- Kara, S. (2015), Denetim Görüşlerinin Hisse Senedi Anormal Getirileri Üzerine Etkisinin 2009-2014 Yılları Bazında Ölçümlenmesi, *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 137-152,
- Karaçor, Z.Ö.vd. (2016), VERİMLİLİK, DÖVİZ KURU VE AÇIKLIK İLİŞKİSİ: OECD ÜLKELERİ ÖRNEĞİ, *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 25 (3), 287-306.
- Khaddafi, M. (2015), Effect of Debt Default, Audit Quality and Acceptance of Audit Opinion Going Concern in Manufacturing Company in Indonesia Stock Exchange, *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 5(1), 80-91.
- Lanniello, G., ve Galloppo, G. (2015), Stock market reaction to auditor opinions – Italian evidence, *Managerial Auditing Journal*, 30, 610-632.
- Leo Handoko, B., ve Michaela, C. (2021), How Audit Opinion Increase Value Added in Indonesian Sustainability Index Corporation, *7th International Conference on E-Business and Applications*, 101-110.
- Maharani, N. K. (2020), Pengaruh prediksi kebangkrutan, profitabilitas dan opini audit terhadap nilai perusahaan, *Forum Ilmiah*, 17 (3), 364-374.

- Moghaddam, A.G., Monavar, A., Mostafaei, Z., Ghased, B., ve Kakhki, S.A. (2016), Investigating the Relationship between Audit Opinion and Earnings Persistence of Listed Firms in Tehran Stock Exchange, *Specialty Journal Of Accounting And Economics*, 2 (1), 71-76.
- Moradi, M., Salehi, M., Rigi, M., ve Moeinizade, M. (2011), The effect of qualified audit report on share prices and returns: Evidence of Iran, *African Journal of Business Management*, 5(8), 3354-3360.
- Muslih, M., ve Amin, M.N. (2018), The influence of audit opinion to the company stock price, *Proceedings Universitas Pamulang*, 1(1).
- Nguyen, X. H. ve Trinh, H.T. (2020), Corporate social responsibility and the non-linear effect on audit opinion for energy firms in Vietnam, *Cogent Business & Management*, 7(1), 757-841.
- Ola, P.O., ve Oto, T.E. (2019), Audit Reputation and Independence Influence on the Market Value of Firms in Nigeria, *Journal of Accounting, Business, and Finance*, 4(1), 58-68.
- Pakdaman, H. (2018), Auditor's Opinion and Market Reaction of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange (TSE), *Revista Publicando*, 5(14(2)), 101-118.
- Pesaran, H.M. (2007), A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence, *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265-312.
- Pesaran, M. H. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels. *IZA Discussion Paper No. 1240*.
- Pesaran, M. H., ve Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. *Journal of Econometrics*(142), 50-93.
- Prasetyo, A.W., ve Rini, R. (2014), Perbandingan Reaksi Pasar Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Opini Audit Unqualified.
- Purbawati,D.(2016), Pengaruh Opini Denetim Dan Luas Pengungkapan Sukarela Terhadap Perubahan Harga Saham (Studi Empiris Pada Perusahaan Go Public Di Indonesia Tahun 2013-2015), *Jurnal Administrasi Bisnis Undip* , 5 (1), 6-12.
- Salawu, R.O., Moromoke O., (2017), Going Concern and Audit Opinion of Nigerian Banking Industry (2017), *Revista Internacional Administracion & Finanzas*, 9 (1) ,63-72, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3025041>
- Salim, A. (2016), The Effect of Qualified Auditors' Opinions on Share Prices: Evidence from Tunis, *Capital Markets: Market Efficiency eJournal* Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2846391> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2846391>,1-14.
- Selimoğlu, S., Özbirecikli, M., Uzay, Ş., ve Uyar, S.(2015), *Bağımsız denetim, (Türkiye Denetim Standartlarıyla Uyumlaştırılmış)*, Nobel Yayınları, Yayın No: 462, Ankara, ISBN: 978-605-320-769-6
- Tahinakis, P., ve Samarinas, M. (2016), The incremental information content of audit opinion, *Journal of Applied Accounting Research*, 17, 139-169.
- Tahinakis, P., Mylonakis, J., ve Daskalopoulou, E. (2010), An Appraisal of the Impact of Audit Qualifications on Firms' Stock Exchange Price Fluctuations, *Enterprise Risk Management*, 2(1), 86-99.
- Tatoğlu, F. Y. (2017). *Panel Zaman Serleri Analizi*. İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.
- Tatoğlu, F. Y. (2018). *Panel Veri Ekonometrisi Stata Uygulamalı*. İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.
- T.C. Resmî Gazete. Türk Ticaret Kanunu, 13/1/2011, Sayı: 27846, Başbakanlık Basımevi, Ankara.

- Vaziri, A., ve Azadi, K. (2017), The Impact of Audit Reports on Financial Information Content, *International Journal of Economics and Financial Issues*,7(3), 304-308.
- Vichitsarawong, T., ve Pornupatham, S. (2015), Do audit opinions reflect earnings persistence, *Managerial Auditing Journal*, 30, 244-276.
- Wang, Y. (2005), Market Reaction to Audit Opinions of Companies Listed on the Shanghai Stock Exchange, University of New South Wales.
- Wickramasingha, S., ve Nanayakkara, K. (2015), The External Auditor's Opinions and The Stakeholders' Purposes: An Empirical Analysis in Sri Lanka, *Kelaniya Journal of Management*, 31-49.

ANALYSIS OF THE EFFECTS OF AUDIT REPORT TYPES ON FIRM VALUE

Extended Abstract

Aim: In the study, based on the data of 77 non-financial firms registered in the Borsa Istanbul 100 index in Turkey, it is aimed to find empirical evidence on how the auditor's opinion in the audit report affects the market value of these firms. For this purpose, three hypotheses were tested in the study. These:

- Unqualified opinion-clean report positively affects the market value of the firm
- Adverse opinion-adverse audit report negatively affects the firm's market value
- Disclaimer of Opinion-Disclaimer Report affects the market value of the firm.

Three models were created using shadow variables to test these hypotheses. However, as of the research period, there is no "Qualified Opinion-Qualified Report", which is one of the audit report types. The reason for this situation is thought to be the re-reporting of companies that receive a "Qualified report" by being re-evaluated.

Method(s): In the study analyzes were carried out based on the Panel data methodology for the period 2010/Q1-2021/Q3. In models which the dependent variable is the market value of the firms, the control variables are determined as firm size, leverage ratio, liquidity ratio, current ratio, capital adequacy ratio and return on assets ratio. However, the dummy variables used in the models differ. The dummy variable (1,0) representing the effect of the unqualified opinion report was used in the first model, the dummy variable (1,0) representing the adverse opinion report in the second model, and the dummy variable (1,0) representing the disclaimer of opinion report in the third model.

The homogeneity of the panel data set, which included 3619 observations for 77 companies, was examined with the Delta test, and the cross-section dependence between the series with the Paseran CD test. Then, the stationarity of the variables was investigated with the CADF method. The suitable model was specified for analyzing of the relationship between variables by means of Breusch-Pagan LM, F-test and Hausmann specification control tests. As a result of the fixed effects model, which was found to be suitable, heterodasticity, autocorrelation and cross-section dependence were determined, and as a result, the Driscoll-Kraay method, which produces resistant standard errors against these problems, was used.

Findings: The statistical and econometric analysis carried out in the study, it was concluded that the panel data set was not homogeneous and that there was a cross-sectional dependence between the variables. Based on these results, the stationarity analysis of the variables was made with the Paseran CADF method, which is one of the second generation unit root tests. According to the unit root test results, all variables were found to be stationary at level. Then, as a result of the model determination tests, it was decided that the appropriate analysis method was the fixed effects model, but according to diagnostic tests, it was concluded that the Driscoll-Kraay estimator would be more successful in determining the relationship between the variables.

According to the Driscoll-Kraay test results, consistent findings were obtained in all three models. Leverage ratio, capital adequacy ratio and return on assets ratio positively affect the firms market value at the 5% significance level in all models. When the effect of audit opinions, which is the main idea of the study, on the market value of the firm is examined, differences in the results are striking. It is seen that the Unqualified opinion (clean report) has a positive effect at the 10% significance level, and the Disclaimer of opinion has a negative effect at the 5% significance level on the firm's value. However, no significant relationship was found between the adverse audit report and the market value of the firm.

The findings were found to be compatible with the research results of Vaziri ve Azadi (2017), Andi ve Nuraini, (2020), Purbawati (2016), Khaddafi (2015), Ardiana (2014), Hoti ve diğ. (2012), Kara (2015), Ahmadi, Sedghiani ve Jamali (2014), Al Attar (2017) ve Vaziri ve Azadi (2017), Lanniello ve

Galloppo (2015), Prasetyo ve Rini (2014), Acar ve Temiz (2019), Prasetyo ve Rini (2014) ve Lanniello ve Galloppo (2015), Salim (2016), Anvarkhatibi, Safashur ve Mohammadi (2012). , Chen, Su ve Zhao (2000), Al -Thuneibat ve diğ. (2007), Moradi, Rigi ve Moeinizade (2011), Anvarkhatibi, Safashur ve Mohammadi (2012) ve Acar ve Temiz (2019).

Conclusion: The positive effect of unqualified audit opinion on the firms market value coincides with the theoretical expectation, and it has been concluded that the unqualified audit opinion inspires confidence in the functioning of the market. In this respect, it is thought that the unqualified opinion can be evaluated an important guarantee for all interest groups of the company.

It can be stated that the reason for the result of the uncorrelation between the adverse audit report and the firms market value is the lack of sufficient information about the audit opinions. Accordingly, these reports cannot be a part of the decision-making process because it has limited information for investors. In this context, it is thought that the importance of audit reports should be expanded.

The negative effect of the disclaimer opinion on the market value of the firm is in line with the theoretical expectation. It has been concluded that disclaimer opinion raise doubts in the functioning of the market, and based on this, it is considered as the reason for avoiding investment or withdrawing due to loss of reputation.
